

2020 年广东汕头超声电子股份有限公司公开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【67】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。

2020年广东汕头超声电子股份有限公司公开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
超声转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：广东汕头超声电子股份有限公司（以下简称“超声电子”或“公司”，股票代码：000823.SZ）维持较高研发强度，多项研发成果投入生产，并与多家战略客户建立了良好的合作关系，同时继续多元化业务发展，负债水平持续下降。但中证鹏元也关注到，受行业竞争加剧影响，公司毛利率持续承压，“超声转债”（以下简称“本期债券”）募投项目收益仍存在不确定性，公司外销收入占比较高，应收账款和存货对营运资金占用加大等风险因素。

评级日期

2025年5月21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	83.37	84.17	84.46	85.85
归母所有者权益	48.14	47.76	46.11	44.85
总债务	16.40	16.78	19.58	20.37
营业收入	14.66	57.56	54.57	66.73
净利润	0.57	2.58	2.29	4.97
经营活动现金流净额	0.85	4.66	6.65	8.42
净债务/EBITDA	--	-0.32	-0.20	0.00
EBITDA 利息保障倍数	--	9.41	8.56	15.32
总债务/总资本	23.33%	23.92%	27.45%	28.69%
FFO/净债务	--	-2.49	-4.02	1,096.11
EBITDA 利润率	--	10.86%	10.83%	11.50%
总资产回报率	--	4.00%	3.88%	6.93%
速动比率	2.04	1.93	1.95	1.84
现金短期债务比	3.11	2.94	2.95	2.60
销售毛利率	17.10%	17.48%	18.20%	19.66%
资产负债率	35.32%	36.57%	38.72%	41.02%

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：刘惠琼
 liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
 jianghan@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司业务较多元，与主要客户合作稳定，业绩有所增长。**公司主要业务仍涵盖印制线路板、液晶显示器及覆铜板生产等，其中印制线路板客户与液晶显示器客户类型存在互补，覆铜板业务则与印制线路板为上下游关系。公司与多家战略客户建立了良好的合作关系，并着力新能源汽车、AI 服务器等潜力市场的开发。2024 年得益于下游需求的回暖、本期债券募投项目产能爬升，公司印制线路板产销规模同比提升较多。
- **公司维持较高研发强度，在行业内仍具有一定的竞争力。**2024 年公司继续深入开展新产品、新工艺、新材料等技术研究开发活动 135 项，并有多项研发成果投入生产应用。子公司汕头超声印制板公司及汕头超声覆铜板科技有限公司继续位居中国电子信息行业联合会、中国电子电路行业协会联合发布的“第二十三届（2023）中国电子电路行业主要企业营收榜单”中的综合 PCB100 第 32 名、覆铜板主要企业第 14 名，与上届排名基本持平。
- **杠杆指标表现较好，获取流动性资源的能力较强。**2024 年公司经营活动现金流仍维持一定规模的净流入，且暂无大规模的资本开支，盈余现金相对充裕，资产负债率整体呈下降趋势。2025 年 3 月末公司流动性比率进一步提升，并作为国内印制线路板领域少数的国有上市企业，公司融资渠道较多样且相对通畅。

关注

- **受行业竞争加剧等不利因素影响，公司业绩持续承压。**2024 年消费电子、汽车电子、海外智能家居和工业控制等下游市场需求虽有所复苏，但印制线路板及覆铜板行业产能释放较多，市场价格竞争激烈，公司毛利率同比出现下降且覆铜板业务毛利率持续处于较低水平。
- **本期债券募投项目产能持续释放，收益存在不确定性。**目前印制线路板行业部分领域价格竞争加剧，公司印制线路板整体产销规模虽有所扩大，但产品单价下滑较多。本期债券募投项目实施主体汕头超声印制板（三厂）有限公司（以下简称“印制板三厂”）2024 年业绩同比虽提升较多，但净利润仍亏损 209 万元。
- **外销收入占比仍较高，面临一定的汇率波动风险。**2024 年公司境外收入占比达 46.59%，直接对美国产品销售占比较少，但外销主要以美元结算，若未来美元兑人民币汇率发生不利波动，将对公司业绩产生不利影响。
- **应收账款和存货对营运资金占用加大。**截至 2025 年 3 月末，公司应收账款和存货账面价值合计占总资产的比重进一步上升至 33.27%，而公司与上游供应商的结算账期相对下游客户回款周期较短，对营运资金形成较大占用。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司拥有多类型的优质客户，在印制线路板、液晶显示器及覆铜板生产领域具有一定的竞争优势。

同业比较（单位：亿元）

指标	景旺电子	胜宏科技	崇达技术	超声电子	世运电路	明阳电路
资产总计	192.44	191.75	123.11	84.17	89.89	34.56
资产负债率	40.25%	53.44%	37.59%	36.57%	25.65%	30.43%
营业收入	126.59	107.31	62.77	57.56	50.22	15.59
销售毛利率	22.73%	22.72%	22.41%	17.48%	23.09%	19.68%
净利润	11.60	11.54	3.03	2.58	6.38	0.11
净营业周期（天）	51.28	92.94	35.91	112.82	55.72	-1.36

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	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
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
超声转债	7.00	6.9968	2024-6-20	2026-12-8

注：债券余额系 2025 年 5 月 20 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2020年12月公开发行6年期7.00亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后计划用于新型特种印制电路板产业化（一期）建设项目的建设。根据公司提供的资料，截至2025年3月末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更。由于可转债转股等影响，股本略有变化。跟踪期内，公司部分董监高人员发生变动，但属于正常人事变动，对公司经营无重大影响。截至2025年3月末，公司控股股东仍为汕头超声电子（集团）有限公司（以下简称“超声集团”），持股30.31%，其中所持股份的49.16%已质押，实际控制人仍为汕头市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“汕头市国资委”），股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司仍主要从事印制线路板、液晶显示器及触摸屏、覆铜板及半固化片、超声电子仪器的研制、生产和销售。2024年公司合并范围子公司无变化，截至2024年末，公司合并范围的子公司共9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。展望二季度，外部形势严峻复杂，关税冲击和大国博弈下出口和失业率面临压力，关税或拖累名义GDP增速2个百分点。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。宏观政策延续积极表述，将加大内需对冲力度，进一步扩内需促消费稳外贸。货币政策适度宽松，保持流动性充裕，二季度降准有望先行落地，配合政府债发行，降息将根据内外部变化相机抉择，结构性工具降息可期，加大稳定股市楼市力度，进一步促消费和支持科技创新等领域。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，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，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。

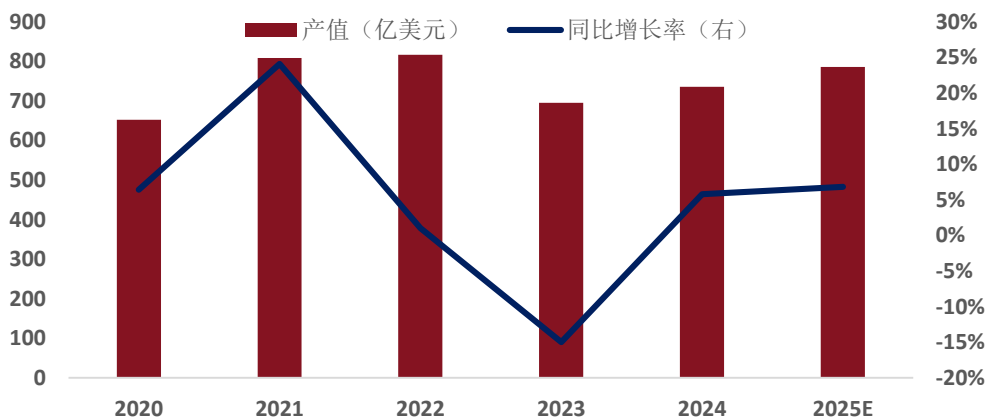
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

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，下游服务器以及手机等领域用的PCB需求增长亮眼，高层数+高密互连（HLC+HDI）产品产值高速增加，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。

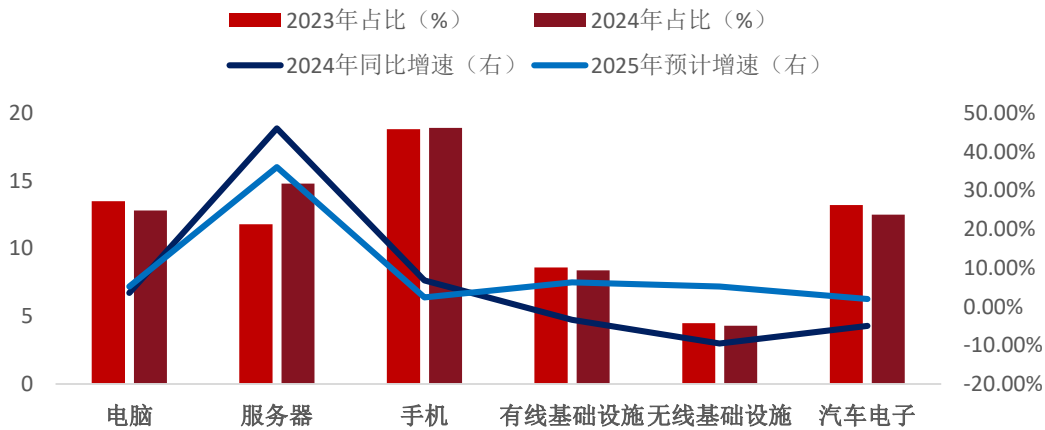
图1 2024年PCB行业呈复苏态势



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Related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类产品：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的母板。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榜单》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。根据Wind数据显示，营业收入靠前企业2024年营业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

受益于市场需求的回升，2024年公司营业收入回升，但毛利率出现下降。公司收入仍主要来源于印制线路板、液晶显示器和覆铜板业务，受消费电子、汽车电子、海外智能家居和工业控制等需求的回升，2024年公司印制线路板、覆铜板收入规模同比回升，液晶显示器收入略有下降。由于上游原材料价格波动频繁，同时国内外同行产能释放、竞争加剧，公司产品盈利承压，2024年印制线路板、液晶显示器毛

利率同比下降，覆铜板毛利率虽略有回升，但仍处于较低水平，对整体毛利率仍形成一定拖累。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
印制线路板	7.49	51.09	18.41	27.76	48.23	17.34	25.52	46.77	18.80
液晶显示器	4.06	27.71	14.96	17.15	29.80	16.08	17.47	32.00	17.21
覆铜板	2.42	16.51	8.00	9.91	17.22	9.86	9.06	16.61	8.99
超声电子仪器及其他	0.69	4.69	47.67	2.74	4.75	55.36	2.52	4.62	52.13
合计	14.66	100.00	17.10	57.56	100.00	17.48	54.57	100.00	18.20

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）印制线路板业务

本期债券募投项目产能持续释放、下游消费电子需求回升，但市场竞争加剧，2024年公司印制线路板收入回升、盈利承压，未来仍需关注募投项目收益的实现情况

跟踪期内，本期债券募投项目产能持续释放，存在一定的产能消化压力。公司印制线路板业务主要由子公司汕头超声印制板（二厂）有限公司（以下简称“印制板二厂”）、印制板三厂负责，随着本期债券募投项目产能释放，公司印制板年产能提高至140万平方米（双层20万平方米、多层38万平方米、HDI层（含类载板）70-80万平方米），提升了公司接单能力，但同期国内外头部PCB企业产能亦快速释放，但相较于同行，公司产能扩充速度相对较缓，在后续市场竞争中可能处于不利地位。

随着产销量提升，本期债券募投项目效益大幅改善，但产品单价下降较多，未来盈利仍承压。2024年公司优化内部管理机制，持续提升印制板三厂自动化与智能化水平，产销量提升较多，印制板三厂营业收入及净利润同比分别增长120.72%、97.37%，但净利润仍亏损209万元。考虑当前PCB同业降价抢单加剧市场竞争，未来仍需持续关注印制板三厂的产能消化及盈利情况。

表2 公司印制线路板产销情况

产品	项目	2024年	2023年
印制线路板	产量（平方米）	1,287,005	932,326
	销量（平方米）	1,265,402	913,915
	产销率	98.32%	98.03%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司印制线路板客户群体及结构较为稳定。销售方面，公司印制线路板客户目前集中在通讯及移动互联领域（占比约52%）和车载及工控领域（占比约38%），前者客户主要为中兴通讯、OPPO、广和通、希姆通等国内外知名品牌通讯设备及手机厂商，后者客户与公司液晶显示器业务客户存在重叠，存在一定业务协同性。

公司保持较高研发强度，多项研发成果投入生产，有助于跟随市场发展趋势。公司依托省级重点工

程技术研究开发中心、省级企业技术中心、国家级博士后科研工作站等科研主体，持续开展相关产品的研发工作，并拥有国务院特殊津贴专家、广东省“特支计划”科技创新领军人才、广东省“扬帆计划”高层次人才等一批高精尖技术人才组成的核心研发团队，2024年公司研发人员同比增长4.36%，研发投入占营业收入比例维持在4.9%以上。2024年公司继续深入开展新产品、新工艺、新材料等技术研究开发活动135项，并有64项完成研发并投入生产应用，20项突破关键技术并部分应用于企业生产过程。此外，子公司汕头超声印制板公司及汕头超声覆铜板科技有限公司继续位居中国电子信息行业联合会、中国电子电路行业协会联合发布的“第二十三届(2023)中国电子电路行业主要企业营收榜单”中的综合PCB100第32名、覆铜板主要企业第14名，与上届排名基本持平。

（二）液晶显示器业务

公司液晶显示器业务应用领域及客户群体相对稳定，但受市场竞争加剧及公司产品结构转型影响，2024年收入及盈利下降，同时需关注未来原材料价格低位反弹带来的成本压力

跟踪期内，公司液晶显示产品仍主要集中于车载显示及工业控制领域，客户群体仍较为稳定。公司液晶显示器产品可应用于车载显示、工业控制、通讯、智能家居、医疗器械等多样化领域，但当前仍集中于车载显示及工业控制。公司液晶显示产品客户覆盖了博世、马瑞利等知名汽车配件厂商，以及西门子、飞利浦、松下等大型工业企业，其中车载领域客户合作关系较为稳定。

公司液晶显示器整体产能保持稳定，产销量同比上升较多，但受原材料下跌及市场竞争加剧导致公司毛利下降。公司液晶显示屏主要为TN、STN等的产品，由于公司部分液晶显示屏主要供液晶显示模块配套使用，故整体产销率仍较低。公司液晶显示模块包含液晶显示模组、触控模组及液晶触控显示模组等产品，实际产能会随不同时期各产品的比例不同而变化。从设备利用情况来看，紧跟市场发展步伐，积极推广盖板、柔性触控产品以及显示触控全贴合集成方案，2024年产销规模上升较多，但产品价格下跌明显，综合影响下当期液晶显示器毛利同比出现下降。

表3 公司液晶显示器产销情况

产品	项目	2024年	2023年
液晶显示屏	产量（平方米）	564,267	531,385
	销量（平方米）	148,395	161,058
	产销率	26.30%	30.31%
液晶显示模块	产量（套）	35,507,311	30,370,683
	销量（套）	35,240,055	31,732,076
	产销率	99.25%	104.48%

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

公司液晶显示器主要原材料采购价格波动较大，对成本管控提出较高要求。公司液晶显示器主要原材料包括玻璃、芯片（IC）、背光、膜材及TFT，2024年显示器部分原材料价格继续呈下降趋势，其中玻璃采购单价降幅超过30%，同时，芯片领域缺货现象大幅缓解，当期芯片采购价格下降超过18%。但如

TFT等核心原材料价格同比大幅上升，未来仍需原材料价格反弹带来的成本压力。

表4 公司液晶显示器主要原材料采购价格情况

原材料	2024年		2023年	
	均价	变动	均价	变动
玻璃（元/平方米）	117.94	-30.94%	170.79	-29.08%
芯片（IC）（元/片）	5.34	-18.02%	6.51	-12.83%
背光（元/片）	4.18	-14.35%	4.88	1.43%
膜材（元/片）	10.13	-3.15%	10.46	-5.12%
TFT（元/片）	11.74	28.51%	9.14	-4.43%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）覆铜板业务

公司覆铜板产品仍主要外供其他PCB厂商，产能相对稳定，但市场竞争相对激烈且原材料价格波动频繁，覆铜板业务盈利持续处于较低水平

跟踪期内，公司覆铜板产品类型及客户群体未发生重大变化。公司生产的覆铜板主要包括常规FR-4、超薄覆铜板及半固化片，及无铅、无卤、高品质FR-4、高TG、高导热、高频高速等环保型高性能覆铜板及半固化片，部分覆铜板产品会作为公司印制线路板原材料使用，但外部销售占比仍较高，外部销售客户主要为国内上市印制线路板公司。

公司覆铜板产能较为稳定，产销量同比有所回升，但整体产能利用仍不足。2024年公司覆铜板业务仍无重大扩产项目，产线主要进行日常设备更新，整体产能与上年持平。2024年人工智能、汽车电子等创新应用的需求攀升，叠加电子行业周期复苏，PCB市场景气度逐渐回升，公司覆铜板产销回升，但由于国内同业新增产能持续释放导致竞争加剧，公司产能利用率提升压力仍较大，覆铜板业务毛利率持续处于较低水平。

表5 公司覆铜板产销情况

产品	项目	2024年	2023年
覆铜板	产量（张）	7,970,154	6,659,802
	销量（张）	7,822,682	6,567,895
	产销率	98.15%	98.62%
半固化片	年产量（米）	25,002,658	23,143,226
	销量（米）	24,336,762	23,072,630
	产销率	97.34%	99.69%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司面临一定的原材料成本管控压力。公司覆铜板主要原材料以铜箔、树脂、玻璃布为主，其中2024年铜箔价格呈现先升后降的大幅波动，客户提出价格调整的频率较为频繁，对原材料采购的成本管控能力提出较高要求。

表6 公司覆铜板主要原材料采购价格情况

原材料	2024年		2023年	
	均价	变动	均价	变动
铜箔（元/公斤）	79.07	3.78%	76.19	-10.07%
树脂（元/公斤）	17.47	-6.33%	18.65	-29.44%
玻璃布（元/米）	2.97	1.37%	2.93	-16.52%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

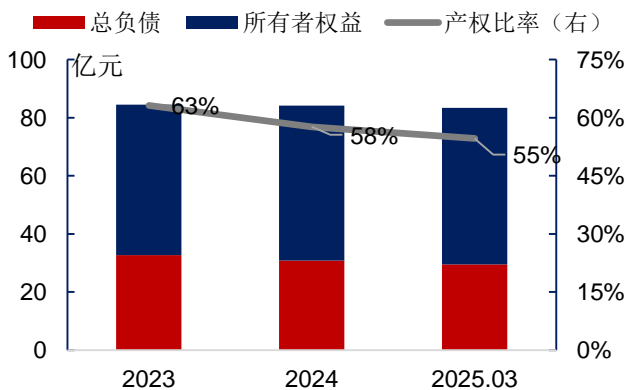
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月未经审计财务报表。

跟踪期内，公司资产规模相对稳定，应收款项和存货对资金占用仍较多，同时固定资产折旧摊销压力较大；受益于下游市场需求复苏及公司产能释放，收入有所回升，但利润仍受限于市场竞争加剧、原材料价格及汇率波动；公司刚性债务持续下降，现金生产能力及杠杆指标仍表现较好，获取流动性资源的能力较强，整体偿债压力可控

资本实力与资产质量

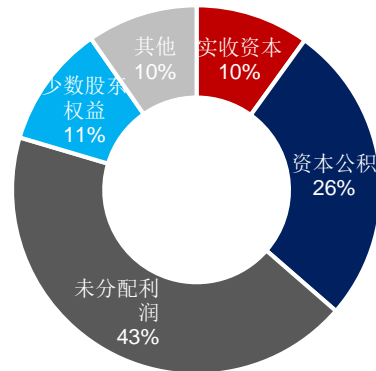
公司资产规模相对稳定，货币资金较为充裕，但应收款项和存货对资金占用仍较多。受益于利润积累公司权益规模持续上升，同时负债缩减导致总资产规模相对稳定。跟踪期内，公司经营规模扩大，应收账款及存货规模均有所上升，对营运资金占用加大。此外，本期债券募投项目已完工且2024年无重大扩产项目，固定资产规模变动不大，但本期债券募投项目涉及的厂房预留了拟规划的扩大产线场地，相应的折旧摊销压力较大。

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 2025年3月末公司所有者权益构成



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

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

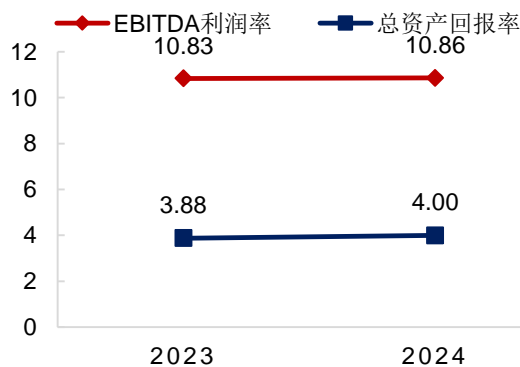
项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.67	17.60%	17.75	21.09%	19.87	23.53%
应收账款	17.16	20.58%	17.31	20.56%	15.45	18.29%
存货	10.58	12.69%	10.30	12.24%	9.84	11.65%
流动资产合计	49.58	59.47%	49.68	59.03%	49.19	58.24%
固定资产	29.04	34.84%	29.52	35.07%	30.29	35.86%
在建工程	1.37	1.64%	1.50	1.78%	2.02	2.39%
非流动资产合计	33.79	40.53%	34.49	40.97%	35.27	41.76%
资产总计	83.37	100.00%	84.17	100.00%	84.46	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

跟踪期内，公司盈利能力表现相对稳定，但未来仍易受市场竞争状况、原材料价格及汇率等因素影响而波动。2024年公司收入结构未发生较大变化，仍主要来源于印制线路板、液晶显示器和覆铜板，产品线相对多元，受整体市场竞争激烈影响，公司营业收入同比虽增长，但销售毛利率出现一定程度的下降。而本期债券募投项目产能释放，折旧摊销对利润影响较大，考虑折旧费用及利息支出影响的EBITDA利润率和总资产回报率表现相对稳定。但公司液晶显示器和覆铜板下游原材料价格波动较大，且2024年整体境外收入占比46.59%，美元兑人民币汇率波动频繁，未来仍需关注境外销售业务可能受美元贬值、国际贸易环境变化带来的负面影响。

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

跟踪期内，公司刚性债务规模持续下降，短期债务占比有所上升。公司短期借款主要用于日常营运资金周转，呈现小幅波动。长期债务主要用于开展本期债券募投项目的建设，随着本期债券募投项目的

完工，长期债务进入偿还期，规模有所下降。

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
短期借款	2.81	9.54%	2.51	8.16%	3.94	12.03%
应付票据	1.73	5.89%	2.30	7.48%	2.64	8.07%
应付账款	8.84	30.01%	9.05	29.41%	8.35	25.53%
一年内到期的非流动负债	2.00	6.79%	2.10	6.82%	0.95	2.92%
流动负债合计	19.09	64.82%	20.39	66.26%	20.17	61.66%
长期借款	3.25	11.04%	3.25	10.56%	5.65	17.27%
应付债券	6.61	22.43%	6.61	21.46%	6.36	19.44%
非流动负债合计	10.36	35.18%	10.38	33.74%	12.54	38.34%
负债合计	29.45	100.00%	30.78	100.00%	32.71	100.00%
总债务	16.40	55.70%	16.78	54.53%	19.58	59.87%
其中：短期债务	6.54	39.90%	6.91	41.19%	7.53	38.45%
长期债务	9.86	60.10%	9.87	58.81%	12.05	61.55%

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

公司各项杠杆状况指标仍表现较好，整体债务压力不大。2024年公司经营规模扩大，且收入逐季增长，应收账款及存货对营运资金占用加大，公司经营活动净现金流净额有所回落；公司固定资产占比较高，受折旧摊销影响FFO同比上升。公司资产负债率整体呈下降趋势，2024年EBITDA对利息的保障倍数上升且处于较高水平。同时，公司盈余现金规模较大，净债务持续为负，净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆指标仍表现较好。

表9 公司现金流及杠杆状况指标

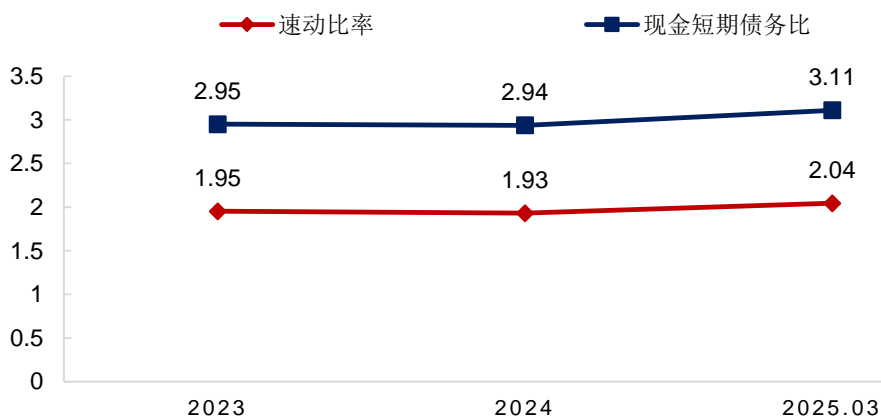
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.85	4.66	6.65
FFO（亿元）	--	4.93	4.70
资产负债率	35.32%	36.57%	38.72%
净债务/EBITDA	--	-0.32	-0.20
EBITDA 利息保障倍数	--	9.41	8.56
总债务/总资本	23.33%	23.92%	27.45%
FFO/净债务	--	-249.27%	-401.88%
经营活动现金流净额/净债务	-23.88%	-235.46%	-569.21%
自由现金流/净债务	-12.94%	-84.65%	-147.93%

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

公司流动性比率进一步提升，获取流动性资源的能力较强。跟踪期内公司短期债务持续下降，且现金类资产仍较为充裕，2025年3月末现金短期债务比及速度比率均较上年末有所上升。公司是汕头市国有上市公司，股东背景较好，融资渠道较多样且相对通畅，截至2025年3月末未使用银行授信额度较大，融

资弹性较好。

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，公司本部（查询日为2025年4月23日）及重要子印制板二厂（查询日为2025年4月24日）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15日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

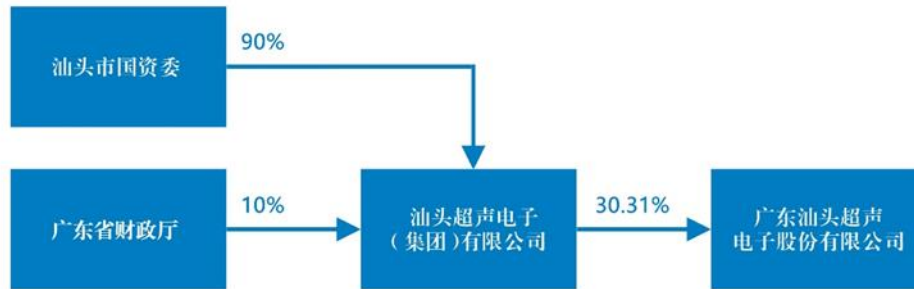
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	14.67	17.75	19.87	18.95
应收账款	17.16	17.31	15.45	17.92
存货	10.58	10.30	9.84	10.88
流动资产合计	49.58	49.68	49.19	53.03
固定资产	29.04	29.52	30.29	19.21
在建工程	1.37	1.50	2.02	10.32
非流动资产合计	33.79	34.49	35.27	32.83
资产总计	83.37	84.17	84.46	85.85
短期借款	2.81	2.51	3.94	4.17
应付账款	8.84	9.05	8.35	9.41
一年内到期的非流动负债	2.00	2.10	0.95	0.04
流动负债合计	19.09	20.39	20.17	22.93
长期借款	3.25	3.25	5.65	5.63
应付债券	6.61	6.61	6.36	6.14
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	10.36	10.38	12.54	12.29
负债合计	29.45	30.78	32.71	35.22
总债务	16.40	16.78	19.58	20.37
其中：短期债务	6.54	6.91	7.53	8.52
长期债务	9.86	9.87	12.05	11.85
所有者权益	53.92	53.39	51.75	50.63
营业收入	14.66	57.56	54.57	66.73
营业利润	0.69	2.70	2.66	5.40
净利润	0.57	2.58	2.29	4.97
经营活动产生的现金流量净额	0.85	4.66	6.65	8.42
投资活动产生的现金流量净额	-4.03	-2.82	-4.87	-5.77
筹资活动产生的现金流量净额	0.07	-4.10	-0.75	1.27
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	6.25	5.91	7.68
FFO（亿元）	--	4.93	4.70	5.87
净债务（亿元）	-3.54	-1.98	-1.17	0.01
销售毛利率	17.10%	17.48%	18.20%	19.66%
EBITDA 利润率	--	10.86%	10.83%	11.50%
总资产回报率	--	4.00%	3.88%	6.93%
资产负债率	35.32%	36.57%	38.72%	41.02%
净债务/EBITDA	--	-0.32	-0.20	0.00

EBITDA 利息保障倍数	--	9.41	8.56	15.32
总债务/总资本	23.33%	23.92%	27.45%	28.69%
FFO/净债务	--	-249.27%	-401.88%	109,610.56%
经营活动现金流净额/净债务	-23.88%	-235.46%	-569.21%	157,164.82%
速动比率	2.04	1.93	1.95	1.84
现金短期债务比	3.11	2.94	2.95	2.60

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：公开资料

附录三 2024年末纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
汕头超声印制板公司	2,250 万美元	75.00%	制造业
汕头超声印制板（二厂）有限公司	7,152 万美元	75.00%	制造业
汕头超声印制板（三厂）有限公司	50,000.00	75.00%	制造业
汕头超声显示器有限公司	1,110 万美元	75.00%	制造业
汕头超声显示器（二厂）有限公司	2,120 万美元	75.00%	制造业
汕头超声显示器技术有限公司	59,400.00	100.00%	制造业
汕头高威电子科技有限公司	1,000.00	100.00%	贸易
四川超声印制板有限公司	2,650.00	62.00%	制造业
汕头超声覆铜板科技有限公司	38,000.00	100.00%	制造业

资料来源：公司 2024 年年度报告、公开资料，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