

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2023】第 Z【733】号

浙江亿田智能厨电股份有限公司：

中证鹏元资信评估股份有限公司对贵公司及贵公司拟发行的浙江亿田智能厨电股份有限公司 2023 年向不特定对象发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二三年五月二十五日





浙江亿田智能厨电股份有限公司2023年向 不特定对象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.

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：


浙江亿田智能厨电股份有限公司2023年向不特定对象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	2023-06-09

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到浙江亿田智能厨电股份有限公司（以下简称“亿田智能”或“公司”，股票代码为 300911.SZ）是国内集成灶行业的头部企业之一，在侧吸下排技术上具有明显优势，具备一定的产品更新迭代和技术创新能力，拥有一定的知名度和品牌效应，销售渠道日渐完善，2020 年通过首次公开发行股票增强了资本实力，近年公司收入规模呈增长趋势，销售毛利率维持在较高水平，主营业务现金生成能力较强；同时中证鹏元也关注到地产红利的逐步消退将导致厨电制造行业增长承压，传统厨电品牌和综合家电企业等多方布局集成灶市场，未来行业竞争可能进一步加剧，且公司在建拟建项目新增产能规模较大，面临一定的新增产能不能及时消化的风险。

债券概况

发行规模：不超过 52,021.00 万元（含）

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：环保集成灶产业园（二期）项目、品牌推广与建设项目

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	18.78	18.36	18.09	14.11
归母所有者权益	13.85	13.44	11.90	10.26
总债务	1.15	1.72	1.78	1.11
营业收入	2.28	12.76	12.30	7.16
净利润	0.41	2.10	2.10	1.44
经营活动现金流净额	0.32	1.64	2.80	2.04
净债务/EBITDA	--	-3.11	-3.93	-5.18
EBITDA 利息保障倍数	--	1,086.33	783.02	∞
总债务/总资本	7.67%	11.34%	13.02%	9.76%
FFO/净债务	--	-18.92%	-15.03%	-14.41%
EBITDA 利润率	--	20.58%	21.44%	24.60%
总资产回报率	--	12.75%	15.22%	16.32%
速动比率	2.45	2.48	2.34	3.15
现金短期债务比	8.91	5.97	7.11	9.36
销售毛利率	49.49%	46.62%	44.73%	45.59%
资产负债率	26.30%	26.82%	34.23%	27.26%

注：公司 2020-2022 年净债务均为负值，故净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负；2020 年公司无利息支出，故 EBITDA 利息保障倍数为∞。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com



项目组成员：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com



联系电话：0755-82872897

优势

- 公司在集成灶领域具备一定的竞争优势。作为国内集成灶行业的头部企业之一，公司具备一定的产品更新迭代和技术创新能力，尤其在侧吸下排技术上具备明显优势，同时掌握油烟分离技术、燃烧器节能技术、风机下置技术、远程监测技术、直排式风道技术、模块化技术、蒸发器技术等多项技术工艺，拥有一定的市场知名度和品牌效应，销售渠道亦日渐完善。
- 公司通过公开发行股票增强了资本实力。2020年12月，公司在深圳证券交易所创业板上市，首次公开发行2,666.67万股，募集资金净额59,495.81万元，资本实力得以增强。
- 近年公司收入规模呈增长趋势，毛利率保持较高水平，经营现金流表现良好。2020-2022年，公司营业收入和净利润均保持增长，收现比大于1，盈利能力保持较好水平，销售回款表现良好且较为稳定，经营净现金流持续为正；公司负债以经营性负债为主，债务规模不大，主营业务现金生成能力较强，偿债压力不大。

关注

- 地产红利的逐步消退将导致厨电制造行业增长承压，集成灶市场竞争日益激烈。厨电制造行业是后地产周期行业，房地产市场疲弱使其增长乏力；集成灶行业技术壁垒相对不高，近年来老板、方太等传统厨电主流品牌和海尔、美的等家电巨头陆续抢滩集成灶市场，综合家电制造企业在资金、销售网络、产品联动性方面具有优势，未来行业竞争可能进一步加剧。
- 公司在建拟建项目新增产能规模较大，且集成水槽及洗碗机并非公司传统产品，需关注若未来不能及时消化新增产能，较高的折旧计提可能侵蚀公司利润。公司目前在建的环保集成灶产业园项目和拟建的环保集成灶产业园（二期）项目建成达产后，将新增22万套/年集成灶产能、4万套/年集成水槽产能和2万套/年集成洗碗机产能，新增产能规模较大，且公司集成水槽及洗碗机尚处于起步阶段，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，公司不能及时消化新增产能，较高的折旧计提可能拖累公司盈利。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为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。

同业比较（单位：亿元）

指标	火星人	浙江美大	帅丰电器	公司
总资产	32.00	22.81	22.80	18.36
营业收入	22.77	18.34	9.46	12.76
营业收入增长率	-1.81%	-15.24%	-3.20%	3.75%
净利润	3.12	4.52	2.14	2.10
销售毛利率	45.00%	44.11%	46.09%	46.62%
期间费用率	30.25%	18.02%	21.72%	29.19%
销售净利率	13.73%	24.66%	22.65%	16.44%
净营业周期	2.89	14.49	23.52	-19.19

注：以上各指标均为2022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-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

一、发行主体概况

公司前身为浙江亿田电器有限公司，成立于2003年9月，由麦海湛、孙伟勇和陈月华共同出资设立，注册资本为1,000万元。2017年，公司变更为股份有限公司并更为现名，股改后公司股本为8,000.00万股。2020年12月，公司在深圳证券交易所创业板上市，首次公开发行2,666.67万股，募集资金净额59,495.81万元，公司股本增至10,666.67万股。截至2023年3月末，公司股本为10,739.82万股，注册资本为10,739.82万元，控股股东浙江亿田投资管理有限公司（以下简称“亿田投资”）持有公司43.95%股权，实际控制人孙伟勇、陈月华夫妇及其子孙吉直接及间接合计控制公司60.21%股权。

公司自设立以来，专注于厨房电器领域，产品早期以吸油烟机、燃气灶等厨房电器为主，自2014年以来，集成灶产品的份额逐渐增加并成为公司的主要产品。目前，公司从事集成灶等现代新型厨房电器产品的研发、生产和销售，除主要产品集成灶外，还销售集成水槽、集成洗碗机、净水器、吸油烟机及燃气灶等产品。

截至2023年3月末，公司合并报表范围内子公司共3家，详见下表。

表1 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
浙江亿田电子商务有限公司	100.00%	0.82	0.14	7.00	0.46
杭州亿田智能厨电销售有限公司	100.00%	0.09	-0.09	0.02	-0.04
杭州数云智联科技有限公司	100.00%	0.00	-0.04	0.00	-0.04

注：财务数据为2022年数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：浙江亿田智能厨电股份有限公司2023年向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过52,021.00万元（含）；

债券期限和利率：本次发行的可转债期限为自发行之日起6年；本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满六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：本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十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

易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司股票交易均价,具体初始转股价格由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。同时,初始转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值;

转股价格向下修正条款:在本次可转债存续期间,当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85%时,公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决,该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,持有公司本次发行可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的公司股票交易均价之间的较高者,且不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算,在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算;

债券赎回条款:

1、到期赎回条款

在本次发行的可转债期满后五个交易日内,公司将赎回全部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(或董事会授权人士)根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定;

2、有条件赎回条款

转股期内,如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%(含 130%)或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时,公司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;

债券回售条款:

1、有条件回售条款

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格的 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。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度,可转换公司债券持有人在当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,若在首次满足回售条件而可转换公司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,该计息年度不能再行使回售权,可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权;

2、附加回售条款

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。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债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。本次发行的可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

向原A股股东配售的安排：本次发行的可转换公司债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定发行方式，余额由承销商包销。

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52,021.00万元（含），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
环保集成灶产业园（二期）项目	38,909.00	37,021.00	95.15%
品牌推广与建设项目	15,000.00	15,000.00	100.00%
合计	53,909.00	52,021.00	96.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

环保集成灶产业园（二期）项目实施地点位于嵊州市经济开发区，实施主体为公司，项目建设期为3年，总投资38,909.00万元。根据公司提供的募集资金使用可行性分析报告，项目建成后将新增7万套/年集成灶产能、4万套/年集成水槽产能和2万套/年集成洗碗机产能，项目达产后预计可实现年销售收入62,000.00万元，年利润总额9,808.00万元，年净利润8,337.00万元，项目所得税后内部收益率为17.74%，所得税后投资回收期为7.00年（含建设期3年）。截至本评级报告出具之日，项目已取得项目建设用地并办妥产权证，项目固定资产投资项目备案已办理，环境影响评价等审批程序尚在办理中。

品牌推广与建设项目实施地点位于嵊州市经济开发区，实施主体为公司，项目建设期为3年，总投资15,000.00万元，投资内容主要包括网络媒体推广费用、大交通及商圈社区户外媒体推广费用、代言人及电视综艺宣传费用、品宣策略及内容制造费用和参展费用等。根据公司提供的募集资金使用可行性分析报告，项目不直接产生经济效益，但其实施将进一步优化公司现有的营销网络，提升公司的品牌影响力与知名度。项目无需办理固定资产投资项目备案、环境影响评价及用地等审批程序。

需要关注的是，公司集成水槽和洗碗机产品尚在起步阶段，发展尚不成熟，如果未来上述项目实施进度不及预期，或者下游市场发生变化导致新增产能无法消化等，则募投项目收入存在不达预期的风险。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，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，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业运营环境

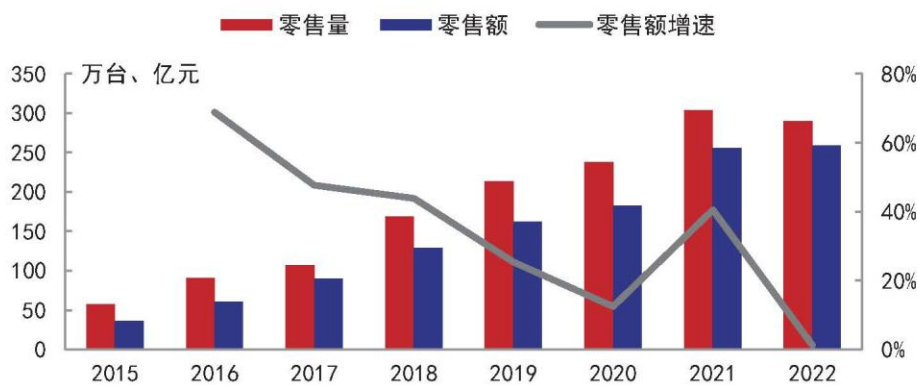
得益于居民收入水平和城镇化水平提升及对传统吸油烟机的替代，集成灶行业市场规模快速增长；新房销售、翻新需求为厨电制造行业下游需求提供一定支撑，但地产红利的逐步消退将致使厨电制造行业增长承压

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，其具备占地面积小、距离烟源更近更符合中国人烹调方式等优势。近年居民收入水平提高、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，集成灶行业市场规模呈现快速发展的趋势。根据奥维云网数据，2015-2021 年，我国集成灶市场零售额规模从 36 亿元增加至 256 亿元，年复合增速为 38.67%；

集成灶零售量从57万台增加至304万台，年复合增速为32.18%，零售额增速和零售量增速均较快；2022年以来，尽管受地产周期下行、需求萎缩等不利因素影响，相较传统烟灶市场的增长乏力，集成灶行业仍表现出良好的抗压性与成长性，现有市场规模已超过燃气热水器、净水器等其他厨卫大家电品类，2022年烟灶市场零售额同比下滑11.0%，零售量同比下滑15.0%，而集成灶市场全年零售额同比增长1.2%，零售量同比下滑4.5%。

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。目前集成灶市场保有量小、渗透率低，从长期看，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，在城镇化进程深入推进、新增和存量住宅装修以及产品置换需求持续释放的背景下，市场仍存在扩容的空间。

图 1 近年来集成灶市场零售规模



资料来源：奥维云网，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，2022年，在宏观经济承压、多个期房项目停工等因素影响下，叠加中长期住房需求动能释放减弱，房地产市场跌至冰点，据中指初步统计，2022年100个代表城市新建商品住宅月均成交面积约3,036万平方米，同比下降36.2%。展望未来，“房住不炒”的总基调一以贯之，预计在调控政策发力下，2023年不同能级城市分化延续，一线城市或有所复苏，热点二线城市有望逐渐企稳，而大部分三四线城市仍将继续调整，市场继续探底。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作用会削减。

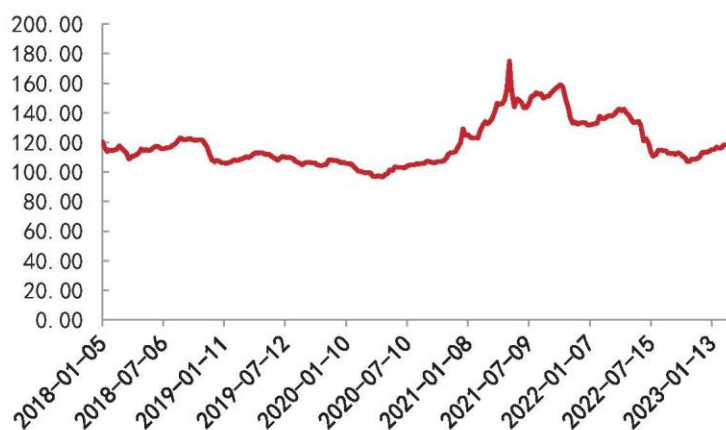
目前集成灶市场竞争以渠道覆盖和产品创新竞争为主，预计未来马太效应或将进一步加强；传统厨电品牌和综合家电企业近年陆续抢滩集成灶市场，需关注其对专业集成灶企业造成的冲击

厨电行业的行业集中度较高，细分品类CR5大都高达80%左右，集成灶行业目前CR5仍与此有一定差距，存在一定的上升空间。目前我国集成灶行业已经形成了完整产业体系，市场化程度较高，市场竞争较为激烈，以渠道覆盖和产品创新竞争为主。行业竞争格局也逐渐明晰，以浙江美大、火星人、亿田智能、帅丰电器为主的专业集成灶企业仍是市场主力，但在行业高速增长和高盈利的吸引下，多方势力纷纷入局，其中不仅包括老板、方太、科恩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，综合家电制造企业在资金、销售网络、产品联动性方面具有优势，预计未来集成灶市场竞争将进一步加剧。

2022年钢铁行业供需双弱，钢价均价下移，预计未来钢价维持震荡偏弱运行，厨房电器制造业成本端受钢价制约的压力不大

厨房电器制造业的上游行业主要为板材、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。2022年，在外部形势严峻复杂、全球通胀压力加大、房地产投资回落和钢铁环保限产等多重因素影响下，钢铁行业供需双弱，钢材价格震荡幅度收窄，均价下移。2023年，全球经济仍面临较大下行压力我国房地产市场在政策发力下或将迎来局部缓慢复苏，整体仍然承压，基建仍为经济托底的重要依托，预计钢材市场供需趋于宽松，价格震荡偏弱运行。

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

公司是国内集成灶行业的头部企业之一，在集成灶产品质量、外观设计、功能等方面具备一定的竞争优势，尤其侧吸下排产品；受益于行业发展和公司渠道建设日趋完善，近年营业收入保持增长，毛利率较高

公司产品包括集成灶、集成水槽、集成洗碗机、橱柜等。近年集成灶行业市场规模持续增长，同时公司积极扩大产能，并加强渠道建设，2020-2022年公司营业收入保持增长，年复合增长率为33.45%，集成灶是公司销售收入的主要来源，集成水槽和集成洗碗机收入持续增长但规模仍较小。2023年1-3月，公司营业收入同比下降7.40%。

2020-2022年及2023年1-3月，公司销售毛利率波动上升，维持在较高水平。分产品来看，随着直销模式销售占比提高以及2022年以来板材等主要原材料价格回落，集成灶产品的毛利率稳中有升，维持在较好水平；公司集成水槽和集成洗碗机毛利率变动较大，主要系其整体销售规模较小，受产品结构变化及原材料市场价格波动影响较大所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
集成灶	2.07	90.70	51.06	11.62	91.11	48.39	11.26	91.59	46.94	6.43	89.76	46.29
集成水槽和集成洗碗机	0.07	3.13	49.16	0.62	4.82	44.01	0.42	3.39	43.63	0.34	4.80	52.71
其他	0.12	5.10	24.18	0.41	3.20	7.00	0.52	4.21	5.20	0.26	3.64	25.60
主营业务合计	2.26	98.93	49.62	12.65	99.14	46.84	12.20	99.19	45.05	7.03	98.20	45.84
其他业务	0.02	1.07	37.43	0.11	0.86	21.42	0.10	0.81	6.14	0.13	1.80	31.92
合计	2.28	100.00	49.49	12.76	100.00	46.62	12.30	100.00	44.73	7.16	100.00	45.59

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

作为较早从事集成灶产品的头部企业之一，公司在侧吸下排产品上有独特优势，同时拥有一定的产品更新迭代和技术创新能力，具备一定品牌优势

公司集成灶产品是在对吸油烟机和燃气灶等传统烟灶产品的功能进行集成组合的基础上，搭配消毒柜、烤箱、蒸箱、洗碗机等可选功能，从而形成的一种具有多种功能的新型厨房电器产品。相较于传统烟灶产品，集成灶最为核心的优势在于其优异的油烟吸、排性能，此外在降噪、美观度与实用性、操作便利性等方面均具有更明显的优势。根据产品的不同功能，公司集成灶可分为蒸烤独立款、蒸烤一体款、蒸箱款、消毒柜款、保洁柜款、储藏柜款等。

公司是国内较早以自主品牌生产和销售侧吸下排式集成灶的企业之一，具备一定的产品更新迭代和技术创新能力，拥有一定的知名度和品牌效应。作为国家高新技术企业，设有“浙江省博士后工作站”“绍兴市院士专家工作站”“外国专家工作站”等人才平台，依托省级企业研究院、省级企业技术中心、国家认可委员会（CNAS）认证厨房电器检测实验中心，公司已掌握侧吸下排技术、油烟分离技术、燃烧器节能技术、风机下置技术、远程监测技术、直排式风道技术、模块化技术、蒸发器技术等多项核心技术。近年公司持续加大研发投入，截至2022年末，公司共拥有专利347项，其中发明专利14项，实用

新型专利239项。从公司公告研发产品看，目前主要集中在智慧厨房、产品性能提升等领域，持续的研发投入，可为公司产品创新提供良好支撑。

产品设计方面，公司产品先后获得德国IF设计大奖、国际CMF设计奖、德国红点设计奖、美国IDEA设计奖、金物奖最佳设计奖、IGD年度应用金奖等设计类奖项，并成功进驻中国红点设计博物馆。在产品质量方面，公司构建了以品质中心为核心、其他部门参与的质量管控体系，是集成灶行业内唯一获得“浙江省人民政府质量奖”的企业。

整体来看，公司作为国内集成灶行业的头部企业之一，持续加大研发投入，产品更新迭代较快，在产品质量、外观设计、功能等方面具备一定的竞争优势。

表4 近年公司研发投入情况（单位：亿元）

研发费用项目	2022年	2021年	2020年
研发人员的数量（人）	205	166	133
研发人员数量占公司总人数的比例	14.10%	11.83%	11.53%
研发投入金额	0.60	0.55	0.31
研发投入占营业收入比例	4.71%	4.49%	4.39%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产销率水平较高，短期库存积压风险较低；近年主要原材料价格存在一定波动，需关注其价格上涨给公司带来的成本管控压力

公司实行“以销定产”的生产模式，在具体实施上，以自主生产为主、外协生产为辅，其中产品生产过程中的核心工序均采用自主生产方式，部分非核心工序如卷类钢材处理、半成品表面处理、零星阀体加工等系通过委托加工的方式完成。

2020-2022年，公司集成灶产品销量持续增长，其中2021年得益于国内新型厨房厨具需求的不断提升，集成灶行业整体销量提高，公司集成灶销量同比大幅增加62.88%；2022年受行业周期下行、需求萎缩等外部因素影响，公司集成灶销量增速放缓。同期，公司集成灶产品产销率保持在高位，短期库存积压风险较低。产品价格方面，近年公司集成灶销售均价呈现上涨趋势。

表5 公司产品产销情况

产品	项目	2023年1-3月	2022年	2021年	2020年
集成灶	产量（万套）	3.61	19.51	20.57	13.14
	销量（万套）	3.98	22.38	21.81	13.39
	自产销量（万套）	3.50	19.45	19.98	13.15
	产销率	96.97%	99.67%	97.11%	100.06%
	均价（元/套）	5,206.04	5,194.63	5,163.90	4,802.56
	产量（万套）	0.20	1.30	1.07	0.81
	销量（万套）	0.15	1.30	1.02	0.78

集成水槽 和集成洗 碗机	自产销量（万套）	0.15	1.30	1.02	0.78
	产销率	77.20%	99.39%	94.90%	96.02%
	均价（元/套）	4,684.31	4,746.87	4,097.04	4,411.23

注：产销率=自产销量/产量

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司直接原材料主要由板材、电器配件、五金配件、燃气配件、玻璃配件等构成，近年直接材料占营业成本的比重在 75%左右，占比较高，故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，近年采购单价存在较大的波动。其中 2021 年，受大宗商品价格大幅上涨影响，公司板材类原材料平均采购单价涨幅较大，公司通过产品提价、提高生产效率、优化产品结构等方式有效削弱了原材料上涨对盈利的影响；2022 年以来，随着板材类原材料价格回落，公司销售毛利率有所提高。板材等主要原材料的价格未来若出现超出预期的波动，将对公司生产成本和盈利能力的稳定性产生不利影响。

表6 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）

期间	原材料类别	采购金额	占原材料采购总额的比例
2023 年 1-3 月	板材	1,564.41	16.09%
	电器配件	1,805.79	18.57%
	五金配件	1,330.78	13.69%
	燃气配件	892.50	9.18%
	玻璃配件	731.75	7.53%
	合计	6,325.23	65.06%
2022 年	板材	12,085.11	20.85%
	电器配件	9,360.11	16.15%
	五金配件	8,221.49	14.18%
	燃气配件	5,265.13	9.08%
	玻璃配件	4,675.46	8.07%
	合计	39,607.30	68.33%
2021 年	板材	14,124.38	22.24%
	电器配件	8,938.83	14.07%
	五金配件	9,225.36	14.52%
	燃气配件	5,821.15	9.17%
	玻璃配件	5,469.86	8.61%
	合计	43,579.58	68.61%
2020 年	板材	8,110.01	23.47%
	电器配件	5,470.95	15.83%
	五金配件	4,647.34	13.45%
	燃气配件	4,032.33	11.67%

玻璃配件	2,608.02	7.55%
合计	24,868.65	71.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司设有采购中心，由采购中心负责生产用原料的统一采购。公司计划物控中心每月根据销售管理中心的销售订单，结合公司的销售计划、生产计划和仓库库存，编制采购计划。采购计划须经计划物控中心和采购中心分不同权限进行审批，审批完成后由计划物控中心负责具体采购事务。公司主要通过通过与供应商签署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，2020-2022年及2023年1-3月，公司前五大供应商集中度维持在25%左右，集中度较低，考虑到原材料可采购对象众多，短缺风险不大。

表7 公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购金额	占原材料采购总额的比重
2023年1-3月	杭州大明万洲金属科技有限公司	743.61	7.65%
	绍兴智岛电器有限公司	722.62	7.43%
	宁波冠升电子有限公司	347.44	3.57%
	上海昊控建筑工程有限公司	284.73	2.93%
	无锡浦明金属材料有限公司	283.81	2.92%
	合计	2,382.21	24.50%
2022年	杭州大明万洲金属科技有限公司	4,435.01	7.65%
	无锡浦明金属材料有限公司	4,082.25	7.04%
	绍兴智岛电器有限公司	4,021.12	6.94%
	宁波舜韵电子有限公司	1,605.40	2.77%
	浙江晶雅玻璃科技有限公司	1,509.04	2.60%
	合计	15,652.82	27.00%
2021年	杭州大明万洲金属科技有限公司	5,884.38	9.26%
	绍兴智岛电器有限公司	2,949.94	4.64%
	宁波舜韵电子有限公司	2,232.49	3.51%
	浙江晶雅玻璃科技有限公司	2,166.94	3.41%
	天津太钢天管不锈钢有限公司	2,103.25	3.31%
	合计	15,337.00	24.13%
2020年	杭州大明万洲金属科技有限公司	3,473.76	10.05%
	无锡浦明金属材料有限公司	2,332.39	6.75%
	宁波舜韵电子有限公司	1,410.83	4.08%
	浙江晶雅玻璃科技有限公司	1,088.05	3.15%
	上海屹惠实业有限公司	979.46	2.83%
	合计	9,284.49	26.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品产能利用率较高，目前在建拟建项目新增产能规模较大，面临一定的新增产能消化风险

近年公司产能利用率波动上升，产能利用水平较高，为应对终端市场需求的进一步释放，公司逐步扩建产能。2020年公司通过IPO募集资金用于环保集成灶产业园项目，项目预计于2023年12月达到可使用状态，项目建成达产后将新增集成灶产能15万套/年。公司拟建项目为本期债券募投项目，即环保集成灶产业园（二期）项目和品牌推广与建设项目，其中环保集成灶产业园（二期）项目建成投产后将新增7万套/年集成灶产能、4万套/年集成水槽产能和2万套/年集成洗碗机产能。

表8 公司主要产品的产能利用率情况（单位：万套）

产品	项目	2023年1-3月	2022年	2021年	2020年
集成灶	设计产能	5.84	21.29	20.97	17.50
	实际产量	3.61	19.51	20.57	13.14
	产能利用率	61.81%	91.63%	98.12%	75.08%
集成水槽和集成洗碗机	设计产能	0.51	1.87	1.72	1.56
	实际产量	0.20	1.30	1.07	0.81
	产能利用率	39.01%	69.70%	62.49%	52.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至2023年3月末公司主要在建和拟建项目情况（单位：万元）

类别	项目	计划投资金额	已投资金额	尚需投资金额	资金来源
在建	环保集成灶产业园项目	47,495.81	39,118.77	8,377.04	IPO募集资金
拟建	环保集成灶产业园（二期）项目	38,909.00	-	38,909.00	可转债募集资金及自有资金
拟建	品牌推广与建设项目	15,000.00	-	15,000.00	可转债募集资金
-	合计	101,404.81	39,118.77	62,286.04	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

上述项目建设投产后将大幅提高公司产能，其中集成灶产能将提升至40万套/年左右。需关注，在项目实施过程中，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，则公司可能面临新增产能不能及时消化的风险。

公司采取“线上+线下”双轮驱动的销售策略，形成覆盖全国的经销网络，经销商渠道较为完善，客户集中度风险较低

公司销售模式主要包括经销模式（包括线上销售给经销商和线下销售给经销商）、直销模式（包括消费者线上下单、部分工程渠道、直营门店等）和出口模式。其中，经销模式是公司目前主要的销售模式，公司主要以市县为单位招募经销商，截至2022年末，公司拥有经销商逾1,500家，形成覆盖全国的经销网络。同时，为顺应电子商务的快速发展，公司入驻了京东、天猫等电商平台。此外，公司在重点区域布局直营门店，并拓展KA渠道、工程渠道、家装渠道等。公司出口业务主要系通过OEM模式与国外品牌厂商展开合作，根据国外品牌厂商的订单需求为其提供吸油烟机、燃气灶等产品。

从各渠道销售收入来看，2020-2022 年，公司经销业务收入占比持续下降，直销业务占比持续提高。直销模式方面，线下直销销售收入规模较小，近年持续加强电商渠道品牌建设和推广力度，线上直销业务收入增速很快，2020-2022 年年复合增速高达 177.88%，线上直销业务因直接面向终端客户，毛利率水平较高。此外，目前公司出口销售规模和占比尚小。

表10 公司主营业务收入分销售渠道情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销	10.79	85.28%	10.81	88.65%	6.60	93.84%
其中：线下采购	7.47	59.06%	7.74	63.44%	4.67	66.39%
线上采购	3.32	26.23%	3.07	25.21%	1.93	27.45%
直销	1.86	14.71%	1.32	10.83%	0.37	5.28%
其中：线上直销	1.74	13.72%	1.05	8.59%	0.22	3.19%
线下直销	0.12	0.98%	0.27	2.24%	0.15	2.09%
出口	0.00	0.01%	0.06	0.52%	0.06	0.88%
合计	12.65	100.00%	12.20	100.00%	7.03	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：对于经销-线下销售给经销商模式，原则上采用“款到发货”的信用政策，对合作年限较长、信誉较好、实力较强的经销商提供一定的信用额度和信用期限。对于电商平台渠道，天猫与京东 POP 模式下，公司开设旗舰店，店铺由公司运营管理，客户确认收货后，电商平台将货款转入公司账户，并扣取约定比例的服务费；京东自营模式下，公司在京东自营开设旗舰店，店铺由公司运营，但商品价格设置、促销活动等均需经过京东平台的审核，每月京东平台会和公司进行结算，公司根据确认清单确认收入。总体来看，公司账期较短，回款较为及时。

从下游客户来看，公司前五大客户均为经销商客户。2020-2022 年，公司前五大客户相对稳定，客户集中度较低且呈下降趋势；2023 年 1-3 月公司客户集中度有所上升。

表11 公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	公司名称	销售金额	比例
2023 年 1-3 月	昆明华成商贸有限公司	564.50	2.47%
	北京亿业兴田商贸有限公司	294.31	1.29%
	应城市广恒贸易有限公司	290.54	1.27%
	长沙天麓电器销售有限公司	284.66	1.25%
	荆州市竭诚电器有限公司	243.83	1.07%
	合计	1,677.84	7.35%
2022 年	昆明华成商贸有限公司	2,260.57	1.77%
	成华区越健亿威建材经营部	1,180.04	0.92%
	长沙天麓电器销售有限公司	1,123.90	0.88%

	贵州烁铂商贸有限公司	865.21	0.68%
	北京亿业兴田商贸有限公司	816.81	0.64%
	合计	6,246.53	4.90%
2021年	昆明华成商贸有限公司	2,108.30	1.71%
	长沙天麓电器销售有限公司	1,376.55	1.12%
	北京亿业兴田商贸有限公司	1,171.29	0.95%
	成华区越健亿威建材经营部	1,167.63	0.95%
	兰新电器综合市场南海家电商行	953.31	0.78%
	合计	6,777.08	5.51%
2020年	昆明华成商贸有限公司	1,492.66	2.08%
	长沙天麓电器销售有限公司	946.71	1.32%
	成华区越健亿威建材经营部	815.84	1.14%
	北京亿业兴田商贸有限公司	559.45	0.78%
	贵州诺天商贸有限公司	516.24	0.72%
	合计	4,330.90	6.05%

注1：成华区越健亿威建材经营部包括成华区越健亿威建材经营部、成华区富亿威建材经营部、成都鑫亿佳贸易有限公司和成都越健贸易有限公司

注2：兰新电器综合市场南海家电商行包括兰新电器综合市场南海家电商行和兰州德岚达商贸有限公司

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

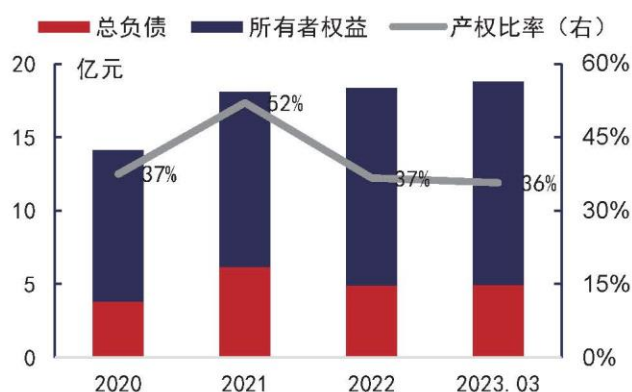
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告和未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司于2021年新设子公司杭州数云智联科技有限公司和杭州亿田智能厨电销售有限公司，并将其纳入合并报表范围，2020年、2022年及2023年1-3月合并报表范围无变化。

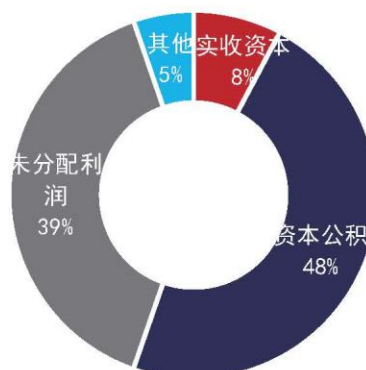
资本实力与资产质量

上市后的资本补充以及经营利润的不断积累，公司所有者权益和资产规模保持增长，现金类资产充裕，整体资产流动性较佳，但需要关注交易性金融资产的安全性

随着经营积累，2020-2022年及2023年1-3月公司所有者权益保持增长，截至2023年3月末，公司所有者权益为13.85亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成；同期，公司负债规模有所波动，其中2021年负债规模增幅较大系随着业务规模扩大，公司原材料备货增加，形成对上游供应商的应付款项及使用了较多银行承兑汇票作为支付手段所致。综合影响下，近年公司产权比例亦有所波动，截至2023年3月末为36%，所有者权益对负债的保障程度较高。

图 3 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着公司业务的持续推进，2020-2022 年资产规模保持增长，截至 2022 年末，资产以货币资金、存货、固定资产、在建工程为主要构成，上述资产占公司总资产的比例合计为 85.05%。由于 2020 年末 IPO 募集资金到账，公司现金类资产较多，其中 2022 年末因作为承兑汇票保证金及履约保证金等而受限的比例仅为货币资金的 2.21%，受限比例很低。公司应收账款和存货与营收规模的变动趋势大体趋同，2022 年末应收苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”）及其采购中心的款项为 0.12 亿元，因苏宁易购曾陷入资金面紧张局势，预期无法收回，故已全额计提坏账准备。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，符合行业特征。由于集成灶产品更新换代速度较快，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，近年公司固定资产规模持续增长。在建工程主要为公司 IPO 募投项目环保集成灶产业园项目、在安装设备等。

受限资产方面，截至 2022 年末，公司除货币资金受限 0.23 亿元以外，无其他资产受限情况。

此外，截至 2023 年 3 月末，公司交易性金融资产账面价值 5.00 亿元，系公司所购买的银行理财产品、券商资管产品及信托产品等，需关注其投资风险¹。

总体看来，公司现金类资产较为充裕，资产受限比例很低，但存货面临一定的滞销和跌价风险，固定资产占比相对较高，整体资产流动性更佳。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.13	27.33%	10.19	55.50%	9.61	53.12%	8.39	59.45%

¹ 公司曾于 2021 年 7 月 28 日收到深圳证券交易所下发的《关于对浙江亿田智能厨电股份有限公司的关注函》（创业板关注函〔2021〕第 322 号）（以下简称“关注函”），关注函要求公司说明其购买的信托产品的风险情况。

应收账款	0.51	2.73%	0.56	3.06%	0.69	3.82%	0.25	1.76%
存货	0.97	5.15%	0.98	5.33%	1.06	5.85%	0.62	4.41%
交易性金融资产	5.00	26.62%	0.00	0.00%	2.80	15.49%	2.00	14.18%
流动资产合计	11.96	63.68%	12.04	65.58%	14.55	80.41%	11.50	81.50%
其他权益工具投资	0.24	1.30%	0.24	1.33%	0.22	1.21%	0.19	1.33%
固定资产	3.32	17.66%	3.38	18.41%	1.63	9.03%	1.51	10.68%
在建工程	2.04	10.88%	1.07	5.81%	0.58	3.23%	0.09	0.66%
无形资产	0.70	3.70%	0.70	3.83%	0.71	3.93%	0.68	4.84%
其他非流动资产	0.05	0.24%	0.42	2.31%	0.03	0.18%	0.05	0.34%
非流动资产合计	6.82	36.32%	6.32	34.42%	3.54	19.59%	2.61	18.50%
资产总计	18.78	100.00%	18.36	100.00%	18.09	100.00%	14.11	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

营运资金效率

近年公司营运资金效率有所加快且表现较好

2020-2022年，公司净营业周期有所缩短，主要是由于公司对上游供应商资金占用时间延长所致。我们也注意到同期公司应收账款周转天数有所增加，主要系公司近年大力发展线上经销渠道业务，线上经销业务收入增长较快，期末应收电商平台货款余额增加所致。与同行业公司相比，公司净营业周期较短，主要得益于公司实行以销定产的生产模式，存货规模总体较小，同时公司在销售模式（如工程渠道、线上渠道的布局情况）、安全库存规模、存货管理等方面与同行业公司存在一定差异，公司存货周转较快。总体来看，公司营运资金效率表现较好。

表13 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2022年	2021年	2020年
净营业周期	-19	-19	-17
存货周转天数	54	45	54
应收款项周转天数	18	14	9
应付款项周转天数	91	77	80

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

表14 营运效率相关指标同业对比情况（单位：天）

项目	公司	火星人	浙江美大	帅丰电器
净营业周期	-19	3	14	24
存货周转天数	54	73	42	87
应收款项周转天数	18	18	3	13
应付款项周转天数	91	89	31	76

注：均采用 2022 年财务数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入和净利润呈上升趋势，盈利水平有所弱化，期间费用率偏高，且2022年以来销售收入增速下降明显，需关注若未来公司不能及时消化新增产能，较高的折旧费用可能拖累公司盈利

由于居民收入水平提高、消费升级，近年集成灶行业市场规模持续增长，同时公司品牌营销力度的加大、产能的扩充、以及渠道建设加强，2020-2022年公司营业收入和净利润均保持增长，值得注意，受到下游房地产行业景气度的影响，2022年公司增速放缓明显。

近年公司销售毛利率保持在较高水平，且呈波动上升趋势，一方面是随着公司技术沉淀，工艺有所改进，同时自动化投入也提高了生产效率，另一方面是由于线上直销毛利率较高，公司近年线上直销销售收入占比提高。近年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，销售费用率由2020年的16.53%提高至2022年的22.35%，高于行业平均水平；同时，公司销售净利率由2020年的20.07%降至2022年的16.44%，公司EBITDA利润率和总资产回报率亦呈下降趋势。总体来看，2020-2022年公司盈利能力虽有所弱化，但仍处于良好水平。

需要关注的是，公司在建拟建项目投资金额较大，若未来项目建成投产后，公司不能及时消化新增产能，较高的折旧费用可能拖累公司盈利。

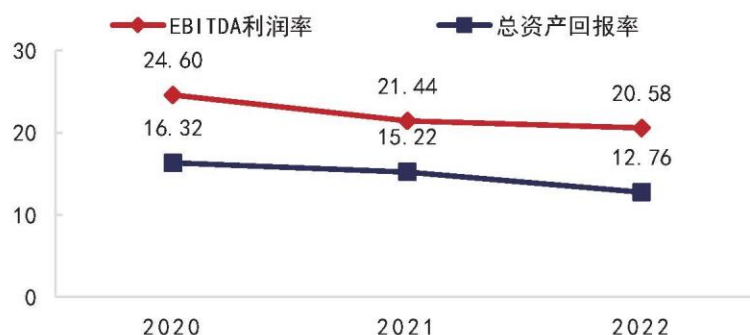
表15 盈利能力相关指标同业对比情况

指标	浙江美大	帅丰电器	公司	火星入
销售毛利率	44.11%	46.09%	46.62%	45.00%
期间费用率	18.02%	21.72%	29.19%	30.25%
其中：销售费用/营业总收入	11.25%	14.53%	22.35%	22.02%
管理费用/营业总收入	4.35%	6.18%	3.72%	4.46%
研发费用/营业总收入	3.35%	4.50%	4.71%	4.68%
财务费用/营业总收入	-0.93%	-3.49%	-1.59%	-0.91%
销售净利率	24.66%	22.65%	16.44%	13.73%

注：以上各指标均为2022年数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司销售回款表现良好，在建拟建项目大部分可由募集资金满足，资金支出压力不大；债务规模不大，各项杠杆指标表现均较好，偿债压力可控

近年公司营业收入保持增长，收现比大于1，经营业务资金回笼情况及时，销售回款表现良好且较为稳定，经营净现金流持续净流入，其中2021年经营净现金流同比增长37.48%，主要系销售收入增加所致；2022年经营净现金流大幅减少，主要系当期支付的货款及广告费用等增加所致。投资活动方面，2020-2022年及2023年1-3月，受公司购买理财产品及其到期收回影响，投资活动产生的现金流量净额波动较大。筹资活动方面，2020年公司通过首次公开发行股票募集资金，筹资活动现金流呈现大幅净流入；2021-2022年公司外部融资力度较小，并且派发现金股利、回购限制性股票，筹资活动产生的现金流量净额转负。截至2022年末，公司在建拟建项目尚需一定资金投入，大部分可由募集资金满足，未来资金支出压力不大。

近年公司债务融资规模不大，以开具银行承兑汇票为主，偿债压力可控。公司负债以经营性负债为主要构成，2022年末流动负债占负债总额的比重高达90.65%。随着公司业务规模的扩大，2021年公司增加了较多原材料备货，导致当年末应付账款规模增加较多；合同负债主要为公司预收经销商的货款，其他应付款主要由限制性股票回购义务和公司向经销商收取的运营保证金以及对供应商收取的货款押金等构成。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	1.85	37.52%	1.48	29.96%	1.95	31.57%	0.95	24.68%
应付票据	1.11	22.56%	1.68	34.16%	1.72	27.81%	1.11	28.85%
其他应付款	0.57	11.54%	0.45	9.20%	0.62	9.99%	0.13	3.48%
一年内到期的非流动负债	0.02	0.48%	0.02	0.48%	0.02	0.40%	0.00	0.00%
流动负债合计	4.49	90.82%	4.46	90.65%	5.77	93.10%	3.45	89.69%
租赁负债	0.01	0.26%	0.01	0.25%	0.03	0.56%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	0.41	8.23%	0.41	8.41%	0.36	5.85%	0.37	9.64%
负债合计	4.94	100.00%	4.93	100.00%	6.19	100.00%	3.85	100.00%
总债务合计	1.15	23.29%	1.72	34.89%	1.78	28.77%	1.11	28.85%
其中：短期债务	1.14	23.04%	1.71	34.64%	1.75	28.21%	1.11	28.85%
长期债务	0.01	0.26%	0.01	0.25%	0.03	0.56%	0.00	0.00%

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产负债率有所波动，截至2022年末，资产负债率为26.82%，杠杆经营水平较低且各项杠杆指标表现均较好，现金短期债务比和速动比率虽有所弱化，但仍位于较好水平。截至2023年3月末，

随着公司使用银行承兑汇票作为支付手段的规模减少，公司短期债务比指标大幅优化。

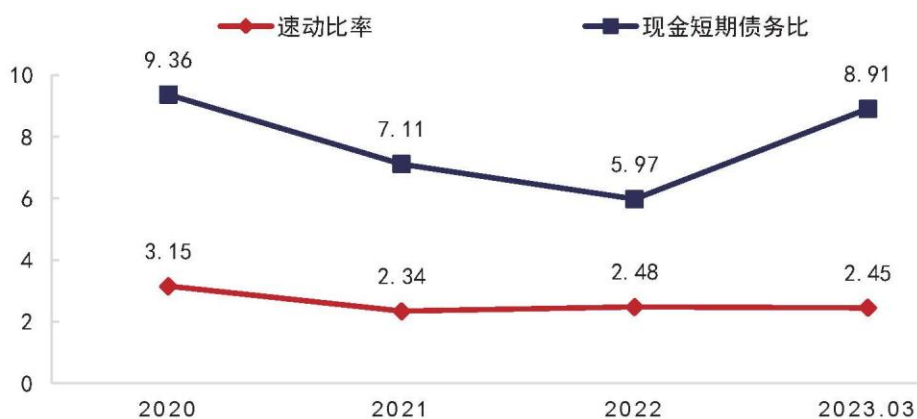
表17 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年	2020年
经营活动现金流(亿元)	0.32	1.64	2.80	2.04
FFO(亿元)	0.33	1.55	1.56	1.31
资产负债率	26.30%	26.82%	34.23%	27.26%
净债务/EBITDA	--	-3.11	-3.93	-5.18
EBITDA 利息保障倍数	--	1,086.33	783.02	∞
总债务/总资本	7.67%	11.34%	13.02%	9.76%
FFO/净债务	--	-18.92%	-15.03%	-14.41%
经营活动净现金流/净债务	-3.61%	-20.12%	-27.02%	-22.32%
自由现金流/净债务	-0.16%	20.06%	-20.53%	-19.12%

注：公司2020-2022年及2023年3月净债务均为负值；2020年公司无利息支出，故EBITDA利息保障倍数为∞。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年末，公司获得银行授信额度共计7.90亿元，尚未使用的额度为6.51亿元，剩余额度较为充足。考虑到公司已上市，融资渠道多样，目前杠杆水平不高，资产受限比例很小，公司具备一定的融资弹性。

七、其他事项分析

(一) ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，组织架构清晰，对子公司管控力度强

环境因素

根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规、发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资或社保、发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司高层领导团队较为稳定，创始人孙伟勇、陈月华及其他主要管理人员具有丰富的行业经验和管理经验。公司根据自身业务经营与生产管理的特点，设立了制造中心、采购中心、销售中心、电商中心、财务管理中心等职能部门，各部门分工明确，职责清晰，保障了公司产品研发、制造、销售以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序开展。

子公司管理方面，公司对子公司进行全面管理，并在财务资金方面进行统筹管理。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月26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。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月14日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、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

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源之一。根据公司提供的募集资金使用可行性分析报告，本期募投项目建成达产后，预计年均新增销售收入约6.20亿元，年均净利润约0.83亿元，所得税后内部收益率为17.74%，所得税后项目投资回收期为7.00年（含建设期3年）。但需要关注的是，若募投项目进度不及预期，或下游市场发生变化导致产能利用率较低或产品销售不达预期等，则募投项目效益存在不达预期的风险。

公司经营活动现金净流入为本期债券偿债资金的重要保障。2020-2022年公司营业收入和净利润持续增长，年均复合增长率分别为33.45%和20.78%，2023年1-3月营业收入和净利润分别同比下降7.40%和8.67%。2020-2022年及2023年1-3月公司经营性现金流持续净流入。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，虽然短期内地产行业疲弱将导致厨电制造行业增长承压，但从长期看，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的替代速度会加快，未来市场增长空间仍较大。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、结论

公司从事现代新型厨房电器产品的研发、生产和销售，主要产品为集成灶。作为国内集成灶行业头部企业之一，公司拥有一定的知名度和品牌效应，受益于行业发展和公司渠道逐渐完善，2020-2022年公司营业收入呈增长趋势，主营业务现金生成能力较强。但同时，厨电制造行业是后地产周期行业，房地产市场疲弱使其增长乏力；集成灶行业技术壁垒相对不高，近年来老板、方太等传统厨电主流品牌和海尔、美的等家电巨头陆续进军集成灶市场，集成灶市场竞争日益激烈，可能对公司经营产生一定的不利影响；公司新建产能规模大，面临一定的产能不能及时消化的风险。总的来看，我们认为公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元评定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。

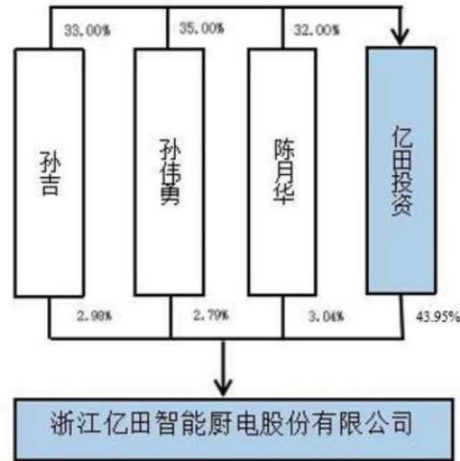
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	5.13	10.19	9.61	8.39
交易性金融资产	5.00	0.00	2.80	2.00
流动资产合计	11.96	12.04	14.55	11.50
固定资产	3.32	3.38	1.63	1.51
在建工程	2.04	1.07	0.58	0.09
非流动资产合计	6.82	6.32	3.54	2.61
资产总计	18.78	18.36	18.09	14.11
应付账款	1.85	1.48	1.95	0.95
应付票据	1.11	1.68	1.72	1.11
其他应付款	0.57	0.45	0.62	0.13
流动负债合计	4.49	4.46	5.77	3.45
负债合计	4.94	4.93	6.19	3.85
总债务	1.15	1.72	1.78	1.11
所有者权益	13.85	13.44	11.90	10.26
营业收入	2.28	12.76	12.30	7.16
营业利润	0.48	2.33	2.39	1.64
净利润	0.41	2.10	2.10	1.44
经营活动产生的现金流量净额	0.32	1.64	2.80	2.04
投资活动产生的现金流量净额	-5.31	-0.32	-1.27	-2.29
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.87	-0.14	5.97
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.44	2.62	2.64	1.76
FFO(亿元)	0.33	1.55	1.56	1.31
净债务(亿元)	-8.93	-8.17	-10.36	-9.12
销售毛利率	49.49%	46.62%	44.73%	45.59%
EBITDA 利润率	--	20.58%	21.44%	24.60%
总资产回报率	--	12.75%	15.22%	16.32%
资产负债率	26.30%	26.82%	34.23%	27.26%
净债务/EBITDA	--	-3.11	-3.93	-5.18
EBITDA 利息保障倍数	--	1,086.33	783.02	∞
总债务/总资本	7.67%	11.34%	13.02%	9.76%
FFO/净债务	--	-18.92%	-15.03%	-14.41%
速动比率	2.45	2.48	2.34	3.15
现金短期债务比	8.91	5.97	7.11	9.36

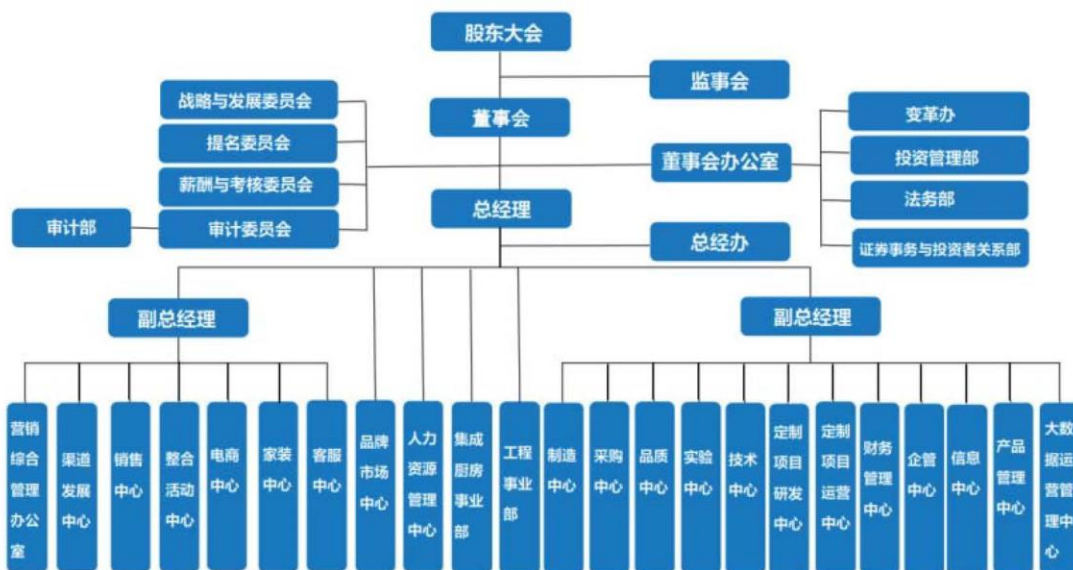
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+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。

附录五 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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司 (非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



登记机关

2018年11月05日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫 3 楼

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)



此证于 2018 年 12 月 21 日
由 亿团智能 使用
再复印无效

SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	张伟亚	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030216080002	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2016-08-20			



登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030216080002	2016-08-20	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	徐宁怡	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220080007	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-08-17			



执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	执业岗位	证券投资咨询(其他)	登记状态	正常	离职登记日期	
登记编号	R0030220080007	登记日期	2020-08-17				