

奥佳华智能健康科技集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100488】

评级对象: 奥佳华智能健康科技集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

奥佳转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2020年6月24日

前次跟踪: -

首次评级: AA/稳定/AA/2019年5月21日

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	4.40	8.77	3.55	16.12
刚性债务	2.19	8.03	10.09	21.83
所有者权益	22.40	24.57	25.23	27.22
经营性现金净流入量	-1.61	0.35	-10.10	4.25
合并口径数据及指标:				
总资产	48.48	59.61	62.05	73.01
总负债	19.19	26.59	27.48	36.88
刚性债务	7.39	13.44	15.56	26.39
所有者权益	29.29	33.03	34.57	36.13
营业收入	42.94	54.47	52.76	10.21
净利润	3.55	4.43	2.88	-0.40
经营性现金净流入量	3.03	4.76	2.76	2.44
EBITDA	5.10	6.65	5.15	-
资产负债率[%]	39.58	44.60	44.29	50.51
权益资本与刚性债务 比率[%]	396.22	245.74	222.16	136.90
流动比率[%]	208.17	164.78	126.20	167.87
现金比率[%]	45.53	52.90	31.98	83.44
利息保障倍数[倍]	40.02	27.59	13.14	-
净资产收益率[%]	12.96	14.21	8.51	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	17.50	22.30	10.48	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	9.62	9.10	11.46	-
EBITDA/利息支出[倍]	49.36	33.73	17.57	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.63	0.64	0.36	-

注:根据奥佳华公司经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈婷婷 ctt@shxsj.com

熊桦 xh@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对奥佳华智能健康科技集团股份有限公司(简称奥佳华、发行人、该公司或公司)及其发行的奥佳转债的跟踪评级反映了2019年以来奥佳华在行业地位、财务状况及融资渠道等方面保持优势,同时也反映了公司在行业竞争、出口风险、新冠疫情短期冲击、新建产能释放、大客户需求变化、可转债转股等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业地位领先,具备品牌及多样性优势。**奥佳华作为全球按摩器具领先企业之一,具备较大产能规模,并拥有较完整的产业链,其ODM业务与多个国际品牌建立合作关系,出口额连续多年排名国内第一;自主品牌在全球主要消费市场形成一定品牌影响力。
- **财务结构较稳健。**跟踪期内奥佳华债务期限结构得到一定改善,资产负债率水平仍较合理,且经营性现金保持净流入,期末账面现金类资产较充足,整体财务结构较为稳健。此外,公司作为上市公司,具备资本市场直接融资能力,同时公司与多家商业银行保持合作关系,目前拥有一定规模未使用银行授信,财务弹性较好。

主要风险:

- **行业竞争激烈。**我国按摩器具生产厂商众多,集中度较低,产品同质化竞争激烈,受全球经济下行影响,跟踪期内按摩器具行业增速放缓,行业竞争加剧,2019年奥佳华营业收入略有下滑,经营压力加大。
- **产品出口风险。**奥佳华海外市场占比较高,近年来中美贸易战持续升级,导致贸易环境变化,加大了公司产品出口风险。此外,受新冠疫情影响,2020年第一季度公司收入下滑,并

出现阶段性经营亏损;目前国内疫情已基本稳定,但国外疫情仍较为严峻,公司海外市场业务发展具有一定的不确定性。

- **新增产能释放压力。**奥佳华在建、拟建项目新增产能规模较大,而新冠肺炎影响下公司 2020 年销售压力较大,项目投产后公司产能释放不确定性加大。
- **大客户需求变化风险。**奥佳华 ODM 业务与大客户产品需求密切相关,一旦大客户因需求变化而导致订单减少,公司收入将会受到较大影响。
- **可转债到期转股风险。**目前奥佳华股价低于转股价格,如未来公司股票价格低迷或未达到债券持有人预期等原因导致可转债未转股,公司需对可转债偿付本息,增加公司债务压力。

➤ 未来展望

通过对奥佳华及其发行的上述可转换公司债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为上述可转换公司债券还本付息安全性很强,并给与上述可转换公司债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

奥佳华智能健康科技集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照奥佳华智能健康科技集团股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称“奥佳转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据奥佳华提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对奥佳华的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2020 年 2 月公开发行 12.00 亿元可转换公司债券，债券简称“奥佳转债”，期限 6 年，发行利率 0.40%。本次债券募集资金的 7.50 亿元用于厦门奥佳华智能健康设备工业 4.0 项目，4.50 亿元用于漳州奥佳华智能健康产业园区，截至 2020 年 3 月末，已累计使用募集资金 3.67 亿元，其中厦门奥佳华智能健康设备工业 4.0 项目处于建设中期阶段，预计 2020 年 9 月投入使用，漳州奥佳华智能健康产业园区项目处于建设初期阶段，预计 2023 年底投入使用。

截至 2020 年 3 月末，该公司存续期债券仅为奥佳转债，目前尚未到付息期。

图表 1. 截至 2020 年 3 月末公司已发行未到期债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率	起息日期	到期日期	本息兑付情况
奥佳转债	12.00	6 年	0.40%	2020/2/25	2026/2/25	未到付息期

资料来源：奥佳华

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫

情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放

加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

按摩器具属于非生活必需品，产品需求的收入弹性较大，受全球经济增长、居民收入水平变化影响较大，2019年全球经济整体下行，按摩器具行业增速有所放缓，2020年以来叠加新冠疫情影响，对按摩器具生产企业的生产、销售及未来市场的拓展均形成了不同程度的冲击，但长期看随着居民收入水平提高、老龄化进程的加快及人们对健康生活的关注度增强，按摩器具行业仍具备增长空间。

该公司主要从事按摩椅、按摩小电器等按摩器具业务，业务遍及全球主要按摩器具消费市场，受全球按摩器具市场发展状况影响较大。

A. 行业概况

按摩器具属于消费品类电子产品，是利用现代机械技术实现中医经脉按摩医术的日常健康保健器具，可帮助使用者减轻疲劳，达到保健强身的效果，按照功能特性按摩器具可分为按摩椅和按摩小电器等类别。

按摩器具的消费与当地经济发展水平及老龄化程度密切相关，消费市场主要分布在欧洲、北美、日本、韩国、中国及东南亚。其中日本按摩椅起步早，发展成熟，目前家庭保有率已超过27%。台湾地区、香港及新加坡等东亚和东南亚国家对按摩器具也有较好的理解和认同，发展起步也相对较早。其中香港地区市场按摩椅保有率在10%左右，而中高收入家庭目标群体中42%的人口为按摩椅拥有者；台湾按摩椅的保有率在8%左右。韩国市场自2012年进入较快发展阶段，目前韩国市场保有率约为12%。相比上述地区，欧美和韩国按摩器具发展起步相对较晚，其中欧美按摩椅市场保有率仅为1%左右，但欧美国家消费者具有很强消费能力，且文化开放，对不同观念的接受能力较强，近年来按摩椅市场也呈增长趋势。对于国内市场，我国人口基数大，同时老龄化人口不断增加，到2019年全国居民人均可支配收入增长至30,733元，其中中等收入以上城镇居民人均可支配收入接近或超过5万元，已具备按摩椅消费能力。

但目前国内家用按摩椅保有率约 1%，正处于起步阶段，伴随着消费升级的进一步加速，近年来我国按摩器具市场规模不断扩大，成为全球按摩器具市场需求增长相对较快的地区之一。

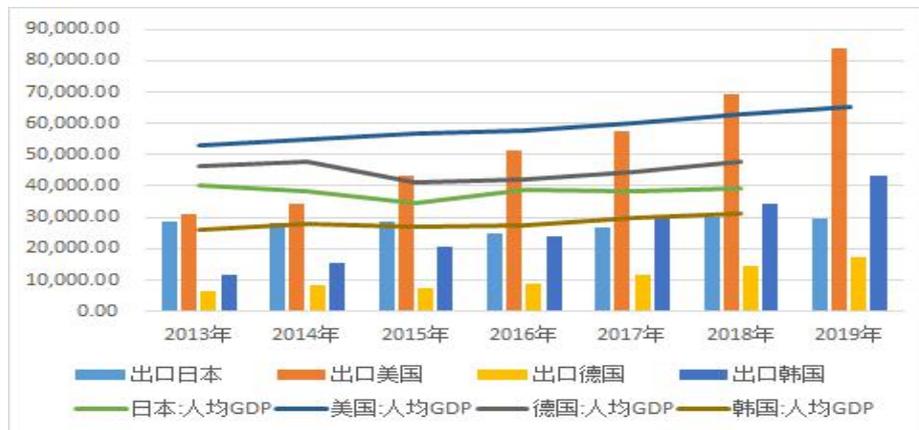
目前我国已发展成为全球最大按摩椅器具产品的研发与制造中心。根据中国海关统计数据，近年来我国按摩器具出口额保持较快增长，2019 年我国出口按摩器具金额达到 30.47 亿美元，同比增长 16.64%。但是按摩器具行业受经济发展情况影响较大，与国家人均 GDP 增长存在相关性(如图表 3 所示)，2019 年以来全球经济增长疲软，我国按摩器具出口额增速有所放缓。

图表 2. 我国按摩器具历年出口金额情况（单位：亿美元，%）



资料来源：海关总署，wind

图表 3. 我国按摩器具主要出口国出口金额与人均 GDP 关系(单位:万美元/美元%)



资料来源：wind

从出口地区看，我国按摩器具主要出口国包括美国、日本、德国和韩国等，2018 年以来，中美贸易摩擦不断，美国政府先后发布三批征税清单，分别针对中国出口美国的价值 340 亿美元、160 亿美元和 2,000 亿美元的商品加征 25% 的关税，按摩器具尚未在美国政府历次公布的加征关税产品清单中，未对按摩器具出口造成明显影响，但是 2020 年以来，新冠疫情爆发，多国采取停工停产、临时限制交通等防疫措施，国际间物资流通受到较大影响，按摩器具出口亦受到影响。2020 年 3 月，我国按摩器具出口额 2.37 亿元，同比增加 4.60%，增速较上年同期下降 28.14 个百分点；而 4 月份以后国际新冠疫情形式严峻，

按摩椅出口形势仍不乐观。长期看随着居民收入水平提高、老龄化进程的加快及人们对健康生活的关注度增强，按摩器具行业仍具备增长空间，未来仍可能保持 9.00% 左右的市场增速。

B. 政策环境

按摩器具行业属于市场化程度较高的行业，不存在特许经营权及许可经营资质。各企业面向国内外市场自主经营，政府职能部门进行产业宏观调控，行业协会进行自律规范管理。此外，对于出口的按摩器具产品，国际品牌商通常会对其制造商的质量管理、工作条件、环境保护、劳工保护、职业安全健康等方面进行全面评估，同时要求其拥有出口地的资质认证，如 CETL/ETL、CE、CB、ROHS 认证等。这些认证对按摩器具出口产品制造商的质量管理、技术研发、生产管理、产品安全等提出了较高要求。

政策方面，政府持续鼓励消费，将消费作为激活经济增长的内生动力，不断培育消费发展新动能，鼓励行业升级转型。同时，国家积极出台政策，重视居民健康管理。2016 年国务院出台《“健康中国 2030”规划纲要》及《“十三五”卫生与健康规划》，肯定了健康是经济社会发展的基础条件，把健康摆在优先发展的战略地位，指出到 2030 年健康产业规模要显著扩大：建立起体系完整、结构优化的健康产业体系，形成一批具有较强创新能力和国际竞争力的大型企业，成为国民经济支柱性产业。

C. 竞争格局/态势

从产业链分布看，按摩器具企业在生产制造环节与品牌销售环节分工较明确，其中国外较早起步企业逐步将生产制造研发环节向外转移，目前多数仅作为品牌运营商进行品牌运营与渠道管理，而以我国为代表的制造企业依靠制造成本和产能优势，为品牌运营商提供代工生产，主要以 OEM/ODM 的模式进行生产经营，产品最终以委托方的品牌贴牌销售，但部分类似该公司的企业在保持原有 ODM 业务优势基础上，向品牌商进行延伸，发展自主品牌，进行全产业链运营，在产业链中的话语权逐步增强。

全球按摩器具市场分散，各区域内均有多家知名按摩器具运营商。其中日本市场长期被稻田（FAMILYINADA）、富士医疗器（FUJIIRYOKI）、松下（Panasonic）、大东（THRIVE）等本土品牌商占据。韩国市场集中度较高，其中本土品牌 BODYFRIEND 占据 40% 以上市场份额，韩国 BJSC 公司运营的 Cozyma 品牌按摩椅在韩国市场占有率排名第二。相比日韩市场，欧美地区文化差异较大，区域品牌较多，行业集中度不高。其中欧洲市场以按摩小电器消费为主，主要品牌有 MEDISANA、HOMEDICS、BEURER 等；而欧美按摩椅市场主要品牌有 COZZIA、TITAN、INFINITY 和 HUMAN TOUCH 等。香港地区目前主要按摩椅品牌 OSIM、OGAWA 和 OTO 占据绝大部分香港市场。台湾地区 OSIM 以及本土的 FUJI、乔山三家市场份额较大。

我国按摩器具行业生产企业数量众多，行业集中度较低且以代工为主。根据中国医保商会按摩保健器具分会数据，截至 2019 年末，我国按摩器具出口

企业共 7,516 家企业，出口前十名企业出口额合计占出口总额比重为 46.73%。根据海关统计数据，2019 年度我国出口规模前两名分别为奥佳华和上海荣泰健康科技股份有限公司（简称“荣泰健康”），市场份额约为 18.71%和 5.03%。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	应收账款周转率	存货周转率	总资产	资产负债率	EBITDA/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
上海荣泰健康科技股份有限公司	23.14	31.28	18.01	8.13	24.61	33.72	11.09	2.88	4.46
融捷健康科技股份有限公司	7.30	14.96	2.96	2.91	11.35	21.51	-19.18	-7.22	1.00
奥佳华智能健康科技集团股份有限公司	52.76	37.22	5.68	3.56	62.05	44.29	0.77	2.88	2.76

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

按摩器具行业的风险主要来自于：（1）市场波动风险。按摩产品属于非生活必需品，其产品需求的收入弹性较高，消费粘性不强，宏观经济波动导致的居民收入水平的变动会对按摩器具产品的市场需求产生影响。此外，按摩产品作为耐用消费品，当市场保有率达到一定水平时需求增长将受到抑制。（2）行业竞争风险。国内按摩器具行业尚处于成长阶段，市场发展不够成熟，且管理未形成统一标准，市场内生产厂商众多，竞争激烈，品牌认知度仍较低，需要按摩椅品牌商在功能特性、款式设计上持续创新保持竞争力和影响力。（3）出口国贸易政策变化的风险。近年来贸易环境多变，尤其是中美贸易战的爆发，加大了企业产品出口风险。（4）新冠疫情影响。2020 年初新冠疫情爆发，对按摩器具生产企业的生产、销售及未来市场的拓展均形成了不同程度的冲击。

2. 业务运营

该公司为国内按摩器具行业领先企业之一，跟踪期内，受全球经济增长放缓、市场竞争加剧等影响，公司 2019 年以来经营压力加大，收入略有下滑；叠加新冠疫情短期冲击，2020 年第一季度经营出现阶段性亏损。公司出口依赖度高，目前国外疫情形式严峻，加大公司产品出口风险，预计公司全年业绩承压。

该公司从代工起家逐步向下游品牌商延伸产业链，目前业务涵盖全球自主品牌和 ODM 两大模式。公司旗下五大自主品牌奥佳华“OGAWA”、“FUJI”、“FUJIMEDIC”、“COZZIA”、“MEDISANA”在欧美、国内、东亚及东南亚等市场形成一定影响力，ODM 业务与 HOMEDICS、ATEX、HELEN OF TROY 等多个国际品牌建立长期合作关系，2019 年公司按摩器具出口金额占全行业出口总额的比例约为 18.71%，占比排名第一。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
按摩器具产品及相关	国内/美国/欧洲/韩国/日本/台湾/马来西亚	品牌/规模/成本等

资料来源：奥佳华

2019 年及 2020 年第一季度，该公司分别实现营业收入 52.76 亿元和 10.21 亿元，分别同比减少 3.13% 和 17.82%，其中受全球经济增长放缓、市场竞争加剧等因素影响，2019 年公司营业收入下滑；2020 年以来新冠疫情爆发，物流受阻、延迟复工等因素对公司产品的生产和销售造成较大的影响，2020 年第一季度公司营业收入下滑幅度扩大。从收益结构看，按摩小电器和按摩椅是公司主要的收入和利润来源，跟踪期内合计占营业收入 70% 左右，毛利比重保持在 75% 以上。此外，为丰富公司产品结构，进一步向健康领域拓展新产品，公司还从事健康环境和家用医疗业务，对公司整体形成一定补充，但规模不大，对利润贡献有限。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	42.94	54.47	52.76	10.21	12.43
其中：核心业务营业收入（亿元）	31.43	41.62	39.15	7.13	8.78
在营业收入中所占比重（%）	73.20	76.41	74.20	69.83	70.64
其中：（1）按摩小电器（亿元）	18.56	20.66	18.92	3.32	3.77
在核心业务收入中所占比重（%）	59.05	49.64	48.33	46.56	42.94
（2）按摩椅（亿元）	12.87	20.96	20.23	3.81	5.01
在核心业务收入中所占比重（%）	40.95	50.36	51.67	53.44	57.06
毛利率（%）	37.00	36.25	37.22	35.69	36.72
其中：按摩小电器（%）	31.16	28.28	31.50	29.10	30.50
按摩椅（%）	50.95	49.14	50.40	49.66	49.51

资料来源：奥佳华

规模因素

该公司产能规模较大，其中按摩椅主要由子公司厦门蒙发利电子有限公司（简称“蒙发利电子”）及漳州蒙发利实业有限公司（简称“漳州蒙发利”）负责生产，合计拥有 30 万台/年生产能力。2019 年，受经济整体下行、以及共享商用按摩椅产销下滑的影响，公司按摩椅业务经营压力增大，当年公司按摩椅业务实现收入 20.23 亿元，较上年下滑 3.47%；2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，2020 年第一季度公司按摩椅业务实现收入 3.81 亿元，同比减少 24.00%。

图表 7. 公司按摩椅生产基地情况

生产基地名称	投产时间	产能情况	生产基地位置	生产基地占地面积（平方米）
--------	------	------	--------	---------------

		(万台) ¹		
厦门蒙发利电子有限公司	2010年	20.00	厦门市同安区同安大道2001号	33,000
漳州蒙发利实业有限公司	2003年	10.00	福建省漳州台商投资区角嵩路228号	119,993 ²

资料来源：奥佳华

作为按摩椅行业的龙头企业，该公司按摩椅产品种类丰富、涵盖了高、中、低各个档次的产品，涉及家用按摩椅、专用按摩椅及商用按摩椅不同类型。公司在持续对全功能按摩椅开发与创新的同时，将全功能按摩椅与家具产品进一步融合，相继在行业内推出了包括按摩沙发、办公按摩椅、休闲按摩椅等系列产品，公司还针对高端客户群体推出定制化按摩椅产品，更好的满足客户的个性化需求。

该公司按摩椅的生产工艺流程主要是先进行五金件的加工，然后进行注塑件、针车、传动控制部分（包括机芯和中心控制盒）的生产，最后进行各个部件的总装。公司按摩椅的生产周期在1-2个月左右。产能利用率方面，公司按摩椅产能利用率处于较高水平，其中2019年产能利用率达到107.90%；2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司旗下按摩椅生产基地延迟复工，对按摩椅的生产造成一定影响，2020年第一季度产能利用率下降为80.67%。

图表 8. 公司按摩椅产能情况

	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
产量(万台/万套)	22.59	35.33	32.37	6.05
产能(万台/万套)	30.00	30.00	30.00	7.50
产能利用率(%)	75.29	117.76	107.90	80.67

资料来源：根据奥佳华公司所提供数据整理。

按摩小电器方面，该公司按摩小电器主要由子公司深圳蒙发利科技有限公司（简称“深圳蒙发利”）及漳州蒙发利负责生产，合计年产能1,700万台，此外跟踪期内漳州蒙发利针车厂还新增口罩线，主要用于生产KN95口罩。2019年和2020年第一季度，公司按摩小电器分别实现营业收入18.92亿元和3.32亿元，分别同比减少8.40%和11.93%，其中2019年由于主要客户HOMEDICS等产品需求有所调整，对公司按摩小电器采购量减少，导致当期按摩小电器收入有所减少；2020年第一季度主要系受新冠疫情影响。

图表 9. 公司按摩小电器生产基地情况

生产基地名称	投产时间	产能情况(万台)	生产基地位置	生产基地占地面积(平方米)
深圳蒙发利科技有限公司	2005.1.17	300	深圳市宝安区沙井街道新二工业区南美路第三栋	5,280
漳州蒙发利实业有限公司	2003年	1400	福建省漳州台商投资区角嵩路228号	119,993

资料来源：奥佳华

¹ 由于公司各大类产品中细分品类、规格型号繁多，生产线采用柔性设计，且公司根据客户需求和市场的预测情况安排生产，故上述产品的产能为理论产能，在实际生产中可能存在差异。

² 该生产基地占地面积为按摩椅和按摩小电器的共同总面积。

该公司按摩小电器根据按摩部位的不同，可以分为针对人体头部、眼部、颈部、肩部、背部、腰部、腿部、脚部等特定部位的一系列按摩器具产品。公司产品线丰富，涵盖了按摩小电器所有细分市场，能够满足品牌商/渠道商的产品组合需要。

2019年及2020年第一季度，该公司按摩小电器产能利用率分别为93.50%和67.57%，其中2020年以来受新冠疫情影响，公司旗下按摩小电器生产基地延迟复工，对按摩小电器的生产造成一定影响，2020年第一季度产量下滑导致产能利用率明显下降。

图表 10. 公司按摩椅小电器能情况

	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
产量（万台/万套）	1,623.18	1,680.64	1,589.49	287.16
产能（万台/万套）	1,700.00	1,700.00	1,700.00	425.00
产能利用率（%）	95.48	98.86	93.50	67.57

资料来源：根据奥佳华公司所提供数据整理。

成本因素

该公司产品的生产成本中直接材料成本占比在80%以上，原材料价格的变化对按摩小电器生产成本的影响较大。公司主要产品使用的原材料种类较多，其中电子元件、电器件、塑胶类和塑料米采购金额占比较大。跟踪期内，公司各原材料采购价格变化不大，对公司成本影响有限。此外，公司随时关注原材料的价格波动情况，若波动幅度很大会向下游传导，同时也会通过规模优势及每年的技改项目、效率的提升来进行消化。此外，由于公司按摩椅和按摩小电器等的生产规模均很大，因此具有较明显的成本优势。

该公司设有采购中心，负责供应商管理和采购资源整合，制定采购计划，并负责原材料的日常采购供应。公司采取母公司采购中心统筹安排、各子公司采购部门具体负责订单追踪、物料调达的统分管理模式，同时，公司ERP系统能够及时根据客户的订单及交期要求，自动分析生成订单需求。公司积累了一批长期合作的原材料供应商，除个别高端原材料从少量国内代理商采购外，公司均采用多家供应商供货的方式，保证货源的稳定性。由于公司原材料种类众多，公司供应商数量也较多，单一供应商所占份额较低，2019年公司前五大供应商合计占比9.92%，集中度较低。

品牌和渠道因素

该公司以自主品牌和ODM两大模式共同运营，其中自主品牌产品通过线下直营店、经销商和电商渠道进行销售；ODM与在区域市场拥有发达渠道网络和较高品牌影响力的品牌商合作，公司为其提供产品定位、设计研发并生产贴牌后直接销售给品牌运营商。

图表 11. 公司按摩器具业务按照销售模式构成情况（亿元，%）

	2017年		2018年		2019年		2020年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

OBM	18.88	44.99	21.38	40.48	23.24	45.09	4.90	48.80
ODM	23.08	55.01	31.44	59.52	28.30	54.91	5.14	51.20
合计	41.96	100.00	52.81	100.00	51.54	100.00	10.04	100.00

资料来源：根据奥佳华公司所提供数据整理。

从销售区域看，该公司销售市场中国外市场销售占比超过 75%，对出口市场的依赖度高。其中北美及欧洲市场为公司最大市场，2019 年和 2020 年第一季度销售收入占比分别为 41.42%和 41.53%。根据此前美方公布的加税清单，公司的空气净化器和暖风机产品属于贸易摩擦中的加税产品，但随后空气净化器被列入豁免清单，未加征关税，2019 年公司暖风机产品对美出口额仅为 0.04 亿元，未对公司造成较大影响。公司第二大市场为东亚及东南亚市场，2019 年和 2020 年第一季度销售收入占比分别为 33.53%和 33.37%，近年来韩国按摩椅市场增速较快，带动东亚及东南亚市场销售规模不断扩大。随着国内按摩器具市场规模扩大和公司业务重点的转移，国内市场成为公司另一大重要市场。但是 2020 年一季度国内新冠疫情爆发，国内收入同比下滑 22.56%；目前国内疫情已基本稳定，但国外疫情仍较为严峻，公司出口业务仍具有一定的不确定性。

图表 12. 公司主营收入按照销售市场构成情况（亿元，%）

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	7.27	17.32	12.74	24.13	11.72	22.74	2.30	22.91
国外	34.69	82.68	40.07	75.87	39.81	77.26	7.74	77.09
其中：北美及欧洲	19.35	46.11	22.47	42.55	21.35	41.42	4.17	41.53
东亚及东南亚	14.58	34.75	16.56	31.35	17.28	33.53	3.35	33.37
国外其他地区	0.76	1.81	1.04	1.97	1.19	2.31	0.22	2.19
合计	41.96	100.00	52.81	100.00	51.54	100.00	10.04	100.00

资料来源：根据奥佳华公司所提供数据整理。

跟踪期内，受经济增速下滑、主要客户产品需求调整及新冠疫情短期冲击等影响，该公司按摩椅和按摩小电器销量均有所下滑。但由于公司大部分产品都有订单保证，产销率仍维持较高水平。价格方面，从终端出厂价的平均售价来看，公司按摩椅的价格整体不高，主要系公司虽自主品牌销售单价较高，但公司亦有一定规模的 OBM 销售，单价较低拉低了平均价格。跟踪期内公司通过不断推出创新产品和调整产品结构，加大高端按摩椅的推广，公司 2019 年按摩椅和按摩小电器销售均价均有所上升。

图表 13. 公司按摩器具产品销售情况

		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
		按摩椅	销量（万台/万套）	23.84	36.66
	销售均价（元/台）	5,398.92	5,718.04	6,006.15	6,020.31
	产销率（%）	105.55	103.77	104.08	104.63
按摩小电器	销量（万台/万套）	1,754.05	1,797.94	1,587.47	29.00

	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
销售均价（元/台）	105.84	114.88	119.18	111.76
产销率（%）	108.06	106.98	99.87	103.43

资料来源：根据奥佳华公司所提供数据整理。

该公司按摩椅的自主品牌包括奥佳华“OGAWA”³、台湾“FUJI”⁴和美国“COZZIA”。其中奥佳华“OGAWA”系收购马来西亚品牌，已有二十余年的积累与发展，在亚洲具有较高的知名度，主要聚焦于高端百货和 Shopping 渠道，跟踪期内，考虑到消费者购买方式逐渐线上化，为了控制费用、提高店效，公司关闭了较多业绩不达标的店铺，截至 2020 年 3 月末线下门店较 2018 年减少 265 家至 581 家，其中国内 421 家（其中直营门店 83 家）。公司“FUJI”品牌主要布局于台湾市场，在台湾有超过二十年的沉淀与发展，主要聚焦于大卖场、百货公司渠道，截至 2020 年 3 月末拥有线下门店 91 家，产品系列以智能化按摩椅为核心，辅以健康运动产品。“COZZIA”品牌布局北美市场，主要聚焦家居渠道，截至 2020 年 3 月末，销售渠道 846 个，产品系列以智能化按摩椅为核心，辅以带简易按摩功能的休闲椅。此外，公司还通过 ODM 的形式进入韩国和美国市场，采用协议定价方式。2019 年韩国客户 BJSC 向公司采购按摩椅产品 1.46 亿元⁵。美国 ODM 按摩椅业务与美国按摩椅品牌 TITAN 保持密切合作，2019 年 TITAN 为公司贡献收入 1.14 亿元，为公司第五大客户。

近年来，随着共享按摩椅的快速发展，该公司也开展了一定规模按摩椅业务，累计投放 74,784 台按摩椅，涉及资金 1.31 亿元，截至 2019 年末累计计提折旧 0.41 亿元，采用投放按摩椅并收取服务费的运营模式，但由于机场、高铁等运营费用较高，而上线率还有待提高，导致现阶段盈利整体不及预期，2019 年实现收入 1.18 亿元，净利润-0.18 亿元。共享按摩椅主要定位为新商业模式探索和消费者教育，未来公司不会再大幅投入新站点铺设共享按摩椅。

按摩小电器方面，ODM 为该公司按摩小电器的主要运营模式，公司先后与 HOMEDICS⁶、ATEX、MTG 等建立了长期合作关系，公司结合各战略合作品牌商的区域市场状况，为各品牌商提供符合各区域市场需求的定制化按摩小电器产品。此外，公司在国内推出按摩小电器自主品牌一维生活（easewell），主要聚焦电商平台销售，目前规模还较小。

³ 2013 年，公司收购 OGAWA WORLD BERHAD 100% 股权，将其纳入合并范围，并获得奥佳华“OGAWA”品牌。OGAWA WORLD BERHAD 是一家依马来西亚法律成立的公司，主要从事健康及康宁器材的设计、市场营销、零售、经销及服务，于 2007 年在马来西亚证券交易所主板上市，此次并购前为发行人主要客户之一。

⁴ 2015 年，公司收购荣泰健康科技股份有限公司（简称“荣泰健康”）60% 股权，将其纳入合并范围，荣泰健康主要通过直营店铺在台湾销售其自有品牌“Fuji”及代理品牌（ICON 等）的按摩椅、运动器材及其他健康产品。

⁵ 2018 年 9 月，公司与韩国 Bok Jung Scale Corp（简称“BJSC”）签署了《合作协议》，BJSC 定于 2019 年、2020 年、2021 年分别向公司采购不低于 5,000.00 万美元、7,000.00 万美元、10,000.00 万美元的按摩椅产品订单。实际采购量低于合同协议采购量，其中合作协议为双方预期合作意愿的战略框架协议，具体采购量受客户终端市场需求的影响。

⁶ 美国按摩小电器品牌。

从该公司前五大客户看，公司自主品牌主要面对零售客户，因此前五大客户以 ODM 客户为主，公司与 HELEN OF TROY、BOKJUNG SCALE、HOMEDICS、ATEX 等国际品牌建立合作关系，2019 年及 2020 年第一季度前五大客户收入合计占比分别为 23.27%和 20.94%。

图表 14. 公司前五大客户情况（单位：万元，%）

	序号	客户名称	主要产品类别	销售收入	占营业收入的比例
2020 年 1-3 月	1	HELEN OF TROY LIMITED	空气净化器	9,783.94	9.58
	2	浙江由莱电子商务有限公司	按摩小电器	3,863.03	3.78
	3	ATEX CO.,LTD	按摩小电器	2,710.07	2.65
	4	YETI	户外包	2,531.12	2.48
	5	BOKJUNG SCALE CO., LTD	按摩椅	2,503.23	2.45
2019 年	1	HELEN OF TROY LIMITED	空气净化器	44,086.61	8.36
	2	HOMEDICS,INC	按摩小电器	37,738.50	7.15
	3	ATEX CO.,LTD	按摩小电器	14,947.56	2.83
	4	BOKJUNG SCALE CO., LTD	按摩椅	14,614.93	2.77
	5	TITAN CHAIR	按摩椅	11,385.08	2.16
2018 年	1	HELEN OF TROY LIMITED	健康家电	53,918.75	9.90
	2	HOMEDICS,INC	按摩小电器	51,059.62	9.37
	3	ATEX CO.,LTD	按摩小电器	14,369.14	2.64
	4	BOKJUNG SCALE CO., LTD	按摩椅	14,252.66	2.62
	5	TITAN CHAIR	按摩椅	11,328.76	2.08

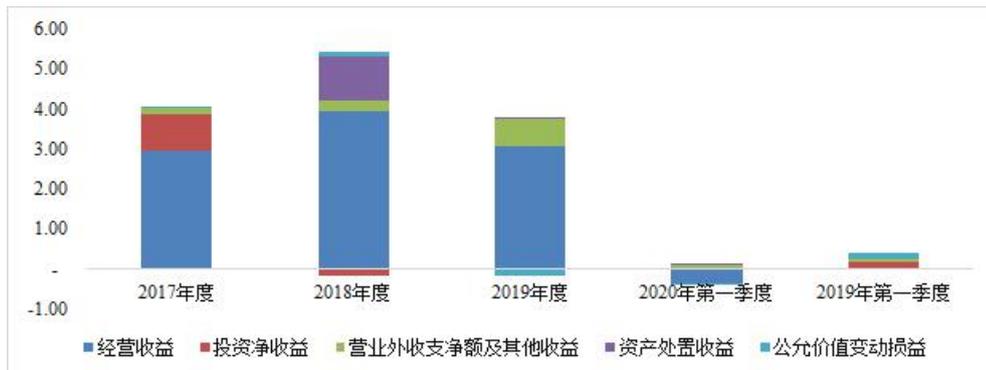
资料来源：奥佳华

研发与技术

该公司重视研发创新，持续多年保持对研发的投入，2019 年公司研发投入 2.27 亿元，同比增长 23.68%，研发投入占营业收入比例为 4.30%，同期公司研发人员数为 903 人。公司以集团总部技术中心为核心，在以色列、日本、深圳等地设立多个研发中心。截至 2019 年末，公司累计获得专利 740 项，荣获“国家知识产权示范企业”称号，公司技术中心被认定为国家企业技术中心，获批设立博士后科研工作站。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构



资料来源：根据奥佳华所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司净利润主要来源于主业产生的经营收益，2019年度贡献率为85.99%。公司经营收益主要来源于按摩椅小电器和按摩椅两大产品的销售，2019年两大板块毛利贡献合计占比为82.29%。公司按摩椅由于技术含量和附加值较高，2019年按摩椅毛利率为50.40%，保持较高水平；按摩小电器以代工为主，由于涉及前期设计研发及规模效应降低成本等，毛利率基本维持在30%左右水平，2019年毛利率为31.50%。2019年公司综合毛利率37.22%，与上年基本持平。同期，公司营业毛利19.64亿元，同比下滑0.57%。2020年以来新冠疫情爆发，公司营业收入大幅下滑，而部分固定成本和人工费用仍存在，导致2020年第一季度公司毛利率为35.69%，同比下滑1.03个百分点；同期营业毛利3.64亿元，同比下滑20.13%。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年 第一季度	2019年 第一季度
营业收入合计（亿元）	42.94	54.47	52.76	10.21	12.43
毛利（亿元）	15.89	19.75	19.64	3.64	4.56
期间费用率（%）	29.80	28.13	30.44	38.35	35.95
其中：财务费用率（%）	1.73	-0.29	-0.63	-0.72	2.94
全年利息支出总额（亿元）	0.10	0.20	0.29	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据奥佳华所提供数据整理。

该公司2019年及2020年第一季度期间费用分别为16.06亿元和3.92亿元，分别同比增加4.84%和减少12.34%，其中2020年第一季度期间费用同比大幅减少，主要系2019年第一季度受汇率波动影响，汇兑损失较大，导致当期财务费用规模较大所致。同期，公司期间费用率分别为30.44%和38.35%，其中2020年第一季度期间费用率明显上升，主要系受新冠疫情影响下收入下滑，而固定成本和人工费用仍存在所致。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.94	-0.18	0.02	-0.01	0.15
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.14	0.25	0.67	0.10	0.10
其中：政府补助（亿元）	0.11	0.23	0.66	0.10	0.09
资产处置收益（亿元）	0.00	1.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益（亿元）	0.00	0.11	-0.19	-0.00	0.12
其中：远期结售汇（亿元）	-	0.11	-	0.00	0.12

资料来源：根据奥佳华所提供数据整理。

此外，跟踪期内该公司还产生少量投资净收益、营业外收支净额及其他收益、公允价值变动损益等，但规模均很小，对利润影响较小。公司 2019 年及 2020 年第一季度净利润分别为 2.88 亿元和-0.40 亿元，分别同比下滑 35.04% 和 210.14%，其中 2019 年净利润下滑系因 2018 年获取土地处置收益 1.11 亿元，而本期无此事项所致；2020 年第一季度，受新冠疫情影响公司处于亏损状态。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将继续深耕现有的按摩器具、健康环境、家用医疗三大业务板块，加大研发力度，并尝试新兴渠道、新媒体营销。此外，公司也将寻找合适的项目及合作机会，进一步扩宽公司在大健康产业领域的布局。

目前该公司主要在建项目为本次可转债募投项目，其中厦门奥佳华智能健康设备工业 4.0 项目计划总投资 8.32 亿元，截至 2020 年 3 月已累计投入 3.20 亿元，处于建设中期阶段，预计 2020 年 9 月投入使用，项目建成后可形成年产 50 万台智能按摩椅的生产能力。漳州奥佳华智能健康产业园区项目计划总投资 5.51 亿元，截至 2020 年 3 月已累计投入 0.47 亿元，处于建设初期阶段，预计 2023 年底投入使用，建成后可形成年产 1,560 万台按摩小电器的生产能力。上述项目建成后产能规模将明显扩大，后续新增产能消化情况还有待关注。

图表 18. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	规划总投资	设计产能	截至 2020 年 3 月末投资额	预计投产时间	项目进展
厦门奥佳华智能健康设备工业 4.0 项目	8.32	年产 50 万台智能按摩椅	3.20	2020 年 9 月	38.34%
漳州奥佳华智能健康产业园区	5.51	年产 1,560 万台按摩小电器	0.47	2023 年 12 月	8.53%

资料来源：根据奥佳华所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司产权结构及组织结构保持稳定，高管未发生重大变化，也未发生重大不良信用记录。

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定。截至 2020 年 3 月底，邹剑寒先生持有公司股份 155,720,000 股，占公司总股本的 27.75%；其中邹剑寒累计股份质押数为 49,000,000 股，占其所持公司股份的 31.47%，占公司总股本的 8.73%。李五令先生持有公司股份 140,520,091 股，占公司总股本的 25.04%，其中李五令累计股份质押数为 53,075,226 股，占其所持公司股份的 37.77%，占公司总股本的 9.46%。邹剑寒先生和李五令先生为一致行动人，合计持有公司总股本的 52.78%，为公司共同控股股东和实际控制人。产权状况详见附件一。

跟踪期内，该公司组织结构保持稳定，高管人员未发生重大变动。

截至目前，该公司旗下子公司未决诉讼共计 3 笔，合计涉诉金额仅约为 0.05 亿元，或有事项风险很小。除此之外，根据公开信息查询及公司提供资料显示，跟踪期内公司及核心子公司均不存在重大不良行为记录。

图表 19. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2020/5/20	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/5/18	无	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2020/5/18	无	3 笔
工商	国家企业信用信息公示系统	2020/5/18	无	无
质量	公司情况说明	2020/5/18	无	无
安全	公司情况说明	2020/5/18	无	无

资料来源：根据奥佳华所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司债务规模扩大，但债务期限结构得到一定改善，资产负债率仍处于较合理水平。公司经营性现金流保持净流入状态，财务弹性较好，整体财务结构较为稳健。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》及各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”），并按照 2019 年最新颁布的修订准则进行会计政策变更。2020 年第一季度财务报表未经审计。

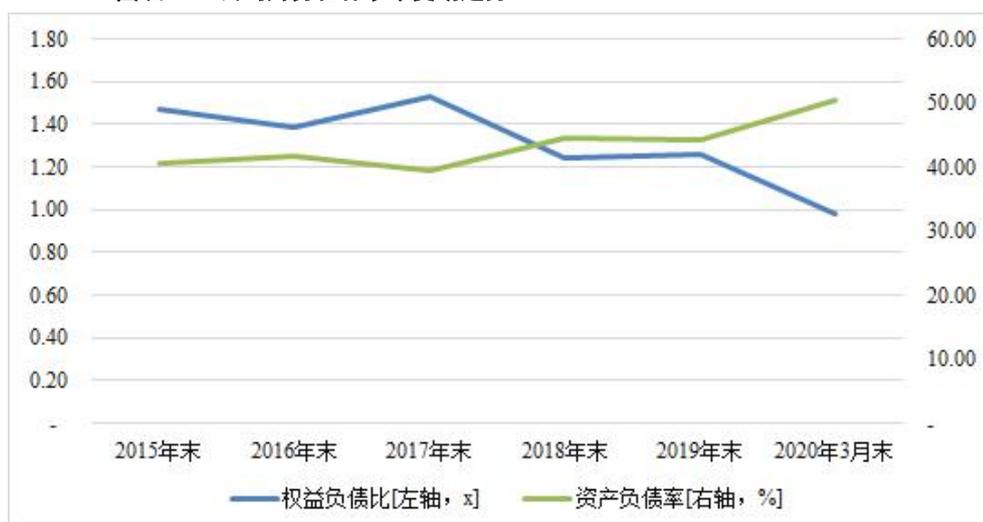
2019 年，该公司新设一级子公司厦门翊鸿达健康科技有限公司、宁德佰翊嘉华文化传播有限公司、厦门奥佳华睿博天米机器人科技有限公司，同时注销一级子公司上海康溯贸易有限公司，对合并报表数据影响不大。2020 年

以来，公司合并范围内子公司数量未发生变化。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围内的子公司数量达到 85 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据奥佳华所提供数据绘制。

跟踪期内，随着业务的发展以及项目建设资金需求增加，该公司债务规模不断扩大。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 27.48 亿元和 36.88 亿元，分别较上年末增加 3.35%和 34.19%，其中 2020 年 3 月末增速较快，主要系本次可转债发行上市。随着经营积累增加，跟踪期内公司资本实力亦逐年增强，同期末所有者权益分别为 34.57 亿元和 36.13 亿元，分别较上年末增加 4.67%和 4.52%。从结构看，2020 年 3 月末公司归属于母公司所有者权益为 35.47 亿元，其中实收资本、资本公积和盈余公积合计占比为 51.60%；未分配利润 16.96 亿元，占比 47.83%，此外，当期末公司其他权益工具 2.02 亿元，为已发行的本次可转债权益部分价值。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司资产负债率分别为 44.29%和 50.51%，虽有所上升但整体仍处于较合理水平。同期末，权益负债比分别为 125.80%和 97.98%，由于债务增长相对较快，权益资本对负债覆盖程度有所下降。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据奥佳华所提供数据绘制。

该公司负债主要集中在流动负债，2019 年末及 2020 年 3 月末公司流动负债占公司总负债比例分别为 98.30%和 71.93%，同期末，公司长短期债务比分别为 1.73%和 39.02%。其中 2020 年本次可转债发行上市，导致 2020 年 3 月末长短期债务比明显上升，债务期限结构得到一定改善。

2019 年末和 2020 年 3 月末，该公司流动负债分别为 27.01 亿元和 26.53 亿元，主要由短期刚性债务（包括短期借款、应付票据和一年内到期的长期借款）、应付账款、其他应付款等组成。随着公司业务规模扩大对营运资金需求增加，同期末短期借款分别为 5.94 亿元和 5.67 亿元，较上年末总体有所增长。同期末应付票据分别为 9.39 亿元和 10.53 亿元，分别较上年末增加 33.62%和 12.13%，公司提高对供应商使用票据付款的比率，应付票据规模逐年上升。同期末应付账款分别为 7.46 亿元和 6.30 亿元，分别较上年末减少 10.08%和 15.54%，主要为应付供应商货款，其中 2020 年第一季度应付账款规模下降较多，一方面受新冠疫情影响，对上游供应商的采购减少，另一方面系到期支付供应商货款所致；同期末其他应付款分别为 1.18 亿元和 1.63 亿元，分别较上年末减少 18.25%和增加 38.22%，其中 2020 年 3 月末有所增加，主要系确认应付代言费约 0.20 亿元，同时各子公司应付模具款及租金增加。

2019年末和2020年3月末，该公司非流动负债分别为0.47亿元和10.35亿元，主要为长期借款和应付债券，其中2020年3月末由于“奥佳转债”发行上市，当期末非流动负债规模大幅增加。同期末长期借款分别为0.17亿元和0.20亿元，其中2019年末较上年末较少69.01%，主要系将一年内到期借款转入“一年内到期长期借款”科目所致。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年第一季度末
短期刚性债务合计	7.57	8.65	5.50	12.90	15.39	16.31
其中：短期借款	5.53	5.73	3.61	4.48	5.94	5.67
一年内到期的长期借款	0.41	1.15	0.05	1.36	0.03	0.03
应付票据	1.56	1.77	1.79	7.03	9.39	10.53
交易性金融负债	0.07	-	0.05	0.02	0.02	0.06
其他短期刚性债务	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
中长期刚性债务合计	0.95	0.26	1.89	0.53	0.17	10.09
其中：长期借款	0.95	0.26	1.89	0.53	0.17	0.20
应付债券	-	-	-	-	-	9.89
综合融资成本（年化，%）	4.39	3.00	2.05	3.36	3.34	-

资料来源：根据奥佳华所提供数据整理。

2019年末及2020年3月末，该公司刚性债务分别为15.56亿元和26.39亿元，分别较上年末增加15.78%和69.61%，分别占同期末债务总额的56.63%和71.57%，其中2020年3月末随着“奥佳转债”的发行上市，当期末刚性债务规模大幅增加。公司刚性债务主要由银行借款、应付债券及应付票据组成。同期末银行借款（包括短期借款、长期借款和一年内到期的长期借款）合计金额分别为6.14亿元和5.90亿元，分别占同期末刚性债务总额的39.43%和22.34%。公司银行借款主要以保证借款为主，2019年末占当年末银行借款的69.24%，主要为母公司对控股子公司银行借款提供担保。此外，2020年3月末，公司应付债券9.89亿元，为新发行的“奥佳转债”，发行规模12.00亿元，期限6年，当期利率0.40%。

图表 23. 截至2019年末公司银行借款明细（单位：亿元）

借款银行	信用借款	保证借款	抵质押借款	合计
短期借款	0.70	4.25	1.00	5.94
长期借款	-	-	0.17	0.17
一年内到期的长期借款	-	-	0.03	0.03
合计	0.70	4.25	1.19	6.14

资料来源：奥佳华

融资成本方面，该公司债务期限以一年以内为主，其中银行借款利率处

于 0.55%-5.22%⁷，2019 年公司综合融资成本 3.34%，2020 年发行的“奥佳转债”发行利率仅 0.40%，有望进一步降低公司综合融资成本，总体看公司融资成本较低。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1
营业周期（天）	114.74	130.75	141.70	135.39	166.73	-
营业收入现金率（%）	104.52	98.14	105.92	99.79	106.50	147.12
业务现金收支净额（亿元）	5.44	6.10	9.48	13.19	11.87	4.60
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.02	-4.91	-6.45	-8.43	-9.11	-2.16
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.42	1.19	3.03	4.76	2.76	2.44
EBITDA（亿元）	2.98	4.07	5.10	6.65	5.15	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.44	0.47	0.63	0.64	0.36	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	25.17	25.81	49.36	33.73	17.57	-

资料来源：根据奥佳华所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2019 年该公司营业周期为 166.73 天，公司营业周期有所延长主要由于公司业务规模扩大应收账款不断增加，同时叠加公司自有品牌产品及自营门店的扩展，公司存货储备增多，应收账款和存货周转率下降所致。2019 年及 2020 年第一季度，公司营业收入现金率为 106.50% 和 147.12%，整体业务销售回笼能力增强，其中 2020 年第一季度营业收入现金率大幅提升主要系受新冠疫情影响，当期营业收入大幅下滑，而本季度回款主要为去年四季度的销售回款所致。同期经营环节现金流净额分别为 2.76 亿元和 2.44 亿元，其中 2019 年较上年同期减少 41.90%，主要系采购模具及支付材料款增加所致。2020 年以来，虽受新冠疫情影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 9.38%，但公司亦减少了相关材料采购，购买商品、接受劳务支付的现金同比减少 41.46%，导致当期公司经营现金流仍维持净流入状态。

该公司 2019 年 EBITDA 为 5.15 亿元，同比减少 22.57%，主要受利润总额有所下滑影响。同期 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.36 倍，EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数为 17.57 倍，随着 EBITDA 的下滑，而公司债务规模的上升，公司 EBITDA 对刚性债务本息保障度均有所下降。

⁷ 利率较低的为部分外资借款。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1
回收投资与投资支付净流入额	-3.43	-1.29	2.03	5.23	5.37	0.06
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.98	-0.78	-1.13	-2.78	-10.88	-1.30
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.19	0.71	-2.12	-5.13	5.85	-9.53
投资环节产生的现金流量净额	-2.22	-1.36	-1.22	-2.67	0.34	-10.77

资料来源：根据奥佳华所提供数据整理。

2019 年及 2020 年第一季度该公司投资环节现金净额分别为 0.34 亿元和 -10.77 亿元，其中 2019 年由于较大规模的银行结构性存款到期转回，当期公司投资环节现金呈现净流入的状态；而 2020 年第一季度，随着在建项目的投入，以及转存银行结构性存款及定期存款规模较大，当期公司投资环节现金转为较大规模净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1
权益类净融资额	0.37	-0.57	-0.09	-0.60	-0.62	11.88
其中：分配股利、利润支出	0.34	0.69	0.64	0.56	0.67	-
债务类净融资额	3.13	-0.88	-1.32	0.02	-2.28	0.34
其中：现金利息支出	0.12	0.15	0.10	0.31	0.13	0.05
筹资环节产生的现金流量净额	3.50	-1.45	-1.41	-0.58	-2.90	12.22

资料来源：根据奥佳华所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款和发行债券的方式筹资，2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-2.90 亿元和 12.22 亿元，其中 2019 年公司偿还了较大规模的银行借款，导致当期筹资环节现金流呈净流出状态；2020 年以来，公司成功发行 12.00 亿元的“奥佳转债”，导致 2020 年第一季度公司筹资环节现金流呈较大规模净流入状态。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	27.49	31.72	35.25	42.38	34.09	44.53
	70.06	72.13	72.72	71.08	54.94	60.99
其中：货币资金（亿元）	7.29	5.34	7.60	13.41	8.59	22.05
应收账款（亿元）	3.13	6.34	5.95	9.20	9.37	6.43
预付款项（亿元）	1.08	0.43	0.78	1.48	3.15	2.22
存货	4.03	5.77	7.49	8.61	10.00	10.73

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
其他应收款	0.57	0.93	1.51	2.08	2.10	2.14
其他流动资产	0.19	12.85	11.27	7.05	0.82	0.82
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	11.75	12.26	13.22	17.24	27.96	28.48
	29.94	27.87	27.28	28.92	45.06	39.01
其中：固定资产（亿元）	5.77	6.11	6.06	6.27	7.21	8.90
在建工程（亿元）	0.25	0.02	0.03	1.04	4.67	3.69
无形资产（亿元）	2.69	3.18	3.09	5.35	5.82	5.75
商誉（亿元）	0.93	1.58	1.84	1.85	2.16	2.16
其他非流动资产（亿元）	1.25	0.02	0.05	0.58	5.84	5.89
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.72	2.15	4.16	8.23	3.65	12.88
受限资产账面余额/总资产（%）	9.48	4.90	8.57	13.81	5.88	17.64

资料来源：根据奥佳华所提供数据整理。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司资产总额分别为 62.05 亿元和 73.01 亿元，分别较上年末增加 4.08%和 17.66%。公司资产主要由流动资产构成，同期末，流动资产占比分别为 54.94%和 60.99%。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动资产分别为 34.09 亿元和 44.53 亿元，主要体现为货币资金、应收账款、预付款项、存货、其他应收款及其他流动资产等。同期末，货币资金分别为 8.59 亿元和 22.05 亿元，分别较上年末减少 35.94%和增加 156.72%，其中 2019 年末减少主要系在建工程投入增加所致；而 2020 年 3 月末货币增加大幅增加，主要系公司收到“奥佳转债”募集资金所致。同期末，应收账款分别为 9.37 亿元和 6.43 亿元，分别较上年末增加 1.86%和减少 31.35%，其中 2020 年以来，随着前期应收账款的收回，期末应收账款规模有所下降；公司应收账款主要是 ODM 业务产生的应收货款，公司应收账款客户主要为 HELEN OF TROY、HOMEDICS、TITAN 等国际品牌商，应收账款账龄集中在一年以内，期末余额前五名应收账款总额占应收账款期末余额合计数的 36.34%，2019 年公司应收账款周转率为 5.68 次/年，在行业内处于较低水平主要系公司按摩小电器生产业务与客户建立较长期的信用合作之后，会对客户给予一定的信用账期，ODM 客户账期一般 30-60 天。同期末，预付款项分别为 3.15 亿元和 2.22 亿元，分别较上年末增加 112.53%和减少 29.67%，其中 2019 年末增加较快主要系预付材料及模具费增加所致，而 2020 年 3 月末受疫情影响下复工延迟等，公司预付款项又有所下降。同期末，公司其他应收款分别为 2.10 亿元和 2.14 亿元，分别较上年末增加 1.04%和 1.83%，主要为往来款、押金及保证金、应收保理款等。同期末，存货分别为 10.00 亿元和 10.73 亿元，分别较上年末增加 16.10%和 7.31%，其中原材料、在产品及库存商品占比相对较高，随着公司业务规模扩大，公司存货规模逐年增加，2019 年公司存货周转率为 3.56 次/年，周转速度相对较慢主要系行业中多数企业以经销或电商为主，而公司直营门店销售占比较高，存货规模较大。同期末，其他流动资产分别为 0.82 亿元和 0.82

亿元，其中 2019 年末较上年末减少 88.38%，主要系理财产品到期赎回。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司非流动资产分别为 27.96 亿元和 28.48 亿元，主要由固定资产、在建工程、无形资产、商誉、其他非流动资产构成。同期末固定资产分别为 7.21 亿元和 8.90 亿元，分别较上年末增加 14.98%和 23.36%，主要系房屋、设备购置以及 2020 年 3 月末漳州康城家居厂房配套工程竣工验收转固等所致。同期末，在建工程分别为 4.67 亿元和 3.69 亿元，分别较上年末增加 347.74%和减少 21.04%，2019 年末增加主要系对厦门奥佳华智能健康设备工业 4.0 项目、漳州康城家居厂房配套工程及漳州奥佳华智能健康产业园区等投入所致；2020 年 3 月末，漳州康城家居厂房配套工程转固，当期末在建工程有所减少。同期末无形资产分别为 5.82 亿元和 5.75 亿元，较上年末变化不大。同期末商誉资产 2.16 亿元和 2.16 亿元，其中 2019 年末较上年末增加 16.87%，主要系收购厦门美蝶康健康科技有限公司及云享云（北京）科技有限公司分别形成 0.26 亿元和 0.25 亿元商誉资产，此外 MEDISANA GmbH2019 年 1-6 月因收入未达到预期，2019 年末计提商誉减值准备 0.23 亿元。同期末，其他非流动资产分别为 5.84 亿元和 5.89 亿元，较上年末分别增加 903.24%和 0.86%，主要系随着多个在建工程的推进，预付工程款和预付购买设备款增加。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，该公司受限资产规模为 12.88 亿元，占当年末资产总额的 17.64%，其中主要包括 10.95 亿元货币资金，系存放的结构性存款、信用保证金等，实际受限资产规模不大。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
流动比率 (%)	189.31	179.65	208.17	164.78	126.20	167.87
速动比率 (%)	154.16	144.54	159.32	125.52	77.52	119.06
现金比率 (%)	127.40	30.53	45.53	52.90	31.98	83.44

资料来源：根据奥佳华所提供数据整理。

该公司资产中大部分为流动资产，且流动负债规模不大，导致流动比率、速动比率和现金比率均处于较高水平，但公司流动资产中应收账款和存货周转速度相对较慢，整体资产流动性尚可。

6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末，该公司未对外提供担保，也无重大未决诉讼、重大资产减值待计提等表外事项发生。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部对下属企业的原材料采购、产品销售、投融资等进行统一管理，下属子公司仅负责生产，且下属企业的产品大部分（全部出口产品）须通过公司本部对外销售，因此公司本部业务、资产规模较大。2019年末及2020年3月末，公司本部资产规模分别为45.90亿元和62.74亿元，其中2020年3月末随着“奥佳转债”募集资金到位，当期末货币资金增至16.12亿元，带动资产规模明显扩大。此外，公司本部作为主要债务融资主体，负债规模较大，同期末负债总额分别为20.67亿元和35.52亿元，逐年上升；其中刚性债务分别为10.09亿元和21.83亿元，截至2020年3月末资产负债率为56.62%。

2019年及2020年第一季度，该公司本部分别实现营业收入24.57亿元和4.06亿元，实现净利润1.37亿元和-0.03亿元，与合并口径变动较一致。同期，公司本部经营性现金流量净额分别为-10.10亿元和4.25亿元，波动较大，系因与子公司往来款变动较大。总体看，公司总部控制了旗下子公司的原材料供应与产品销售，并实现核心子公司资金的集中管理，管控力度较强，具备债务兑付能力。

外部支持因素

该公司外部融资渠道较为畅通，已与多家银行保持了良好的合作关系。截至2020年3月末，合并口径下，公司获得的银行授信总额为36.93亿元人民币和1.30亿元港币，其中尚有22.55亿元人民币和0.47亿元港币未使用，后续仍有一定融资空间。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用规模	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部	36.93 亿元人民币， 1.30 亿元港币	14.38 亿元人民 币、0.83 亿元港币	-	抵押
其中：国家政策性金融机构	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行	21.28 亿元人民币	9.13 亿元人民币	-	-
其中：大型国有金融机构占比 (%) ⁸	57.62	63.48	-	-

资料来源：根据奥佳华公司所提供数据整理（截至2020年3月31日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

奥佳转债：可转换公司债券，赎回条款及回售条款

本次债券为可转换公司债券，债券期限为6年。本次债券转股期自可转债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。本次

⁸ 计算占比时未包括港币授信。

债券设置了赎回条款及回售条款，其中回售条款约定，在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，可转换公司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面值加上当期应计利息的价格回售给公司。此外，若公司本次发行的可转换公司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。回售条款的设置，使公司面临一定的提前偿付的压力。

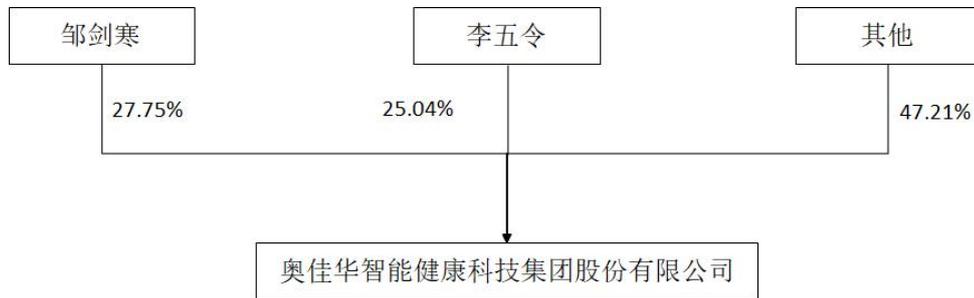
跟踪评级结论

该公司为国内按摩器具行业领先企业之一，跟踪期内，受全球经济增长放缓、市场竞争加剧等影响，公司 2019 年以来经营压力加大，叠加 2020 年以来新冠疫情短期冲击，一季度经营出现阶段性亏损，公司出口依赖度高，目前国外疫情形式严峻，加大公司产品出口风险，公司全年业绩预计承压。

跟踪期内，该公司债务规模扩大，但债务期限结构得到一定改善，资产负债率仍处于较合理水平。公司经营性现金流保持净流入状态，财务弹性较好，整体财务结构较为稳健。

附录一：

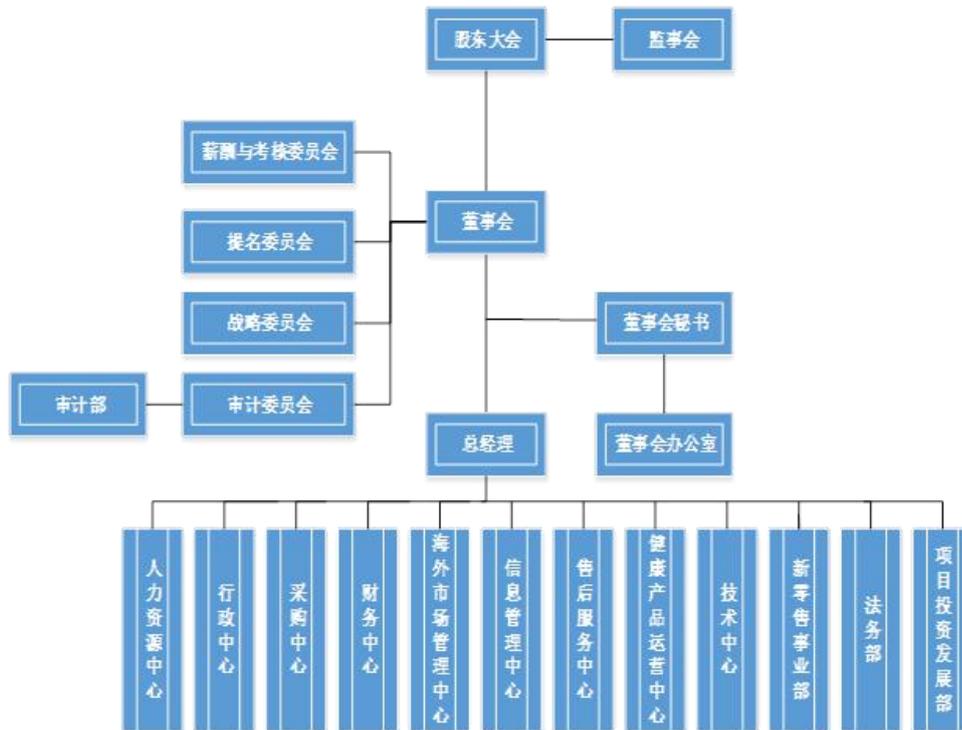
公司与实际控制人关系图



注：根据奥佳华提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据奥佳华提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
奥佳华智能健康科技集团股份有限公司	奥佳华	本级	—	按摩器具	10.09	25.23	24.57	1.37	-10.10	1.60	母公司口径
厦门蒙发利电子有限公司	蒙发利电子	全资子公司	100.00%	按摩椅生产	0.00	4.51	9.32	1.05	0.99	1.28	
漳州蒙发利实业有限公司	漳州蒙发利	全资子公司	100.00%	按摩小电器生产	0.00	7.83	16.66	1.42	0.20	1.85	
厦门蒙发利健康科技有限公司	健康科技	全资子公司	100.00%	健康环境类产品生产	0.00	2.97	5.27	0.47	0.55	0.67	
奥佳华品牌营销有限公司	营销公司	全资子公司	100.00%	按摩器具	0.29	3.06	7.70	0.45	0.78	0.76	
OGAWA WORLD BERHAD	OWB	全资子公司	100.00%	按摩器具	0.92	1.63	6.20	0.03	1.01	0.40	

注：根据奥佳华公司 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	48.48	59.61	62.05	73.01
货币资金 [亿元]	7.60	13.41	8.59	22.05
刚性债务[亿元]	7.39	13.44	15.56	26.39
所有者权益 [亿元]	29.29	33.03	34.57	36.13
营业收入[亿元]	42.94	54.47	52.76	10.21
净利润 [亿元]	3.55	4.43	2.88	-0.40
EBITDA[亿元]	5.10	6.65	5.15	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.03	4.76	2.76	2.44
投资性现金净流入量[亿元]	-1.22	-2.67	0.34	-10.77
资产负债率[%]	39.58	44.60	44.29	50.51
权益资本与刚性债务比率[%]	396.22	245.74	222.16	136.90
流动比率[%]	208.17	164.78	126.20	167.87
现金比率[%]	45.53	52.90	31.98	83.44
利息保障倍数[倍]	40.02	27.59	13.14	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	141.70	135.39	166.73	—
毛利率[%]	37.00	36.25	37.22	35.69
营业利润率[%]	9.30	9.59	6.76	-2.59
总资产报酬率[%]	8.95	10.06	6.33	—
净资产收益率[%]	12.96	14.21	8.51	—
净资产收益率*[%]	12.75	14.31	8.71	—
营业收入现金率[%]	105.92	99.79	106.50	147.12
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.50	22.30	10.48	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.62	9.10	11.46	—
EBITDA/利息支出[倍]	49.36	33.73	17.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.63	0.64	0.36	—

注：表中数据依据奥佳华经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注 1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注 2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注 3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年06月）
- 《家用电器行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。