

2023 年四会富仕电子科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【81】号 01

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

2023年四会富仕电子科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
富仕转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：四会富仕电子科技股份有限公司（以下简称“公司”或“四会富仕”，股票代码：300852.SZ）在PCB中小批量板领域保持一定的差异化优势，产品类型和应用领域较为多样，客户仍较优质且分散，收入保持增长，且流动性指标表现较好。同时中证鹏元也关注到，PCB行业竞争较激烈，2024年以来工控、燃油汽车等部分下游领域需求持续低迷，公司产能利用率继续小幅下降，盈利能力弱化，且在建产能存在较大的消化风险，以及外销业务存在一定的汇率波动风险等风险因素。

评级日期

2025年6月4日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	26.47	26.27	23.87	16.70
归母所有者权益	16.37	16.09	15.17	12.32
总债务	--	5.07	4.70	0.68
营业收入	4.06	14.13	13.15	12.19
净利润	0.29	1.40	2.04	2.26
经营活动现金流净额	0.22	2.44	2.36	3.18
净债务/EBITDA	--	-1.69	-1.92	-1.51
EBITDA利息保障倍数	--	10.01	28.03	353.46
总债务/总资本	--	23.97%	23.66%	5.26%
FFO/净债务	--	-48.93%	-46.01%	-61.27%
EBITDA利润率	--	21.38%	25.39%	25.68%
总资产回报率	--	7.72%	11.86%	16.58%
速动比率	3.26	3.09	4.39	2.33
现金短期债务比	--	61.32	140.70	8.34
销售毛利率	19.19%	22.82%	27.11%	28.82%
资产负债率	38.15%	38.74%	36.46%	26.22%

注：2022-2024年公司净债务为负。

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：董斌
dongb@cspengyuan.com

项目组成员：李爱文
liaw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司在 PCB 中小批量板领域保持一定的差异化竞争优势，收入持续增长。**公司继续以“高品质、高可靠、短交期、快速响应”的市场定位深耕 PCB 中小批量板领域，2024 年以来在新能源汽车、通信设备等领域量产多款高端产品，并与工业控制、汽车电子两大应用领域的优质客户保持良好合作关系。2024 年受益于新能源汽车需求高景气，公司收入保持增长，EBITDA 利润率仍表现较好。
- **公司现金生成能力较强，流动性表现仍较好。**2024 年公司经营活动现金流继续表现为较大规模净流入，公司现金类资产较充裕，现金短期债务比等各项流动性指标表现较好。

关注

- **PCB 行业竞争激烈，公司主业盈利面临持续下滑压力。**2024 年以来受经济增长放缓影响，工业控制、燃油汽车等公司产品主要应用领域的需求相对不足，而需求增长较快的新能源汽车领域价格竞争激烈，叠加行业产能充裕、原材料价格上涨，公司净利润逐年下滑。考虑到当前 PCB 行业竞争较激烈、以及短期内下游需求恢复不确定性较大，未来公司业绩仍可能出现波动。
- **公司产能利用率继续小幅下降，在建产能或面临一定的消化压力。**2024 年下半年公司泰国生产基地正式投产带动产能规模继续扩张，但受行业竞争激烈、工控等应用领域的需求弱化等影响，2024 年度公司产能利用率继续小幅下降。公司持续推进“富仕转债”募投项目建设，未来产能将进一步增长，在行业供给充裕、汽车电子等下游增长放缓背景下，公司将面临较大的订单拓展压力，且因泰国生产基地而面临一定的跨国经营风险。
- **外销收入占比仍较高，面临一定的贸易政策和汇率波动风险。**2024 年公司约 51% 的收入来自日系客户，受全球新能源汽车渗透率提升、国内工控企业竞争力增长等影响，公司日系客户市场份额受到一定挑战并影响其对公司产品的需求。此外，若未来国际政治关系发生不利变化，可能对公司业务稳定性产生不利影响。公司外销主要以美元结算，面临一定的汇率波动风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司在国内 PCB 中小批量板领域具有一定的差异化竞争优势，应用领域较为多元，并拥有较丰富的优质客户储备，预计未来业务规模有望进一步扩大。

同业比较（单位：亿元）

指标	深南电路	景旺电子	崇达技术	世运电路	明阳电路	四会富仕
资产总计	253.02	192.44	123.11	89.89	34.56	26.27
资产负债率	42.12%	40.25%	37.59%	25.65%	30.43%	38.74%
营业收入	179.07	126.59	62.77	50.22	15.59	14.13
销售毛利率	24.83%	22.73%	22.41%	23.09%	19.68%	22.82%
净利润	18.79	11.60	3.03	6.38	0.11	1.40
净营业周期（天）	87.48	51.28	31.91	55.72	-1.36	28.07

注：以上各指标均为 2024 年数据。

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
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
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					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
富仕转债	5.70	5.6985	2024-5-27	2029-8-8

注：债券余额为 2025 年 5 月 26 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年8月发行6年期5.7亿元可转换公司债券（本文简称“本期债券”），募集资金计划用于公司年产150万平方米高可靠性电路板扩建项目一期（年产80万平方米电路板）和补充流动资金。截至2025年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.29亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东未发生变更。2024年7月刘天明、温一峰和黄志成以及四会市明诚贸易有限公司（以下简称“四会明诚”）、四会天诚同创投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“天诚同创”）、四会市一鸣投资有限公司（以下简称“一鸣投资”）共同签署《一致行动协议》，有效期至2025年7月13日终止。截至2025年3月末，公司实际控制人仍为刘天明、温一峰、黄志成，三人合计控制公司65.18%的股份，实际控制人控制的公司股权不存在质押或冻结情况。

跟踪期内，公司仍以“高品质、高可靠、短交期、快速响应”为市场定位，专注于PCB制造业务，产品广泛应用于工业控制、汽车电子、通信设备等领域。2024年4月公司设立子公司四会富仕进出口贸易有限公司，用作货物进出口主体。截至2024年末公司纳入合并报表范围的子公司共5家，具体如附录三所示。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投

向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

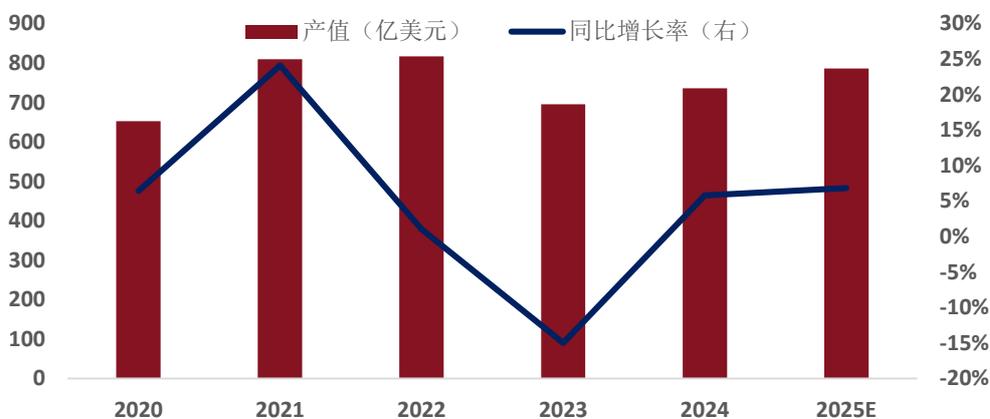
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

受益于AI服务器及消费电子市场复苏拉动，2024年PCB市场回暖，服务器及手机等下游领域需求增长亮眼，高层数+高密互连（HLC+HDI）产品产值高速增长，行业头部公司营收及利润保持较快增长，但中小企业业绩有所承压，重要原材料铜的价格持续处于高位，企业面临一定的成本压力

2024年PCB市场有所改善，产值同比恢复正增长，中国大陆PCB产业全球核心地位仍稳固，2025年受国际贸易摩擦加剧影响，PCB产业能否持续保持复苏态势尚待观察。根据Prismark报告，2024年全球PCB市场产值为736亿美元，同比增长5.8%，行业呈现复苏趋势，预计2025年全球PCB市场预计将实现产值同比增长6.8%，出货量增长7.0%。尽管价格侵蚀现象仍将持续（单位价格预计同比下降1.5%），但其影响程度较2024年有所缓解。至2029年，全球PCB市场将以5.2%的年均复合增长率稳健扩张，突破950亿美元规模，同期出货量将以6.8%的年均增速达到6.06亿平方米。据Prismark2024Q3版报告，2023-2028年中国大陆PCB市场规模有望从378亿美元增长至471亿美元，年均复合增速达4.5%，亚洲地区将继续主导全球PCB市场发展，中国的核心地位有望更加稳固。2025年4月，美国政府对进口自中国的产品分阶段加征关税，虽然在5月14日又宣布取消2025年4月8日和9日行政令加征的91%关税，但贸易争端加剧给PCB行业2025年持续复苏态势增添了较大不确定性。

图1 2024年PCB行业呈复苏态势

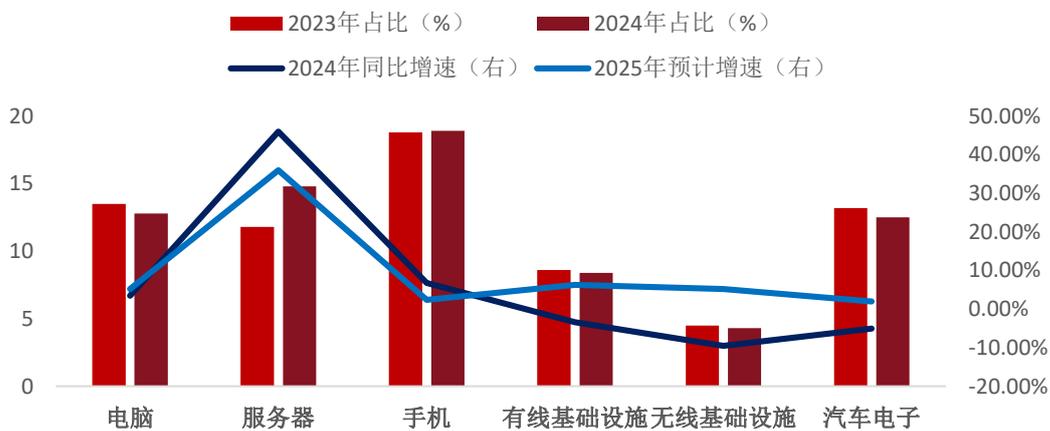


资料来源：Prismark，中证鹏元整理

从下游不同需求领域来看，2024年智能手机、PC、消费电子产品、汽车电子、服务器及存储构成

了PCB下游的主要应用领域，其中服务器及手机细分领域增长亮眼。得益于AI服务器和相关的高速网络基础设施的需求攀升，2024年PCB下游领域中服务器及数据存储的预计增长速度最为显著。同时根据Prismark预计，服务器及数据存储领域未来五年仍将维持高速增长。另外由于换机周期的到来以及AI驱动电子产品更新换代等因素，消费电子类产品市场需求也将有所反弹，带动手机PCB市场增长。2024年PC领域小幅增长，但AIPC渗透率有限，致使增长相对迟缓。预计随着AIPC的增长以及Windows 10系统的替换，将对2025年的PC领域PCB的平均销售价格和销量增长产生影响。汽车电子领域2024年出现小幅下滑，主要系全球汽车市场出货量疲软，新能源汽车虽保持增长，但随着渗透率接近临界点，增速逐渐放缓，需求主要以消化行业库存为主。汽车电子领域中长期驱动主要取决于自动驾驶及车联网催生的需求。

图2 2024年服务器、手机等领域用PCB增长较好



资料来源：Prismark，中证鹏元整理

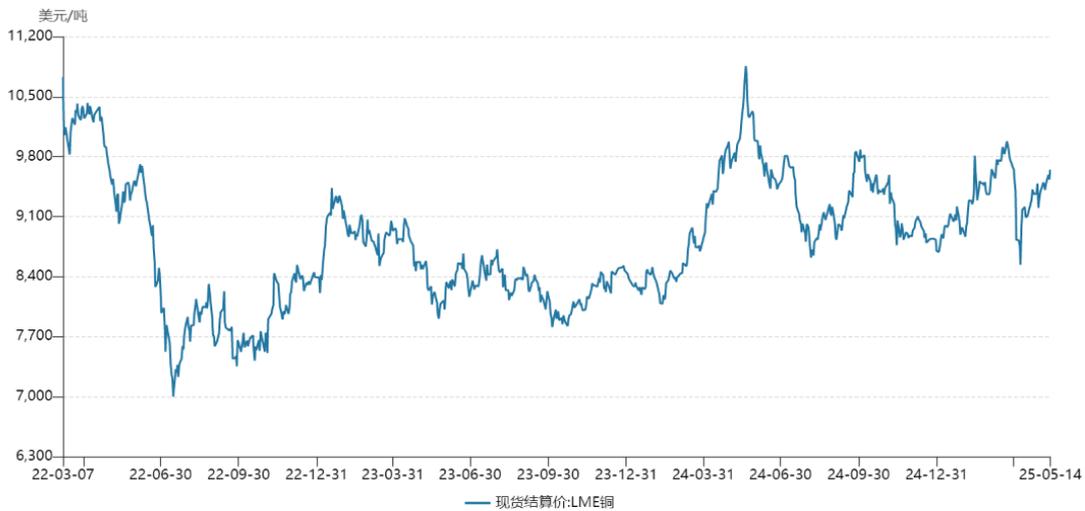
在AI服务器激增需求驱动下，高层数+高密互连（HLC+HDI）技术组合成为2024年PCB重要细分产品。根据Prismark报告，2024年PCB产品各细分市场均呈现正增长，其中18+层高多层板增长十分强劲（40.3%）。AI服务器主要涉及3块产品：①GPU的基板：需要用到20层以上的高多层板；②小型AI加速器模组：通常使用4-5阶的HDI来达到高密度互联；③传统CPU的 motherboard。伴随着AI服务器升级，GPU主板也将逐步升级为HDI，因此HDI在未来5年AI服务器PCB产品中增速潜力空间最大。Prismark预测2023-2028年AI服务器相关HDI的年均复合增速将达到16.3%，为AI服务器相关PCB市场增速最快的品类。另外随着工控、AI机器人、自动化设备、智能传感器等多个领域工业自动化和智能制造的快速发展，对各类PCB产品的需求不断增加，也对PCB的层数、精度、密度和可靠性的要求进一步提高。

2024年PCB行业复苏带动行业头部企业营收及盈利高速增长，但行业内企业业绩分化明显。根据中国电子信息行业联合会和中国电子电路行业协会联合编制的《2024年中国电子电路行业主要企业营收》数据显示，2024年PCB上市制造企业实现总营收与总利润双增长，合计营收2176.68亿元，同比增长16.08%；合计净利润142.68亿元，同比增长23.28%。虽然从总量上看，2024年行业总收入及利润增长明

显，但行业内部分化较为严重。此外，根据wind数据显示，营业收入超500亿的企业2024年营收收入同比均实现明显增长，净利润大部分实现10%以上增长，但行业中小企业在激烈的产品及价格竞争下业绩承压明显，营业收入低于20亿元企业中有3家企业出现营业收入下滑，10家企业出现净利润同比下滑。

2024年行业企业投产及扩产进度有所放缓，以消化现有产能为主，且重要原材料铜的价格持续维持在高位震荡，使得行业企业毛利率承压。根据PCB网城的不完全统计数据 displays，2024年中国大陆范围内共16个项目开工、奠基，同比减少52.94%，投产PCB项目17个，同比下滑19.05%，PCB行业企业扩产投产项目呈现逐步放缓趋势。从原材料价格来看，2024年PCB主要原材料铜价格有所震荡但维持高位，PCB行业公司整体毛利率依旧承压。2024年以来全球精炼铜供需格局从紧平衡向小幅短缺转变，铜价已呈现持续上涨态势。考虑到覆铜板行业竞争格局相对集中，PCB厂商对供应商的议价能力偏弱，同时PCB行业向下游的价格传导存在滞后，在下游消费需求不足、价格竞争日趋激烈的情况下，2025年行业成本压力可能上升。

图3 2024年以来PCB主要原材料铜价格有所震荡但整体仍维持高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司继续以“高品质、高可靠、短交期、快速响应”为市场定位，从事中小批量与大批量PCB的生产。受益于国内新能源汽车高景气度，2024年公司汽车电子领域收入同比增长约22%，带动营业收入增长。但受国内汽车电子订单价格竞争较激烈、泰国子公司新产能尚处于爬坡期、大宗金属原材料价格明显上涨等因素影响，公司销售毛利率有所下降。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
印制电路板	13.46	95.25%	19.03%	12.70	96.59%	24.55%
其他业务收入	0.67	4.75%	98.68%	0.45	3.41%	99.72%
合计	14.13	100%	22.82%	13.15	100%	27.11%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期公司泰国生产基地正式投产，应用领域保持多样性，有助于分散经营风险，但需关注燃油汽车、工业控制等行业周期性波动对业务的不利影响

公司应用领域较为多样，并在跟踪期内实现生产基地多样化，有助于增强与不同客户的合作黏性。公司产品下游应用领域覆盖工业控制、汽车电子、医疗器械、通信设备等行业，2024年工业控制和汽车电子两大领域的销售收入合计占比超过80%，同比变动不大。2024年以来公司持续研发并量产应用于通信的高频高速板，应用于新能源汽车的大电流、高散热的嵌埋铜块电源基板、陶瓷基板、刚挠结合板，以及应用于毫米波雷达、激光雷达、光模块、服务器等领域的高附加值产品，产品结构有所优化。此外，2024年泰国生产基地正式投产，可一定程度增强公司抵御地缘政治风险的能力；新产线主要承接通信设备、服务器等领域订单，有助于满足客户多样化需求。

跟踪期内工业控制等部分应用领域需求减弱，未来需持续关注下游需求波动对业务的不利影响。2024年度公司燃油汽车相关订单规模同比基本持平，而受益于国内新能源汽车持续高景气，且公司成功拓展禾赛科技等优质客户，产品被广泛应用于激光雷达等智能驾驶领域，带动当年汽车电子领域收入同比增长约22%。但值得注意的是，国内新能源汽车行业订单价格竞争激烈且回款周期较长。根据Prismark预计，汽车、工控两大PCB应用领域2025年度总产值增长率分别为3.5%、5.2%左右，增速在PCB主要细分领域内排名居中，不及服务器/数据存储、有线通信基础设施等高增长细分领域。若未来主要应用领域需求减弱，将对公司经营产生不利影响。

公司继续与优质客户保持稳定合作关系，品牌知名度与客户粘性表现尚可；目前公司整体客户集中度不高，但外销客户需求增速不及国内，需关注重要客户需求变动对盈利的不利影响

公司与优质客户保持良好合作关系，并持续开发新客户，客户集中度仍较低，有助于业绩稳定。公司客户仍以日系客户为主，2024年度日系客户订单占比约51%，该等客户相对价格而言，更加重视产品的品质、交期及售后服务等，客户结构较为优质。跟踪期内公司继续与欧姆龙（OMRON）等重要日系客户保持良好的合作关系，客户订单持续性较好。2024年公司向前五大客户销售合计金额占比为20.70%，客户集中度同比进一步分散。此外随着新能源汽车的渗透率持续提升，公司在汽车电子领域开发了产品最终应用于多个国内主流新能源汽车品牌。由于汽车领域客户对PCB品质、寿命、高可靠性要求严苛，按照行业惯例该等客户一般需设置1-2年的考察期对PCB企业的产品质量、技术水平、交付效率及环保认证等进行全方位考核，未来随着新客户量产订单释放，将有助于公司订单来源的拓展。

公司内销增长相对更快，但仍以外销为主，需关注贸易摩擦、汇率波动及主要客户需求变动对盈利的不利影响。2024年度受国内新能源汽车需求旺盛、工控领域日系客户市场份额下降导致需求减弱，公司内销收入同比增长15%。目前公司产品仍以外销为主，外销市场高度集中于日系客户；而若未来国际贸易摩擦而导致相关国家对我国PCB产品采取限制政策、提高关税及采取其他方面的贸易保护主义措施，将对公司客户及业绩稳定产生不利影响。此外公司外销业务主要以美元计价，汇率波动仍可能对公司利润造成一定影响。

表2 公司主营业务收入内外销情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
内销	5.49	11.14%	40.79%	4.77	16.55%	37.53%
外销	7.97	24.47%	59.21%	7.93	29.36%	62.47%
合计	13.46	19.03%	100%	12.70	24.55%	100%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司持续扩张产能，营运效率维持在行业平均水平，但新产能爬坡、原材料涨价给公司带来一定成本管控压力，未来需持续关注产能建设规划及产能释放压力

受新产能爬坡影响，公司产能利用率小幅下滑，未来需关注产能释放压力及境外生产经营风险。2024年下半年公司“泰国投资新建生产基地项目”投产1条月产能5万平方米的PCB产线，有助于满足客户提供多样化的采购生产基地选择，未来公司将视市场需求情况决定泰国基地其余产能建设进度。目前泰国生产基地尚处于产能爬坡阶段，新产能较高的固定成本摊销压力影响2024年度公司净利润率下降1.31个百分点，2024年公司整体产能利用率同比小幅下滑。截至2025年3月末本期债券募投项目厂房已经完工，并已购置部分设备投入生产，未来公司将视市场需求情况决定本期债券其余生产设备采购及投产进展。考虑到PCB行业当前市场竞争较为激烈，新建产能面临一定的产能消化压力。

表3 近年公司产能利用情况（单位：万平方米）

指标名称	2024年	2023年
年产能	146.05	131.49
自产产量	123.64	112.34
产能利用率	84.66%	85.44%

资料来源：公司提供

表4 截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	产品定位
年产 150 万平方米高可靠性电路板扩建项目一期（年产 80 万平方米电路板）*	44,802.97	29,414.55	HDI 板、高多层、中大批量板
泰国投资新建生产基地项目	50,000.00	34,320.77	工控、通信、汽车电子等
合计	94,802.97	63,735.32	-

注：“*”为本期债券募投建设项目。

资料来源：公司提供

2024年以来部分核心原材料价格明显上涨，给公司带来一定的成本管控压力。公司营业成本中直接

材料占比较高，主要原材料价格波动较为频繁。由于2024年国际市场贵金属价格持续上涨，铜箔、铜球、锡条及金盐等关键材料的采购价格较上年大幅上涨，导致公司原材料成本明显增加，影响当年净利润率下降 1.57 个百分点。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

原材料名称	2024 年		2023 年	
	采购金额	采购均价同比增速	采购金额	采购均价同比增速
覆铜板	25,038.57	-4.14%	23,332.01	-3.78%
铜球	5,675.22	18.28%	3,801.77	-8.55%
铜箔	5,325.40	9.43%	3,894.92	-17.15%
半固化片	6,329.85	-5.45%	5,461.13	-12.42%
油墨	2,278.48	3.38%	2,023.99	11.76%
干膜	1,651.27	13.43%	1,319.65	-5.55%

资料来源：公司提供

2024年公司营运效率整体变动不大。公司客户订单以中小批量为主，存货周转效率表现尚可，但近年新增客户以回款账期较长的中小客户为主，应收账款周转效率在行业内处于平均水平。

表6 近年公司经营效率指标情况（单位：天）

指标名称	2024 年	2023 年
存货周转天数	48.91	49.18
应收账款周转天数	79.96	78.69
应付账款周转天数	100.80	91.51
净营业周期	28.07	36.37

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

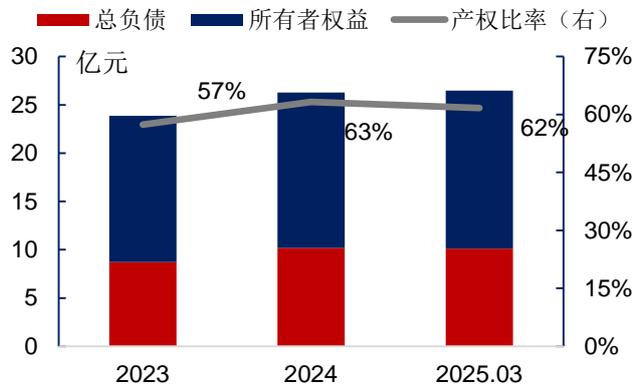
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表。

公司现金类资产较充裕，主业现金生成能力较强，财务杠杆水平适中；但长期资产专用性程度较高，盈利能力有所弱化，需关注未来业务扩张带来的营运资金压力

资本实力与资产质量

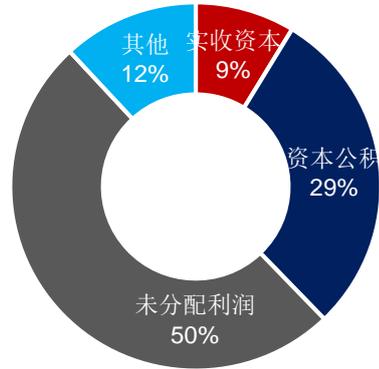
跟踪期内随着本期债券发行和经营规模扩张，公司负债总额有所增长；而受益于经营积累，净资产规模继续增加，综合影响下 2025 年 3 月末公司产权比率约为 62%，权益对负债的保障程度仍较好。期末公司所有者权益主要由未分配利润及 IPO 形成的股本溢价构成。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2024 年末公司所有者权益构成



注：上图中资本公积已减去库存股。

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产结构变动不大、规模有所增长。截至2024年末公司现金类资产规模较大，主要包括交易性金融资产、货币资金及应收款项融资；期末公司受限资产合计418万元，为因债务受限的货币资金和应收票据。2024年随着泰国生产基地新投产产线和本期债券募投项目厂房及已投产设备转固，公司固定资产规模同比上涨，在建工程主要为本期债券募投项目厂房和待安装设备，未来随着在建项目建设进度持续推进，公司固定资产规模将继续增长。截至2024年末公司超过99%的应收账款余额账龄在1年以内，余额前五名的应收账款占比14.94%，期末应收账款规模占总资产比重仍较大，对营运资金占用明显，且存在一定的坏账风险。2024年以来随着经营规模扩张，存货小幅增长，2024年存货计提跌价准备0.18亿元，对利润形成一定侵蚀。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.26	23.66%	5.83	22.19%	3.39	14.19%
交易性金融资产	3.59	13.56%	4.31	16.42%	7.76	32.50%
应收账款	3.57	13.47%	3.24	12.34%	3.04	12.73%
存货	1.75	6.60%	1.63	6.19%	1.34	5.60%
流动资产合计	15.93	60.17%	15.66	59.61%	15.94	66.76%
固定资产	8.28	31.28%	8.39	31.95%	5.27	22.07%
在建工程	0.57	2.16%	0.50	1.90%	0.77	3.23%
非流动资产合计	10.54	39.83%	10.61	40.39%	7.93	33.24%
资产总计	26.47	100.00%	26.27	100.00%	23.87	100.00%

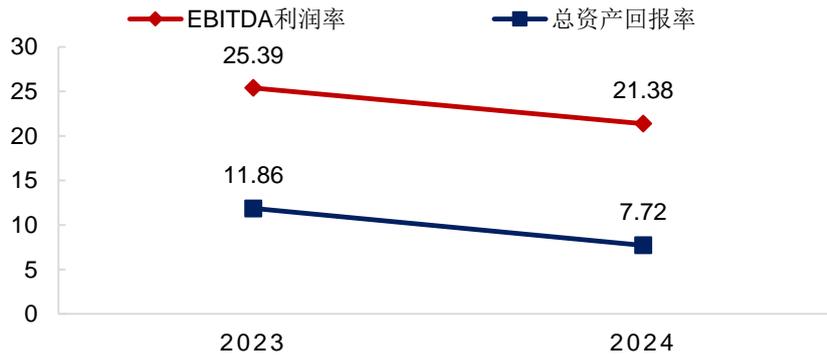
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司盈利指标仍表现较好但边际弱化，未来需关注行业竞争激化、优质客户需求变动对盈利的不利影响。2024年及2025年一季度，受益于国内新能源汽车领域需求的高景气，公司营业收入同比保持增长。

但值得关注的是，公司内销订单盈利相对较弱，以日系客户为主、毛利率相对较高的外销订单增长缓慢，叠加新产能爬坡、主要原材料涨价等因素影响，公司盈利能力有所弱化，2024年EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降。考虑到当前国内汽车电子、工业控制等领域行业竞争相对激烈，且国内PCB行业持续在东南亚等地拓展产能增加供给，预计公司仍将面临较大的竞争压力。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司债务规模可控、期限结构合理。2024年末，公司刚性债务以本期债券为主，短期债务为少量日常经营形成的应付票据；期末应付账款主要为应付货款和设备采购款。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	0.00	0.00%	0.16	1.60%	0.07	0.86%
应付账款	3.48	34.47%	3.55	34.93%	2.55	29.34%
流动负债合计	4.35	43.07%	4.53	44.55%	3.32	38.18%
应付债券	4.97	49.23%	4.90	48.15%	4.62	53.08%
非流动负债合计	5.75	56.93%	5.64	55.45%	5.38	61.82%
负债合计	10.10	100.00%	10.18	100.00%	8.70	100.00%
总债务	--	--	5.07	49.84%	4.70	54.01%
其中：短期债务	--	--	0.17	3.39%	0.08	1.73%
长期债务	--	--	4.90	96.61%	4.62	98.27%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产负债率适中，现金生成能力表现较强，2024年经营活动现金流及FFO持续表现为较大规模的净流入。近年公司持续扩建新产能，资本开支需求较大，自由现金流/净债务可较好地反映杠杆比率波动性。截至2025年3月末公司在建项目投资规模较大，未来营运资金需求亦将随着业务规模扩大而增长，公司或将面临一定的资金压力。

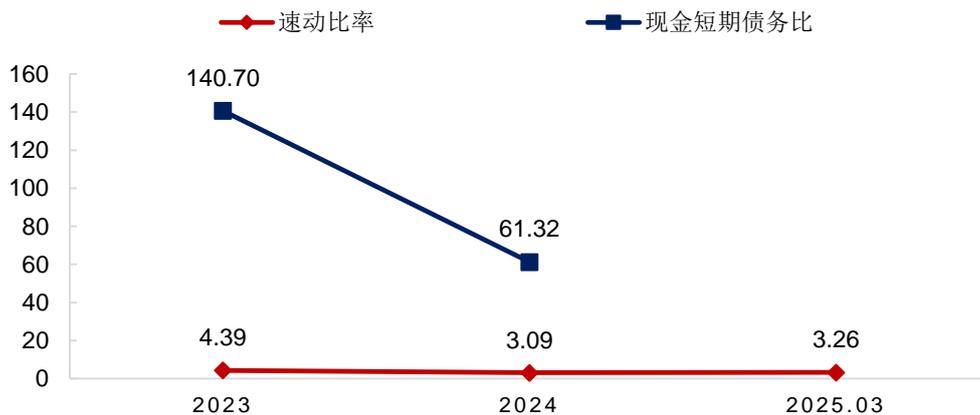
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.22	2.44	2.36
FFO（亿元）	--	2.50	2.96
资产负债率	38.15%	38.74%	36.46%
净债务/EBITDA	--	-1.69	-1.92
EBITDA 利息保障倍数	--	10.01	28.03
总债务/总资本	--	23.97%	23.66%
FFO/净债务	--	-48.93%	-46.01%
经营活动现金流净额/净债务	--	-47.60%	-36.71%
自由现金流/净债务	--	12.28%	-7.29%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率仍表现较好。跟踪期内，公司账面现金类资产较为充裕，速动比率及现金短期债务比均处于较高水平。此外，公司作为上市公司，融资渠道相对多样，具有一定的融资弹性。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年4月3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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

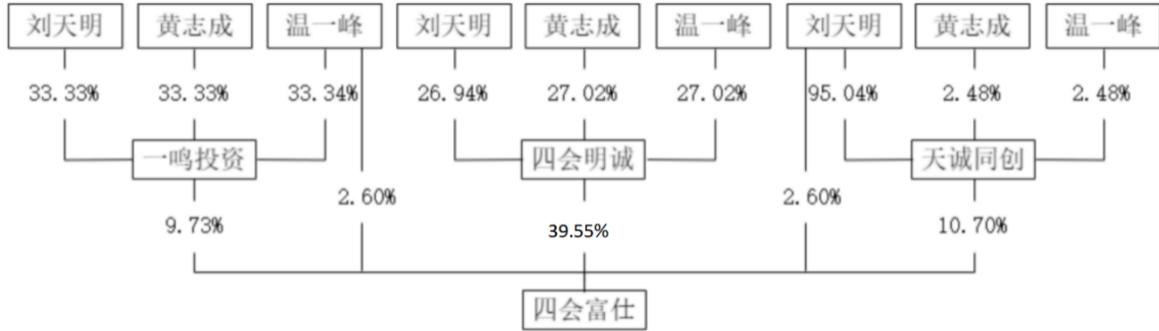
根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年5月22日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	6.26	5.83	3.39	1.78
交易性金融资产	3.59	4.31	7.76	3.41
应收账款	3.57	3.24	3.04	2.71
流动资产合计	15.93	15.66	15.94	9.94
固定资产	8.28	8.39	5.27	4.95
非流动资产合计	10.54	10.61	7.93	6.76
资产总计	26.47	26.27	23.87	16.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3.48	3.55	2.55	2.32
流动负债合计	4.35	4.53	3.32	3.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	4.97	4.90	4.62	0.00
非流动负债合计	5.75	5.64	5.38	0.67
负债合计	10.10	10.18	8.70	4.38
所有者权益	16.38	16.09	15.17	12.32
营业收入	4.06	14.13	13.15	12.19
营业利润	0.37	1.66	2.30	2.53
净利润	0.29	1.40	2.04	2.26
经营活动产生的现金流量净额	0.22	2.44	2.36	3.18
投资活动产生的现金流量净额	0.20	0.57	-6.11	-3.38
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.62	5.29	-0.34
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	3.02	3.34	3.13
FFO（亿元）	--	2.50	2.96	2.90
净债务（亿元）	--	-5.12	-6.43	-4.74
销售毛利率	19.19%	22.82%	27.11%	28.82%
EBITDA 利润率	--	21.38%	25.39%	25.68%
总资产回报率	--	7.72%	11.86%	16.58%
资产负债率	38.15%	38.74%	36.46%	26.22%
净债务/EBITDA	--	-1.69	-1.92	-1.51
EBITDA 利息保障倍数	--	10.01	28.03	353.46
总债务/总资本	--	23.97%	23.66%	5.26%
FFO/净债务	--	-48.93%	-46.01%	-61.27%
经营活动现金流净额/净债务	--	-47.60%	-36.71%	-67.07%
速动比率	3.26	3.09	4.39	2.33
现金短期债务比	--	61.32	140.70	8.34

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年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	主营业务
四会富仕技术有限公司	20,000 万元	100%	PCB 研发、制造、销售
四会富仕电子（香港）有限公司	10 万元港币	100%	电子产品贸易
四会富仕日本株式会社	2,500 万日元	88%	电子产品贸易
一品电路有限公司	17 亿泰铢	100%	PCB 研发、制造、销售
四会富仕进出口贸易有限公司	300 万元	100%	电子产品贸易

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 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+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号