



2020年瀛通通讯股份有限公司公开发行可 转换公司债券2022年跟踪评级报告

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：

2020年瀛通通讯股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022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
瀛通转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持瀛通通讯股份有限公司（以下简称“瀛通通讯”或“公司”，股票代码：002861.SZ）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，维持“瀛通转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司无线耳机产品业务具备一定持续性，公司与大客户合作关系稳定，债务压力可控；同时中证鹏元也关注到 TWS 耳机行业竞争趋于激烈，产品趋于同质化，公司 2021 年营业收入负增长，盈利能力持续下降，外销占比较高及客户集中度仍较高，未来新增产能存在一定的消化风险，以及用于本期债券质押担保的股权公允价值下降等风险因素。

未来展望

- 公司深耕于声学产品及数据线领域，累积了一定的经营经验，相关行业仍有一定增长空间，财务风险较小。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：汪永乐
youyx@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	15.94	16.67	17.61	13.86
归母所有者权益	10.20	10.32	10.75	10.53
总债务	3.76	3.83	3.67	0.57
营业收入	1.83	10.47	12.08	11.08
EBITDA 利息保障倍数	--	2.97	10.38	21.40
净利润	-0.11	-0.36	0.45	0.71
经营活动现金流净额	-0.29	0.92	1.45	1.53
销售毛利率	18.00%	19.34%	22.04%	24.15%
EBITDA 利润率	--	4.78%	10.67%	10.56%
总资产回报率	--	-1.58%	4.19%	6.06%
资产负债率	36.02%	38.10%	38.95%	24.03%
净债务/EBITDA	--	-0.22	-0.90	-1.82
总债务/总资本	--	27.05%	25.44%	5.14%
FFO/净债务	--	12.07%	-69.15%	-40.78%
速动比率	2.57	2.35	2.31	2.24
现金短期债务比	7.67	8.62	11.44	33.26

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司无线耳机成品业务及数据线业务具备一定持续性，与大客户合作关系稳定。**随着智能耳机产品在整体耳机市场中的渗透率持续提升，TWS 耳机市场仍具备一定增长空间。公司作为耳机及数据线行业的 OEM、ODM 厂商，深耕相关领域多年，与多数市场上智能手机品牌商、新兴及传统音频品牌商及互联网平台公司等建立了稳定的合作关系。
- **公司债务规模仍较小，短期债务压力可控。**截至 2022 年 3 月 31 日，公司债务结构仍以长期债务为主，债务规模仍较小，速动比率和现金短期债务比仍保持在较高水平，短期流动性表现较好。

关注

- **行业竞争趋于激烈，2021 年及 2022 年一季度公司经营出现亏损。**2021 年全球以智能手机等为代表的消费电子产品需求显著放缓；在涨价潮下，消费电子行业生产成本不断上涨。近两年 TWS 耳机市场需求增速放缓，行业竞争较激烈，产品同质化现象突出。受疫情导致部分客户需求订单放缓及固定资产折旧增加等因素综合影响下，2021 年及 2022 年一季度经营出现亏损。
- **公司外销占比较高，客户集中度较高。**2021 年公司外销收入占比为 32.91%，目前海外部分国家或地区疫情仍然严峻，境外业务存在一定的经营风险。2021 年公司前五大客户销售占比为 59.83%，其中公司第一大客户营收占比大幅下降 11.45 个百分点，一定程度上降低公司的大客户风险，但客户集中度仍较高，不利于分散经营风险。
- **未来新增产能存在一定的消化风险。**公司主要在建项目投资规模较大，电子产品更新换代较快，受市场需求变化影响等，需关注新增产能投产和消化风险，以及未来新增固定资产后折旧增加，若相关项目无法实现预期收益下，将给公司业绩带来不利影响。
- **公司规模较小，商誉仍存在一定的减值风险。**截至 2022 年 3 月末公司总资产及归属于母公司所有者权益规模仍偏小，且前期收购子公司形成 0.72 亿元商誉，若未来被并购子公司经营业绩未达预期，商誉仍存在一定的减值风险。
- **用于本期债券质押担保的股权公允价值有所下降。**近期公司股价下跌明显。截至 2022 年 6 月 10 日，用于质押担保本期债券的股票市场价值已低于本期债券未偿还本息总额的 120%，本期债券担保物的担保效力有所减弱。

同业比较（单位：亿元）

指标	赢通通讯	朝阳科技	佳禾智能
总资产	16.67	13.85	34.45
营业收入	10.47	13.10	27.34
净利润	-0.36	-0.42	0.52
销售毛利率（%）	19.34	8.11	9.57
资产负债率（%）	38.10	43.01	34.30

注：1、以上各指标均为 2021 年数据

2、广东朝阳电子科技股份有限公司（简称“朝阳科技”，股票代码：002981.SZ）；佳禾智能科技股份有限公司（简称“佳禾智能”，股票代码：300793.SZ）

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_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	6
	经营效率	3		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	2		盈利状况	弱
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	2	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		较小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-18	游云星、汪永乐	技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2019-10-29	刘诗华、董斌	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)	阅读全文

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
瀛通转债	3.00	3.00	2021-6-18	2026-7-2

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年7月发行6年期3.00亿元公司债券，募集资金扣除发行费用后计划用于智能无线电声产品生产基地新建项目和补充流动资金。截至2022年3月31日，本期债券募集资金余额为20,609.41万元。

三、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化。因2021年公司实施2020年利润分配送股3,629.53万股、回购注销限制性股票134.42万股等事宜，公司注册资本由年初的1.22亿变更为2021年末的1.57亿元。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为1.56亿元，黄晖、左笋娥分别持有公司31.68%及6.26%的股份，另外截至到2022年3月31日，黄晖持有通城县瀛海投资管理有限公司（以下简称“瀛海投资”）26.48%股份，瀛海投资直接持有公司1.46%股份；黄晖、左笋娥为公司实际控制人，左贵明、左娟妹、曹玲杰、左美丰、黄修成为实际控制人的一致行动人，公司股权结构图详见附录二。截至2022年6月5日，公司实际控制人及其一致行动人合计质押股份占其所持股份比例为34.24%。

跟踪期内，公司合并报表范围未发生变化。截至2022年3月末，公司纳入合并范围内子公司共12家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年

社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

2021 年全球以智能手机等为代表的消费电子产品需求显著放缓；在涨价潮下，消费电子行业生产成本不断上涨

根据知名咨询机构 IDC 的统计数据，2021 年全球智能手机出货量为约 13.5 亿部，同比微增约 5.3%。从近年的整体表现来看，全球智能手机行业增长已经显著放缓，全球消费电子行业厂商正积极寻找和布局新的未来业务增长点。

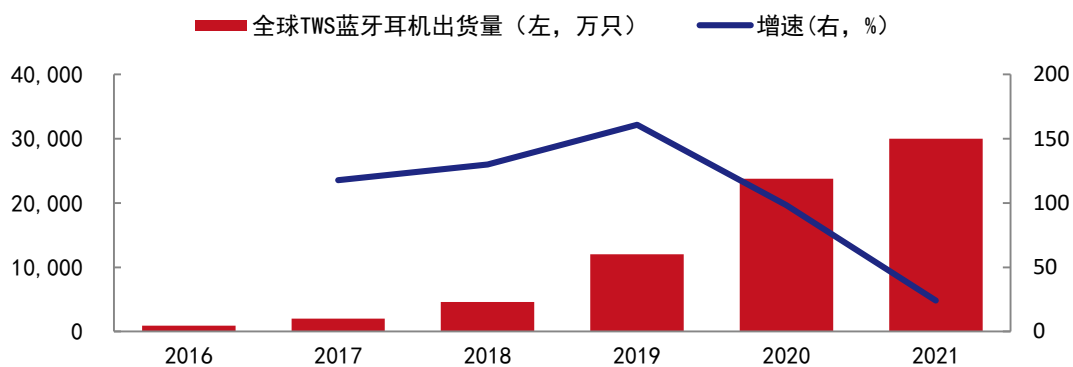
我国消费电子行业近年生产成本呈现不断上涨趋势。2020 年下半年以来，因为芯片上游原材料晶圆告急，芯片供应紧张下带动芯片价格也有一定上涨，部分消费电子行业产业链主体在“缺芯”背景下产能利用率下降、生产成本上升明显。在全球消费电子产品的产业链上，我国占据的主要是以代工形式为主的组装、装配、包装等环节，近年人工成本不断上涨。同时，受海内外疫情的不断反复影响，产业上游供应链停工使得供需两侧不平衡带动大宗原材料价格上涨，部分物流成本运输上涨。我国消费电子行业主要参与企业多数对客户依赖度较高，且面对下游大客户议价能力较低，不具备成本转嫁能力，导

致利润空间被挤压。

真无线立体声（TWS）蓝牙耳机市场仍具备一定增长空间，相关厂商持续受益，但近两年市场需求增速放缓，行业竞争较激烈，产品同质化现象突出

受益于智能语音交互功能越发成熟、产品使用体验不断改善、传输稳定性性能不断提升，TWS蓝牙耳机市场需求持续释放，TWS耳机行业在经过2016年至2019年的快速增长后期，当前增速正逐步放缓。根据Counterpoint数据，2020年全球TWS耳机出货量为2.38亿只，同比增长85%；2021年TWS耳机的出货量约3亿副，同比增长24%。展望未来，伴随着5G、物联网与人工智能的不断发展，无线耳机产品智能化进一步提升，或将进一步激活终端消费需求，智能耳机产品在整体耳机市场中的渗透率将持续提升。未来，随着技术升级和品牌产品占比提升，TWS耳机有望迎来新一轮的成长，相关厂商业绩将持续受益。

图 1 全球 TWS 蓝牙耳机出货量及增速



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

行业竞争越发激烈，产品同质化现象突出。苹果自发布AirPods以来，在全球TWS耳机市场份额持续处于领先地位，但随着行业的逐渐成熟以及生产技术的进步，越来越多的电子或音频厂商进入TWS耳机赛道。行业快速发展过程中，部分制造厂商采用抄袭、降价等方式抢占市场份额，短期内将造成行业整体毛利率下行压力。目前TWS耳机市场上已经形成手机厂商、互联网、音频品牌、电商等多主体竞争局势。行业竞争将推动行业升级，促进优胜劣汰。展望未来，终端产品市场格局将呈现“橄榄型”分布，中端高性价比产品将占据主要市场份额，低端制造将逐渐淡出，行业将重新恢复有序竞争，市场将迎来更加良性的竞争，带动行业长远而稳定的发展。

五、经营与竞争

公司为耳机及线材行业的OEM、ODM厂商，主营业务为声学产品及精密零组件，电源、数据传输产品及精密零组件两大类等产品的生产及销售，其中声学产品及精密零组件业务具体包括耳机成品（主要包括各类TWS耳机、头戴蓝牙耳机、有线耳机等耳机成品）及声学零件（主要是有线耳机半成品以及

耳机线材），电源、数据传输产品及精密零组件包括线材及其他。2021年公司实现营业收入10.47亿元，同比下降13.35%，主要系公司耳机声学产品及精密零组件销售收入减少。声学产品及精密零组件仍为公司营业收入主要来源，其中耳机成品及声学零件销售收入2021年分别同比下降15.37%、34.82%，主要系耳机无线化趋势延续以及疫情影响使得部分客户需求降低所致。2021年公司实现数据线及其他收入2.06亿元，同比增加29.66%。2022年1-3月，公司实现营业收入1.83亿元，同比下降24.18%，主要系受疫情影响，客户订单有所减少。

受声学零件产品收入占比下降，以及蓝牙主控芯片等元器件供应紧张，部分客户需求订单放缓等因素综合影响，2021年公司销售毛利率同比下降2.7个百分点至19.34%，2022年1-3月销售毛利率继续下降至18.00%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
声学产品及精密零组件	12,884.42	16.56%	82,234.85	18.08%	103,505.43	22.41%
电源、数据传输产品及精密零组件	5,103.73	20.32%	20,597.41	22.01%	15,885.71	21.13%
其他业务收入	318.26	38.77%	1,833.37	45.97%	1,397.12	5.56%
合计	18,306.41	18.00%	104,665.63	19.34%	120,788.26	22.04%

注：公司原营业收入构成按产品分类包括耳机成品（主要是TWS耳机、蓝牙耳机、有线耳机等耳机成品），声学零件（主要是微细通讯线材有线耳机半成品），数据线及其他（主要是数据传输线）三类。2021年报披露口径变更后的产品分类为：（1）声学产品及精密零组件，主要包括TWS耳机及各类耳机成品、微细通讯线材、有线耳机半成品等各类声学精密零组件；（2）电源、数据传输产品及精密零组件，主要包括消费电子数据线、消费电子无线充电设备、安防产品数据传输线等各类数据传输及电源传输产品

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采用“以销定产”的生产模式，2021年受订单减缓影响，公司声学零件及耳机成品产量有所下滑

由于电声产品高度定制化的特性，公司采取“以销定产”的模式，根据客户的具体需求组织产品的生产，通常分为两种生产形式。一种形式是公司根据客户订单，自行组织采购原材料，自主安排生产计划，完成生产后将产品销售给客户，此种模式适用于大多数公司客户；另一种形式是由客户提供绝大部分原材料，公司仅自主采购少数辅料，公司完成生产后再将产品销售给客户，此种模式下公司仅收取加工费。

公司耳机微细通讯线材及数据线产品类型繁多，线材内部结构和具体生产工艺操作上的不同会导致设备产能弹性较大，同时耳机半成品、成品生产多采用流水线模式，生产过程中的产能瓶颈主要是人工，生产员工人数的变化会直接影响理论产能，因此不存在标准产能。

公司销售产品结构变化趋势延续，声学零件收入结构占比持续降低。在受疫情影响海外客户需求有所下降背景下，2021年公司耳机产品产量同比下降8.93%；在TWS无线蓝牙耳机技术快速发展背景下，公司继续实施“从有线转向无线、从半成品转向智能成品”战略，公司有线耳机相关产品需求继续被无

线耳机需求挤压，公司声学零件中的声学半成品、微细通讯线材产量分别同比下滑23.02%、下滑65.20%。公司数据线相关产品主要应用于消费电子领域，2021年产量同比快速增长，主要系公司新拓展了行业内领先的消费电子品牌运营商。2021年公司各类产品产销率仍维持着较高水平。

表2 公司产品销售情况

产品类别	项目	2022年1-3月	2021年	2020年	
声学零件	产量（万米）	2,187.35	7,717.84	22,175.44	
	微细通讯线材	自用（万米）	2,085.54	6,292.58	20,532.01
	对外销售（万米）	463.29	1,289.64	1,832.64	
	产销率（销量/产量）	116.53%	98.24%	100.85%	
声学半成品	产量（万条）	2,216.97	9,104.66	11,827.23	
	销量（万条）	2,566.48	9,311.27	11,670.83	
	产销率	115.77%	102.27%	98.68%	
耳机产品	产量（万件）	238.01	1,572.30	1,726.48	
	销量（万件）	254.74	1,549.69	1,787.95	
	产销率	107.03%	98.56%	103.56%	
数据线	产量（万条）	1,495.55	5,508.11	3,969.98	
	销量（万条）	1,400.98	5,509.97	4,327.43	
	产销率	93.68%	100.03%	109.00%	

注：微细通讯线材产销率=（自用+对外销售）/产量。

资料来源：公司提供

2021年公司客户集中度仍较高，但第一大客户销售占比有降低，外销业务存在一定的汇率波动风险和经营风险

从销售区域来看，近年来公司增加国产手机EMS厂商和其他国内客户的订单，2021年内销比重继续提升，2021年内销收入占比达到67.09%，外销收入同比下降较大。公司外销产品主要为承接EMS厂商订单，主要发往台湾、越南、印度以及美洲等地区，为快速应对国际客户订单，缩短订单周期和利用当地用工成本优势，公司设立了印度、越南两个地区的子公司瀛通（印度）电子科技有限公司（以下简称“印度瀛通”）及瀛通（越南）电子科技有限公司（以下简称“越南瀛通”）。受海外疫情影响，客户需求有所降低，国际供应链流转效率也有所降低，2021年公司外销收入较上年下降明显。其中印度瀛通2021年实现营业收入0.85亿元，同比上升3.56%，净利润为477.30万元，较上年增加428.91万元；越南瀛通2021年实现营业收入0.56亿元，同比下降41.34%，主要系疫情影响下部分客户订单放缓，净利润为1,085.12万元，较上年减少1,133.11万元。

目前部分国家或地区疫情仍然严峻，若疫情仍无法及时得到有效控制，公司将面临生产基地因疫情停工或开工率下降的风险、市场需求下滑的风险等。此外，公司出口贸易结算以美元为主，2021年公司产生汇兑损失283.54万元，需持续关注外销业务带来的汇率风险以及贸易环境变化对公司经营的不利影响。

表3 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	9,763.82	53.34%	70,220.45	67.09%	72,928.06	60.38%
外销	8,542.59	46.66%	34,445.18	32.91%	47,860.21	39.62%
合计	18,306.41	100.00%	104,665.63	100.00%	120,788.26	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前，公司已进入了苹果、小米、万魔、紫米、锋范、vivo、OPPO、魅族、BOSE、SONY、松下、安克、绿联、漫步者、ZAGG、Marley、Jabra、Beats、缤特力、倍乐生、歌尔股份、富士康、京东京造等客户供应链。2021年公司前五大客户销售占比同比小幅下滑2.25个百分点至59.83%，其中公司第一大客户营收占比大幅下降11.45个百分点，一定程度上降低公司的大客户风险。整体而言，公司与多数智能手机品牌商或专业耳机生产商建立了较稳定的合作关系，主要客户较优质，但客户集中度仍较高，不利于分散经营风险，如果公司未能持续获得重要客户认可，或重要客户整体采购水平发生重大变化，则会对公司业绩产生不利影响。

表4 2021年及2022年1-3月公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	前五大客户	销售主要产品	销售金额	占比
2022年1-3月	客户一	耳机产品	2,611.86	14.27%
	客户二	声学零件、数据线	1,592.28	8.70%
	客户三	耳机产品	1,447.55	7.91%
	客户四	耳机产品、数据线	1,277.13	6.98%
	客户五	数据线	1,265.57	6.91%
	合计			8,194.39
2021年	客户一	耳机产品	31,199.60	29.81%
	客户二	耳机产品、数据线	12,936.24	12.36%
	客户三	耳机产品	6,388.70	6.10%
	客户四	声学零件、数据线	6,327.69	6.05%
	客户五	数据线	5,771.36	5.51%
	合计			62,623.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司新增委外加工较多，生产用原材料采购供应商集中度仍不高

公司产品的主要原材料有PCBA、电池、喇叭、Type-C插头及连接器、胶料、充电盒、塑胶件（包括外罩、耳塞外壳、基板、套管等）、无氧铜材、彩盒、芳纶丝等。近年来公司逐步转向耳机成品业务，且耳机成品中TWS蓝牙耳机占比逐渐提升，而TWS蓝牙耳机原材料成本相对较高，导致原材料采购结构有一定的变化，但整体而言公司对单一原材料采购的占比均不高。此外，公司主要原材料随着客户需求变化以及产品规格不同而变化，价格变动不一，但需关注因疫情和国际大宗商品价格持续波动，原材料价格上涨对公司盈利的影响。

公司生产所用原材料的供应商较多，对原材料供应商依赖程度不高，大部分原材料主要在国内采购，部分终端品牌客户会指定公司某型产品的原材料供应商或由客户提供绝大部分原材料，公司仅自主采购少数辅料。随着公司积极向耳机成品业务的转型，可以较为灵活选择供应商，前五大供应商集中度不高，2021年及2022年1-3月前五大供应商采购占比分别为31.89%和29.63%。其中2021年公司新增委外加工大幅增多，主要系出于成本考虑，将SMT、塑胶件及部分技术要求较低等工序发给委外商。

表5 2020-2021年及2022年1-3月公司前五大客户采购情况（单位：万元）

年度	前五大供应商名称	采购主要材料	采购金额	占比
2022年1-3月	供应商一	TYPE-C 插头及连接器	1,245.91	11.27%
	供应商二	铜杆	776.4	7.02%
	供应商三	PCBA	516.62	4.67%
	供应商四	胶料	457.94	4.14%
	供应商五	PCBA	278.46	2.52%
	合计		3,275.32	29.63%
2021年	供应商一	委外加工	6,898.02	9.28%
	供应商二	委外加工	5,179.07	6.96%
	供应商三	委外加工	4,562.85	6.14%
	供应商四	IC 芯片	3,730.86	5.02%
	供应商五	PCBA	3,338.83	4.49%
	合计		23,709.63	31.89%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建产能规模较大，未来投产后有助于扩大业务规模，但需关注后续达产及产能消化情况，以及未来新增固定资产后折旧增加，若相关项目无法实现预期收益下，将对公司经营业绩造成不利影响

截至2022年3月末，公司主要在建项目有瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目、智能无线电声产品生产基地新建项目等，其中，瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目主要为在东莞建设智能制造项目，研发生产和销售有线话务耳机、高保真立体声音乐耳机、无线蓝牙降噪耳机、TWS耳机、智能音频产品等，计划投资总额为51,000万元，资金来源主要为公司自有资金及自筹，项目建设存在一定的资金压力；智能无线电声产品生产基地新建项目为本期债券募投项目，预计总投资24,045.00万元，其中本期债券承诺投资总额为21,000万元，计划建成后新增智能电声产品840万件/年的产能，无线耳机产能规模将扩大。若上述项目能够顺利进行并达产，将进一步完善公司产业链布局、丰富公司产品线，提高公司的生产能力及业务规模，但需关注后续达产的产能消化情况，以及未来新增固定资产后折旧增加而公司无法实现预期收益，将对公司的经营业绩造成不利影响。

表6 截至2022年3月末公司主要在建产能情况（单位：万元）

项目	计划总投资额	已投资额	规划新建产能	预计投产时间
----	--------	------	--------	--------

瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目	51,000.00	9,127.13	--	--
智能无线电声产品生产基地新建项目	24,045.00	1,209.09	年产 840 万件电声产品	2022 年 12 月 31 日
合计	75,045.00	10,336.22	--	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021 年至 2022 年 1-3 月公司合并范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所下降，其中现金类资产和固定资产占比仍较高，面临一定的应收账款回款风险，存货及商誉均存在一定的减值风险

2021 年末公司资产规模同比有所下降，主要系公司 2021 年发生经营亏损，仍以流动资产为主。2021 年末货币资金同比下降较多，主要系使用闲置资金购买理财产品。公司交易性金融资产主要为银行理财产品。随着公司加强对应收账款管理，2021 年公司应收账款账面价值同比有所下降，账龄主要在一年以内，2021 年末按欠款方归集的期末余额前五名占比为 52.62%，截至 2021 年末公司应收账款坏账准备余额 0.47 亿元，公司面临一定的应收账款回款风险。公司存货主要由原材料、库存商品及发出商品构成；2021 年末公司存货账面价值同比下降明显，主要系公司加大对存货周转管理以及存货计提减值准备增加，2021 年计提存货跌价准备 0.14 亿元，后续需关注产品周转减慢及存货减值风险。

非流动资产方面，公司固定资产主要为生产设备及厂房，随着 2021 年公司原在建工程中的研发大楼及浦北厂房建设等转为固定资产，公司 2021 年末固定资产同比增加较快，其中 2021 年末共计 0.37 亿元固定资产因抵押融资而受限。无形资产主要由土地使用权以及专利权等构成，2021 年末同比增长较快，主要系购买土地使用权用于瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目建设所致。公司商誉系 2018 年收购惠州联韵声学科技有限公司（以下简称“联韵声学”）形成，近年未出现商誉减值情况；2021 年联韵声学实现营业收入 5.6 亿元，净利润 0.28 亿元，完成了 2021 年的业绩承诺，但若未来联韵声学经营情况不佳，公司商誉存在一定的减值风险。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.24	7.79%	1.89	11.36%	4.20	23.83%
交易性金融资产	2.43	15.27%	2.33	14.00%	0.95	5.40%

应收账款	2.03	12.72%	2.27	13.62%	2.68	15.24%
存货	1.51	9.45%	1.37	8.19%	2.16	12.27%
流动资产合计	7.52	47.17%	8.15	48.89%	10.31	58.57%
固定资产	4.54	28.50%	4.65	27.88%	3.07	17.44%
无形资产	1.58	9.94%	1.60	9.62%	1.04	5.90%
商誉	0.72	4.52%	0.72	4.32%	0.72	4.09%
非流动资产合计	8.42	52.83%	8.52	51.11%	7.30	41.43%
资产总计	15.94	100.00%	16.67	100.00%	17.61	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

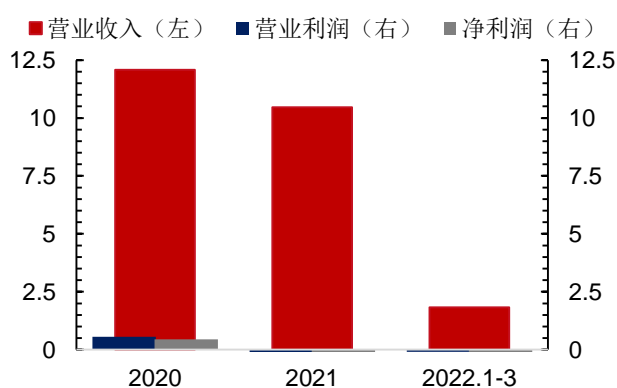
盈利能力

2021年公司营业收入同比有所下降，盈利能力有所下滑，2021年及2022年一季度经营出现亏损

2021年实现营业收入10.47亿元，同比下降13.35%，主要系公司声学产品及精密零组件在耳机无线化趋势影响以及国内外疫情部分客户需求降低背景下，销售同比有所减少。受声学零件产品收入占比下降，以及蓝牙主控芯片等元器件供应紧张，部分客户需求订单放缓等因素综合影响，2021年公司销售毛利率同比下降2.70个百分点至19.34%。因跟踪期内部分在建工程转为固定资产增加折旧、终止实施2018年股权激励方案使得股份支付费用增加等，2021年公司期间费用率同比增加4.49个百分点至22.55%。在上述因素综合影响下，2021年公司出现经营净亏损，EBITDA利润率同比下降明显。

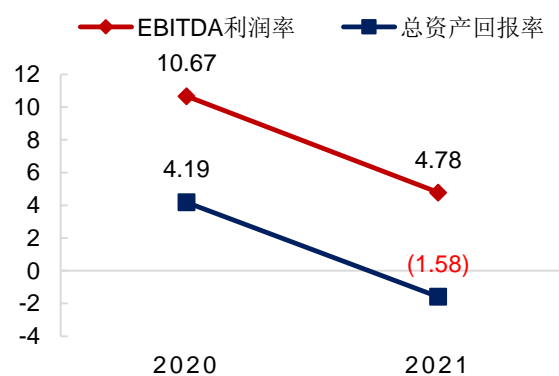
2022年1-3月净利润持续亏损。若2022年公司客户需求继续放缓、订单不充分，叠加人工成本、资产折旧摊销等支出较刚性，公司经营业绩将面临较大压力。

图 2 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

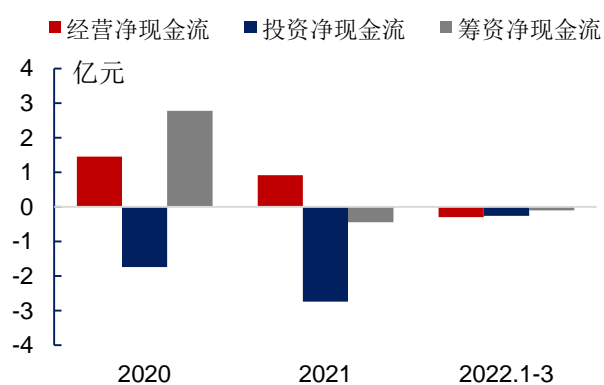
现金流

公司主营业务收现能力仍较强，经营活动现金流表现尚可，在建项目面临一定的资金需求

2021年公司业务回款仍较强，收现比为1.11，公司经营业务收现能力表现较好；当期经营活动现金净流入规模同比有所减少，主要系营业收入同比有所下降。因公司营收同比下降、新增固定资产带来折旧增加及终止实施2018年股权激励方案使得股份支付费用增加等，2021年公司EBITDA与FFO同比均有所下降。

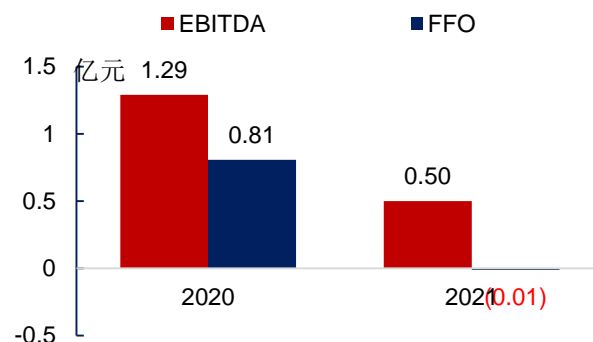
公司投资活动仍主要为理财产品申购及赎回、购置生产设备、在建项目投入等；2021年因理财产品购买增加，公司投资活动现金流净流出加大。2021年公司筹资现金流呈小幅净流出，主要系公司偿还部分债务。截至2022年3月末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，建设资金随着工程进度逐步投入，面临一定的资金压力。

图4 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 公司 EBITDA 和 FFO 情况

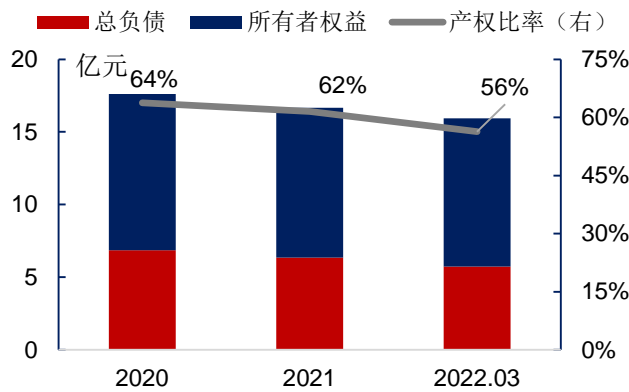


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

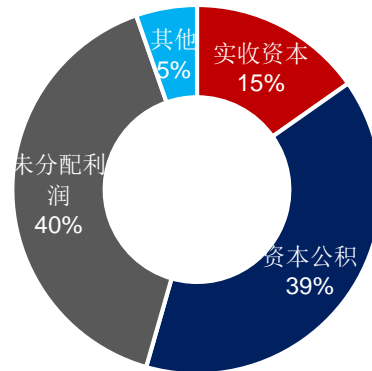
资本结构与偿债能力

2021年末公司债务规模仍较小，短期债务压力可控

2021年末，公司负债以非流动负债为主，因公司应付账款同比有所下降，2021年末公司负债总额同比小幅下降。受公司2021年经营亏损影响，所有者权益亦有所下降，仍主要由资本公积和未分配利润构成，2022年3月末产权比率下降至56%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较好。

图 6 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

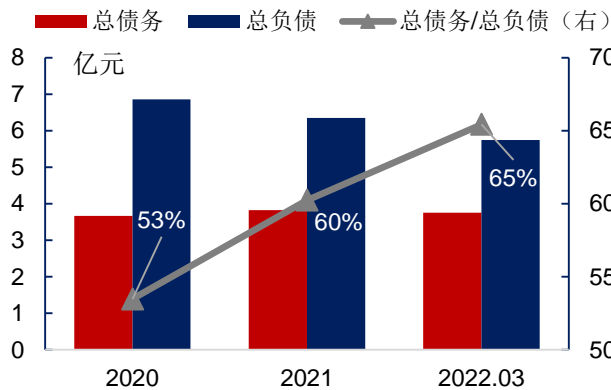
2022年3月末，公司短期借款金额较2020年末基本无变化。公司应付账款主要由材料款构成，因客户需求降低带来备货减少，2021年末应付账款同比下降明显。公司一年内到期的非流动负债主要由将于2022年内到期的长期借款及租赁负债构成，2021年末同比有所增加。公司非流动负债主要由本期债券构成，因本期债券计提利息，2021年末非流动负债规模小幅增加。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

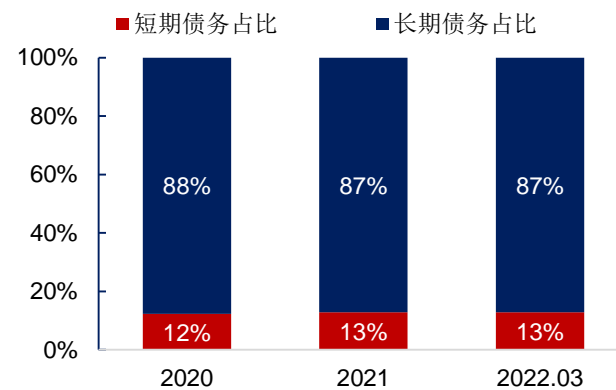
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.30	5.23%	0.30	4.73%	0.30	4.38%
应付账款	1.55	26.92%	1.94	30.53%	2.56	37.26%
一年内到期的非流动负债	0.18	3.16%	0.19	2.99%	0.15	2.19%
流动负债合计	2.34	40.70%	2.88	45.35%	3.53	51.51%
应付债券	3.04	52.89%	3.00	47.30%	2.89	42.10%
非流动负债合计	3.40	59.30%	3.47	54.65%	3.33	48.49%
负债合计	5.74	100.00%	6.35	100.00%	6.86	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司债务由短期借款、长期借款、租赁负债、一年内到期非流动负债、本期债券及租赁负债构成，以本期债券为主。随着本期债券账面余额有所增加，公司总债务规模小幅增长，但债务结构仍以长期债务为主，债务规模仍较小，短期债务压力可控。

图8 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图9 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

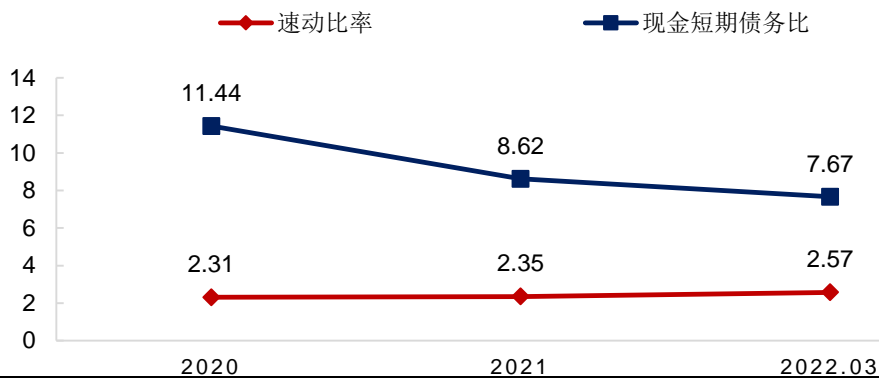
2021年以来公司资产负债率呈持续下降态势且具备较好的安全边际，总债务在总资本中比重小幅上升但整体负债水平不高。由于公司盈利能力下降及利息支出增加，EBITDA利息保障倍数大幅下降，但公司杠杆状况指标整体表现尚可。

表9 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	36.02%	38.10%	38.95%
净债务/EBITDA	--	-0.22	-0.90
EBITDA 利息保障倍数	--	2.97	10.38
总债务/总资本		27.05%	25.44%
FFO/净债务	--	12.07%	-69.15%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受公司现金类资产同比有所减少，2021年以来公司现金短期债务比有所下降，速动比率和现金短期债务比仍保持在合理水平，短期流动性表现较好。考虑到公司为上市公司，融资渠道较为通畅，此外，2022年3月末公司获得银行授信额度0.90亿元，无剩余银行授信额度，且整体受限资产占比较小，仍具备一定的融资弹性，公司获取流动性资源的能力一般。

图 10 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、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，公司本部从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月16日）、子公司联韵声学从2019年1月1日至报告查询日（2022年6月13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。

八、抗风险能力分析

在智能耳机产品在整体耳机市场中的渗透率持续提升背景下，TWS耳机市场仍具备一定成长空间。公司作为耳机及线材行业的OEM、ODM厂商，与多数市场上智能手机品牌商、新兴及传统音频品牌商及互联网平台公司等建立了稳定的合作关系。但中证鹏元关注到，公司外销业务存在一定的汇率波动风险和经营风险、公司客户集中度仍较高，未来新增产能存在一定的消化风险，商誉仍存在一定的减值风险，同时本期债券担保物的担保效力有所减弱。考虑到，在TWS耳机及线材领域行业需求增长下，公司相关业务仍具备一定持续性。截至2022年3月31日，公司资产负债率水平较低，债务结构仍以长期债务为主，债务规模仍较小，速动比率和现金短期债务比仍保持在较高水平，短期债务压力可控。整体来看，公司具备一定的抗风险能力。

九、债券偿还保障分析

公司股东以其持有的限售股份进行质押为本期债券偿付继续提供一定的保障，但因公司股价下跌且大股东未追加担保物，本期债券担保物的担保效力有所减弱

本期债券采用股份质押的担保方式，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。2020年7月20

日，出质人黄晖、左笋娥以及萧锦明将其合计持有瀛通通讯1,670.38万股（公司于2021年5月25日实施了2020年度权益分派，2020年度权益分派方案为：以公司总股本121,805,518股剔除已回购股份821,200.00股后的120,984,318股为基数，向全体股东每10股送红股3股，每10股派现金人民币0.75元）的人民币普通股用于本期债券的担保，股权质押已完成相关手续，截至2022年6月10日，前述质押股票公允价值为2.22亿¹元。质押担保的范围为债务人因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（本期债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用，全体债券持有人为质押权益的受益人。出质人为主债权提供担保的期限：自股份质押合同下的登记之日起至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

在质权存续期内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券未偿还本息总额的120%，质权人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本息总额的比率高于150%；追加的资产限于瀛通通讯人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内瀛通通讯收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的瀛通通讯人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个工作日，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券所产生的全部债务的150%。

近期公司股价下跌明显。截至2022年6月10日，质押股票的市场价值已低于本期债券未偿还本息总额的120%，本期债券担保物的担保效力有所减弱。

十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“瀛通转债”信用等级为AA-。

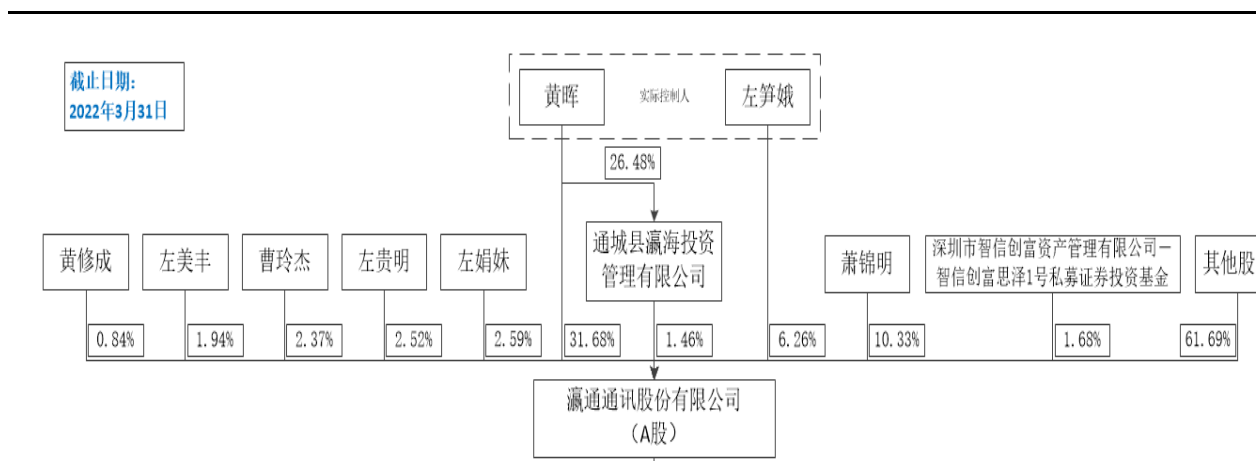
¹ 该数值以2022年6月10日公司股票收盘价计算而得。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	1.24	1.89	4.20	1.81
应收账款	2.03	2.27	2.68	2.90
存货	1.51	1.37	2.16	1.88
流动资产合计	7.52	8.15	10.31	8.09
固定资产	4.54	4.65	3.07	2.87
无形资产	1.58	1.60	1.04	1.04
商誉	0.72	0.72	0.72	0.72
非流动资产合计	8.42	8.52	7.30	5.77
资产总计	15.94	16.67	17.61	13.86
短期借款	0.30	0.30	0.30	0.00
应付账款	1.55	1.94	2.56	2.01
流动负债合计	2.34	2.88	3.53	2.77
应付债券	3.04	3.00	2.89	0.00
非流动负债合计	3.40	3.47	3.33	0.57
负债合计	5.74	6.35	6.86	3.33
总债务	3.76	3.83	3.67	0.57
归属于母公司的所有者权益	10.20	10.32	10.75	10.53
营业收入	1.83	10.47	12.08	11.08
净利润	-0.11	-0.36	0.45	0.71
经营活动产生的现金流量净额	-0.29	0.92	1.45	1.53
投资活动产生的现金流量净额	-0.26	-2.74	-1.74	-2.10
筹资活动产生的现金流量净额	-0.10	-0.44	2.78	0.14
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	18.00%	19.34%	22.04%	24.15%
EBITDA 利润率	--	4.78%	10.67%	10.56%
总资产回报率	--	-1.58%	4.19%	6.06%
产权比率	56.31%	61.55%	63.80%	31.64%
资产负债率	36.02%	38.10%	38.95%	24.03%
净债务/EBITDA	--	-0.22	-0.90	-1.82
EBITDA 利息保障倍数	--	2.97	10.38	21.40
总债务/总资本		27.05%	25.44%	5.14%
FFO/净债务	--	12.07%	-69.15%	-40.78%
速动比率	2.57	2.35	2.31	2.24
现金短期债务比	7.67	8.62	11.44	33.26

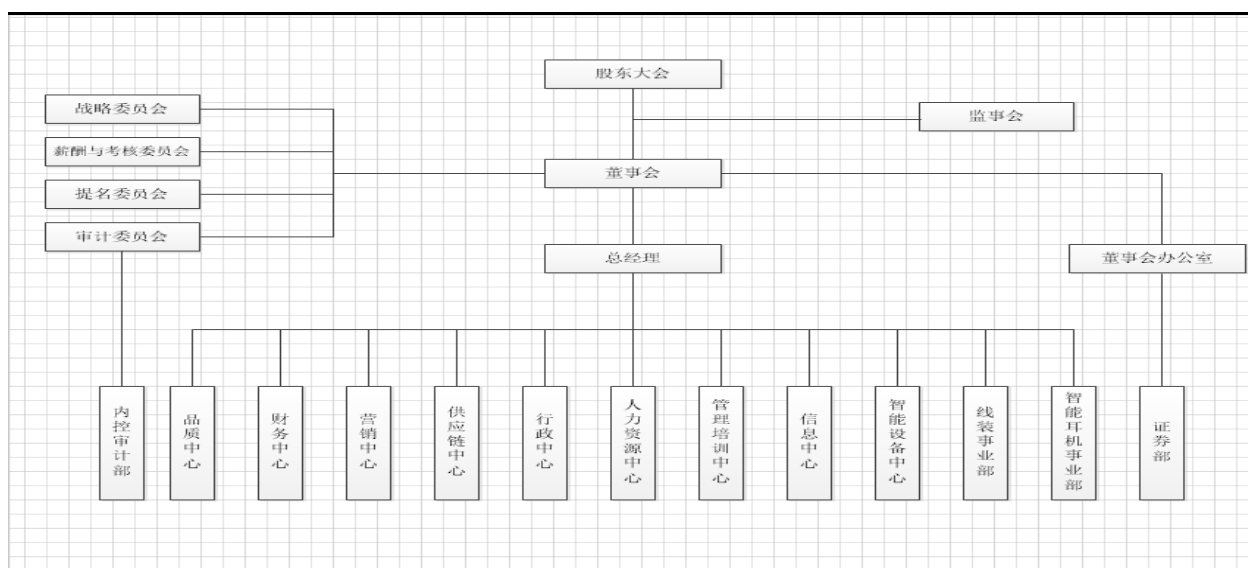
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 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 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
湖北瀛通电子有限公司	2,420.64	100%	电声产品及数据线产品制造
东莞市瀛通电线有限公司	1,000.00	100%	电声产品及数据线产品制造
东莞市开来电子有限公司	16,118.00	100%	电声产品及数据线产品制造
湖北瀛新精密电子有限公司	8,000.00	100%	电声产品及数据线产品制造
瀛通（香港）科技有限公司	85.21	100%	贸易
瀛通（越南）电子科技有限公司	1,961.55	100%	电声产品及数据线产品制造
瀛通（印度）电子科技有限公司	5,766.43	100%	电声产品及数据线产品制造
浦北瀛通智能电子有限公司	12,180.00	100%	电声产品及数据线产品制造
惠州联韵声学科技有限公司	7,175.00	100%	电声产品制造
贵州联韵智能声学科技有限公司	2,000.00	100%	电声产品制造
东莞市瀛洲贸易有限公司	3,000.00	100%	贸易
武汉瀛通智能科技有限公司	5,000.00	100%	声学、光学、无线通信产品技术开发等

注：武汉瀛通智能科技有限公司曾用名武汉瀛通智能音频技术研究院有限公司

资料来源：公司 2021 年年报，公开信息，中证鹏元整理

附录五 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+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+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：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。

附录六 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、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。