



2022年火星厨具股份有限公司创业板向 不特定对象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：



2022年火星人厨具股份有限公司创业板向不特定对象发行 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
火星转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持火星人厨具股份有限公司（以下简称“火星人”或“公司”，股票代码为 300894.SZ）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“火星转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司营业收入保持增长，未来集成灶市场仍有一定增长空间；同时中证鹏元也关注到，原材料价格波动给公司带来一定的成本管控压力；公司在建新增产能规模较大，面临一定的新增产能不能及时消化的风险；公司存在一定的或有负债风险和应收款项回收风险。

未来展望

- 未来集成灶市场仍有一定增长空间，公司在集成灶行业具备一定的竞争优势，预计业务持续性较好。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 9 月 29 日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷
gett@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	2022.6	2021	2020	2019
总资产	26.00	23.99	21.66	11.57
归母所有者权益	14.95	14.78	13.45	5.82
总债务	3.92	1.41	1.42	0.97
营业收入	10.23	23.19	16.14	13.26
净利润	1.37	3.75	2.75	2.40
经营活动现金流净额	-0.27	6.07	4.27	4.05
销售毛利率	44.92%	46.11%	51.58%	51.78%
EBITDA 利润率	--	20.77%	22.73%	23.72%
总资产回报率	--	19.10%	19.43%	27.78%
资产负债率	42.58%	38.43%	37.89%	49.70%
净债务/EBITDA	--	-2.08	-2.54	-0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	392.37	165.05	250.82
总债务/总资本	20.80%	8.69%	9.53%	14.23%
FFO/净债务	--	-25.98%	-28.96%	-110.44%
速动比率	1.34	1.49	1.55	0.69
现金短期债务比	3.11	8.99	7.85	3.25

资料来源：公司2017-2019年连审审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司营业收入实现增长，集成灶行业仍有一定增长空间。**集成灶产品对传统吸油烟机产品具有直接替代性，随着国民收入的提高和集成灶市场认可度逐步提升，集成灶产品的市场渗透率逐渐提高，公司营业收入实现增长，2021 年及 2022 年 1-6 月营业收入分别同比增长 43.65%、10.99%，预计未来集成灶行业仍有一定增长空间。

关注

- **原材料价格波动给公司带来一定的成本管控压力。**公司产品直接材料占营业成本的比重在 80%左右，2021 年钢材等大宗商品价格大幅上涨，对公司盈利空间造成一定的挤压，毛利率整体略有下滑，2022 年以来原材料价格虽有所回落，但仍需关注未来原材料价格波动对公司盈利稳定性的影响。
- **公司在建新增产能规模较大，面临一定的新增产能不能及时消化的风险。**公司目前在建的集成灶生产线升级扩产项目，以及本期债券募投项目智能厨电生产基地建设项目投产后，公司将释放大容量能。考虑到公司在建新增产能规模较大，若市场环境、下游需求、竞争对手策略、相关政策或者公司市场开拓等方面出现重大不利变化，则公司面临一定的新增产能不能及时消化的风险。
- **公司存在一定的应收款项回收和或有负债风险。**截至 2022 年 6 月末，公司应收苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心（以下简称“苏宁易购”）4,854.77 万元，因苏宁易购曾陷入资金面紧张局势，该笔应收款因历史遗留问题回款较慢，公司存在一定的回收风险；公司对外担保余额 2,824.94 万元，占期末所有者权益的比例为 1.89%，虽均已提供反担保措施，但被担保方以自然人个体户和小型民营企业为主，仍存在一定的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	火星人	浙江美大	帅丰电器	亿田智能
总资产	23.99	23.56	22.49	18.09
营业收入	23.19	21.64	9.78	12.30
营业收入增长率	43.65%	22.19%	36.93%	71.66%
销售毛利率	46.11%	51.69%	46.24%	44.74%
净利润	3.75	6.65	2.47	2.10
资产负债率	38.43%	17.21%	15.87%	34.23%

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：iFinD，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
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7



业务状况评估结果	4/7	财务状况评估结果	9/9
调整因素	ESG 因素		0
	重大特殊事项		0
	补充调整		-1
个体信用状况			aa-
外部特殊支持			0
主体信用等级			AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了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。

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-/火星转债	2021-12-24	张伟亚、徐宁怡	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）	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
火星转债	5.29	5.29	2021-12-24	2028-8-5

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2022年8月5日发行6年期5.29亿元可转换公司债券，募集资金用于智能厨电生产基地项目。截至2022年8月31日，本期债券募集资金专项账户余额为5.22亿元。

三、发行主体概况

截至2022年6月末，公司注册资本和实收资本仍为4.05亿元，控股股东及实际控制人仍为黄卫斌，黄卫斌先生除直接持有公司36.52%股权外，同时还通过担任海宁大有投资合伙企业（有限合伙）和海宁大宏投资合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人分别间接控制公司13.33%和13.33%的表决权。截至2022年9月26日，黄卫斌先生质押股份1,200万股，占总股本2.96%，占其持有的股份数8.11%。

公司仍主要从事新型厨房电器产品的研发、设计、生产与销售业务，主要产品包括集成灶、集成灶槽、集成洗碗机、厨柜、嵌入式电器等系列产品。2021年公司合并报表范围新增2家子公司，2022年1-6月公司合并报表范围新增1家子公司，截至2022年6月末，公司合并报表范围内子公司共3家，详见表1。

表1 2021年及2022年1-6月新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

合并时间	子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
2021年	北京有宏厨具有限公司	708.00	64.97%	销售厨房用具、家具、家用电器、日用品等	投资新设
	浙江火星人智能家居有限公司	2,000.00	100.00%	销售家用电器、家具、日用品等	投资新设
2022年1-6月	宁波有宏厨具有限公司	160.00	50.00%	销售厨房用具、日用品等	投资新设

资料来源：公司2021年年报及2022年半年报，中证鹏元整理

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年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手

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，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，严重拖累固定资产投资增长。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。

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。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 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，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 年上半年，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上半年 GDP 同比增长 2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%；同期全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.9%。

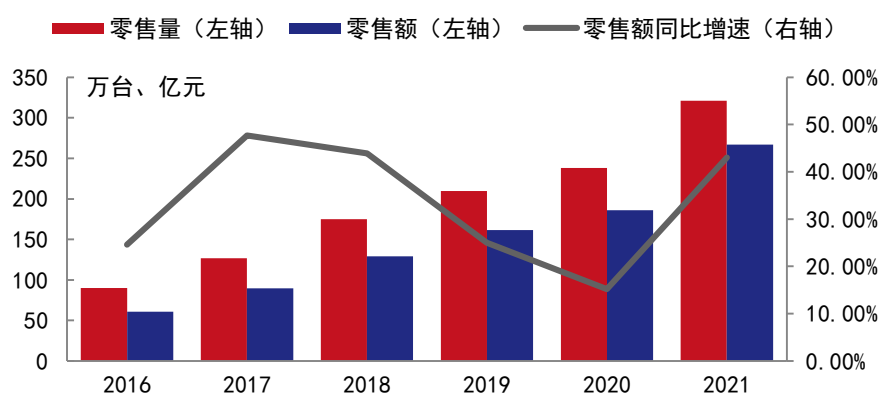
下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

行业运营环境

地产红利的消退将使厨电制造行业增长承压，随着集成灶认可度逐步提升，其有望继续提升在整体油烟机行业的渗透率，集成灶市场仍有一定增长空间

集成灶是在吸油烟机和燃气灶的基础上搭配消毒柜、蒸箱、烤箱等可选功能的集成化产品，由于居民收入水平提高、消费升级，我国集成灶行业以环保、智能化优势迅速占领家电市场，近年来集成灶行业市场规模呈现快速发展的趋势。2021年我国集成灶行业实现零售额约267亿元，同比增长43%，行业渗透率由2020年的9.4%提升至2021年的14.1%。在厨电品类需求多样化、厨房面积普遍较小的矛盾下，集成化正在成为我国厨房新的发展趋势之一。未来随着国民收入的提升、国民对厨房环境要求的提高、集成灶市场认可度逐步提升，集成灶对传统吸油烟机仍具备一定替代作用，市场有一定增长空间。

图 1 近年来集成灶市场零售规模



资料来源：中怡康，中证鹏元整理

厨电制造行业是后地产周期行业，产品销售周期滞后于房地产销售周期。按需求的来源分析，厨电产品的需求主要来自两方面，一方面是伴随新房建设销售过程中居民厨房装修带动厨电产品需求增长，另一方面是旧厨房改造过程中产生的厨电产品更新需求。

新房销售方面，2021年全国房地产呈现前高后低的走势，1-5月市场活跃度较高，房企积极推盘抢回收款，主要代表城市销售项目数量波动上升；6月以后，信贷环境的持续收紧，叠加去化压力增加，房企开发项目积极性不足，主要代表城市销售项目数量整体呈下降趋势。2021年，商品房销售面积179,433万平方米，同比增长1.9%，其中住宅销售面积同比增长1.1%；商品房销售额181,930亿元，同比增长4.8%，其中住宅销售额同比增长5.3%。2022年以来，各地疫情反复，宏观经济下行压力明显加大，需求预期偏弱，上半年商品房销售大幅下滑。在国家“稳地产”的背景下，中央和各部委频繁释放积极信号，各地全面落实因城施策。预计不同能级城市分化加剧，北京、上海等一线城市呈现复苏态势，热点二线城市或将企稳修复，而大部分三四线城市仍将继续调整，短期市场继续探底，企稳恢复尚需时间。总体来看，地产红利的逐步消退将使厨电制造行业增长承压。

旧厨房改造及产品更新方面，当前我国经济较为发达的东部地区累计安装的吸油烟机数量规模可观，并已经陆续进入更新换代期。随着厨电企业广告的持续投入和品牌知名度的提升，预期未来旧厨房改造需求将为厨电产品需求提供一定的支撑。但考虑到新房销售景气度下降传导至二手房市场，进而影响到房屋翻新和旧厨房改造需求，对厨电产品的总需求支撑相对有限。

集成灶市场马太效应或将进一步加强，参与者不断加入，市场竞争加剧

根据奥维云网数据，2021年集成灶线上销售额行业CR5为56.84%，线下销售额行业CR5为65.84%，预计未来行业集中度将进一步提升。在行业高增长和产品利润率较高的吸引下，多方势力加紧布局集成灶市场，其中不仅包括老板、方太、科恩、万和等传统厨电主流品牌，海尔、美的、TCL、长虹等家电巨头也开始抢滩集成灶市场，对集成灶制造企业造成一定冲击，预计未来集成灶市场竞争愈发激烈，行业洗牌将加速。

2022 年以来钢铁行业供需双弱，钢材价格有所回落，预计未来钢价震荡偏弱运行，厨房电器制造业成本端压力将有所缓解

厨房电器制造业的上游行业主要为板材（不锈钢、冷轧板、镀锌板等）、电器类、五金类等原材料生产企业，其中钢材为最主要的原材料。2021 年，受全球经济复苏、流动性宽裕、国内钢铁限产、生产与物流成本提高等多重因素推动，钢价大幅上升。2022 年以来，钢铁行业供需双弱，钢材价格有所回落。需求方面，房地产投资回落，地产用钢需求减少；基建在“稳增长”的背景下用钢有支撑；制造业随着全球生产秩序逐步恢复及制造业回流。供给方面，双碳目标下钢铁行业供给长期受限，新一轮产能置换办法收紧置换政策，而环保限产政策力度加强将明显抑制粗钢产能大省产量，此外，能耗双控将成为行业供给新约束，预计 2022 年去产能政策力度加强，粗钢产量压减稳步推进。总体来看，预计未来钢价震荡偏弱运行。

图 2 钢材价格走势



资料来源：iFinD，中证鹏元整理



五、经营与竞争

公司仍主要从事新型厨房电器产品的研发、设计、生产与销售业务，主要产品包括集成灶、集成灶槽、集成洗碗机、厨柜、嵌入式电器等系列产品。受益于集成灶行业的快速发展，2021年公司营业收入同比增长43.65%，2022年1-6月营业收入同比增长10.99%。从收入结构来看，集成灶仍是公司销售收入的主要来源。毛利率方面，由于原材料价格上涨、公司拓展新销售渠道费用增加、销售费用转入营业成本核算等因素，2021年及2022年1-6月公司主营业务毛利率继续下滑，但仍处于较高水平。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
集成灶	8.98	44.80%	20.39	46.37%	14.03	52.66%
水洗类	0.62	43.98%	1.32	39.47%	1.06	42.80%
其他类	0.46	27.58%	1.17	35.69%	0.86	34.65%
合计	10.06	43.96%	22.88	45.42%	15.95	51.04%

注：其他产品主要包括整体厨柜、嵌入式电器以及销售给经销商的物料、配件等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产销率有所提高，部分库存得以消化；供应商集中度呈下降趋势，原材料价格易随市场行情波动，仍需关注原材料价格波动对公司盈利的影响

随着国内对新型厨房厨具的需求不断提升，2021年公司集成灶和水洗类产品的产销量继续增长，产销率有所提高并超过100%，部分库存得以消化；公司近年产销率维持在较高水平，短期库存积压风险较低。

表3 公司产品产销情况

项目	2022年1-6月	2021年	2020年
产量（万台）	17.35	36.19	28.56
销量（万台）	16.54	37.03	26.14
产销率	95.33%	102.32%	91.53%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司直接原材料采购成本主要由板材、电器类、五金类、燃气类、玻璃类、压铸类和压铸件，直接材料占营业成本的比重在80%左右，原材料价格波动对公司生产成本和盈利能力的影响较大。其中最主要的原材料为各种规格的板材（不锈钢板、冷轧板、镀锌板等），其采购价格与铁矿石、煤炭等大宗商品的价格波动密切相关。2021年受大宗商品价格上涨影响，公司各类原材料平均采购单价均较2020年有不同程度的上涨，对公司盈利空间造成一定的挤压，未来仍需关注原材料价格波动对公司盈利的影响。

表4 公司主要采购项目成本及其占原材料采购总额的比重情况（单位：万元、元/件、元/千克）

期间	原材料类别	采购金额	平均采购单价	占原材料采购总额的比例
2022年1-6月	电器类	10,851.25	14.39	20.69%



	板材	10,594.25	11.41	20.20%
	五金类	8,899.38	12.91	16.97%
	玻璃类	3,468.48	26.80	6.61%
	燃气类	3,455.73	7.43	6.59%
	注塑类	2,934.08	4.37	5.59%
	包装物	2,191.91	5.35	4.18%
	合计	42,395.09	-	80.82%
2021 年	电器类	22,165.07	14.28	20.18%
	板材	21,967.47	11.92	20.00%
	五金类	19,133.16	13.95	17.42%
	燃气类	8,424.84	6.97	7.67%
	玻璃类	6,699.08	27.74	6.10%
	注塑类	5,894.69	3.94	5.37%
	OEM 厨柜	5,237.38	2.53	4.77%
	合计	89,521.71	-	81.51%
2020 年	板材	15,740.97	9.96	22.75%
	电器类	12,835.67	11.50	18.55%
	五金类	14,192.99	12.67	20.52%
	燃气类	6,266.43	6.44	9.06%
	玻璃类	4,291.59	25.36	6.20%
	注塑类	4,290.62	3.26	6.20%
	铸件	3,252.39	8.05	4.70%
	合计	60,870.66	-	87.99%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要通过和供应商签署年度框架性《采购合同》的方式建立主要原材料的购销关系，并通过具体采购订单实现原材料的采购。从采购对象来看，2021 年及 2022 年 1-6 月公司前五大供应商变动较小，前五大供应商集中度持续下降，考虑到原材料可采购对象众多，短缺风险不大。但公司仍面临原材料价格波动，产品价格因竞争激烈而较难提价的风险。

表5 公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购种类	采购金额	占原材料采购总额的比重
2022 年 1-6 月	供应商 1	板材	7,502.14	14.30%
	供应商 2	玻璃类组件	3,351.18	6.39%
	供应商 3	五金类配件	2,980.12	5.68%
	供应商 4	电器类组件	2,654.08	5.06%
	供应商 5	电器类组件	2,295.03	4.38%
	合计		18,782.55	35.81%
2021 年	供应商 1	板材	16,418.73	14.95%
	供应商 2	玻璃类组件	6,599.58	6.01%
	供应商 3	五金类配件	5,948.76	5.42%
	供应商 4	五金类配件	5,819.25	5.30%



2020 年	供应商 5	电器类组件	5,216.77	4.75%
	合计		40,003.09	36.42%
	昆山建昌金属科技有限公司	板材	11,982.81	17.32%
	宁波舜韵电子有限公司	电器类组件	4,640.14	6.71%
	海宁市华意达金属制品有限公司	五金类配件	4,559.93	6.59%
	嘉善银升玻璃有限公司	玻璃类组件	4,188.73	6.05%
	桐乡市荣昱五金制造有限公司	五金类配件	3,857.06	5.58%
	合计		29,228.67	42.25%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着新建项目投产，公司产能逐渐提高，同时产能利用率也有所提高，公司产能利用饱和；但在建项目新增产能规模较大，公司面临一定的产能消化风险

随着公司 IPO 募投项目建设并逐步投产，2021 年公司产能进一步提高。由于终端市场需求旺盛，2021 年公司产能利用率有所提高，公司产能利用饱和。

表6 公司主要产品的产能利用率情况（单位：万台）

项目	2022 年 1-6 月	2021 年	2020 年
主要产品设计产能	18.00	36.00	30.50
实际产量	17.35	36.19	28.56
产能利用率	96.39%	100.53%	93.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2022 年 6 月末，公司在建项目为 IPO 募投项目集成灶生产线升级扩产项目和研发中心及信息化建设技改项目及本期债券募投项目智能厨电生产基地建设项目，其中集成灶生产线升级扩产项目建成后新增集成灶年产能 10 万台；智能厨电生产基地建设项目建成投产后将形成年新增 12 万台集成灶、10 万台洗碗机、5 万台燃气热水器及 2 万台厨房配套电器等产品的生产能力。

公司在建项目均有募集资金支持，资金支出压力相对可控。项目建成投产后，公司产能将大幅提高，有效缓解当前产能不足的问题，但仍需关注，若未来市场环境、下游需求、竞争对手策略、相关政策或者公司市场开拓等方面出现重大不利变化，则公司可能面临新增产能不能及时消化的风险。

表7 截至 2022 年 6 月末公司主要在建项目的投资情况（单位：万元）

项目	计划投资金额	已投资金额	尚需投资金额
集成灶生产线升级扩产项目	10,809.95	7,540.16	3,269.79
研发中心及信息化建设技改项目	6,500.00	1,182.46	5,317.54
智能厨电生产基地建设项目	100,349.85	4,657.86	95,691.99
合计	117,659.80	13,380.48	104,279.32

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司经销门店数量稳步增长；随着线上销售占比提高，公司客户集中度进一步上升，但从整体来看，公司客户集中度仍不高，销售风险相对可控

公司采用线上和线下“双轮驱动”的销售模式。截至 2021 年末，公司拥有经销门店数量 2,000 家左右，构建了从一二线城市、三四线城市到乡镇级市场的全国性的经销网络。同时，公司已入驻天猫、京东和苏宁易购等电商平台。公司销售区域集中在国内，根据直接客户类型并综合考虑销售渠道，主要采用经销模式（包括线上销售给经销商和线下销售给经销商）、电商直营模式（包括线上开店直营模式和电商平台代销模式）和线下直营模式进行销售。2021 年公司各销售渠道销售收入均呈增长态势，随着集成灶产品渗透率不断提高，公司还布局了 KA 卖场、工程项目、家装等新兴渠道，新兴渠道销售占比有所提高。仍需关注的是，较为广泛的分销渠道在保障产品的销售的同时，也加大了公司销售管理难度。

表8 公司营业收入分销售渠道情况（单位：亿元）

项目	2022 年 1-6 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
线上	4.56	44.57%	9.69	41.80%	6.33	39.22%
线下	5.67	55.43%	13.49	58.20%	9.81	60.78%
合计	10.23	100.00%	23.18	100.00%	16.14	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司针对不同的销售渠道采用不同的收款模式：经销-线下销售给经销商模式主要实行先款后货的结算政策，经销商直接向公司付款；经销-线上销售给经销商模式及电商直营-线上开店直营模式需待经销商或消费者确认收货或默认收货后，电商平台将货款转入公司账户；电商直营-电商代销模式根据电商平台产品实际销售情况与电商平台进行结算，公司对结算单核对无误后向电商平台开具发票及收取货款；线下直营模式除少数厨柜产品外，其他产品均为先款后货，消费者直接向直营门店付款或所在商场代收货款后定期转给门店。

公司前五大客户主要分为经销商客户及电商平台客户两类，与单一经销商相比，电商平台面向客户群体更为广泛，因此其与公司结算确认收入金额也较大。2021 年及 2022 年 1-6 月，公司前五大客户较 2020 年有所变动，前五大客户销售金额占公司主营业务收入的比重随着电商代销规模的增加而增加，对第一大销售平台的销售比例已达到 20%左右，存在一定依赖。从整体来看，公司客户集中度虽有所上升，但风险相对可控。

表9 公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	公司名称	客户类型	销售金额	占销售总额比例
2022 年 1-6 月	客户 1	电商	25,037.54	24.47%
	客户 2	电商	5,076.57	4.96%
	客户 3	电商	3,702.33	3.62%
	客户 4	经销商	941.24	0.92%
	客户 5	经销商	778.52	0.76%
	合计	-	35,536.20	34.73%
2021 年	客户 1	电商	44,616.50	19.24%



2020 年	客户 2	电商	8,367.36	3.61%
	客户 3	电商	6,632.29	2.86%
	客户 4	经销商	2,874.15	1.24%
	客户 5	经销商	2,007.74	0.87%
	合计	-	64,498.05	27.82%
	北京京东世纪贸易有限公司	电商	18,182.98	11.26%
	苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心	电商	2,879.49	1.78%
	杭州畅众环保科技有限公司（浙江省杭州区域经销商）	经销商	1,560.12	0.97%
	徐景阁（河南省郑州区域经销商）	经销商	912.74	0.57%
	武汉纳诺厨具有限公司（湖北省武汉区域经销商）	经销商	865.27	0.54%
	合计	-	24,400.60	15.12%

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1-6月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围新增设立2家子公司北京有宏厨具有限公司和浙江火星人智能家居有限公司，2022年1-6月公司合并范围新增设立1家子公司宁波有宏厨具有限公司，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，现金类资产仍较为充沛，整体资产流动性尚可，但需持续关注应收账款回收情况

截至2022年6月末，公司货币资金余额有所减少，主要系公司将闲置货币资金购买理财产品并分红；受限货币资金为0.18亿元，占比较低；公司现金类资产较多，短期流动性充沛。2022年6月末公司应收账款增加较多，主要系“618”期间销售收入在报告期末尚未回款所致，公司应收账款占总资产的比例仍不高，其中应收北京京东世纪贸易有限公司和苏宁易购的款项占比达66.61%，因苏宁易购曾陷入资金面紧张局势，该笔应收款因历史遗留问题回款较慢，公司存在一定的回收风险。随着公司业务规模扩大和原材料价格上涨，存货规模呈增长趋势；因公司订单需求存在较为分散的特征，为保证及时供货，公司通常备有一定规模的安全库存，导致库存商品占比相对较高。因集成灶行业升级换代较快且具有定制化的特性，需关注公司存货的滞销和跌价风险。公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，随着公司在建项目转入，2021年末公司固定资产规模有所增长。公司无形资产主要为土地使用权和管理软件，2022年6月末无形资产有所增加主要系公司购置本期债券募投项目土地所致。

总体看来，随着公司业务的持续推进，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，现金类资产较为充沛，但应收账款有一定的回收风险，存货中库存商品备货较多，需关注滞销风险，固定资产占比较高，公司资产受限规模合计2.18亿元，整体资产流动性尚可。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.95	38.27%	9.91	41.30%	11.12	51.34%
交易性金融资产	1.82	6.98%	2.01	8.38%	0.00	0.00%
应收账款	1.33	5.10%	0.66	2.77%	0.72	3.31%
存货	2.94	11.31%	2.39	9.95%	2.10	9.72%
流动资产合计	16.88	64.92%	15.37	64.08%	14.26	65.86%
固定资产	6.82	26.22%	6.96	29.01%	6.29	29.03%
在建工程	0.31	1.21%	0.13	0.56%	0.29	1.33%
无形资产	1.03	3.98%	0.58	2.43%	0.54	2.50%
非流动资产合计	9.12	35.08%	8.62	35.92%	7.39	34.14%
资产总计	26.00	100.00%	23.99	100.00%	21.66	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

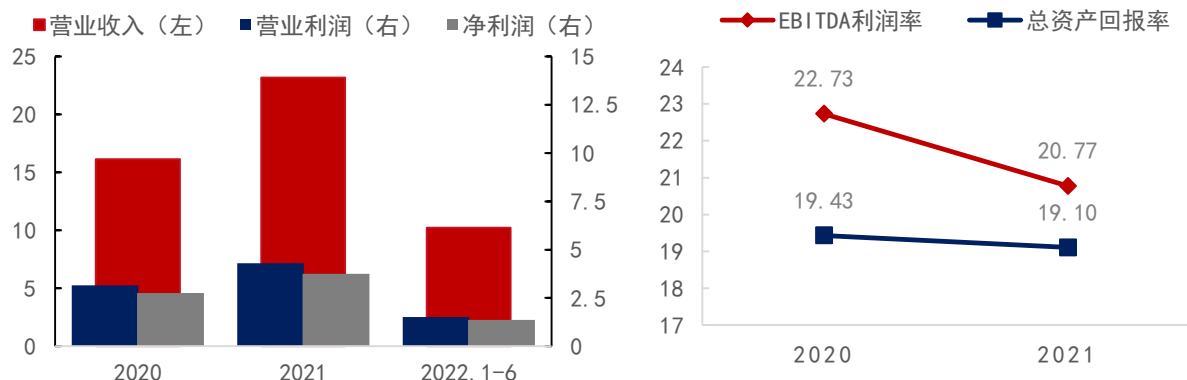
2021年公司营业收入和净利润保持高速增长态势，但受原材料价格上涨等因素影响，盈利能力有所减弱；仍需关注原材料价格波动及行业竞争加剧对公司盈利的影响

公司营业收入主要来源于集成灶和水洗类产品。2021年公司集成灶业务规模增长45.33%，拉动公司业绩增长，公司收入和利润均呈上涨态势。公司持续加大市场营销力度，相关的广告宣传费、营销推广费和电商费用等较高，2021年销售费用同比增长25.68%，销售费用率下降3.13个百分点但仍高于行业平均水平。由于上游原材料价格上涨等因素，公司销售毛利率有所下滑，盈利能力指标EBITDA利润率和总资产回报率也有所下降。2022年1-6月，公司营业收入同比增长10.99%，增速有所放缓，扣除非经常性损益后归母净利润同比减少8.13%，主要系公司开拓新渠道导致主要产品毛利率下降及计提信用减值损失所致。

随着集成灶产品渗透率逐渐提高，预计集成灶市场仍有一定增长空间，公司将继续受益。但仍需关注原材料价格波动及行业竞争加剧对公司盈利的影响。

图 3 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

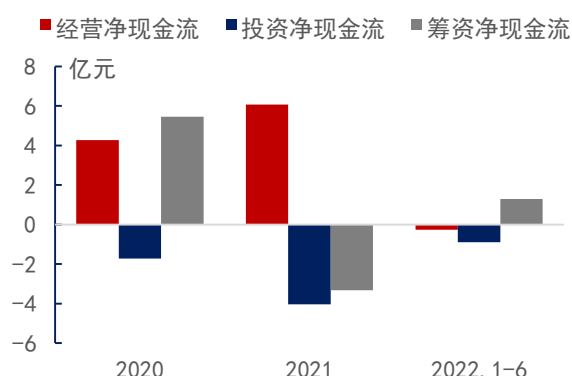
现金流

2021年公司经营资金回笼及时，经营活动现金流表现较好；在建项目尚需投资较大，但公司现金类资产相对充裕，整体资金压力可控

随着公司业务规模扩大，2021年公司经营净现金流同比增长42.24%；2021年投资现金净流出增加主要系公司用闲置资金购买理财产品所致；筹资活动净现金流由正转负主要系公司分红增加及偿还银行借款所致。2022年1-6月，公司经营活动净现金流转负，主要系“618”期间销售收入在报告期末尚未回款，以及年初向经销商支付上一年度返利所致。截至2022年6月末，公司主要在建项目尚需投入10.43亿元，投资规模较大，但公司通过发行债券募集资金，现金类资产相对充裕，整体资金压力可控。

图 5 公司现金流结构

图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

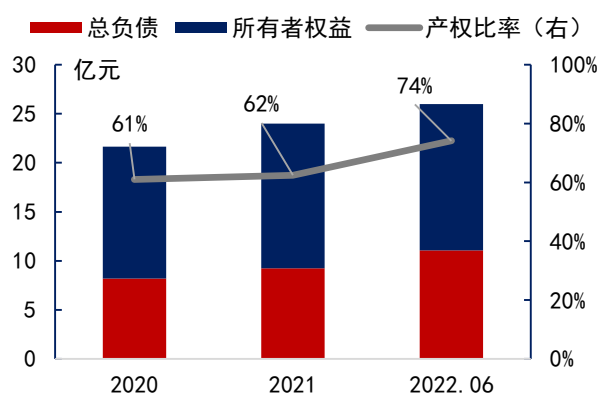
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司所有者权益持续增厚，本期债券发行后债务规模大幅增加，但考虑到公司现金类资产较为充裕，主营业务现金生成能力较强，偿债压力可控

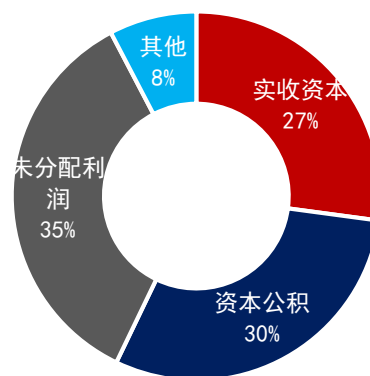
随着公司经营积累，所有者权益规模持续增厚，截至2022年6月末，所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。截至2022年6月末，公司产权比率有所抬升，且考虑到本期债券已于2022年8月5日发行，公司债务规模大幅增加，所有者权益对负债的保障程度减弱。

图7 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1-6月财务报表，中证鹏元整理

图8 2022年6月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2022年1-6月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年6月末，公司负债规模有所上升，仍以经营性负债为主。公司的短期借款需求增加，应付票据和应付账款规模随业务规模的扩大而上升；其他应付款主要由公司向经销商收取的售后服务保证金、履约保证金、订货任务保证金等各类保证金以及对供应商收取的押金构成；其他流动负债主要为线上销量专项返利、年度销售返利及待转销项税额，随着公司销售规模增加返利也有所上升；预计负债主要为公司计提的售后服务费及预计退货。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

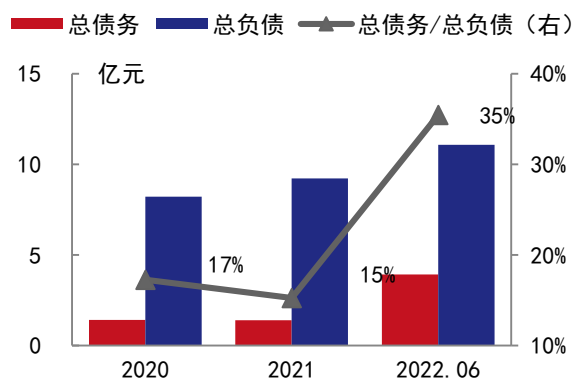
项目	2022年6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.50	22.60%	0.00	0.00%	0.60	7.32%
应付票据	1.25	11.31%	1.28	13.84%	0.82	9.94%
应付账款	3.04	27.49%	3.33	36.07%	2.56	31.18%
其他应付款	0.49	4.45%	0.48	5.24%	0.75	9.20%
其他流动负债	1.46	13.17%	1.31	14.17%	0.92	11.16%
流动负债合计	10.41	94.03%	8.73	94.66%	7.86	95.78%
租赁负债	0.09	0.85%	0.07	0.79%	0.00	0.00%
预计负债	0.21	1.94%	0.20	2.20%	0.14	1.65%
负债合计	11.07	100.00%	9.22	100.00%	8.21	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年6月末，公司债务规模增幅较大，主要系公司经营需要增加了短期借款所致，总债务占总负债的比重有所上升，公司债务仍以短期债务为主。本次可转债发行后，公司债务规模大幅上升，长

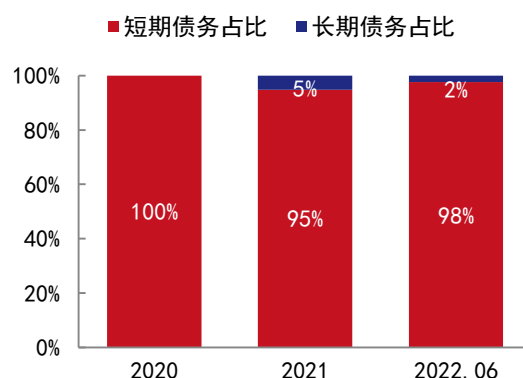
期债务占比提高，考虑到公司现金类资产较为充裕，主营业务现金生成能力较强，公司偿债压力可控。

图 9 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 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 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 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

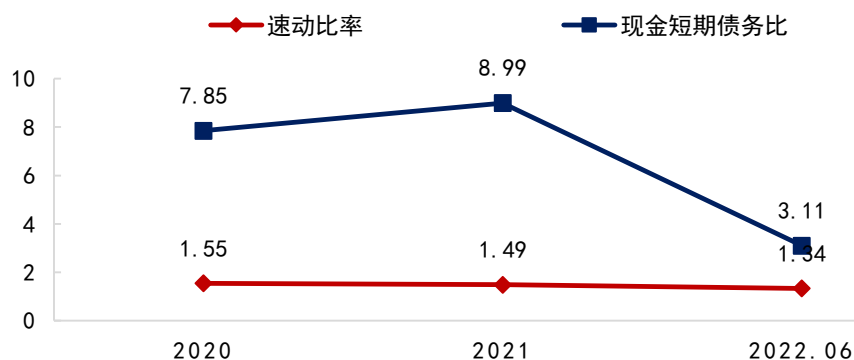
截至2021年末，由于公司负债增加均为经营性负债，虽然资产负债率有所上升，但由于期末公司债务规模减少，偿债指标表现有所优化。截至2022年6月末，公司增加了短期借款，导致杠杆指标表现有所弱化，现金短期债务比大幅降低但表现仍尚可，本期债券发行后公司偿债指标表现进一步弱化。

表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2022 年 6 月	2021 年	2020 年
资产负债率	42.58%	38.43%	37.89%
净债务/EBITDA	--	-2.08	-2.54
EBITDA 利息保障倍数	--	392.37	165.05
总债务/总资本	20.80%	8.69%	9.53%
FFO/净债务	--	-25.98%	-28.96%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

2021 年 12 月 12 日-14 日及 2022 年 1 月 9 日-15 日，公司在天猫平台“火星人官方旗舰店”开展促销活动，未标明活动期限，被海宁市市场监管局罚款 2,000 元。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年9月5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。

或有事项分析

截至2022年6月末，公司对外担保余额共计2,824.94万元，占期末所有者权益的比例为1.89%，虽均已提供反担保措施，但被担保方以自然人个体户和小型民营企业为主，仍存在一定的或有负债风险。对外担保明细详见附录五。

八、抗风险能力分析

从行业环境来看，地产红利的逐步消退将使厨电制造行业增长承压，但集成灶细分市场增速领跑厨电市场，随着国民收入的提高和集成灶认可度的不断提升，集成灶市场渗透率有望进一步提高，行业仍有一定增长空间。经营方面，公司采用线上和线下“双轮驱动”的销售模式，截至2021年末，公司拥有经销门店数量2,000家左右，构建了从一二线城市、三四线城市到乡镇级市场的全国性的经销网络。同时，公司已入驻天猫、京东和苏宁易购等电商平台。公司营业收入稳步增长，毛利率虽有所降低但仍保持在较高水平。偿债能力方面，公司主营业务现金生成能力强，总体偿债压力可控。综上，公司抗风险能力尚可。

九、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“火星转债”的信用等级为AA-。



附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

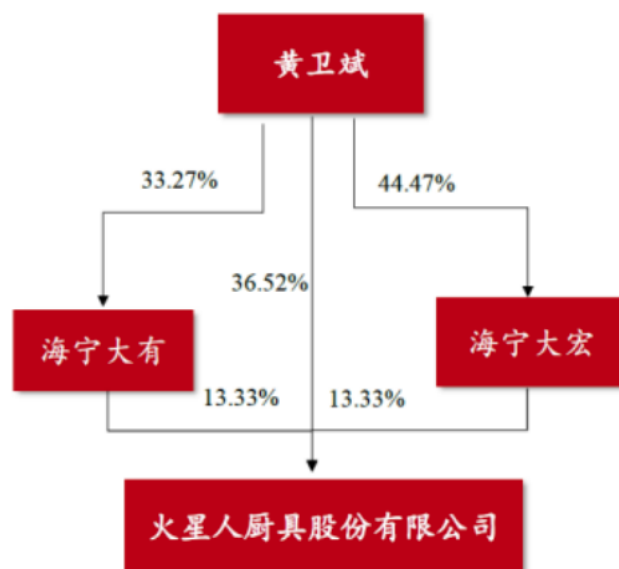
财务数据（单位：亿元）	2022 年 6 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	9.95	9.91	11.12	3.14
交易性金融资产	1.82	2.01	0.00	0.00
存货	2.94	2.39	2.10	1.21
流动资产合计	16.88	15.37	14.26	5.06
固定资产	6.82	6.96	6.29	4.81
非流动资产合计	9.12	8.62	7.39	6.51
资产总计	26.00	23.99	21.66	11.57
短期借款	2.50	0.00	0.60	0.30
应付票据	1.25	1.28	0.82	0.67
应付账款	3.04	3.33	2.56	1.98
一年内到期的非流动负债	0.07	0.06	0.00	0.00
其他流动负债	1.46	1.31	0.92	0.66
流动负债合计	10.41	8.73	7.86	5.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.66	0.49	0.35	0.20
负债合计	11.07	9.22	8.21	5.75
总债务	3.83	1.33	1.42	0.97
归属于母公司的所有者权益	14.95	14.78	13.45	5.82
营业收入	10.23	23.19	16.14	13.26
营业利润	1.52	4.29	3.15	2.69
净利润	1.37	3.75	2.75	2.40
经营活动产生的现金流量净额	-0.27	6.07	4.27	4.05
投资活动产生的现金流量净额	-0.89	-4.04	-1.72	-2.10
筹资活动产生的现金流量净额	1.28	-3.34	5.45	-0.72
财务指标	2022 年 6 月	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	44.92%	46.11%	51.58%	51.78%
EBITDA 利润率	--	20.77%	22.73%	23.72%
总资产回报率	--	19.10%	19.43%	27.78%
资产负债率	42.58%	38.43%	37.89%	49.70%
净债务/EBITDA	--	-2.08	-2.54	-0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	392.37	165.05	250.82
总债务/总资本	20.80%	8.69%	9.53%	14.23%
FFO/净债务	--	-25.98%	-28.96%	-110.44%
速动比率	1.34	1.49	1.55	0.69



现金短期债务比	3.11	8.99	7.85	3.25
---------	------	------	------	------

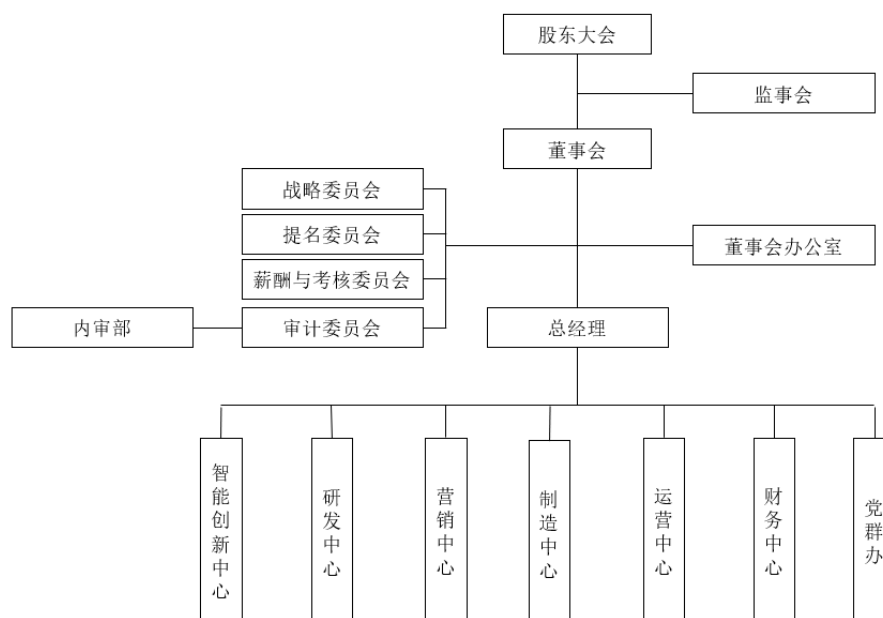
资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月）



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 6 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



附录四 2022 年 6 月末纳入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
北京有宏厨具有限公司	708.00	64.97%	销售厨房用具、家具、家用电器、日用品等
浙江火星人智能家居有限公司	2,000.00	100.00%	销售家用电器、家具、日用品等
宁波有宏厨具有限公司	160.00	50.00%	销售厨房用具、日用品等

资料来源：公司 2022 年半年度报告，中证鹏元整理

附录五 截至 2022 年 6 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位类型	担保余额	反担保措施
个体户	1,994.34	借款人保证担保
民营企业	830.60	借款人保证担保
合计	2,824.94	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 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+租赁负债+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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。

附录七 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、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。

四、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。