



苏州上声电子股份有限公司向不特定对象 发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.
让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：


苏州上声电子股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	A+
评级展望	稳定
债券信用等级	A+
评级日期	2023-5-17

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到苏州上声电子股份有限公司（以下简称“公司”或“上声电子”，股票代码 688533.SH）是国内领先的汽车声学产品制造商，公司产品具备一定的专利技术保护，客户资质较好且合作关系稳定，未来业务发展具备一定保障。同时中证鹏元也关注到，公司目前处于无控股股东及无实控人状态；收入规模受下游汽车行业景气度影响较大，且客户集中度较高；产品外销占比较大，需对国际海运情况、贸易政策及汇率波动风险进行关注；公司面临钢材、磁材等基础原材料价格波动风险，并且存在一定资金压力及新增产能消化风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过人民币 5.20 亿元

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还未偿还的债券本金并支付最后一年利息，附债券赎回及回售条款

发行目的：拟投资于汽车音响系统及电子产品项目并补充流动资金

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	21.99	22.35	16.22	13.56
归母所有者权益	11.33	11.01	10.29	7.13
总债务	5.67	6.13	2.65	3.31
营业收入	4.53	17.69	13.02	10.88
净利润	0.30	0.87	0.61	0.76
经营活动现金流净额	0.61	-0.35	-0.22	0.99
净债务/EBITDA	--	0.22	-1.86	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	10.97	11.67	10.84
总债务/总资本	33.33%	35.73%	20.44%	31.69%
FFO/净债务	--	263.00%	-32.81%	-78.14%
EBITDA 利润率	--	8.03%	10.97%	13.74%
总资产回报率	--	5.56%	5.26%	7.46%
速动比率	1.26	1.29	1.60	1.24
现金短期债务比	1.33	1.34	2.16	1.47
销售毛利率	23.41%	20.29%	26.73%	28.69%
资产负债率	48.37%	50.64%	36.47%	47.30%

注：2020 及 2021 年公司净债务为负值。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com



项目组成员：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com



联系电话：0755-82872897

优势

- **公司产品具备一定的专利技术保护。**公司主营产品为汽车声学产品，产品开发过程嵌入整车开发周期，以客户需求作为技术创新的来源，具备一定的产品优势。公司目前已拥有国内外专利百余项，其中 70 余项为发明专利，为同步开发和整车调音奠定技术基础。
- **客户资质较好且合作关系稳定，未来业务发展具备一定保障。**公司主要客户包括大众集团、福特集团、上汽集团等知名传统整车制造厂商以及蔚来、特斯拉等新能源汽车制造厂商（包括整车厂的一级零部件供应商），同时为博士视听等电声品牌制造商供货。考虑到汽车整车厂商实行严格的供应商资格认证制度，公司与客户签订项目定点合同，按客户订单需求进行量产，双方合作关系稳定。

关注

- **公司目前处于无控股股东及无实控人状态。**截至 2023 年 3 月末，苏州上声投资管理有限公司（以下简称“上声投资”）、共青城同泰投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“共青城同泰”）、苏州市相城区元和街道集体资产经营公司（以下简称“元和资产”）、苏州市相城区无线电元件一厂（以下简称“元件一厂”）分别持有公司股份 26.25%、18.75%、18.12%和 11.88%，任何单一股东及其关联方无法控制公司股东大会或公司董事会。
- **收入规模受下游汽车行业景气度影响较大，且客户集中度较高。**公司主要产品为车载扬声器，近年来前五大客户销售金额占比在 50%-60%之间。考虑到公司产品应用场景单一，当前上游汽车制造商价格竞争激烈，公司盈利或将持续承压。
- **产品外销占比较大，需对国际海运情况、贸易政策及汇率波动风险进行关注。**2022 年，公司外销占比为 43.58%，美洲和欧洲是公司重要的海外市场。2021 年，海运费用上涨对公司利润影响较大。公司部分产品以美元及欧元结算，汇率波动将对公司盈利产生影响；同时需关注国际贸易政策变化情况。
- **面临钢材、磁材等基础原材料价格波动风险。**公司主要原材料包括磁钢、电子类元器件、前片以及后片。2022 年公司销售毛利率下滑 6.44 个百分点，原材料价格波动将对盈利影响较大。
- **关注新增产能消化风险。**公司目前主要在建和拟建项目包括 2021 年 IPO 募投项目“扩产扬声器项目”和“扩产汽车电子项目”以及本期可转债募投项目“汽车音响系统及电子产品项目”，项目预计总投资分别为 2.47 亿元、1.49 亿元、5.54 亿元。在原有年产 6,048.33 万只车载扬声器基础上，合计新增扬声器产能 4,390 万套，并涉及汽车电子产品等其他类别产品产能提升。若下游市场景气度下滑导致的产品需求量下降或公司后期市场开发不及预期，新增产能无法及时消化。
- **存在一定的资金压力。**公司经营现金流表现持续走弱，2021-2022 年经营净现金流持续净流出，主要系加强备货和部分订单变更结算模式所致。截至 2023 年 3 月末，公司应收账款占比为 24.61%，对资金形成一定占用。并且，公司主要在建项目尚需投入资金规模较大，项目建设对外部融资较为依赖。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内领先的汽车声学产品制造商，具有客户资源等综合性优势，近年业务规模逐步扩大，经营及财务状况相对稳定。

同业比较（单位：亿元，%）

指标	国光电器	漫步者	上声电子	惠威科技
总资产	52.06	28.56	22.35	4.67
营业收入	59.94	22.14	17.69	2.26
净利润	1.79	2.67	0.87	-0.15

销售毛利率	12.30	33.00	20.29	31.39
资产负债率	58.50	17.14	50.64	14.73
期间费用率	8.18	19.42	13.60	31.94
净营业周期	68.10	97.30	98.43	255.77

注：（1）国光电器为国光电器股份有限公司的简称、漫步者为深圳市漫步者科技股份有限公司的简称、惠威科技为广州惠威电声科技股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年（末）数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
汽车零部件企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

一、发行主体概况

公司前身为苏州上声电子有限公司（以下简称“上声有限”），由元件一厂（原名为吴县市无线电元件一厂）和台湾上声电子股份有限公司（以下简称“台湾上声”）于1992年共同出资设立，设立时注册资本180.00万美元，台湾上声持股51.00%，元件一厂持股49.00%。

2017年4月，经过股权转让事项，上声有限转变为内资企业，注册资本调整为11,483.39万元。同年12月，原股东上声投资、共青城同泰、元和资产和元件一厂在原上声有限基础上整体变更设立苏州上声电子股份有限公司。变更后上声电子注册资本1.20亿元，其中上声投资持股35.00%，共青城同泰持股25.00%，元和资产持股24.16%，元件一厂持股15.84%。

2021年4月，公司首次向社会公开发行人民币普通股票4,000.00万股，募集资金净额2.59亿元。本次公开发行股票后，公司股本增至1.60亿元。公司股票简称“上声电子”，股票代码为688533.SH。

截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为1.60亿元，无股权质押。公司股权结构图见附录二，上声投资、共青城同泰、元和资产和元件一厂分别持股26.25%、18.75%、18.12%和11.88%，公司目前处于无控股股东及无实控人状态。

公司主要从事汽车声学产品的研发设计、生产和销售，业务范围包括国内外市场。主要产品为车载扬声器，由本部负责，构成公司主要收入来源；另有功放、AVAS电子类产品由子公司苏州茹声电子有限公司（以下简称“茹声电子”）负责。截至2023年3月末，公司纳入合并范围的子公司共13家，具体情况见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：苏州上声电子股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过人民币5.20亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为自发行之日起六年；本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会（或董事会授权人士）对票面利率作相应调整；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还未偿还的本期债券本金并支付最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前的交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股

东大会授权董事会（或董事会授权人士）在本次发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期内，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价低于当期转股价格85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转换公司债券的股东应当回避；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

另外，在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在本期债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）；（2）当本期债券未转股余额不足3,000万元时。

本期债券的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。若在前述三十个交易日内发生过除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本期债券的最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权。可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会或上交所认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按照债券面值加当期应计利息的

价格回售给公司。可转换公司债券持有人在满足回售条件后，可以在回售申报期内进行回售，在该次回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

向现有股东配售的安排：本期债券向公司现有股东实行优先配售，现有股东有权放弃优先配售权。向现有股东优先配售的具体比例由股东大会授权董事会（或由董事会授权人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本期可转换公司债券的发行公告中予以披露。现有股东享有优先配售之外的余额及现有股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售及/或通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过人民币52,000万元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于以下用途：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
汽车音响系统及电子产品项目	55,395.12	42,000.00	75.82%
补充流动资金	10,000.00	10,000.00	100.00%
合计	65,395.12	52,000.00	79.52%

资料来源：公司公告《苏州上声电子股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，中证鹏元整理

汽车音响系统及电子产品项目实施主体为子公司上声电子（合肥）有限公司（以下简称“合肥上声”），项目位于安徽省合肥市经济开发区内机场东路以东、规划路以南工业用地地块，预计总投资55,395.12万元，计划新建厂房86,255.14平方米，并加大对生产制造设备的投入。项目实施后，公司预计每年将新增1,200万套低音扬声器，600万套中音扬声器，90万套低音炮，180万套汽车电子产品。

根据公司提供的可行性研究报告，项目的建设期为2年，运营期为9年，计算期总计为11年，项目建成后运营投产，拟在计算期第5年达产100%。项目全部静态投资回收期为7.07年（含建设期），所得税后项目内部收益率IRR为18.20%，全部投资财务净现值NPV为1.62亿元。目前项目已开工，截至2022年末，累计已投资0.21亿元。项目建成投产后有助于公司提升产能，完善产品结构，巩固并提高公司的市场竞争力。但未来因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

表2 募投项目批复情况

文件名称	发文单位	发文时间
关于上声电子（合肥）有限公司汽车音响系统及电子产品项目环境影响报告表审批意见的函	合肥市生态环境局	2022年12月1日
合肥经开区经济发展局项目备案表	合肥经开区经济发展局	2022年9月7日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业经济环境

2021 年起我国汽车销量打破连续三年的收缩态势，保持低速正向增长，作为上游产业汽车零部件行业收入增速相应提升。在国内整车市场需求稳中有增且汽车零部件国产替代率逐步提升的背景下，2022 年汽车零部件供应链稳定性虽一度遭遇冲击，但行业收入实现小幅增长。2023 年考虑到下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车掀起降价潮且居民消费信心仍需恢复，中证鹏元对汽车零部件行业消费持谨慎乐观态度

2022 年中国汽车销售市场先抑后扬，尽管上半年汽车行业供应链受到较强的短期冲击，下半年仍在

新能源汽车快速增长的带动下迅速恢复，全年累计销量 2,684.9 万辆，同比增长 2.3%，延续了 2021 年以来的增长趋势。其中，与新能源车汽车相关的产业链景气度处于较高水平，且零部件国产化率较高，带动汽车零部件市场需求量持续上升，2022 年中国汽车零部件行业的主营业务收入同比增长 3.63%。

汽车产业具有促消费稳增长的作用，是政府的重点监测和扶持产业之一，过去几年增加车牌投放指标、提供购车补贴等刺激汽车消费的政策频出、主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力。截至 2022 年末，根据公安部数据统计，我国千人汽车保有量持续上升至 226 辆，但与美国 837 辆、韩国 472 辆等全球主要国家相比，长期仍具备提升空间。然而，国内汽车消费结构预计将有所分化，头部新能源车企和部分电动化转型较好的零部件企业将受益于新能源行业的较高景气度，其他传统车企的利润空间或被摊薄。

从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，消费信心恢复仍需时日。2023 年主机厂竞争日益加剧，主流车企纷纷降价，亦导致消费者产生观望情绪，零部件厂商需求或随之承压。综合上述因素，中证鹏元对后续汽车零部件市场增速持谨慎乐观的态度。

图 1 2022 年我国汽车销量实现持续增长



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 2 2022 年汽车零部件行业主营业务收入增速有所放缓



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

新能源汽车渗透率持续提升，配套零部件需求亦有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，有望增加部分细分领域的全球市占率

新能源汽车零部件方面，随着汽车“新四化”进程加速，短期内新能源汽车零部件需求将快速增长。近年市场对新能源汽车购置补贴退坡已充分预期，消费者对新能源汽车认可度逐步提高，充电桩等配套设施亦持续完善，随着新能源车投放力度加大，未来对新能源车市场保持乐观，预计新能源乘用车渗透率和新能源零部件需求均有望进一步提高。

中长期来看，掌握新能源汽车零部件核心技术以及供应体系获得先发优势的企业将在激烈竞争中脱颖而出。长期来看，未来新能源汽车市场占有率扩大是必然趋势，新能源零部件需求存在持续支撑。另外，近年我国在新能源汽车制造和销售方面都处于领先地位，国内汽车零部件企业加速布局海外产能规划建设，有望进一步增加海外市场份额，加速实现部分零部件细分领域的全球化进程。预计短期内零部件市场并购重组继续活跃，全球供应链体系重塑继续为中国零部件企业提供新的发展机遇，但需防范企

业并购风险。全球乘用车销量增速维持下滑趋势，为应对行业变革与转型，整车厂商研发投入加大，国际车企通过降本来维持盈利能力的需求较大，重新选择零部件供应商的可能性继续提升。国内零部件供应商具备成本优势，有效提升其在国际市场中的竞争力，部分国内零部件企业加速进入全球车企供应链。

图 3 近年新能源乘用车销量和渗透率整体呈波动向上态势



注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

以传统燃油车为主的主机厂商掀起降价潮，市场竞争加速企业分化，新能源供应链布局较早、同自主品牌主机厂合作稳定、具备技术优势的零部件供应商有望继续享受新能源汽车发展红利，但转型较慢的传统车企或将面临一定压力

2023年3月，一轮汽车降价浪潮席卷全国，不仅涉及企业让利促销的市场竞争行为，亦有“有形的手”参与其中。首先，在汽车电动化趋势下，部分市场主体对燃油车车型推出大额折扣，意图去库存回现金改善经营状况；其次，汽车排放国六（6B）标准临近实施对车企加快去库存亦有较大刺激；再次，头部电动车厂商以价换量抢占市场份额，挤占后来者生存空间；最后，扩大内需大方针下，地方政府部门让渡车辆购置税等财政收入，借此激发消费活力并助力区域产业发展。技术迭代及市场竞争对车企影响深远，参与此轮购车优惠政策的车企和地方政府众多。产品竞争力下滑，传统车企规模效应减弱，盈利承压，产线折旧等固定成本支出对利润造成进一步侵蚀，短期需重点关注企业现金类资产储备及现金流表现。长期来看，基于现有品牌优势积极推进新能源布局的传统车企有望在未来行业格局中保有一席之地，而“价格战”背景下，产品力不足、转型落后的厂商将加速出清。

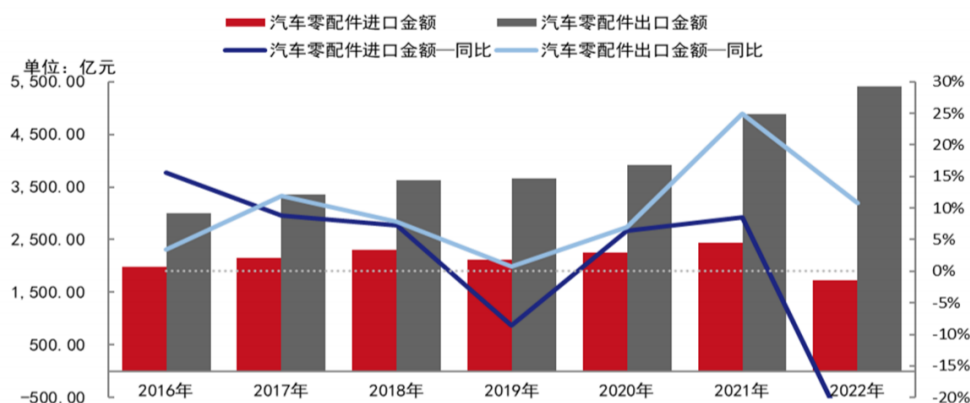
2022年汽车零部件出口延续增长趋势，续创历史新高，进口金额有所下滑；预计随着国内自主品牌配套零部件企业加速出海，出口金额仍将持续增长，但未来需关注中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素

近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，尽管2019-2020年受中美贸易摩擦和宏观因素影响，我国汽车零部件出口表现较为疲软。2021-2022年，随着全球主要国家推进促减排的环保政策、叠加国际油价高涨，国内外新能源汽车渗透率持续提高，市场消费者认可度亦逐步提升，新能源汽车正从政策及牌照驱动转向消费者需求驱动。2022年中国汽车零部件出口金额同比增长10.80%，达到

5,411.30 亿元，续创历史新高。

目前，欧美新能源汽车市场仍保持较高景气度，而中国在新能源产业链上发力较早，具备产业链集聚优势，国内零部件企业正加速海外客户布局，有望拉动行业持续上行，中证鹏元预计 2023 年我国汽车零配件进出口仍将保持增长。但中美贸易摩擦、海外地缘冲突以及部分欧美国家经济承压等事件仍会对我国汽车零配件的进出口产生不确定性，未来需持续关注中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素。

图 4 2022 年汽车零配件出口表现亮眼



资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

车载扬声器、功放及 AVAS 等汽车声学产品市场空间将随着汽车电动化和智能化发展而扩容，当前市场参与者较多，具备全球供货能力的供应商具有较强竞争力

音响系统由音源、功放、扬声器三部分组成，三者效果共同决定了整套音响的音效质量。按照销售市场，车载扬声器可分为前装市场和后装市场，前装市场主要为整车厂（及其供应商）供货，后装市场主要满足车主个性化需求。前装市场中，欧美品牌汽车制造厂商与供应商合作关系较为开放，而日韩品牌汽车制造厂商首选本国零部件制造商，供应链生态较为封闭。前装车载扬声器的参与者较多，具有较强竞争力的公司主要为具备全球供货能力的供应商，如普瑞姆、先锋电子等。在汽车电动化和智能化趋势下，车内音效日益受到汽车制造商的重视。以往普通传统燃油车型车载扬声器配置数量一般在 4-8 个，而新能源车车型车载扬声器配置数量普遍在 8-12 个，部分车型扬声器数量达 20 个以上。

车载功放产品可通过功率放大芯片实现基本的音频信号放大功能，亦可通过加载声学信号处理算法，提升车内音响品质。电动车低速提示音系统（AVAS）产品通过汽车总线采集车速、档位等信号，感知车辆状态，并由单片机芯片或者 DSP 处理器处理不同的声学信号算法，最终发出不同车速所对应的警示声音以提醒行人等其他道路使用者。欧盟、美国、中国等国家及地区已对新能源汽车 AVAS 装配提出硬性要求。当前车载功放和 AVAS 主要参与者主要包括汽车电子企业及具有汽车声学业务布局的电声企业，市场参与者较多，竞争较为激烈。

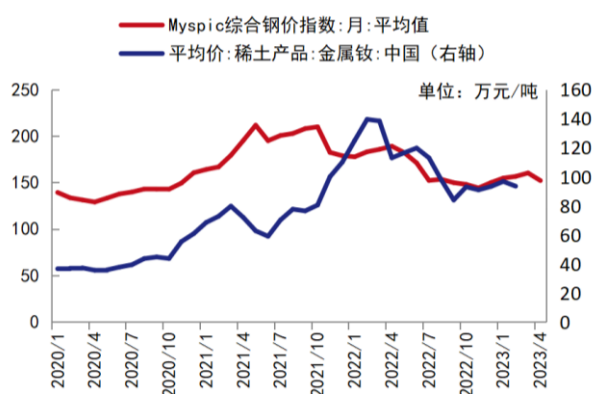
目前海运价格低位波动，钢材价格有所下行，但磁材价格维持高位，车载扬声器制造厂商盈利仍

承压

车载扬声器的主要原材料包括磁钢、前片及后片、音圈、纸盆、盆架等。其中前片和后片的主要材质为低碳钢，盆架多为塑料制品。钢材方面，2021年上半年受全球流动性宽裕、上半年国内钢企生产热情高涨、海运运力紧张等多因素影响，铁矿价格走出历史高位，钢材价格一路上涨，汽车零部件厂商在成本端面临压力。2022年钢材价格有所回落。纵观2023年，需求方面，随着政府专项债继续发力、央行基建类项目资本和专项再贷款等结构性政策工具支持，基建投资仍为钢材需求主支撑；地产预期修复周期较长，短期用钢需求难以改善；制造业企业持续处于去库存周期，市场整体呈弱复苏态势，投资动能偏弱。供给方面，预期在需求明显复苏及利润端修复前，钢材产量将继续下降，但产量平控政策倒逼钢企筑底，整体降幅有限。整体来看，钢材需求强预期弱现实，供需矛盾短期内仍难改善，2023年钢价或将偏弱运行。磁材方面，在供需基本面缺口扩大、成本支撑、政策导向等多方因素影响之下，近年来金属钕价格大幅上涨。根据Wind采集的金属钕价格统计，2020-2022年，金属钕年度均价分别为42.33万元/吨、77.47万元/吨和110.34万元/吨。2023年3月，金属钕月度价格回落至93.50万元/吨，仍维持高位，车载扬声器制造厂商盈利承压。

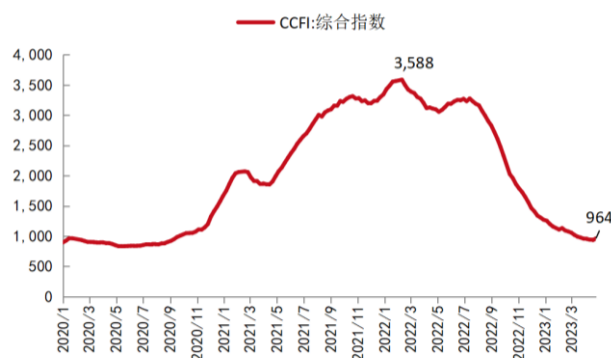
此外，部分国内汽车扬声器制造厂商涉及出口业务，2020年12月起，由于船舶压港，集装箱周转效率下降，国际海运价格一路飙升。直至2022年2月11日，CCFI运价指数达到近年高点3,588，随后出现回落。2023年4月28日，CCFI综合指数已回落至964。预计2023年全球贸易或持续放缓，海运价格将维持低位波动，有利于车载扬声器制造厂商出口业务成本控制。

图5 钢材价格和金属钕价格走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 CCFI运价指数走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是国内领先的汽车声学产品制造商，已进入国内外众多知名汽车制造厂商的同步开发体系，客户资质较好且合作关系稳定。受益于汽车消费回暖，近年公司营业收入保持增长，但受原材料价格上涨等因素影响，销售毛利率持续下降。公司在建项目扩产规模较大，需关注新增产能消化风险

公司主要从事汽车声学产品的研发设计、生产和销售。从收入结构来看，公司营业收入主要来自于车载扬声器产品，受益于汽车消费回暖，近年该产品收入持续增长。2020-2022年车载扬声器单价分别为17.47元/个、19.00元/个、20.68元/个，单价有所上浮。但受磁钢等主要原材料价格以及海外运费上涨等因素影响，产品毛利率仍呈现下滑趋势。在汽车智能化背景下，功放及AVAS产品收入持续增长，但当前收入规模仍较小，对公司营业收入形成少量补充。功放及AVAS产品近年毛利率下滑主要系电子元器件等原材料价格上涨及产品结构调整所致。公司其他业务收入主要来自于为汽车制造厂商提供技术开发服务、模具销售和零星材料销售等。整体来看，公司收入来源产品较为集中，收入规模受下游汽车行业景气度影响较大，原材料及海外运费价格变化是影响综合毛利率的主要因素。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
车载扬声器	13.82	78.14%	20.45%	11.40	87.55%	24.73%	10.09	92.75%	27.33%
功放	2.68	15.17%	15.69%	0.82	6.31%	32.95%	0.39	3.60%	31.71%
AVAS	0.57	3.23%	14.38%	0.26	2.03%	18.02%	0.12	1.14%	31.60%
主营业务小计	17.08	96.54%	19.50%	12.48	95.89%	25.13%	10.61	97.49%	27.54%
其他业务	0.61	3.46%	42.23%	0.54	4.11%	64.20%	0.27	2.51%	73.18%
合计	17.69	100.00%	20.29%	13.02	100.00%	26.73%	10.88	100.00%	28.69%

注：2023年1-3月，公司实现营业收入4.53亿元，销售毛利率为23.41%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品具备一定的专利技术保护，下游客户以国内外知名整车制造厂商及其一级零部件供应商或电声品牌制造商为主，客户资质较好，合作关系稳定，未来业务发展具备一定保障

公司产品面向车载前装市场，主要客户包括汽车制造厂商、一级汽车零部件供应商和电声品牌商。公司主要客户实行供应商资格认证制度，公司通过认证进入客户供应商体系后，方可获得合作机会。公司与客户签订项目定点合同后，根据客户需求进行项目开发、产品试制以及小批量生产，经客户审核确认后达到量产条件，随后客户向公司下达采购订单并由公司开始批量供货。由于公司产品采用与汽车制造厂商同步开发的模式，因此签订定点合同后的项目进展与客户车型的开发进展密切相关，从签订定点合同到批量供货的时间周期一般在1-2年。公司以客户需求作为技术创新的来源，产品开发过程嵌入整车开发周期，目前已拥有国内外专利百余项，其中70余项为发明专利。此外，公司设立子公司中科上声（苏州）电子有限公司致力于声学信号处理方向相关算法及软件的研究和其他技术难题的攻关。近年来公司研发投入如下表所示。

表4 公司研发投入情况（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年	2020年
研发费用	1.10	0.88	0.61
研发费用占营业收入的比例	6.22%	6.76%	5.64%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

目前公司已成为福特、通用、大众等整车厂商的合格供应商，在新能源汽车领域，公司已向蔚来、特斯拉、零跑等厂商供货。据测算，2020-2022年公司车载扬声器全球市场份额在13.00%左右¹。公司产品外销占比较大，主要出口地区包括美国、德国、捷克、巴西等国家，需对国际海运情况、贸易政策及汇率波动风险进行关注。近年来，随着国内造车新势力兴起，内销占比有所提升。信用政策上，公司一般给予客户60-90天账期，通过现金或是汇票方式结算。内销贸易条款包括买方自行提货、运至约定交货地点和寄售仓；外销贸易条款包括EXW、FOB、CIF、FCA和DDU等。

表5 车载扬声器、功放、AVAS 产品销售区域（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中国境内	9.63	56.42%	5.73	45.91%	4.41	41.60%
境外	7.44	43.58%	6.76	54.09%	6.20	58.40%
合计	17.08	100.00%	12.48	100.00%	10.61	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020-2022年，公司前五大客户销售金额占比在50%-60%间，客户集中度较高。公司前五大客户以国内外知名整车制造厂商及其一级零部件供应商或电声品牌制造商²为主，客户资质较好。考虑到汽车整车厂商实行严格的供应商资格认证制度，且公司基于与客户签订的项目定向合同进行产品开发与生产，双方合作关系稳定，公司未来业务发展具备一定的保障。

表6 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	占主营业务收入比重
2022 年	福特集团	19,922.85	11.67%
	大众集团	19,402.27	11.36%
	博士视听	18,803.94	11.01%
	蔚来汽车	17,524.81	10.26%
	华为技术有限公司	12,970.19	7.60%
	合计	88,624.06	51.90%
2021 年	博士视听	21,691.19	17.37%
	大众集团	17,971.15	14.39%
	福特集团	15,718.27	12.59%
	蔚来汽车	10,494.95	8.41%
	上汽大众	7,275.22	5.83%
	合计	73,150.78	58.59%

¹市场份额=公司车载扬声器销量/（全球汽车销量*6）。全球汽车销量数据来源为 Wind，并假设每台车配备的扬声器数量为 6 个。

²公司对博士视听供货也以车载扬声器为主，由博士视听再加工后销售给整车厂。

2020年	大众集团	16,728.01	15.77%
	博士视听	14,606.80	13.77%
	福特集团	14,102.86	13.29%
	上汽大众	8,741.86	8.24%
	上汽通用	5,847.88	5.51%
	合计	60,027.42	56.59%

注：集团客户合并统计口径见附录五。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于汽车消费回暖，近年公司车载扬声器产能利用及产销情况较好；但在建项目扩产规模较大，建成达产后，将面临一定新增产能消化风险

公司在中国、捷克、墨西哥和巴西均设有生产基地，国内外产能比例约为3:1，主要产能集中于苏州的公司本部。随着汽车消费回暖，近年公司车载扬声器产能利用率逐年提升。2022年，该指标超过100%，存在一定的产能受限。2020-2021年，由于车载功放和AVAS尚处于起步推广阶段，量产规模较小，故产能利用率偏低。2022年，随着部分项目量产，车载功放和AVAS产能利用率有所提升。产销方面，整体来看，公司产品保持较高产销率。

表7 产能利用及产销情况（单位：万只，%）

产品类别	项目	2022年	2021年	2020年
车载扬声器	产能	6,048.33	6,468.88	6,425.62
	产量	6,602.95	6,153.31	5,776.67
	产能利用率	109.17	95.12	89.90
	销量	6,684.63	6,000.21	5,777.71
	产销率	101.24	97.51	100.02
	车载功放	产能	36.57	24.38
产量（口径1）		43.46	18.30	7.13
产能利用率		118.84	75.08	29.26
产量（口径2）		35.51	12.06	6.50
销量		34.18	11.36	5.69
产销率		96.24	94.20	87.45
AVAS	产能	182.86	97.52	48.76
	产量（口径1）	138.40	52.74	23.33
	产能利用率	75.69	54.08	47.85
	产量（口径2）	146.35	58.98	23.97
	销量	139.44	56.64	24.21
	产销率	95.28	96.03	101.04

注：1、2022年车载扬声器产能小于2021年产能值，主要系公司报废部分老旧产线所致；

2、部分AVAS产品与车载功放共线生产，为使比例计算更符合实际情况，故列示两个口径的产量数据。其中，口径1将共线生产部分AVAS归于车载功放进行统计，口径2中共线生产AVAS仍作为AVAS列示；

3、表中所列产能利用率或产销率与产量/产能或销量/产量计算数值存在尾差，系“四舍五入”处理所致，下文各表类似尾差不再加注。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年4月，公司首次公开发行股票获得募集资金净额2.59亿元，主要募集资金计划用于扩产扬声器项目和扩产汽车电子项目（以下简称“IPO募投项目”）。根据规划，扩产扬声器项目建成后将形成年产2,500万只车载扬声器的生产能力；扩产汽车电子项目建成后将形成年产25万台新能源汽车行人警示器、20万台车用功率放大器、15万台纯数字化扬声器芯片模组的生产能力。

上述募投项目原计划达到预定可使用状态日期均为2022年4月。根据公司2022年4月发布的《苏州上声电子股份有限公司关于募投项目延期的公告》，为使募集资金投入所获得的效益最大化，2021年，在宏观因素影响下，公司对“扩产扬声器项目、扩产汽车电子项目”的具体规划、资金的使用较为谨慎，公司募投项目达到预定可使用状态的日期延期至2023年6月。

表8 截至2022年末IPO募集资金投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资金额	募集资金承诺投入总额	累计已投资
扩产扬声器项目	2.47	1.30	0.23
扩产汽车电子项目	1.49	0.80	0.82
补充流动资金	0.50	0.49	0.49
合计	4.47	2.59	1.53

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

本期债券发行规模为不超过人民币5.20亿元，其中4.20亿元拟用于汽车音响系统及电子产品项目（以下简称“可转债募投项目”）。随着IPO募投项目、可转债募投项目建成投产，公司产能压力将得到缓解。但除去募集资金外，IPO募投项目仍存在一定资金缺口，可转债募投项目预计总投资5.54亿元，截至2022年末，累计已投资0.21亿元，后续建设资金有赖于本期债券发行，公司存在一定资金压力。此外，若在下游市场景气度下滑导致的产品需求量下降及公司后期市场开发不及预期等因素影响下，新增产能无法及时消化，将增加公司生产成本，侵蚀公司利润，未来需持续关注项目建设情况和新增产能消化情况。

钢、磁材等基础原材料以及电子元器件配件价格波动是影响产品毛利率的重要因素，若未来基础原材料价格上涨或维持高位，将对公司经营业绩造成不利影响

车载扬声器主要由磁路系统、振动系统、支撑辅助件三个部件构成，其中磁路系统主要原材料为磁钢、前片、后片及铁碗；振动系统原材料包含纸盆、音圈和定位支片；支撑辅助件为盆架和垫棉。车载功放、AVAS的主要原材料为电子类元器件。原材料采购方面，公司与主要供应商签订框架协议，货物价格、数量、交货时间等具体事项根据订单确认，整体采购付款周期在90天左右。公司下设子公司苏州延龙电子有限公司和苏州乐弦音响有限公司，负责部分纸盆和注塑盆架的生产。近年来公司主要原材料采购情况如下表所示。

表9 主要原材料采购情况（单位：万元）

年度	材料名称	采购金额	占比
2022 年	电子类元器件等	29,594.07	26.40%
	磁钢	19,665.74	17.54%
	前片及后片	8,186.92	7.30%
	音圈	8,021.42	7.16%
	其他	46,635.26	41.60%
	合计	112,103.41	100.00%
2021 年	磁钢	13,325.92	18.07%
	电子类元器件等	8,311.72	11.27%
	前片及后片	7,988.03	10.84%
	音圈	6,628.97	8.99%
	其他	37,473.21	50.83%
	合计	73,727.85	100.00%
2020 年	磁钢	10,232.35	17.55%
	电子类元器件等	3,702.67	6.35%
	前片及后片	7,110.49	12.20%
	音圈	5,898.20	10.12%
	其他	31,361.93	53.78%
	合计	58,305.64	100.00%

注：其他材料包括塑料粒子、盆架、纸盆及其组件、胶水、包装材料等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年，公司主营业务成本中直接材料占比在75%左右，原材料价格波动是影响产品毛利率的重要因素。2021-2022年，受钢材、磁材价格波动等因素影响，公司盈利水平出现下降。尽管钢材价格有所回落，但目前磁材价格仍处于高位，公司盈利承压。公司所购原材料涉及磁材、塑料粒子、低碳钢等基础原材料以及音圈、芯片等配件。2023年前受“缺芯潮”影响，公司功放、AVAS类产品生产受到限制，2023年起，随着芯片供求关系改善，电气元器件生产受限情况有望缓解。2020-2022年，公司前五大供应商合计采购金额占比在25-30%左右，供应商较为分散。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告、信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告以及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。会计政策方面，公司于2022年1月1日升级信息化系统，将存货发出的计价方法由“月末一次加权平均法”变更为“移动加权平

均法”，该变更不涉及以前年度追溯调整。2020年-2023年3月末，公司合并报表变化范围如下表所示，减少子公司对公司经营无重大影响。

表10 公司合并报表范围变化情况

时间	子公司名称	业务性质	持股比例	注册资本	变动情况	变动原因
2022年	苏州延龙科技有限公司	生产	100.00%	2,000.00万人民币	增加	新设
	上声电子（合肥）有限公司	生产与销售	100.00%	10,000.00万人民币	增加	新设
	苏州智音电子有限公司	生产与销售	51.00%	2,000.00万人民币	增加	新设
2020年	Mexico Sonavox Electronics Co Services.S.deR. L.deC.V.	人力服务	100.00%	5.00万墨西哥比索	减少	吸收合并
	Hong Kong Sonavox International Co., Ltd.	投资管理	100.00%	6,972.31万港币	减少	注销

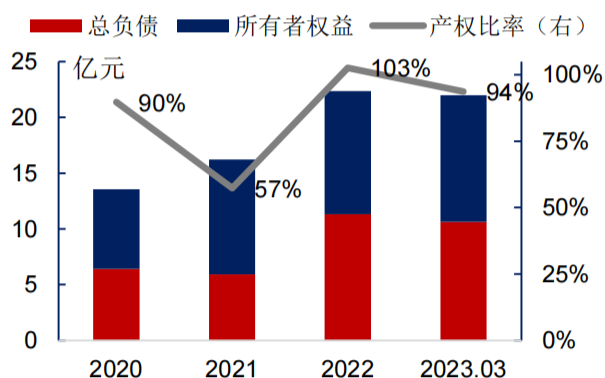
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资本实力与资产质量

公司资产规模呈稳步上升趋势，但目前资产规模仍偏小；资产以应收账款、存货、货币资金和生产用房屋及设备为主，符合制造业企业特征，其中应收账款占比较高，占用较多营运资金

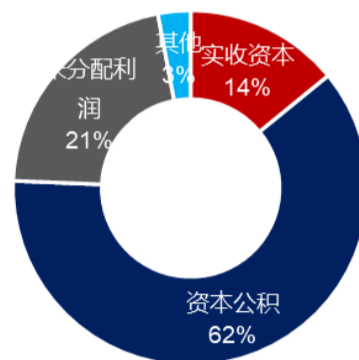
2021年公司公开发行股票，资本实力加强，产权比例大幅降低。2022年，公司加大债务融资，但所有者权益仍能对绝大部分总负债形成覆盖。截至2023年3月末，公司所有者权益以资本溢价、自身经营累积的未分配利润和实收资本为主要构成。

图7 公司资本结构



资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图8 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2020-2022年，公司总资产规模稳步增长，其中2021年增长主要来自于IPO资金，2021年公司将部分闲置募集资金购买结构性存款。2022年资产增长主要来自于债务融资。

伴随着汽车消费回暖，公司业务规模扩大，存货及应收账款相应增长。公司存货主要为原材料及产

成品，截至2022年末，账面价值分别为1.75亿元和0.97亿元。由于公司根据客户下达的订单进行生产，故产成品销售较有保障，截至2022年末，在手订单³对存货覆盖率为96.29%。截至2022年末，应收账款中6.22亿元账龄在1年以内（含坏账准备），坏账准备为0.42亿元，应收对象前五名账款余额合计占比为44.11%。公司应收账款账龄期限较短，且考虑到下游客户主要为国内外知名整车制造厂商及其一级零部件供应商或电声品牌制造商，主要客户信誉较好，坏账风险较低。但应收账款规模较大，2020-2022年公司应收账款周转天数分别为90.25天、85.75天和95.51天，应收账款对公司资金形成一定占用。此外，应收账款中1.17亿元（折算为人民币金额）以外币结算，主要为美元和欧元，汇率波动将对外币货币性资产价值造成一定影响。

资产受限方面，截至2022年末，公司0.04亿元货币资金因用作银行承兑汇票保证金和土地开发保证金而受限。同年末，公司IPO募集资金专户余额为1.13亿元，剩余募集资金主要用于募投项目建设。

整体来看，近年公司资产规模增长较快。资产中现金类资产占比较高，但公司应收账款规模较大，对资金形成一定占用。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.47	20.32%	5.44	24.33%	3.27	20.17%	4.05	29.90%
应收账款	5.41	24.61%	5.96	26.68%	3.42	21.11%	2.78	20.49%
存货	3.54	16.11%	3.40	15.20%	2.58	15.93%	1.77	13.04%
交易性金融资产	0.01	0.04%	0.03	0.15%	1.61	9.91%	0.09	0.65%
流动资产合计	14.94	67.93%	16.11	72.07%	11.97	73.79%	9.69	71.46%
固定资产	3.49	15.85%	3.30	14.75%	3.05	18.79%	3.20	23.60%
在建工程	1.79	8.12%	1.58	7.06%	0.45	2.79%	0.15	1.08%
非流动资产合计	7.05	32.07%	6.24	27.93%	4.25	26.21%	3.87	28.54%
资产总计	21.99	100.00%	22.35	100.00%	16.22	100.00%	13.56	100.00%

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

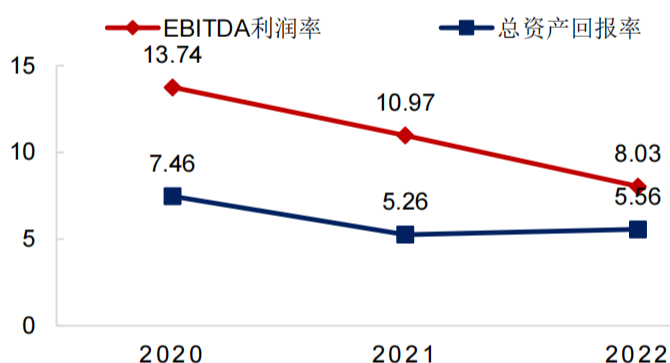
盈利能力

公司营业收入随汽车行业景气度回暖而增长，但受原材料及海运价格波动等因素影响，EBITDA利润率逐年下滑，公司成本控制能力有限。考虑到磁材价格仍在高位，上游汽车制造商价格竞争激烈，公司盈利或将持续承压

³ 公司客户的下单主要包括两种，一是指定订单，即客户向公司下达订单，约定具体的产品、数量、交期；二是滚动订单，客户每周更新订单需求，订单需求涵盖客户未来数月的需求计划，最长可达6个月。公司根据未来两个月的客户预测订单制定生产计划，此处在手订单根据未来两个月的发货情况换算成成本进行统计。

受宏观因素影响，近年来公司营业收入有所波动。公司与下游客户签订项目定点合同，在手合同对未来收入形成一定支撑。但最终订单量易受下游汽车行业景气度波动影响，公司未来经营仍存在一定不确定性。盈利能力方面，近年来公司EBITDA利润率和总资产回报率均呈下降趋势。其中总资产回报率持续下降主要系IPO募投项目、可转债募投项目仍在建设期所致。随着项目建成投产，若未来产能得以充分消化，公司总资产回报率将有所改善。受原材料及海运价格波动等因素影响，EBITDA利润率持续下滑。当前钢材价格有所回落，但磁材价格仍居高位，公司成本控制能力有限，整体盈利能力一般。叠加上游汽车制造商让利促销，行业价格竞争激烈，公司盈利承压。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2021年首发上市后公司流动性指标优化明显，2022年为满足项目建设及生产经营资金需求，公司加大债务融资，财务杠杆有所上升。公司经营现金流表现持续走弱，且项目建设存在一定的资金缺口，整体看来，公司面临一定偿债压力

公司总债务主要来自于银行借款，截至2022年末，公司总债务规模上升至6.13亿元，以短期债务为主，2022年公司现金短期债务比为1.34，存在一定的短期偿债压力。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.76	35.37%	4.34	38.32%	2.54	42.95%	3.28	51.12%
应付账款	3.33	31.31%	3.51	31.05%	2.24	37.85%	2.27	35.42%
一年内到期的非流动负债	0.21	1.94%	0.22	1.94%	0.07	1.14%	0.04	0.56%
流动负债合计	9.02	84.78%	9.84	86.94%	5.85	98.90%	6.40	99.70%
长期借款	1.51	14.19%	1.38	12.20%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
租赁负债	0.07	0.68%	0.07	0.63%	0.04	0.68%	0.00	0.00%
非流动负债合计	1.62	15.22%	1.48	13.06%	0.07	1.10%	0.02	0.30%

负债合计	10.64	100.00%	11.32	100.00%	5.92	100.00%	6.41	100.00%
总债务合计	5.67	53.35%	6.13	54.20%	2.65	44.77%	3.31	51.67%
其中：短期债务	4.09	38.49%	4.68	41.37%	2.61	44.09%	3.31	51.67%
长期债务	1.58	14.87%	1.45	12.83%	0.04	0.68%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020-2022年公司收现比分别为1.04、0.96和0.90，部分订单变更结算模式，业务收现能力有所减弱，叠加业务规模扩大背景下公司加强备货等因素，2021年及2022年公司经营净现金流均呈净流出状态。

2022年为推进可转债募投项目建设及满足生产经营资金需求，公司加大债务融资，资产负债率上升至50.64%，偿债压力加大。2020及2021年末公司净债务为负值，2022年末净债务为0.31亿元，规模较小。净债务/EBITDA、FFO/净债务及EBITDA利息保障倍数表现尚可。除去募集资金外，IPO募投项目仍存在一定资金缺口，可转债募投项目后续建设资金有赖于本期债券发行，公司存在一定建设资金压力。公司计划发行本期债券募集资金不超过人民币5.20亿元，若成功发行，公司财务杠杆将有所抬升。

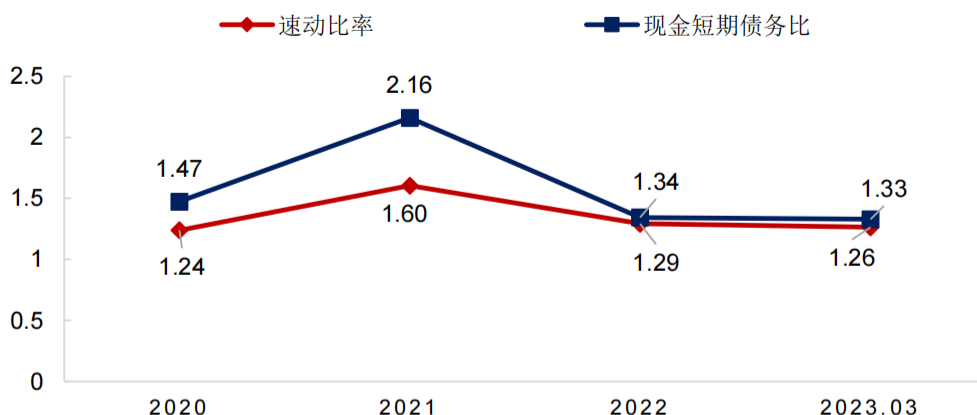
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年	2020年
经营活动现金流	0.61	-0.35	-0.22	0.99
FFO	--	0.83	0.87	1.01
资产负债率	48.37%	50.64%	36.47%	47.30%
净债务/EBITDA	--	0.22	-1.86	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	10.97	11.67	10.84
总债务/总资本	33.33%	35.73%	20.44%	31.69%
FFO/净债务	--	263.00%	-32.81%	-78.14%
经营活动净现金流/净债务	174.47%	-111.22%	8.42%	-76.20%
自由现金流/净债务	-121.01%	-823.94%	37.96%	-32.96%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年公司公开发行股票后速动比率和现金短期债务比指标均出现明显提升，2022年公司加大债务融资力度，上述指标有所回落。截至2022年末，公司合并口径银行授信余额为3.90亿元，公司为A股上市公司，本期债券成功发行后，融资渠道将进一步拓宽，融资弹性有望提升。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

环境保护方面，根据公司于 2023 年 5 月 6 日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开信息查询，公司不属于高污染行业，公司生产经营活动产生少量的废水、废气、固体废弃物和噪声，以上污染物均严格按照国家标准处理，未对周边环境产生不利影响。过去一年公司未发生环境污染事故或纠纷，未因环境保护问题受到行政处罚。

社会因素

安全生产及社会责任方面，根据公司出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开信息查询，公司所处行业不属于高危险行业，过去一年公司未因违规经营、违反政策法规、安全生产问题或安全问题受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保，未发生重大安全事故。

公司治理

公司治理与管理方面，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚。公司已按照《公司法》、公司章程以及其他有关规定建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。

公司设董事会成员 9 人。其中，公司董事长周建明兼任总经理，硕士学历，高级工程师，高级经济师，1992 年 6 月至 2017 年 12 月任上声有限总经理，2017 年 12 月至今任公司董事长、总经理，为公司

核心技术人员。公司董事丁晓峰兼任公司执行经理，本科学历,工程师，2004年7月入职苏州上声电子有限公司，2021年6月至今任公司董事、执行经理。公司治理及管理層情况如下表所示，整理来看，治理及管理層较为稳定。

表14 截至2022年末公司治理及管理層情况

姓名	职务	学历	任期起始日期	任期终止日期
周建明	董事长、总经理、核心技术人员	硕士	2017年12月	2024年6月
丁晓峰	董事、执行经理	本科	2021年6月	2024年6月
徐伟新	董事	专科	2017年6月	2024年6月
陆建新	董事	专科	2017年6月	2024年6月
戈晓华	董事	专科	2019年6月	2024年6月
陈立虎	独立董事	硕士	2017年12月	2024年6月
方世南	独立董事	本科	2017年12月	2024年6月
石寅（提名）	独立董事	博士	-	-
秦霞	独立董事	硕士	2017年12月	2024年6月
李蔚	监事会主席	本科	2017年12月	2024年6月
黄向阳	监事	专科	2017年12月	2024年6月
杨丽萍	职工代表监事	专科	2017年12月	2024年6月
沈明华	副总经理	专科	2017年12月	2024年6月
陶育勤	财务负责人	专科	2017年12月	2024年6月
朱文元	董事会秘书	本科	2017年12月	2024年6月

资料来源：公司2022年度年报及公司公告，中证鹏元整理

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月19日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2023年5月11日），中证鹏元未发现公司目前被列入全国失信被执行人名单。

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的重要保障。根据公司提供的可行性研究报告，本期募投项目所得税后项目内部收益率IRR为18.20%，能够实现一定的经济效益以及现金流入。但需要注意的是，若未来工程进度慢于预期，或者下游市场发生变化导致产能利用率较低，则募投项目收入存在不达预期的风险。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转

股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、结论

公司是国内领先的汽车声学产品制造商，主要产品为车载扬声器。从行业环境看，2022年，国内整车市场需求稳中有增，在国产替代率逐步提升的背景下，汽车零部件行业收入实现小幅增长；2023年考虑到下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车掀起降价潮且居民消费信心仍需恢复，中证鹏元对汽车零部件行业消费持谨慎乐观态度。从业务来看，公司下游客户以国内外知名整车制造厂商及其一级零部件供应商或电声品牌制造商为主。主要客户实行供应商资格认证制度，公司与客户签订项目定点合同后，按客户订单需求进行量产，双方合作关系稳定。但公司主营产品较为单一，收入规模依赖于下游汽车行业景气度。产品外销占比较高，经营易受国际海运、贸易政策、汇率波动等因素影响。因磁材、钢材等基础原材料价格波动，2021年起公司成本端承压。从财务情况来看，公司经营现金流表现持续走弱，在建项目尚需投入资金规模较大，存在一定外部融资需求，并面临一定的偿债压力。此外，公司目前处于无控股股东及无实控人状态，任何单一股东及其关联方无法控制公司股东大会或公司董事会。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

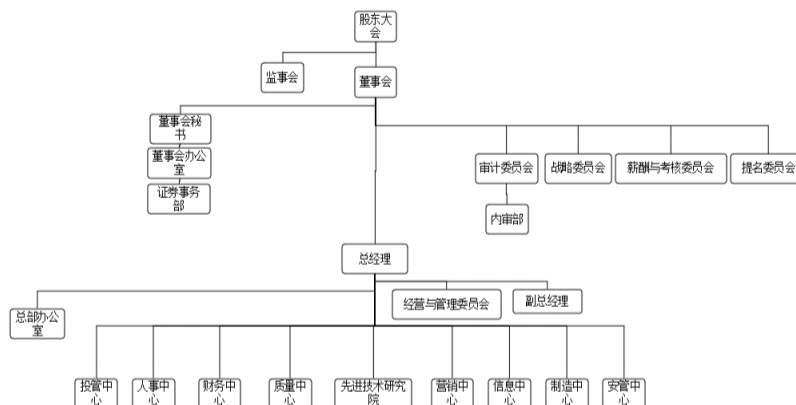
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	4.47	5.44	3.27	4.05
应收账款	5.41	5.96	3.42	2.78
存货	3.54	3.40	2.58	1.77
流动资产合计	14.94	16.11	11.97	9.69
固定资产	3.49	3.30	3.05	3.20
非流动资产合计	7.05	6.24	4.25	3.87
资产总计	21.99	22.35	16.22	13.56
短期借款	3.76	4.34	2.54	3.28
应付账款	3.33	3.51	2.24	2.27
流动负债合计	9.02	9.84	5.85	6.40
长期借款	1.51	1.38	0.00	0.00
非流动负债合计	1.62	1.48	0.07	0.02
负债合计	10.64	11.32	5.92	6.41
总债务	5.67	6.13	2.65	3.31
所有者权益	11.35	11.03	10.31	7.15
营业收入	4.53	17.69	13.02	10.88
营业利润	0.32	0.97	0.67	0.87
净利润	0.30	0.87	0.61	0.76
经营活动产生的现金流量净额	0.61	-0.35	-0.22	0.99
投资活动产生的现金流量净额	-1.03	-0.53	-2.15	-0.51
筹资活动产生的现金流量净额	-0.54	2.87	1.70	-0.45
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	0.30	1.42	1.43	1.50
FFO	--	0.83	0.87	1.01
净债务	0.35	0.31	-2.65	-1.29
销售毛利率	23.41%	20.29%	26.73%	28.69%
EBITDA 利润率	--	8.03%	10.97%	13.74%
总资产回报率	--	5.56%	5.26%	7.46%
资产负债率	48.37%	50.64%	36.47%	47.30%
净债务/EBITDA	--	0.22	-1.86	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	10.97	11.67	10.84
总债务/总资本	33.33%	35.73%	20.44%	31.69%
FFO/净债务	--	263.00%	-32.81%	-78.14%
速动比率	1.26	1.29	1.60	1.24
现金短期债务比	1.33	1.34	2.16	1.47

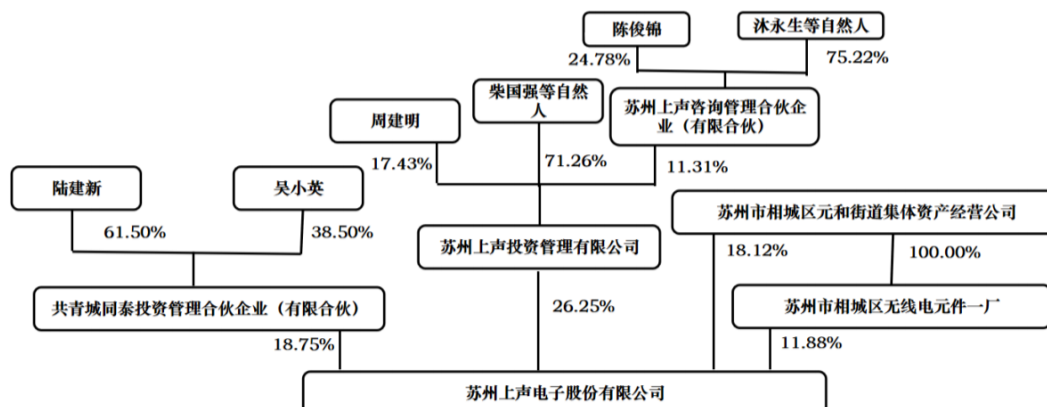
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2023 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
上声电子（合肥）有限公司	10,000.00 万人民币	100.00%	生产
苏州延龙电子有限公司	5,898.64 万人民币	100.00%	生产
苏州茹声电子有限公司	5,500.00 万人民币	100.00%	生产
苏州智音电子有限公司	2,000.00 万人民币	51.00%	生产
苏州延龙科技有限公司	2,000.00 万人民币	100.00%	生产
中科上声（苏州）电子有限公司	1,000.00 万人民币	70.00%	研发
苏州乐炫音响有限公司	500.00 万人民币	100.00%	生产
苏州上声国际贸易有限公司	50.00 万人民币	100.00%	贸易
Sonavox CZs.r.o（简称“捷克上声”）	3,500.00 万捷克克朗	100.00%	生产
Sonavox Indústria Comérciode Altos FalantesLtda. （简称“巴西上声”）	-	100.00%	生产
MexicoSonavox Electronics Co.S.de R.L.deC.V. （简称“墨西哥上声”）	-	100.00%	生产
Detroit Sonavox Inc.（简称“底特律上声”）	-	100.00%	销售
Sonavox Europe GmbH.（简称“欧洲上声”）	-	100.00%	销售

注：欧洲上声股本 2.50 万欧元；底特律上声已发行股本 20.00 万美元；巴西上声总股本 1,995.85 万巴西雷亚尔；墨西哥上声最低固定资本 9,340.12 万墨西哥比索。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 前五大客户销售金额统计口径

客户名称	合并统计范围
大众集团	AUDI AG、AUDI Brussels S.A. N.V.、BENTLEY MOTORS LTD、Bentley Motors Ltd.、MAN Latin America Industria e Comércio de Veículos LTDA、MAN Truck & Bus AG、MAN Truck & Bus SE、SEAT, S.A.、SKODA AUTO A.S.、Volkswagen AG、Volkswagen AG Kassel、Volkswagen Argentina S.A.、Volkswagen de México S.A. de C.V.、VOLKSWAGEN DO BRASIL INDUSTRIA、Volkswagen Navarra, S.A.、Volkswagen Nutzfahrzeuge Hannover、Volkswagen Poznan Sp. zo.o、Volkswagen Slovakia, a. s.、VOLKSWAGEN DO BRASIL INDUSTRIA DE VEICULOS AUTOMOTORES LTDA.
博士视听	BOSE CORPORATION、Bose Products B.V.、博士视听系统（上海）有限公司、Bose Products B.V.
上汽集团	上海汽车集团股份有限公司、南京汽车集团有限公司、东风延锋汽车饰件系统有限公司、上汽大通汽车有限公司、上海汽车集团股份有限公司乘用车福建分公司、上海汽车集团股份有限公司乘用车郑州分公司、上海上汽大众汽车销售有限公司、上海冀强汽车部件系统有限公司南京分公司、上汽大通汽车有限公司无锡分公司上海延锋金桥汽车饰件系统有限公司、延锋汽车内饰系统（宁德）有限公司、延锋汽车内饰系统（上海）有限公司、延锋汽车饰件系统（长沙）有限公司、延锋伟世通南京汽车饰件系统有限公司、延锋汽车座舱系统（上海）有限公司、Yanfeng US Automotive Interior Corporation、Yanfeng México Interiors, S. de R.L. de C.V.、Johnson Controls, Inc.
福特集团	福特汽车工程研究（南京）有限公司、FORD MOTOR COMPANY、Ford Espana SL、FORD INDIA PRIVATE LIMITED、Ford Motor Company、福特汽车（中国）有限公司、Ford Motor Company, S.A. de C.V.、FORD MOTOR COMPANY PS&L
上汽大众	上汽大众汽车有限公司、上汽大众汽车有限公司长沙分公司、上海上汽大众汽车销售有限公司、上汽大众汽车有限公司南京分公司、上汽大众汽车有限公司宁波分公司、上汽大众汽车有限公司仪征分公司
上汽通用	上汽通用汽车有限公司武汉分公司、上汽通用汽车有限公司、上汽通用汽车销售有限公司、上汽通用东岳汽车有限公司、上汽通用（沈阳）北盛汽车有限公司
蔚来汽车	上海蔚来汽车有限公司

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。