

厦门松霖科技股份有限公司公开发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

技术领先，服务全球，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。

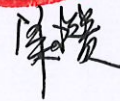
本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

厦门松霖科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
评级日期	2022-1-10



评级观点

- 中证鹏元评定厦门松霖科技股份有限公司（以下简称“松霖科技”或“公司”，股票代码：603992.SH）本次拟发行不超过 6.1 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司在厨卫品类领域具备一定设计实力和产品质量优势，长期合作的下游重要客户资质好，盈利能力较为稳定且获现能力较好；同时中证鹏元也关注到，公司客户集中度较高且以外销为主，原材料涨价拖累公司盈利能力，松霖·家业务存在开拓不及预期的风险等。

债券概况

发行规模：不超过 6.1 亿元

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

发行目的：美容健康及花洒扩产及技改项目

未来展望

- 品类 IDM 是公司经营业绩的主要来源，且主要的下游客户为国际知名卫浴品牌商、大型连锁建材零售商，资质较好且合作时间长，主营业务现金生成能力较强，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.9	2020	2019	2018
总资产	38.99	27.21	23.76	16.01
归母所有者权益	21.34	20.06	18.06	11.46
总债务	1.50	0.21	0.24	0.27
营业收入	19.97	20.35	17.39	17.59
净利润	2.11	2.70	2.34	2.36
经营活动现金流净额	1.05	3.51	2.67	3.15
销售毛利率	29.71%	34.55%	34.78%	31.88%
EBITDA 利润率	--	20.25%	17.68%	17.58%
总资产回报率	--	12.21%	13.37%	18.52%
资产负债率	40.46%	26.28%	23.96%	28.41%
净债务/EBITDA	--	-2.21	-3.07	-1.80
EBITDA 利息保障倍数	--	--	--	2,329.84
总债务/总资本	6.07%	1.03%	1.30%	2.29%
FFO/净债务	--	-35.56%	-28.41%	-47.83%
速动比率	1.19	2.07	2.48	2.14
现金短期债务比	3.72	46.82	42.20	23.33

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 公司在厨卫品类领域具备一定设计实力和产品质量优势。由公司设计团队主持设计的花洒、龙头、冲牙器、家具等产品先后多次获得了“IF 设计奖”、“红点奖”、“IDEA”、“G-Mark”等国际工业设计领域顶尖奖项，截至2021年6月末，公司持有国内外有效授权专利921项，专业卫厨出水终端产品检测中心的运行实施有效地保障了公司各项产品持续符合国际质量标准、市场认证体系和客户的要求，保证了公司产品质量性能的稳定可靠性。
- 公司下游重要客户资质较好，盈利较为稳定。公司长期为 Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）、Roca（西班牙乐家）和 Kohler（美国科勒）等国际知名卫浴品牌商的花洒、龙头等厨卫配件境内生产商，近年来厨卫品类规模不断扩大，形成了规模制造优势，盈利表现较为稳定，持续为公司贡献更多业绩。
- 获现能力较好。上游原材料集中度低、供给充分，公司对其议价能力较强，上游账期长于下游账期，近年来 FFO 规模持续增加、经营活动现金持续净流入。

关注

- 公司客户集中度较高，且以外销为主。2018-2021年9月，公司前五大客户集中度在45%以上、外销收入占比65%以上，若主要客户需求下降或未能获取到其订单及出口国家进口政策、汇率等贸易政策变动将对公司正常经营产生不利影响。
- 原材料价格上涨拖累公司盈利能力。公司原材料主要为塑料米、五金零配件等，2021年上游大宗商品涨价，塑料米、五金零配件采购均价大幅上升，2021年1-9月销售毛利率大幅下降，需关注原材料价格波动对公司盈利能力的影响。
- “松霖·家”业务存在开拓不及预期的风险。“松霖·家”业务直接面对终端消费者，为其提供室内设计及装修、全屋定制及软饰等一站式的产品及服务，推出以来持续亏损，且正处于扩张期，后续将获得更多的资金支持，需持续关注“松霖·家”对公司经营业绩和盈利能力的影响。

同业比较（单位：亿元）

指标	松霖科技	建霖家居
总资产	27.21	37.68
净资产	20.06	23.77
营业收入	20.35	38.35
净利润	2.70	3.65
销售毛利率	34.55%	26.93%
资产负债率	26.28%	36.91%

注：以上各指标均为2020年数据。

资料来源：Wind

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用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

一、发行主体概况

公司前身为厦门松霖科技有限公司（以下简称“松霖有限”），以货币方式出资，于2004年5月注册成立，初始注册资本为800万美元，出资人为信卓力联集团投资有限公司（以下简称“香港信卓”，已于2019年6月6日注销）、厦门松霖投资管理有限公司和陈锡良，认缴出资比例分别为60%、30%和10%，公司实际控制人周华松、吴文利持有香港信卓100%股权。

2012年11月，香港信卓将其持有的松霖有限60%股权以480万美元的转让价转让给松霖集团投资有限公司（以下简称“香港松霖集团”），香港松霖集团为实际控制人周华松先生和吴文利女士夫妻间接控制的投资公司。本次股权转让后公司第一大股东为香港松霖集团，持有公司60%股权。

2017年7月，松霖有限整体变更为股份公司，以公司截至2017年5月31日经审计的账面净资产8.89亿元按2.469:1的比例折合为3.60亿股。

2019年8月26日，公司在上海证券交易所上市，发行股票4,100.00万股，发行价格13.54元/股，募集资金净额4.91亿元，股票代码603992.SH，注册资本由3.60亿元增加至4.01亿元。

截至2021年9月末，公司注册资本和实收资本均为4.01亿元，第一大股东香港松霖集团持股比例为31.11%，实际控制人周华松、吴文利夫妇直接和间接合计控制公司86.61%股权，具体股权结构图见附录二。

截至2021年9月末，公司前十大股东持有公司89.94%的股份，实际控制人股权均未被质押。

表1 截至2021年9月末公司前十大股东明细（单位：股、%）

股东名称	股本性质	持股数量	持股比例
松霖集团投资有限公司	限售流通 A 股	124,751,108	31.11
周华松	限售流通 A 股	89,736,506	22.38
厦门松霖投资管理有限公司	限售流通 A 股	88,965,300	22.19
吴文利	限售流通 A 股	31,243,380	7.79
周华柏	限售流通 A 股	5,940,376	1.48
厦门信卓智创股权投资合伙企业(有限合伙)	限售流通 A 股	5,301,000	1.32
厦门联正智创股权投资合伙企业(有限合伙)	限售流通 A 股	5,301,000	1.32
鹏华启航两年封闭运作混合型证券投资基金	A 股流通股	4,444,319	1.11
周丽华	限售流通 A 股	2,970,188	0.74
科威特政府投资局	A 股流通股	2,016,275	0.50
合计	-	360,669,452	89.94

资料来源：Wind

公司是一家专业从事厨卫、美容健康等产品研发、生产和销售的高新技术企业。公司业务包括品类IDM业务和“松霖·家”业务两大板块，其中品类IDM业务是公司为全球各大知名品牌商、大型连锁建材零售商提供各品类产品的设计研发、生产和制造服务，涵盖厨卫、美容健康等细分业务领域；“松

霖·家”业务直接面对终端消费者，为其提供室内设计及装修、全屋定制及软饰等一站式的产品及服务，目前正处于培育期。截至2021年9月末，公司纳入合并范围的子公司合计14家，其中1级子公司5家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：厦门松霖科技股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过6.10亿元；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格的向下修正条款：在本期债券存续期间，当本公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前述的股东大会召开日前 20 个交易日本公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值；若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：在本期债券期满 5 个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会或者董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定；在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在本期债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），（2）当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时；

债券回售条款：（1）有条件回售款。在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期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，若在上述交易日内发生过转股价格因派送股票股利、转增股

本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派送现金股利等情况而调整的情形，则调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续 30 个交易日须从转股价格向下修正之后的第一个交易日起重新计算；在本期债券最后两个计息年度内，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；（2）附加回售条款。若本期债券募集资金运用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，本期债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分本期债券的权利。在上述情形下，本期债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量及比例由股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过6.10亿元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
美容健康及花洒扩产及技改项目	61,586.50	61,000.00	99.05%

资料来源：《厦门松霖科技股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》（以下简称“募投项目可行性报告”），中证鹏元整理

1.项目基本情况

本期债券募投项目实施主体为公司本部及子公司漳州松霖智能家居有限公司（以下简称“漳州松霖”），实施地点为福建省厦门市海沧区阳光西路 298 号、福建省厦门市海沧区西园路82 号、福建省漳州市长泰县古农农场顺祥路 12 号，厦门主要承担产品开发、模具制造、表面处理、电子元器件生产、产品组装等工序，漳州承担精密塑料加工等工序，项目建筑面积 68,250.40m²，装修改造面积 12,480.00m²。

根据本期债券募投项目可行性报告，募投项目主要用于生产美容健康类（冲牙器、美容花洒、美容仪）和花洒类产品，本项目建设投产后，公司每年将新增 865 万件花洒类、201.50 万件美容健康类产品。本期债券募投项目计划总投资6.16亿元（公司本部计划投资2.61亿元、漳州松霖3.55亿元），计划建设期30个月，截至2021年9月末，本期债券已投入6,000.00万元。

2.项目审批情况

截至2021年11月末，本期债券募投项目已取得《厦门市企业投资项目备案证明（外资）》（编号：

厦海工信投备（2021）342号）和《福建省投资项目备案证明（内资）》（编号：闽发改备（2021）E070259号）。

3.经济效益情况

根据本期债券募投项目可行性报告，项目完全达产当年可实现销售收入64,904.30万元，静态投资回收期为7.68年（含建设期，税后），内部收益率为16.00%（税后）。受资金到位等因素影响，募投项目能否如期完工存在不确定性，完工后受市场需求、行业景气度、行业竞争及公司未来发展状况等因素影响，募投项目投产后能否实现预期收益存在不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国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，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

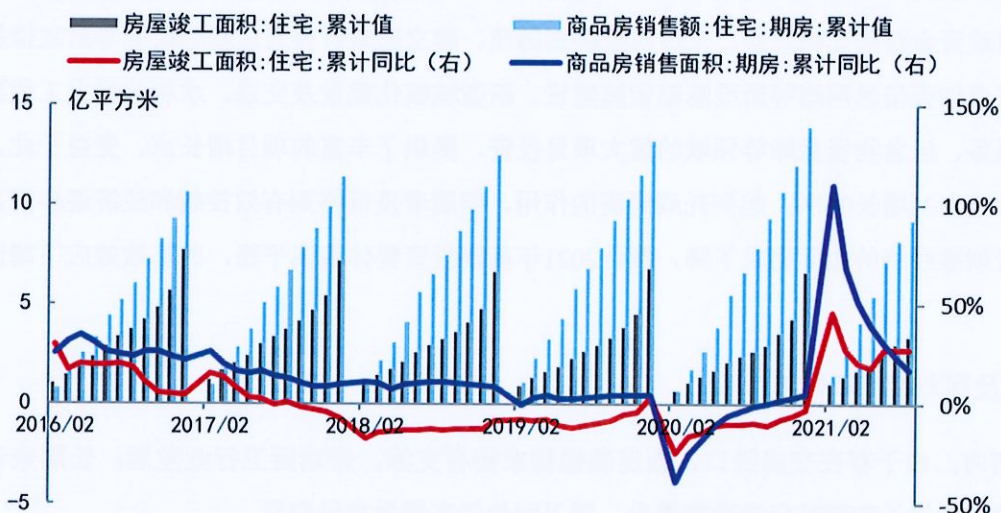
行业及区域经济环境

中短期内，由于存在交房缺口，新房装修需求仍有支撑，带动厨卫行业发展；长期来看，随着存量房翻新需求的增长和精装房渗透率提升，厨卫配件仍有增量市场空间

厨卫配件作为家具行业的子行业，属于后地产周期行业，与地产行业发展情况具有高度相关性，产品销售周期滞后于房地产销售周期。从需求来看，由于大众“翻新→装修→换家居”以及“买房→装修→买家居”的消费习惯，商品房翻新和新房销售对定制家居行业的发展有重要影响。

自2016年国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购、限贷政策，同时中央强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，房地产景气度承压，对定制家居的新房装修需求形成一定不利影响。但从商品房预售模式来看，会经历“拿地-开工-预售-竣工-交房结算”的过程，定制家居的需求通常是在交房前后，包括开发商交付精装房带来的工程业务，或交付毛坯房后产生的零售及整装业务。根据Wind数据显示，2016-2020年累计积累了26.60亿平方米（期房累计销售面积-竣工累计面积）的交房缺口，这部分缺口将在未来期间竣工交房。2018年以来房屋竣工面积月度累计增速降幅收窄，2019年累计同比增速为3.00%，2020年受疫情影响，前期房屋竣工增速大幅下降，但下半年开始降幅收窄，2021年上半年房屋竣工情况有所改善，受此影响，2021年上半年9家定制家居上市公司营业收入平均同比增长63.09%。考虑到目前交房缺口仍存在，随着未来房屋竣工，新房装修需求中短期内仍有支撑，从而带动厨卫行业的发展。

图1 近年期房销售面积持续超过房屋竣工面积



资料来源：Wind，中证鹏元整理

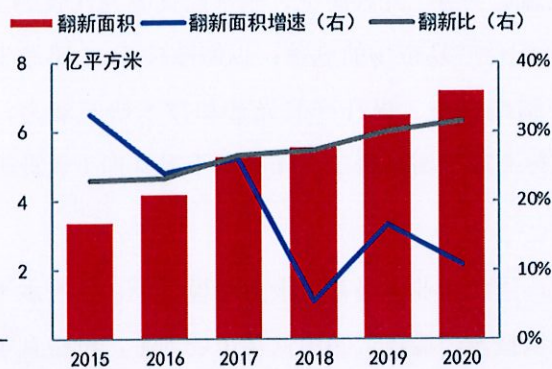
长期来看，在坚持“房住不炒”基调的背景下，房地产调控政策仍将继续，房地产景气度承压。考虑到城市化水平与人口增长速度，住宅数量增速或将逐步降低，新房装修需求占比下降，存量房的翻新需求占比将逐步提升，再加上精装房渗透率的提升，未来翻新需求和精装需求将成为定制家居行业重要的需求来源。根据产业信息网统计数据，约80.00%的消费者选择在初次装修后5-15年进行二次装修，而在2005-2015年期间，我国住宅销售面积由4.96亿平方米增长至11.24亿平方米，年复合增长率达9.52%，大量的存量房存在着翻新装修的需求。

随着国家政策对于全装房鼓励与支持，以及精装房/全装房拎包入住带来的便利越来越受到消费者的喜爱，近年来我国精装房开盘套数呈现高速增长态势，精装修渗透率整体呈上升趋势。根据奥维云网发布的数据，中国精装房开盘套数从2015年的82万套提升至2020年的325.5万套，年复合增长率高达31.75%，2019年我国精装房渗透率已提升至32%，2020年受疫情影响，精装渗透率出现小幅波动，整体仍保持在30%以上，但与发达国家80%以上的精装渗透率相比，我国精装市场渗透率仍处于低位，未来仍有较大的提升空间。2020年8月，住房和城乡建设部等9部门发布《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》（建标规[2020]8号），提出推进建筑全装修，装配式建筑、星级绿色建筑工程项目应推广全装修，积极发展成品住宅，推动下游厨卫行业发展。

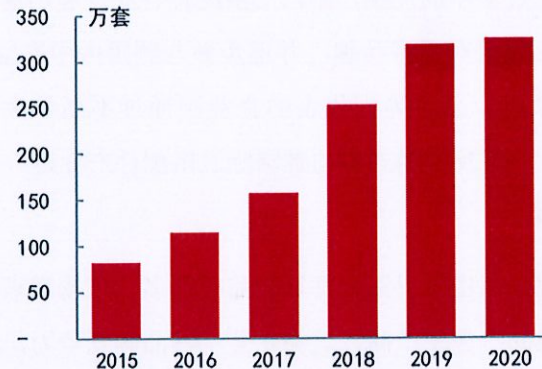
图2 翻新需求¹持续推动行业增长

图3 我国精装房开盘套数呈上升趋势

¹ 假设每隔10年住宅需要重新装修，每年有90.00%的居民有翻新需求，且每年度新增居民翻新需求分三年消化，第一、二、三年分别翻新30.00%、30.00%和30.00%，即2020年翻新面积需求=2020年住宅销售面积*30.00%+2019年住宅销售面积*30.00%+2018年住宅销售面积*30.00%；翻新比=翻新面积/（新售面积+翻新面积）。



资料来源：Wind，中证鹏元整理



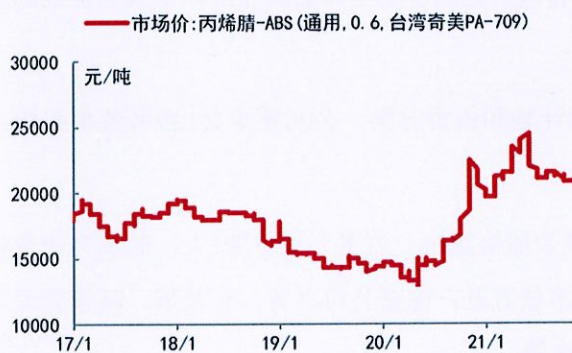
资料来源：奥维云网，中证鹏元整理

2020年以来主要原材料价格上涨，厨卫生产企业面临一定的成本控制压力

对于厨卫配件生产企业而言，原材料是其营业成本的主要组成部分，主要为塑料米、五金配件、铜锌合金和橡胶零配件等，其中塑料米和五金件是最主要的原材料。塑料米、橡胶零配件属于石油化工行业的下游产品，五金件的主要原材料为铜、铝、不锈钢等，受疫情影响，2020年以来大宗商品价格上涨带动下游的五金件和塑料米价格持续走高。受主要原材料价格上涨影响，厨卫配件生产企业面临一定的成本控制压力。

图4 2020年5月以来ABS价格大幅上行

图5 2020年5月以来五金价格指数大幅上行



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

卫浴配件高端市场集中度高，低端市场价格竞争激烈

全球卫浴配件行业总体市场规模大，市场化程度较高。欧洲、北美及日本等地区因为整体经济水平较高且品质生活消费观念较强，对卫浴用配套产品的需求较大，促进了较多国际知名卫浴品牌的形成，如Kohler（美国科勒）、American Standard（美国美标）、Moen（美国摩恩）、Delta（美国得而达）、Grohe（德国高仪）、Hansgrohe（德国汉斯格雅）、Roca（西班牙乐家）、TOTO（日本东陶）、Lixil（日本骊住）等。上述企业普遍发展较早，有长时间的品牌和技术累积，在产品设计、市场营销等方面都具有较强优势，在中高端产品市场占有较高的市场份额，溢价能力很强。

经过多年的发展，国内卫浴配件行业发展迅速，以惠达卫浴、九牧厨卫、乐华洁具等为代表的企业已建立起自有卫浴品牌，并逐步参与到国内中高端卫浴配件产品市场的竞争；以海鸥住工、路达工业、建霖家居、公司等为代表的企业则通过不断扩大生产制造规模、提升产品设计和技术研发能力，以ODM、OEM等模式参与到国际卫浴配件产业链，与国际高端卫浴品牌的合作有助于提升加工企业的业绩保障。

此外，由于卫浴配件行业品类众多、市场需求分散，因此行业中还存在很多规模较小、生产水平较为一般的小型生产商，这类企业不具品牌竞争力，产品以技术门槛较低的中低端市场为主，价格竞争较为激烈。

五、公司治理与管理

1、公司治理

实际控制人处于绝对控股地位，需关注其不当控制风险

公司根据《公司法》、《证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会。公司制订了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等重大事项。

公司设董事会，对股东大会负责，决定公司的经营计划和投资方案。公司董事会由9名董事组成，设董事长、副董事长各1名、独立董事3名。

公司监事会有监事3人，由2名股东代表和1名职工代表监事组成，监事会设主席1人。监事会职责包括：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督和提议召开临时股东大会等。

根据公司于2021年10月14日发布的《关于最近五年不存在被证券监管部门和交易所采取监管措施或处罚情况的公告》，公司最近五年内不存在被证券监管部门和交易所采取监管措施或处罚的情况。

截至2021年9月末，实际控制人周华松、吴文利夫妇直接和间接合计控制公司86.61%股权，股权高度集中，需关注实际控制人不当控制风险。

2、公司管理

根据行业特点和经营管理需要，公司设有UC事业体、松霖·家、供应链管理中心、财务中心等部门，主要业务部门采用事业部制，包括花洒事业部、龙头事业部、美容健康事业部等，具体组织架构图

如附录三所示。

六、经营与竞争

公司业务分为品类IDM业务和松霖·家两大板块，其中品类IDM业务为公司目前主要收入来源，包括花洒、淋浴系统等厨卫配件的研发、生产和销售，近年来产品领域拓展至美容健康产品，但规模较小。松霖·家，即整装业务，经过多年的业务探索验证，松霖·家于2020年在厦门开设第一家自营品牌体验中心，目前处于培育期，暂未实现盈利。

近年来公司营业收入存在一定波动性，2019年收入小幅下降主要受年初部分大客户产品迭代导致订单下滑，2020年和2021年1-9月的收入增长主要系居家隔离下欧美地区家居类消费品需求量上升等因素所致。

毛利率方面，近年来公司销售毛利率小幅波动，2019年虽收入下降但销售毛利率反而上升主要原因是塑料米等主要原材料价格下降和人民币贬值等，2021年1-9月销售毛利率下降主要系上游原材料涨价和人民币升值所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利	金额	毛利率
厨卫品类	17.60	30.48%	18.48	35.63%	16.71	35.15%	16.60	31.45%
美容健康类	0.71	52.07%	0.46	52.18%	0.22	58.12%	0.58	57.61%
其他	1.67	12.05%	1.40	14.47%	0.46	9.78%	0.40	12.03%
合计	19.97	29.71%	20.35	34.55%	17.39	34.78%	17.59	31.88%

注：上表中的其他包括公司松霖·家业务收入、家具品类收入和其他业务收入。

资料来源：公司提供

公司拥有一定的产品设计、技术研发和产品质量优势

公司通过创意设计中心主导创新项目的推动。由公司设计团队主持设计的花洒、龙头、冲牙器、家具等产品先后多次获得了“IF设计奖”、“红点奖”、“IDEA”、“G-Mark”等国际工业设计领域顶尖奖项，累计获得国内外各种设计奖项136项，并被认定为“厦门市市级工业设计中心”、“福建省省级工业设计中心”、“国家级工业设计中心”。

近年来公司持续加强研发及创新投入，截至2021年6月末，在厨卫配件产品电子化、智能化领域，公司已开发出一种通过感应温度来调整光色彩并显示温度的技术和一种无线遥控控制技术多项核心技术，同时拥有一种集显示与切换技术的智能化花洒等多项在研项目。截至2021年6月30日，公司拥有研发科技人员数量542人，持有国内外有效授权专利 921 项，其中发明专利394项、实用新型专利334项、外观设计专利193项。公司被认定为“国家级企业技术中心”、“国家知识产权示范单位”。

公司产品质量控制方面，公司拥有超过200人的专业化的品质管理队伍，从产品设计开发、材料采购、生产制造、产品检测、售后服务等业务流程开展质量管理工作。严格按照《卫生洁具淋浴用花洒》、《淋浴系统》、《供水管道装置》和《卫生龙头 自动关闭阀》等国家、国际相关规定和标准对卫浴配件产品进行质量控制。公司拥有专业卫厨出水终端产品检测中心，从国外引进了一批高精度、高效率的检测设备，如德国Fischer XDL-230镀层无损测试仪、德国SPECTRO MAXx光谱材料分析仪、意大利GIUSSANI BPR SWG50恒温龙头性能测试机等，检测中心按照ISO/IEC 17025:2005《检测和校准实验室能力的通用要求》的相关要求进行管理，先后取得了CNAS（中国合格评定国家认可委员会）和CSA（加拿大标准协会）的认可。经过多年运行，公司检测中心已完全能够按照美国、加拿大、欧洲、中国等相关产品质量标准和要求对花洒、淋浴系统、龙头等出水终端产品进行测试检验，可充分保证公司各项产品的质量。

公司近年来IDM品类产能产量持续提升，但新增产能规模较大，存在一定的产能消化风险

公司IDM品类以花洒、淋浴系统、龙头等厨卫配件为主，近年来逐步扩展至美容花洒、美容仪、冲牙器等美容健康品类。2021年7月，公司以2.86亿元的对价收购厦门倍杰特科技有限公司（以下简称“倍杰特”）51%股权，确认商誉0.92亿元，于2021年8月1日纳入并表范围，公司IDM品类业务新增马桶盖板、智能马桶等。

公司生产基地位于厦门海沧区和漳州长泰区，福建是我国卫浴配件的主要生产和出口区域之一，公司具有一定的产业链优势。公司生产模式为以销定产，根据客户多批次、小批量的采购需求，围绕订单进行生产，此外，公司存在一定的工序外协。

受益于IPO募投项目逐步投产，公司可使用的厂房面积增加，产线增多，2018-2020年产能产量逐年增加，2021年7月并购的倍杰特进一步扩大公司产能规模。近年来产能利用率维持在85%以上，产能消化情况尚可。

表4 公司近年来主要产品生产情况（单位：万件）

产品	项目	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
厨卫品类	产能	6,487.02	7,024.92	6,697.32	5,982.92
	产量	6,207.79	6,224.70	5,885.72	5,490.78
	产能利用率	95.70%	88.61%	87.88%	91.77%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

考虑到本期债券募投项目完工后公司每年将新增865万件花洒类、201.50万件美容健康类产品，是公司2020年总产能的15.18%，或将给销售端带来较大的压力，未来新增产能消化存在一定的不确定性。若募集资金未能及时到位，未来将面临一定的资本性开支需求。

表5 截至2021年9月30日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	资金来源比例
美容健康及花洒扩产及技改项目	61,586.50	6,000.00	本期债券募集资金

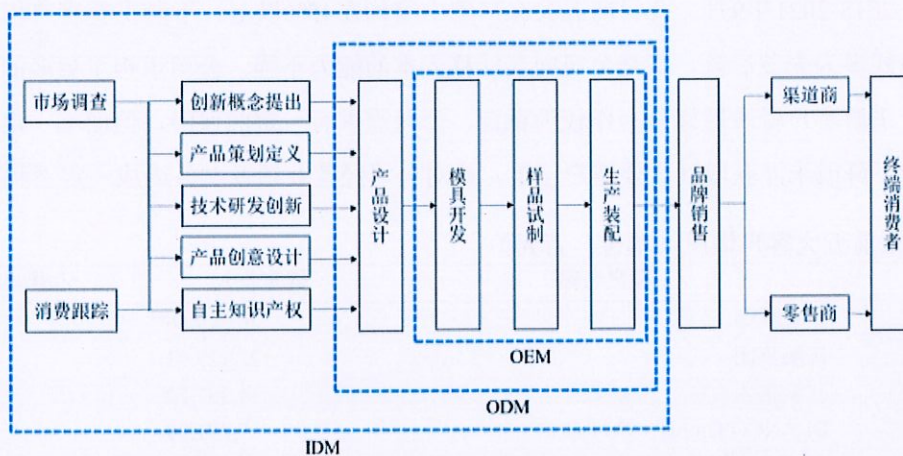
漳州松霖二期厂房工程	11,715.00	10,711.90	自筹
合计	73,301.50	16,711.90	-

资料来源：公司提供

公司主要客户资质较好且合作较为稳定，IDM品类业务利润较为稳定，但客户集中度较高

公司品类IDM模式主要通过IDM、ODM、OEM的经营模式向特定客户直接销售，该类主要客户是国际知名/高端厨卫、家居、美容健康品牌商及大型连锁建材零售商。

图6 OEM、ODM、IDM 模式图



资料来源：公司 IPO 招股说明书

IDM模式为公司第一大销售模式，2018-2020年及2021年1-9月收入占比分别为53.84%、55.27%、58.45%和55.27%。IDM模式在传统OEM模式的基础上进一步向市场延伸，有助于增强客户粘性。ODM模式为公司第二大收入来源，2018-2020年及2021年1-9月收入占比分别为26.64%、28.29%、24.11%和26.92%。

不同销售模式下拥有的不同的定价机制，OEM模式主要为“成本+加工费”定价原则，IDM模式和ODM模式产品价格更多的是在综合考虑生产成本、工艺结构、设计方案、创新技术、自主知识产权等多方面因素与每个客户按照“一事一议”原则协商确定。

受益于下游需求支撑，近年来公司销量持续增加。在以销定产的生产模式下，近年来公司品类IDM主要产品产销率基本在95%以上。公司作为全球各大知名品牌企业及大型连锁建材零售商的厨卫配件生产商，2018-2020年单位毛利持续增加，2021年在原材料价格大幅上涨的冲击下，单位毛利回落。

表6 公司厨卫产品销售及利润情况（单位：万件、亿元、元/件）

项目	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
产量	6,207.79	6,224.70	5,885.72	5,490.78
销量	6,133.15	6,178.38	5,817.82	5,514.91
其中：内部领用	2,208.95	1,964.57	1,503.74	1,664.92

产销率	98.80%	99.26%	98.85%	100.44%
销售收入	17.60	18.48	16.71	16.60
单位收入	28.70	29.92	28.72	30.10
单位成本	19.95	19.26	18.62	20.63
单位毛利	8.75	10.66	10.09	9.47

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司的主要客户有国际知名品牌商包括Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）、Grohe（德国高仪）、Roca（西班牙乐家）、Kohler（美国科勒）、Waterpik（美国洁碧），国际大型连锁建材零售商包括ADEO（法国安达屋）和Saint-Gobain（法国圣戈班），其中摩恩集团、东陶集团和科勒集团稳居公司前五大客户，2018-2021年9月，公司前五大客户集中度均在45%以上。下游主要客户相对更为强势，一方面是结算方式多为先货后款，二是公司向其转移成本的能力不强，公司承担了更多的原材料涨价压力。整体而言，下游客户资质较好且合作较为稳定，公司需求有一定的保障，但面临一定的集中度风险，若主要客户需求下降或未能获取到主要客户订单，或对公司经营业绩及财务造成一定不利影响。

表7 公司近年来前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售收入	占营业收入比重
2021年1-9月	摩恩集团	46,249.86	23.15%
	东陶集团	22,127.93	11.08%
	科勒集团	14,397.72	7.21%
	BLANCO GmbH + Co KG	7,271.79	3.64%
	MASCO 集团	7,080.08	3.54%
	合计	97,127.39	48.63%
2020年	摩恩集团	57,867.51	28.44%
	东陶集团	22,794.52	11.20%
	科勒集团	12,849.79	6.31%
	乐华梅兰集团	10,270.72	5.05%
	LIXIL 集团	8,022.38	3.94%
	合计	111,804.92	54.95%
2019年	摩恩集团	45,717.76	26.30%
	东陶集团	22,647.86	13.03%
	科勒集团	9,961.06	5.73%
	乐华梅兰集团	8,782.25	5.05%
	美圣集团	7,762.61	4.46%
	合计	94,871.54	54.57%
2018年	摩恩集团	39,553.15	22.49%
	东陶集团	16,590.20	9.43%
	LIXIL 集团	10,435.72	5.93%
	美圣集团	8,614.43	4.90%
	科勒集团	8,575.39	4.88%
	合计	83,768.89	47.63%

资料来源：公司提供

公司主要为厨卫配件等品类出口企业，近年来外销收入占比在70%左右，内销收入也主要来自国际品牌的国内市场。外销方面，欧洲和北美洲是公司的主要市场，受益于国外消费者对品质要求更高，近年来外销毛利率一直高于内销，值得注意的是，海外市场及汇率、关税等贸易政策变动将对公司正常经

营产生不利影响。

品类IDM业务上游原材料供给较为充足、集中度不高，但原材料价格上涨拉低公司毛利率，需关注原材料价格波动对盈利能力的影响

公司营业成本由原材料成本、人工成本和制造费用构成，其中直接材料成本在60%-65%之间，直接人工占比在15%左右。

公司直接材料包括原材料（塑料米、铜锌合金）采购和零配件（五金零配件、橡胶零配件），一般公司对原材料设定安全库存量。塑料米、铜锌合金和五金配件等上游原材料供应较为分散，一方面，公司的议价能力相对较强，一般采取先货后款结算，近年来应付账款周转天数逐年上升，2020年为114天，高于同期的应收账款周转天数68天；另一方面，公司采购集中度不高，2018年以来前五大供应商集中度在20%左右。此外，上游原材料供给较为充足，公司的生产持续性较有保障。

从具体采购品种看，2019年主要原材料五金零配件、塑料米和铜锌合金的采购单价均有所下降，主要系塑料米和铜价等原材料下降所致，2020年五金零配件的采购单价仍在下降，主要原因是公司单价较低的不锈钢件开发力度加大拉低平均采购价格。自2021年以来，受上游大宗商品涨价的影响，主要原材料采购单价大幅上涨，一定程度上拖累公司盈利能力。

表8 公司原材料采购情况（单位：件、吨、元/件、元/吨和万元）

原材料	项目	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
五金零配件	采购数量	35,648.25	38,229.61	32,891.30	31,508.98
	单价	1.01	0.91	1.02	1.08
	金额	35,939.00	34,932.60	33,098.81	33,981.32
	采购占比	36.82%	39.48%	41.54%	29.15%
塑料米	采购数量	8,371.41	8,074.42	6,500.18	5,929.53
	单价	18,564.71	15,417.92	15,619.06	17,217.30
	金额	15,541.28	12,449.07	10,524.28	10,169.14
	采购占比	15.92%	14.07%	13.21%	8.72%
铜锌合金	采购数量	1,756.23	2,085.75	2,139.55	1,985.60
	单价	47,809.65	37,246.10	36,954.80	39,137.98
	金额	8,396.46	7,768.60	7,902.81	7,771.24
	采购占比	8.60%	8.78%	9.92%	6.67%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

“松霖·家”业务仍在培育期，需持续关注松霖·家对公司经营业绩和盈利能力的影响情况

“松霖·家”业务由子公司厦门松霖家居有限公司（以下简称“松霖家居”）运营，松霖家居成立之初主要经营自有家居品牌“松霖（Solux）”，经过多年业务探索验证，逐步形成了直接面向终端消费者的重大战略性业务“松霖·家”，向消费者提供室内设计及装修、全屋定制及软饰等一站式的产品及服务，即整装业务，并于2020年在厦门开设第一家自营品牌体验中心。

2020年“松霖·家”业务首次实现收入0.18亿元，2021年1-9月，收入大幅增长至0.51亿元，虽增速

较快，但规模较小，暂未盈利，且正处于资本扩张期。为建立更多的品牌体验中心、支持“松霖·家”业务扩展，已在11个地级市均签订10年期的长期租赁合同，租赁面积合计7.56万平方米，租赁合同总金额为5.18亿元，按月支付租金，截至2021年9月末，公司已在厦门和泉州各开设一家品牌体验中心，拟在福州、泉州、莆田和衡阳等地开设大型自营品牌体验中心。考虑到松霖·家为公司的重大战略性业务，未来将会继续投入更多的资金支持，需持续关注松霖·家对公司经营业绩和盈利能力的影响情况。

表9 松霖家居近三年一期财务数据（单位：万元）

项目	2021年6月	2020年	2019年	2018年
总资产	49,820.77	11,050.21	5,172.89	3,389.89
净资产	7,087.61	5,026.53	1,627.86	1,986.83
净利润	-2,938.92	-2,701.32	-2,358.97	-3,376.16

资料来源：公司 IPO 招股说明书、公司 2019-2020 年报及 2021 年半年报

七、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2018-2020年审计报告及2021年1-9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018-2021年9月年公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表10 2018-2021年9月公司合并报表范围内子公司变动情况

年份	变动子公司	变动情况	变动原因
2021年1-9月	厦门倍杰特科技有限公司	新增	收购
	福州松霖家有限公司	新增	新设
2020年	漳州松霖建材有限公司	新增	新设
2019年	泉州松霖建材有限公司	新增	新设
2018年	不适用	不适用	不适用

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，主要为经营性和生产性资产，整体资产质量尚可

近年来公司总资产持续增加，主要系IPO募集资金到位、收购子公司厦门倍杰特科技有限公司（以下简称“倍杰特”）及“松霖·家”店面租赁增加所致。同时，随着IPO募投项目推进及“松霖·家”店面租赁增加，2021年9月末流动资产占比下降至50%以下。

流动资产方面，公司货币资金主要为银行存款等，2021年9月末使用受限的货币资金556.36万元，主要用于保函保证金存款。

应收账款近年来账面价值持续增加，主要原因是业务规模扩大和下游客户账期延长。应收账款集中度较高，截至2020年末，前五大应收对象期末余额合计数为2.49亿元，为同期末应收账款余额的54.96%；应收账款账龄较短，其中2020年末1年以内的应收账款余额占比为99.73%；坏账风险相对可控，2020年末坏账准备计提比例为5.08%，下游客户主要为全球各大知名品牌商、大型连锁零售商，资质相对较好。2021年9月末公司应收账款增速高于营业收入的主要原因是新增子公司倍杰特的营业收入仅并表2021年8-9月的收入，而并表倍杰特9月末的应收款项。

公司存货主要由库存商品、发出商品及半成品构成。2018-2020年末存货在总资产中的占比较为稳定，2021年以来受集装箱紧缺影响，业内普遍性存货积压，2021年9月末公司库存商品和发出商品大幅增加，较大规模的存货对营运资金造成一定占用。公司存货周转天数、存货占比与同行建霖家居基本一致。

图7 公司存货构成情况

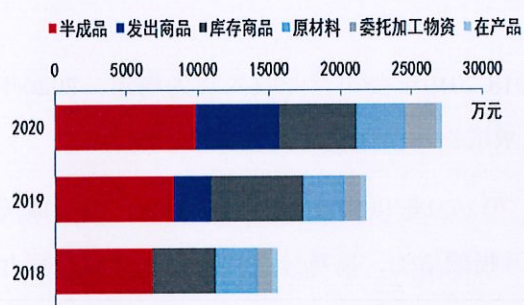
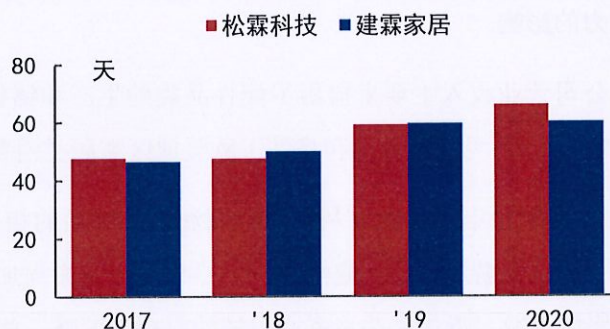


图8 可比对象存货周转天数情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告

资料来源：Wind，中证鹏元整理

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.85	12.43%	7.20	26.45%	10.07	42.39%	6.26	39.10%
应收账款	6.61	16.96%	4.30	15.80%	3.43	14.42%	3.00	18.76%
存货	5.18	13.28%	2.71	9.96%	2.18	9.16%	1.56	9.74%
流动资产合计	18.50	47.44%	17.33	63.68%	16.12	67.85%	11.09	69.25%
固定资产	9.51	24.38%	6.91	25.38%	6.26	26.35%	3.31	20.69%
在建工程	2.54	6.52%	1.44	5.29%	0.52	2.20%	0.96	5.97%
使用权资产	3.97	10.17%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
无形资产	2.64	6.77%	0.73	2.69%	0.41	1.71%	0.42	2.60%
非流动资产合计	20.49	52.56%	9.88	36.32%	7.64	32.15%	4.92	30.75%
资产总计	38.99	100.00%	27.21	100.00%	23.76	100.00%	16.01	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司固定资产主要为厦门海沧区和漳州长泰基地的房屋建筑物、机器设备，随着

IPO募投项目部分完工转固，2019年以来账面价值大幅增加，截至2021年9月末，受限的固定资产账面价值0.66亿元，占同期末固定资产的6.99%，受限资产均为收购的子公司倍杰特的房屋及土地资产。公司在建工程主要为漳州松霖二期厂房工程等，随着在建项目投入增加，近年来在建工程规模持续上升。使用权资产主要为2021年以来新增资产，主要为开设“松霖·家”体验中心签订的11个地级市的10年期租赁合同按照摊余成本法入账的租金，自合同签订后的10年内支付。2021年9月末公司无形资产大幅增加主要系土地使用权资产增加所致。

总的来看，近年来公司资产持续增加，主要以存货、应收账款等经营相关资产及固定资产、在建工程等生产相关资产为主，符合公司经营特点，2021年9月末受限资产合计0.72亿元，占总资产的1.85%，整体资产质量尚可。

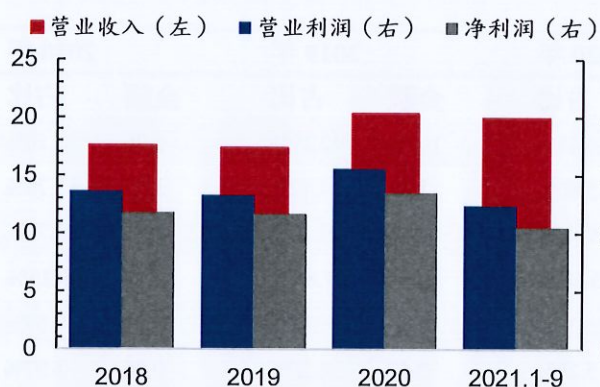
盈利能力

原材料涨价及松霖·家业务布局加快导致公司盈利水平有所下降，需持续关注松霖·家对公司盈利能力的影响

公司营业收入主要来自厨卫配件品类的生产和销售，2018-2019年公司营业收入较为稳定，2020年和2021年1-9月受双新拉动和疫情下欧美地区家居类消费品需求增长，营业收入大幅增长。

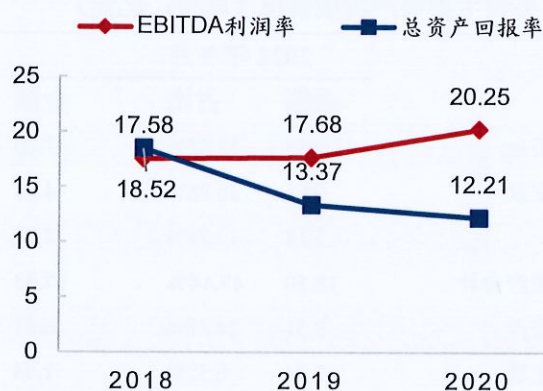
2018-2020年公司营业利润和净利润均呈明显的相关性，但2021年以来公司增收不增利，主要原因是：一方面上游原材料大幅涨价，二是松霖·家布局加快，亏损额增加，需持续关注松霖·家对公司业绩的影响情况。近年来公司资产周转效率有所下降，总资产回报率持续走低。

图9 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务现金生成能力较好，融资需求可控

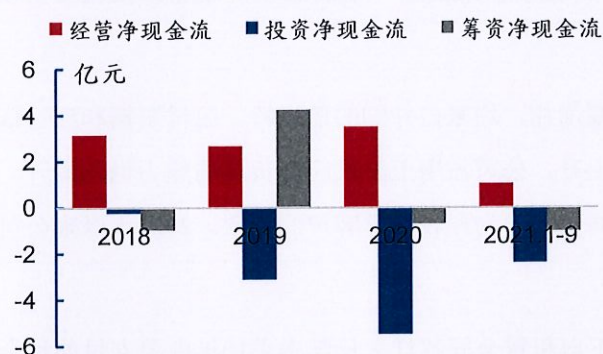
经营活动方面，公司下游客户较为强势，销售回款相对较弱，2018-2020年公司平均收现比为1.02。

但上游原材料集中度低、供给充分，公司对其议价能力较强，账期较长，使得2018-2020年FFO持续为正且规模较大，主营业务现金生成能力较好。2020年，公司加强存货管理和对上游供应商资金的占用，营运资本大幅转正，使得经营活动现金流规模大幅增加。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流量主要来源于交易理财产品及结构性存款的的申购及赎回，固定资产投资主要用于IPO募投项目，后续固定资产投资主要为本期债券募投项目。

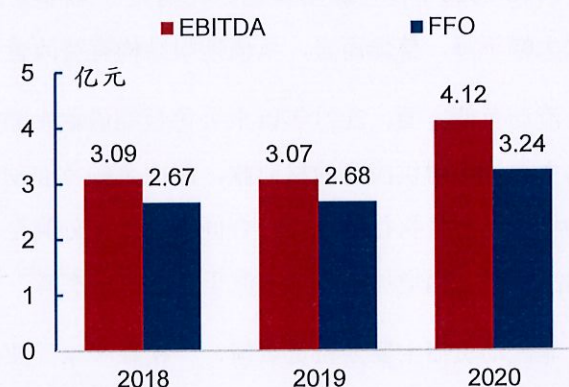
筹资活动方面，2019年筹资活动现金净流入，主要系IPO募集资金到位，2020年公司筹资活动现金流为净流出，主要用于现金分红。考虑到公司目前有明确业务规划的主要在建项目为本期债券募投项目，若募集资金未能及时到位，未来将面临一定的资本性开支需求。

图11 公司现金流结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图12 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

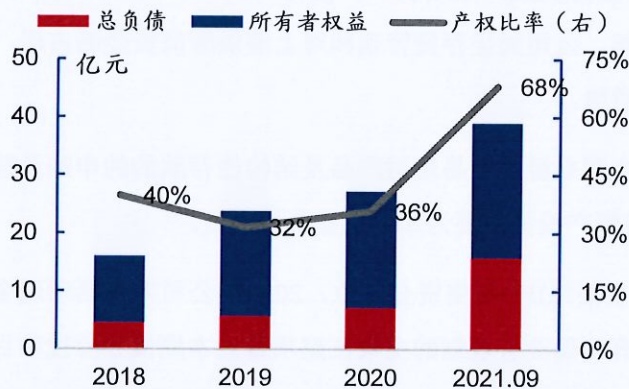
资本结构与偿债能力

净资产规模持续增加，2021年以来总债务大幅增加，且均为短期债务

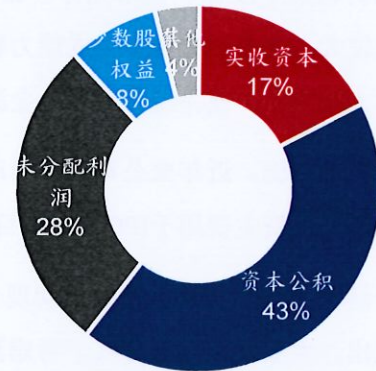
公司净资产主要由原始股东投入、IPO募集资金和经营积累构成，受益于IPO募集资金到位和自身经营积累，近年来净资产规模持续增加。近年来公司经营性负债持续上升，导致总负债也在持续增加。公司产权比率呈一定的波动性，整体而言，净资产对总负债的保障程度尚可。

图13 公司资本结构

图14 2021年9月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理



资料来源：公司 2021 年 1-9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2018-2020年公司流动负债占比稳定在90%以上，2021年以来松霖·家店面租赁增加导致流动负债占比大幅下降，整体而言，负债期限结构有待改善。

流动负债方面，2021年以来公司短期借款余额大幅增加，均来自并购的倍杰特。应付票据和应付账款均主要为应付供应商的材料款，账面余额呈波动性上升，公司占用上游供应商货款的能力也在提升。2020年审计报告执行新准则，合同预收款重分类至合同负债，为预收下游客户的货款。2021年以来公司其他应付款大幅增加，主要来源于并购的倍杰特。

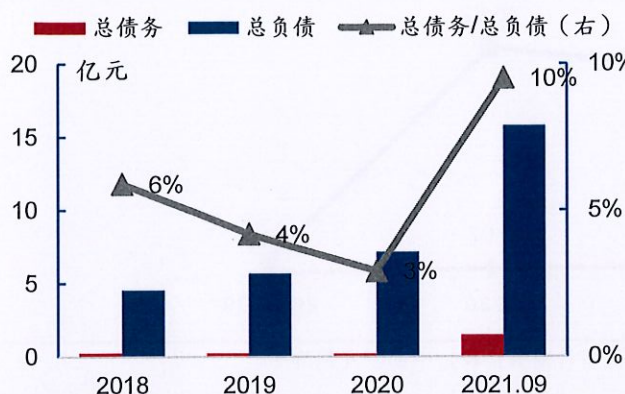
非流动负债主要为租赁负债，“松霖·家”业务下自租赁合同签订之日起未来10年内要支付的租金通过租赁负债核算。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

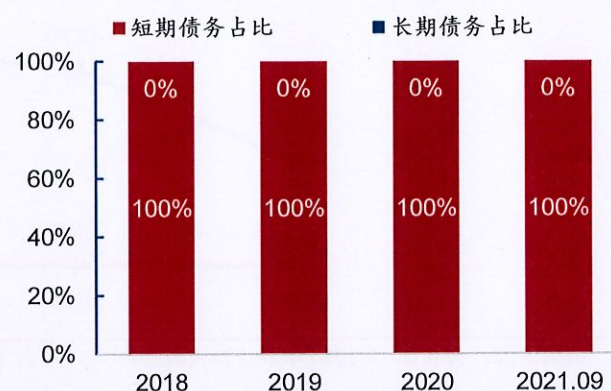
项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.95	6.03%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	5.72	36.24%	4.70	65.70%	3.74	65.68%	2.99	65.79%
合同负债	1.09	6.93%	0.47	6.56%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	1.52	9.64%	0.42	5.88%	0.35	6.16%	0.27	6.02%
流动负债合计	11.21	71.03%	7.08	98.99%	5.62	98.78%	4.46	98.06%
租赁负债	4.08	25.84%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4.57	28.97%	0.07	1.01%	0.07	1.22%	0.09	1.94%
负债合计	15.78	100.00%	7.15	100.00%	5.69	100.00%	4.55	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司总债务由短期借款与应付票据构成，2021年9月末公司总债务账面余额较2018年末大幅增长4.59倍，主要原因是倍杰特带来了较大规模的短期借款大幅增加。受倍杰特并表影响，2021年9月末总债务大幅上升，且均为短期债务。

图15 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图16 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

近年来公司资产负债率和总债务/总资本有所上升，在新租赁准则下，公司未来一段时间内要支付的租赁计入租赁负债，导致2021年9月末负债水平大幅提升，但公司实际负债水平不高。总债务与总资本的比值也呈现相同的趋势，2018-2020年持续下降，受新租赁准则影响，2021年9月末比值大幅提升。因现金类资产可完全覆盖总债务，公司净债务近年来持续为负。受益于较低的债务负担和较好的盈利水平，近年来公司EBITDA利息保障倍数很高，对利息的保障程度很好。

表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年9月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	40.46%	26.28%	23.96%	28.41%
净债务/EBITDA	--	-2.21	-3.07	-1.80
EBITDA 利息保障倍数	--	--	--	2,329.84
总债务/总资本	6.07%	1.03%	1.30%	2.29%
FFO/净债务	--	-35.56%	-28.41%	-47.83%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，公司速动比率与现金短期债务比近三年均维持在较高水平，短期偿债压力不大。此外，公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金。

图17 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-9 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

八、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 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2021 年 10 月 12 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；公司银行借款均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券偿债资金来源及其风险主要包括以下几个方面：

(1) 本期债券募投项目产生的收益。根据本期债券募投项目的可行性报告，项目完全达产当年可实现销售收入 64,904.30 万元，静态投资回收期为 7.68 年（含建设期，税后），内部收益率为 16.00%（税后）。考虑到募投项目进度受资金安排影响，完工后受市场需求、行业景气度、行业竞争及公司未来发展状况等因素影响，募投项目存在收益不达预期的风险。

(2) 经营性业务方面，2018-2020 年营业收入、净利润和经营活动现金流合计数分别为 55.32 亿元、7.41 亿元和 9.33 亿元。公司拥有较为优质的下游客户且长期合作，在厨卫品类具备一定的设计实力和产品质量优势，形成了规模制造优势，盈利能力稳定，且获现能力较好，可为本期债券偿付提供一定的保障。但我们也关注到公司客户集中度较高且以外销为主，原材料涨价拖累公司盈利能力，松霖·家业务存在开拓不及预期的风险等风险因素。

(3) 公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过在资本市场增发股票或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但同时也需关注因公司经营状况变化等原因导致外部融资困难的风险。

(4) 本期债券为可转换债券，本期债券转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人不进行转股的可能。

十、结论

综上，中证鹏元评定厦门松霖科技股份有限公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

跟踪评级安排

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

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

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

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

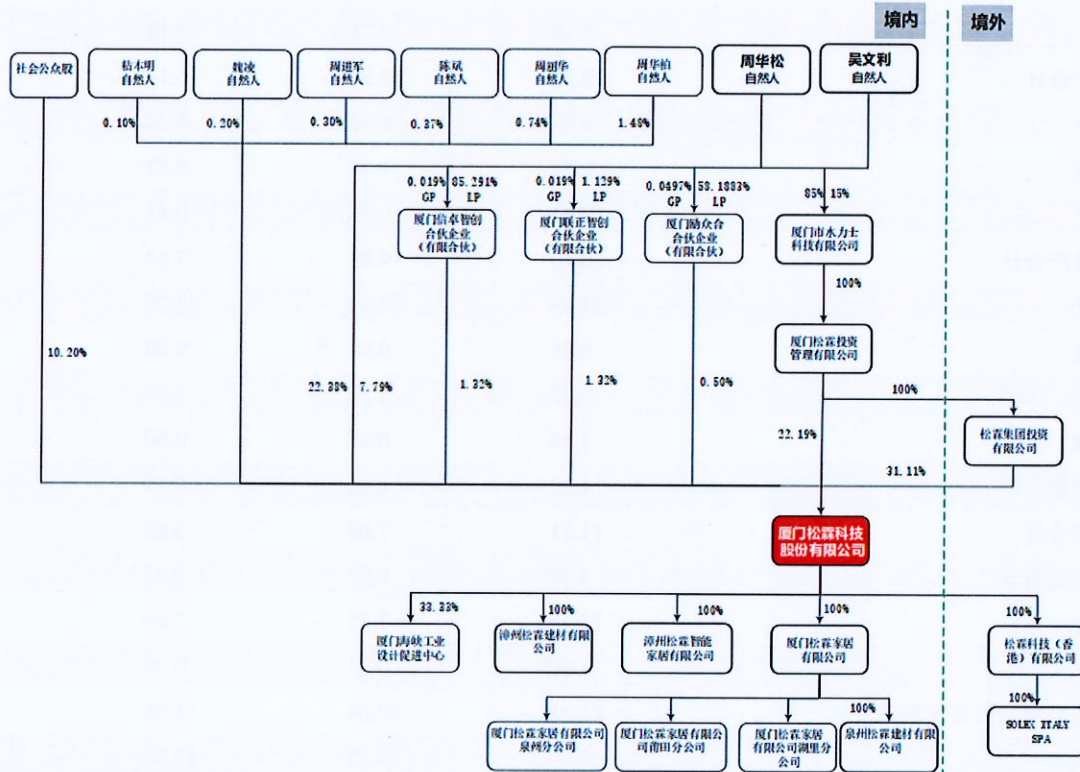
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年9月	2020年	2019年	2018年
货币资金	4.85	7.20	10.07	6.26
应收账款	6.61	4.30	3.43	3.00
存货	5.18	2.71	2.18	1.56
流动资产合计	18.50	17.33	16.12	11.09
固定资产	9.51	6.91	6.26	3.31
在建工程	2.54	1.44	0.52	0.96
无形资产	2.64	0.73	0.41	0.42
非流动资产合计	20.49	9.88	7.64	4.92
资产总计	38.99	27.21	23.76	16.01
短期借款	0.95	0.00	0.00	0.00
应付账款	5.72	4.70	3.74	2.99
合同负债	1.09	0.47	0.00	0.00
其他应付款	1.52	0.42	0.35	0.27
流动负债合计	11.21	7.08	5.62	4.46
非流动负债合计	4.57	0.07	0.07	0.09
负债合计	15.78	7.15	5.69	4.55
总债务	1.50	0.21	0.24	0.27
归属于母公司的所有者权益	21.34	20.06	18.06	11.46
营业收入	19.97	20.35	17.39	17.59
净利润	2.11	2.70	2.34	2.36
经营活动产生的现金流量净额	1.05	3.51	2.67	3.15
投资活动产生的现金流量净额	-2.38	-5.48	-3.11	-0.23
筹资活动产生的现金流量净额	-1.03	-0.71	4.24	-0.97
财务指标	2021年9月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	29.71%	34.55%	34.78%	31.88%
EBITDA 利润率	--	20.25%	17.68%	17.58%
总资产回报率	--	12.21%	13.37%	18.52%
产权比率	67.96%	35.64%	31.51%	39.69%
资产负债率	40.46%	26.28%	23.96%	28.41%
净债务/EBITDA	--	-2.21	-3.07	-1.80
EBITDA 利息保障倍数	--	--	--	2,329.84
总债务/总资本	6.07%	1.03%	1.30%	2.29%
FFO/净债务	--	-35.56%	-28.41%	-47.83%
速动比率	1.19	2.07	2.48	2.14
现金短期债务比	3.72	46.82	42.20	23.33

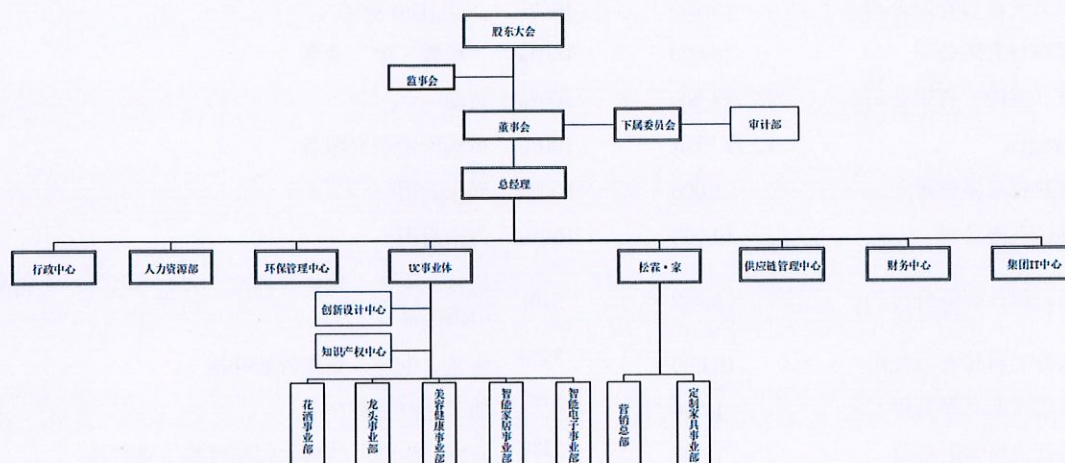
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 9 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年9月末公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
厦门松霖家居有限公司	25,000	100%	“松霖·家”业务
漳州松霖智能家居有限公司	55,000	100%	品类 IDM 业务
漳州松霖建材有限公司	28,000	100%	“松霖·家”业务
松霖科技（香港）有限公司	10 万 USD	100%	贸易
SolexItalyS.p.a	12 万 EUR	100%	市场营销研究服务
泉州松霖建材有限公司	1,000	100%	尚未启用
福州松霖家有限公司	10,000	100%	尚未启用
厦门倍杰特科技有限公司	2,869	51%	研发、生产、销售马桶盖、智能马桶盖、水箱配件等卫浴产品
厦门致杰智能科技有限公司	10,000	51%	研发、生产、销售智能马桶
厦门市华瑛实业有限公司	1,500	51%	加工生产卫浴产品
厦门倍洁特建材有限公司	1,000	51%	研发、生产、销售水箱配件等卫浴产品
厦门倍实电子科技有限公司	1,000	51%	电子元件、电路板的研发、生产、销售
厦门倍杰特贸易有限公司	500	51%	贸易
厦门新倍鑫模具有限公司	100	51%	研发、生产、销售模具

资料来源：公司提供，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。