



2024年佳禾智能科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2024年佳禾智能科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
佳禾转债	A+	A+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：佳禾智能科技股份有限公司（以下简称“佳禾智能”或“公司”，证券代码：300793.SZ）为国内较知名的电声产品制造商之一，保持一定的研发能力和客户优势，目前流动性表现较好，资金较为充裕；同时中证鹏元也关注到随着江西生产基地和松山湖运营中心建成后折旧成本大幅增加，以及期间费用和减值损失增加，净利润有所下滑，客户集中度高，新增产能能否消化等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	42.82	32.63	35.23	34.45
归母所有者权益	25.30	25.03	24.36	22.63
总债务	11.19	0.38	2.77	3.72
营业收入	4.47	23.77	21.72	27.34
净利润	0.14	1.32	1.74	0.52
经营活动现金流净额	0.80	3.26	1.36	-1.92
净债务/EBITDA	--	-2.88	-3.92	-9.29
EBITDA 利息保障倍数	--	60.49	34.14	10.97
总债务/总资本	30.64%	1.50%	10.21%	14.12%
FFO/净债务	--	-28.63%	-20.06%	2.36%
EBITDA 利润率	--	11.17%	9.82%	3.63%
总资产回报率	--	4.44%	5.29%	1.53%
速动比率	3.20	2.14	1.70	1.74
现金短期债务比	9.67	22.74	4.23	3.70
销售毛利率	17.16%	18.18%	16.98%	9.57%
资产负债率	40.86%	23.24%	30.87%	34.30%

注：2021-2023年净债务为负，2021年FFO为负。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2024年06月20日

联系方式

项目负责人：董斌
dongb@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司保持一定的研发能力和较稳定的客户。**近年来公司积极研发并量产了较多新品，2023 年以来新获得多个骨传导耳机、颈挂式耳机以及智能眼镜等产品方面的相关专利，截至 2024 年 3 月末拥有发明专利 95 项。公司为国内较知名的电声产品制造商之一，同时拓展了智能穿戴产品业务，与全球顶尖的电声/智能穿戴品牌商、智能终端品牌商和互联网品牌商保持着紧密、稳定、长期的战略合作关系。
- **公司流动性表现较好。**截至 2024 年 3 月末公司现金短期债务比 9.67，现金类资产对短期债务的保障程度较好。公司的融资渠道包括股权融资、债权融资等，且目前尚有一定额度银行授信可为公司提供流动支持。

关注

- **2023 年期间费用和减值损失增加，净利润下滑。**新建的江西生产基地和松山湖运营中心建成后折旧成本大幅增加，同时在销售费用增加、汇率波动等影响下，公司期间费用增加，叠加存货跌价和应收账款计提损失有所增加，2023 年公司归母净利润下滑 23.58%。未来需持续关注订单开拓对新增费用的覆盖情况，以及汇率波动、存货跌价及应收账款回收对公司盈利的影响。
- **公司客户集中度仍高，不利于分散经营风险。**2023 年前五大客户占比合计为 85.75%，其中第一大客户占比为 52.74%，对单一客户的依赖性较大，若未来主要客户订单流失或需求持续下滑，将对公司业绩产生不利影响。
- **产能扩张速度较快，或存在一定的产能消化风险。**公司定增募投项目已于 2023 年建成投产，本期债券募投项目即将建设，均主要面向骨传导耳机及智能可穿戴设备等新品扩产，不断新增大量产能，未来若市场开拓不畅、订单不及预期，则可能导致新增产能闲置、进而无法实现预期收益。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司具备一定研发能力和较为稳定的客户，产能持续增加，业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	歌尔股份 (002241.SZ)	佳禾智能 (300793.SZ)	朝阳科技 (002981.SZ)	瀛通通讯 (002861.SZ)
总资产	737.44	32.63	15.04	16.43
营业收入	985.74	23.77	14.30	7.54
净利润	10.19	1.32	1.19	-0.79
销售毛利率	8.95%	18.18%	23.95%	18.14%
期间费用率	7.91%	10.15%	13.93%	22.80%
资产负债率	57.25%	23.24%	36.75%	48.64%

注：以上各指标均为 2023 年/2023 年末数据。

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_2023V1.0
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	评分要素	评分
宏观环境	4/5	初步财务状况	8/9
业务状况	行业&经营风险状况	财务状况	杠杆状况
	行业风险状况		盈利状况
	经营状况		流动性状况
业务状况评估结果	3/7	财务状况评估结果	7/9
调整因素	ESG 因素		0
	重大特殊事项		0
	补充调整		0
个体信用状况			a+
外部特殊支持			0
主体信用等级			A+

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 a+，反映了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。

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
佳禾转债	10.04	10.04	2023-9-8	2030-1-3

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2024年1月发行6年期10.04亿元佳禾转债，募集资金原计划用于年产500万台骨传导耳机项目、年产900万台智能手表项目、年产450万台智能眼镜项目以及补充流动资金。截至2024年3月31日，佳禾转债募集资金专项账户余额为8.80亿元。

三、发行主体概况

2023年9月以来，公司名称、股本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2024年3月末，公司注册资本及实收资本均为33,838.88万元，实际控制人严文华、严帆¹通过东莞市文富实业投资有限公司持有公司31.21%表决权，严帆直接持有公司3.31%表决权，东莞市文富实业投资有限公司为公司第一大股东，公司实际控制人无股权质押。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前五大股东明细

股东名称	股份数（股）	占总股本比例（%）
东莞市文富实业投资有限公司	105,600,000	31.21
泰安市文曜实业投资合伙企业(有限合伙)	12,000,000	3.55
严帆	11,200,000	3.31
泰安市文宏实业投资合伙企业(有限合伙)	5,848,411	1.73
宋佳骏	4,030,000	1.19

资料来源：公司2024年一季度报，中证鹏元整理

2023-2024年3月，公司合并范围新增子公司两家，注销子公司一家，其中中创广通科技有限公司为公司通过收购其少数股东的11%股权实现持有合计51%股权而纳入合并范围。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

合并范围内新增子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
中创广通科技有限公司	51%	5,000	设备制造	追加投资
佳禾新能源（江西）有限公司	100%	1,500	建设工程施工，发电业务，输电业务	新设
合并范围内减少子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	减少方式

¹ 严文华、严帆为父子关系。

佳禾创（上海）科技有限公司	100%	2,000	制造业	注销
---------------	------	-------	-----	----

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

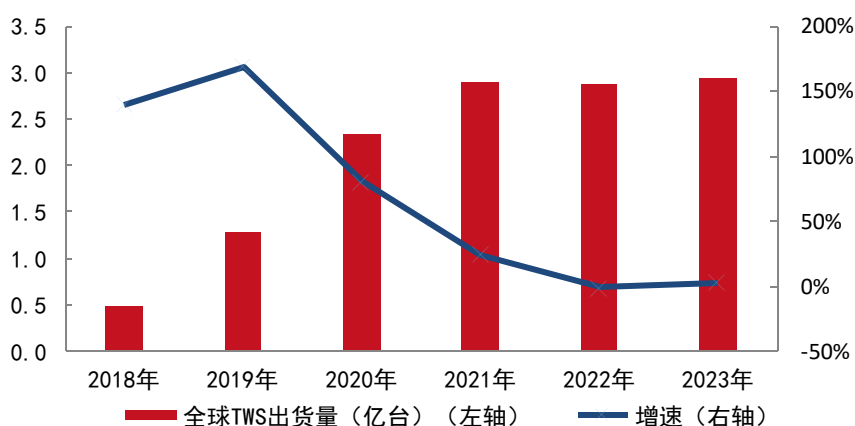
行业环境

2024年全球消费电子终端有望企稳，其中耳机、智能手表、VR等智能可穿戴设备增长潜力较大；全球无线蓝牙耳机TWS市场进入成熟期，开放式耳机产品类型需求预期增长较快

2024年手机终端需求回升、智能家居和智能穿戴设备等产品普及率提升有望将带动全球消费电子行业回暖。手机终端方面，2023年下半年华为、苹果、小米、VIVO等智能手机新机型陆续推出，同时2020年下半年出货高峰期购机的消费者陆续进入设备更新周期，2023年4季度以来手机出货量在经历三年下行周期后出现回升。随着5G、人工智能等技术的发展，消费电子产品正变得更加智能化和互联化，智能家居和智能穿戴设备等产品将更加普及，推动设备间的互联互通，同时随着健康意识的提高和健身行业的不断发展，可穿戴设备增长具备潜力，IDC指出，2023年全球可穿戴设备出货量增长1.7%，同时预计2024年增幅将提高至10.5%。整体来看，消费电子产品朝更加智能化、个性化的方向发展，跨界融合和新兴技术的应用将成为未来的发展趋势。

TWS耳机产品进入成熟期，开放式耳机产品类型预期增长较快。近年智能语音交互功能越发成熟、传输稳定性性能不断提升，主动降噪产品的需求趋于饱和，TWS耳机进入瓶颈期。开放式耳机产品主要包含骨传导和气传导两种技术，相较于传统的声波经过空气传导的入耳式耳机，开放式耳机能够有效解决入耳式耳机长时佩戴耳朵胀痛、气导开放耳道耳机漏音严重等问题。根据沙利文的报告，2019年至2023年全球不入耳开放式耳机产品市场规模年复合增长率达到75.5%，随着短视频、直播等有声应用场景增多，用户对长时间佩戴耳机的用耳健康及舒适度要求提高，开放式耳机需求预期提高。

图1 全球 TWS 蓝牙耳机出货量及增速

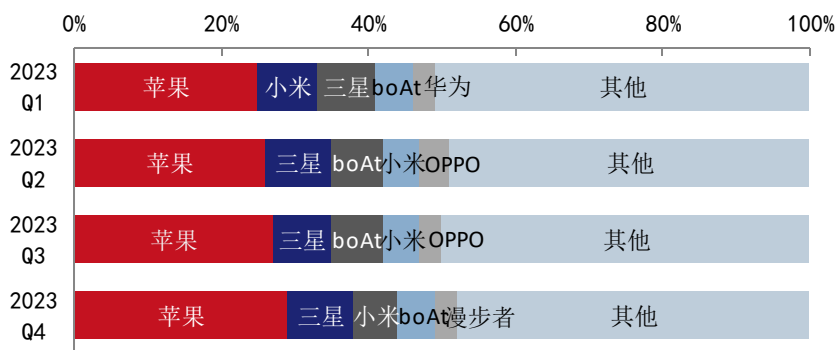


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

电声行业竞争激烈，终端产品同质化突出、价格竞争，国内中游制造厂商纷纷趋向低成本地区新建生产基地，随着国内制造成本优势弱化，多厂商亦在海外布局更多产能，未来订单开拓和多地生产管理能力和是创造盈利空间的关键

电声终端产品竞争较激烈，产品价格下探倒逼中游制造厂商成本控制。电声行业主要形成了品牌商、制造商中下游竞争赛道，其中品牌商主要采取品牌运营、品牌制造的经营模式，直接面向消费者提供电声产品；制造商主要采取 OEM、ODM 等经营模式，根据品牌商等客户的需求，进行产品的开发和生产。2023年全球主要的TWS耳机品牌厂商出货量除苹果稳居首位，其他品牌竞争较为激烈，终端产品同质化现象突出，各品牌为此不断推出新品，在品质、功能方面加大升级换代力度，以应对技术创新带来的产品竞争升级，IDC指出随着市场竞争日趋激烈电声产品价格下探，终端产品价格竞争倒逼中游电声制造商必须通过成本控制以维持自身的利润空间。

图2 2023年各季度全球 TWS 耳机出货量占比前五大品牌商



资料来源：canalys，中证鹏元整理

电声行业中游制造商的竞争集中在客户资源、研发能力、生产规模、产品品质、供货速度等方面，在中高端产品上这一竞争特征更为明显。我国大部分中小规模的制造企业集中于中低端产品的生产，凭借一定的生产、业务经验，能够灵活快速地满足客户的小规模需求，但缺乏自主研发能力和大规模生产能力。相比之下，国内具有较大规模的制造企业，如歌尔股份、立讯精密等，现已经进入到全球知名声学品牌的供应链当中，服务于国际品牌苹果、三星、哈曼、Skullcandy、JVC等。但中游制造商主要参与企业多数对大客户依赖度较高，面对下游大客户议价能力较低，成本转嫁能力较弱，随着下游产品价格下探，挤压制造厂商利润空间。

为降低生产成本，我国主流电声行业制造厂商纷纷于三四线城市新建生产基地。此外，近年随着我国劳动力供求关系的结构性矛盾以及老龄化加速带动劳动力成本进入上升通道，生产用工成本不断上涨，叠加大宗原材料及海运费用均有所上涨，国内制造成本优势弱化，同时为争夺海外市场份额、避免贸易制裁，多家制造商亦出海建厂，布局多产地协调生产。但需要关注的是，多地一体的产能布局同时面临新增折旧等成本压力和多地区协调管理能力的挑战，未来盈利空间依赖于业务订单的开拓和生产管理能力。

表3 我国部分电声产品制造商近年多地产能布局明细

公司	新建厂区所在地	项目	时间
歌尔股份	越南	拟投资不超过 2.8 亿美元设立子公司	2023 年公告

国光电器	越南	总投资 6.145 亿元人民币设立国光声学子公司	2023 年公告
	江西上饶	总投资 3 亿元人民币建设电声产品生产基地	2023 年公告
佳禾智能	越南	音箱和 TWS 耳机生产基地	2021 年投产
	江西萍乡	20 万平方米柔性智能制造生产基地	2023 年建成

资料来源：各上市公司披露公告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司系国内较知名的耳机、音箱等电声产品生产商之一，主要客户较为优质，2023年营收保持增长，但受期间费用增加及存货减值损失上升等影响净利润下滑，公司生产重心向江西萍乡和越南生产基地逐步转移有利于控制成本，但需关注新增产能的消化情况

公司为国内较知名的电声产品制造商之一，主要产品包括耳机、音箱、音频线、耳机部品及其他等电声产品。2023年公司耳机产品出货量保持较好增势，智能手表、智能眼镜等新产品收入随着业务领域布局的深入也呈增长趋势，全年营业务收入规模同比增长9.44%。2023年公司销售毛利率提高，主要受益于美元汇率上升，同时生产重心由东莞转至江西萍乡和越南生产基地，人力成本下降。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年 1-3 月			2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
耳机	35,289.35	78.90%	19.19%	186,411.72	78.41%	19.76%	167,346.38	77.04%	18.18%
音箱	5,989.25	13.39%	7.57%	41,705.62	17.54%	11.97%	41,843.91	19.26%	12.86%
智能穿戴产品	2,659.88	5.95%	6.61%	8,149.86	3.43%	5.62%	6,647.09	3.06%	6.77%
其他	787.08	1.76%	34.83%	1,465.57	0.62%	63.16%	1,387.71	0.64%	45.16%
合计	44,725.57	100.00%	17.16%	237,732.78	100.00%	18.18%	217,225.08	100.00%	16.98%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在电声领域保持一定的研发能力，持续在新品设计、技术创新等方面保持较大研发投入，2023年新获得多个骨传导耳机、颈挂式耳机以及智能眼镜等产品方面的相关专利，为业务发展提供了较好的技术保障

公司在电声领域具备一定研发实力，持续的研发投入已在音质、降噪、骨传导等新技术方面具备一定优势。公司注重研发投入，拥有专业研发团队，并建设了由声学实验室、电子实验室、软件实验室、结构试验室、光电处理实验室、算法仿真实验室、自动化测试实验室等构成的研发中心，先后被认定为广东省智能电声工程技术研究中心以及广东省智能穿戴工程技术研发中心。公司不断壮大研发团队并保持研发投入，2023年末研发人员数量592人，同比增加18.16%，在骨传导耳机、颈挂式耳机以及智能眼镜等产品方面新获得多个相关专利。截至2024年3月末，公司共拥有专利技术885项（含国外专利），其中发明专利95项，在平面振膜 HiFi电声技术、主动降噪、生理参数检测技术、3D 声场技术、骨传导减震降漏等方面取得了突破，公司骨传导耳机研发及技术方面较同业企业具备较强优势。

表5 公司研发投入情况

项目	2023年	2022年	2021年
研发人员数量（人）	592	501	446
公司研发投入金额（万元）	12,444.58	13,186.86	11,727.92
占营业收入比例	5.23%	6.07%	4.29%

资料来源：2021-2023年公司年报

2023年公司江西萍乡自建生产基地达产，完成“东莞-越南-江西”三位一体的产业基地战略布局，公司生产线可柔性化运作，有利于通过灵活配置各地生产进行成本控制，但新增折旧费用对盈利造成压力

公司为“东莞-越南-江西”三位一体的基地布局，在东莞松山湖新建运营中心，于2023年上半年迁入；在2018年在越南设立海外生产基地，以及在江西萍乡建设柔性智能制造生产基地并于2023年第四季度建成达产。

公司江西自建生产基地达产有效提高了公司生产能力，2023年产量随订单量增长。由于公司产品品类多、规格各异、零部件差异很大，生产工艺定制化程度也很强，不同的产品需要的工时存在较大的差异，即使在生产设备不变、生产员工人数不变的情况下，随着生产的产品类型不同，相应的工艺和产出速率亦有所变化，因此不存在标准产能，公司产能利用的灵活性较高，可调度东莞、越南、江西三个生产基地的生产任务，控制运营成本。2023年公司耳机类产品订单增长，产量同比增加，音箱产品订单相对稳定，智能手表、智能眼镜等智能穿戴产品产量增势较快。

表6 公司主要产品产量情况（单位：万个）

产品	2023年	2022年	2021年
耳机	1,867.48	1,698.72	2,179.63
音箱	278.76	271.15	216.46
智能穿戴产品	115.86	62.68	38.90

资料来源：公司提供

公司生产能力提高为业务扩张奠定了基础，但同时折旧费用对盈利形成压力，未来需持续关注市场拓展情况。2023年公司松山湖运营中心、江西产业园陆续建成投入使用，新增折旧费用2,466.49万元，对净利润造成压力。建成的江西产业园含公司向特定对象发行股票募集资金建设的江西电声产品柔性智能制造生产线建设项目、江西智能穿戴产品柔性生产线建设项目，叠加本期债券募投项目，公司整体布局新增产能规模较大，因前期订单未明显增长、定增募投项目产能可满足现有生产需求，截至2024年3月31日，公司本期可转债募投项目尚未开始投入，未来需持续关注本期可转债募投项目的推进情况，及市场开拓对新增费用的覆盖情况。

表7 截至 2023 年末公司主要扩产项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目建设状态	建设期
------	-------	--------	-----

江西电声产品柔性智能制造生产线建设项目（向特定对象发行股票募投项目，1,930万台电声产品的制造能力）	68,974.00	建成完工	2023年完工
江西智能穿戴产品柔性生产线建设项目（向特定对象发行股票募投项目，年产300万件智能手表产品、200万件智能眼镜产品）	19,839.00	建成完工	2023年完工
年产500万台骨传导耳机项目（本期债券募投项目）（江西）	26,588.64	未开工	2年
年产900万台智能手表项目（本期债券募投项目）（江西）	33,216.11	未开工	2年
年产450万台智能眼镜项目（本期债券募投项目）（江西）	27,583.65	未开工	2年
合计	176,201.40	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要客户较优质且稳定，但客户集中度高，不利于分散经营风险，且外销占比较高，存在一定的汇率波动风险

销售方面，公司采用ODM、OEM直销与自有品牌销售相结合的销售模式，2023年直销占比为94.80%，同时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，账期为90-120天，2023产销率为101.35%，维持在较高水平。

公司主要客户较优质稳定，但集中度较高。公司坚持“大客户、大订单”战略，拥有稳定且优质的核心客户群体，已为全球顶尖的电声/智能穿戴品牌商、智能终端品牌商和互联网品牌商提供开发和制造服务。2023年前三大客户与上年相同，订单量均有所增长。但中证鹏元关注到，公司客户集中度进一步提高，2023年单一客户销售收入占比最高为52.74%，对单一客户的依赖性较大，若未来主要客户因产品结构调整、供应链结构调整等情况减少向公司下达的订单，或大幅降低采购价格，公司经营业绩将受到不利影响。

表8 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	前五大客户	销售金额	占比
2023年	客户一	125,378.17	52.74%
	客户二	45,983.52	19.34%
	客户三	14,346.31	6.03%
	客户四	9,217.43	3.88%
	客户五	8,933.92	3.76%
	合计	203,859.35	85.75%
2022年	客户一	114,435.95	52.68%
	客户二	23,485.81	10.81%
	客户三	13,011.69	5.99%
	客户四	10,712.05	4.93%
	客户五	9,567.84	4.40%
	合计	171,213.33	78.81%

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

从产品类型看，公司耳机类产品以TWS传统耳机为主，2023年客户产品迭代，较高附加值订单占比

提高，同时产品生产重点由东莞转移至江西萍乡拉低人工成本，耳机产品毛利率提升；音箱产品和智能穿戴产品受终端价格下滑影响，毛利率有所下滑。

表9 公司主要产品销售情况（单位：万个、元/个）

产品	项目	2023年		2022年	
		销量	价格	销量	价格
耳机	销量	1,899.77		1,734.00	
	价格	98.12		96.51	
	毛利率	19.76%		18.18%	
音箱	销量	284.74		274.60	
	价格	146.47		152.38	
	毛利率	11.97%		12.86%	
智能穿戴产品	销量	101.72		66.40	
	价格	80.12		100.11	
	毛利率	5.62%		6.77%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司以外销为主，外销业务毛利率表现相对较好，但外销客户主要以美元定价，存在一定的汇率风险，未来若人民币出现持续升值，可能一定程度上影响公司利润，同时需关注国际政治变动及贸易摩擦对公司业务的影响。

表10 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
外销	156,353.91	22.30%	154,112.84	19.14%
内销	81,378.86	10.26%	63,112.24	11.72%
合计	237,732.78	18.18%	217,225.08	16.98%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司营业成本以材料采购为主，供应商较分散，2023年材料采购价格有所下滑，缓解了部分盈利压力

公司营业成本主要由直接材料、直接人工、制造费用等构成，其中直接材料占比80%左右。2023年直接材料成本随订单增长，江西基地投产后，增加工作人员，直接人工成本有所增加；新基地投产带来折旧增加，制造费用占比提高。

表11 公司成本构成情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重
直接材料	155,320.38	79.85%	147,219.94	81.64%
直接人工	20,089.36	10.33%	16,905.51	9.37%
制造费用	14,074.76	7.24%	11,636.45	6.45%

委外加工费	5,032.15	2.59%	4,574.34	2.54%
-------	----------	-------	----------	-------

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

原材料采购方面，公司采购PCBA、电池、喇叭、包材、集成电路等，其中采购占比较高的PCBA和电池的价格下滑，缓解了部分盈利下滑压力，采购结算没有较大变化，仍以90天为主。由于电声产品形态多样所需原材料型号繁多，公司采购原材料对应的供应商种类亦较多，供应商集中度整体较低，有助于分散采购风险。

表12 公司主要原材料单价变动（单位：元/个）

原材料	2023 年	2022 年
PCBA	8.19	8.33
电池	4.70	5.48
喇叭	2.47	2.59
包材	0.22	0.25
集成电路	2.80	2.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

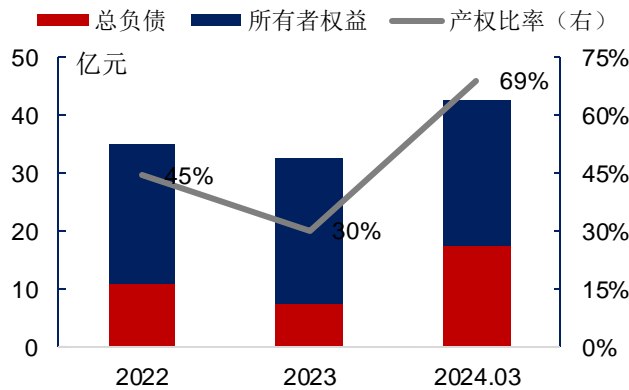
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年和2024年1季度公司合并报表范围各新增1家子公司，2024年1季度减少1家子公司，截至2024年3月末，公司纳入合并报表范围内的子公司共12家。

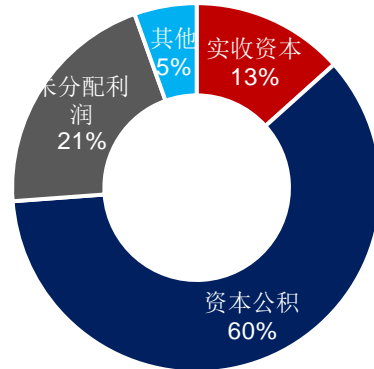
资本实力与资产质量

公司发行本期可转债后资产规模大幅提升，资产以货币资金及理财产品、应收货款、存货和厂房、设备为主，整体资产流动性尚可，但需关注应收账款回收风险和存货跌价风险

随着经营积累，公司资本实力小幅提升，2024年1月发行本期债券拟用于建设江西新生产线，资产规模大幅增长，2024年3月末产权比率上升至69%，所有者权益对债务的保障程度减弱。所有者权益结构方面，以资本公积及未分配利润为主，资本公积主要为公司发行股票所形成。

图3 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2024年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着新厂房和产线持续投入建设，2023年末公司货币资金有所减少，2024年1月可转债募集资金到位后，货币资金大幅增长，公司用闲余资金购买理财产品，截至2024年3月末交易性金融资产8.96亿元，货币资金余额10.18亿元，无使用受限情况。应收账款主要为应收客户的购货款，2023年末规模随收入增长而有所上升，账龄在3个月以内的应收账款占比为88.68%，前五大应收对象的余额占比为77.10%，款项较为集中，年末共计提坏账准备0.19亿元，未来需关注应收账款回收风险。公司存货主要由原材料、库存商品、半成品等构成，2023年公司加强生产和库存管理，存货规模下降，年末存货余额4.69亿元，计提存货跌价准备0.30亿元，公司主要产品更新迭代速度较快，部分储备原材料可能随着机型变化不再适用，未来仍有一定存货跌价风险。

公司固定资产主要为房屋、厂房以及机器设备。公司积极布局“东莞-越南-江西”三位一体的生产基地，加速生产线自动化升级和柔性化生产等精益生产战略的实施，2023年松山湖总部运营中心、江西电声产品和智能穿戴产品生产线达到可使用状态，在建工程全部转固，固定资产规模大幅增加，全年增加折旧0.57亿元，对盈利形成一定压力。

综合来看，公司资产规模增长，主要以货币资金、应收账款、存货、生产基地及产能投入为主，需关注应收账款回收风险和存货跌价带来的压力，2023年末公司无受限资产，整体资产流动性尚可。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.18	23.77%	7.79	23.88%	9.30	26.39%
交易性金融资产	8.96	20.92%	0.85	2.62%	2.50	7.11%
应收账款	4.30	10.04%	5.24	16.05%	4.42	12.55%
存货	5.05	11.79%	4.69	14.37%	5.66	16.06%
流动资产合计	30.06	70.21%	19.88	60.93%	23.48	66.65%

固定资产	9.51	22.22%	9.61	29.46%	3.88	11.02%
在建工程	0.03	0.06%	0.00	0.00%	4.37	12.40%
非流动资产合计	12.76	29.79%	12.75	39.07%	11.75	33.35%
资产总计	42.82	100.00%	32.63	100.00%	35.23	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

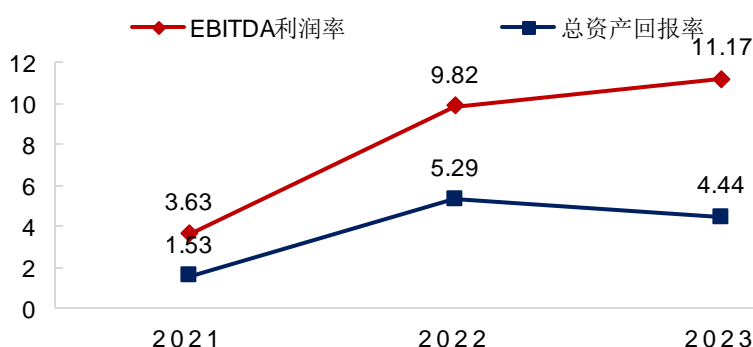
盈利能力

2023年公司营业收入和销售毛利率稳定增长，但期间费用和减值损失大幅增加拉低净利润，未来产能释放依赖于业务增长，需持续关注订单开拓情况

公司收入主要由耳机业务销售及音箱业务销售构成，近年来公司谋求传统声学产品稳步增长的同时，积极拓展骨传导耳机、智能眼镜、智能手表等新品。2023年得益于耳机产品订单增加以及积极拓展智能穿戴新品，公司营业收入稳定增长，毛利率提升主要是公司加强了与境外高毛利率产品客户的合作，以及江西生产基地的投入使用，降低了综合成本。2024年一季度订单量有所回落，毛利率受音箱毛利下降影响呈现下滑。

2023年公司松山湖运营中心和江西新的生产基地的投入使用，导致折旧摊销等费用增加，全年管理费用增加52.52%；公司产品外销占比较大，汇率波动对利润影响较大，2022年美元兑人民币汇率大幅增长，而2023年汇率变动放缓，导致财务费用中的汇兑收益同比减少，从而使财务费用总额较上期增加；为拓展新业务和加强客户关系，业务招待费和销售人员薪酬增加，2023年销售费用同比增加61.37%。因下游大客户产品机型迭代使原材料库龄增长，2023年公司计提存货跌价损失增加，此外应收账款计提坏账有所增加。2023年公司净利润受费用和减值损失影响较大，EBITDA利润率上升，但总资产回报率出现下滑。公司新增较多固定成本、费用，未来订单开拓较为关键，需持续关注公司盈利情况。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

可转债发行后公司杠杆水平有所提高，目前现金类资产对短期债务保障程度仍较好，短期集中兑

付压力不大

为满足扩产的资本投入需求以及经营流动资金，公司2024年一季度成功发行本期可转债，同时银行短期借款回升，债务规模大幅增加。2023年3月末债务以短期借款和应付债券为主，短期借款为银行渠道的保证借款和抵押借款，应付债券规模9.21亿元，期限6年，长短期债务匹配较为符合公司目前扩充产能及经营所需。此外，公司经营性负债主要为应付供应商货款，账期较短，多在1年以内。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.06	11.78%	0.42	5.58%	2.81	25.80%
应付账款	4.92	28.13%	5.96	78.57%	7.02	64.55%
流动负债合计	7.83	44.74%	7.11	93.78%	10.49	96.44%
应付债券	9.21	52.63%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	9.67	55.26%	0.47	6.22%	0.39	3.56%
负债合计	17.50	100.00%	7.58	100.00%	10.88	100.00%
总债务合计	11.19	63.95%	0.38	5.01%	2.77	25.47%
其中：短期债务	1.98	11.32%	0.38	5.01%	2.77	25.47%
长期债务	9.21	52.63%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，公司经营活动现金流以销售回款为主要构成，2023年FFO大幅增长，主要系公司业务回款随着收入增长的上升，同时采用“保业绩、保现金流”经营方针减少存货储备，采购规模减少。

杠杆状况方面，2024年3月末公司资产负债率40.86%，有明显提高但尚处于中等水平。近年公司净债务均为负数，使得净债务/EBITDA均为负，2023年各项杠杆指标表现较好，预计2024年公司EBITDA利息保障倍数将随着本期债务成本增加而下降。

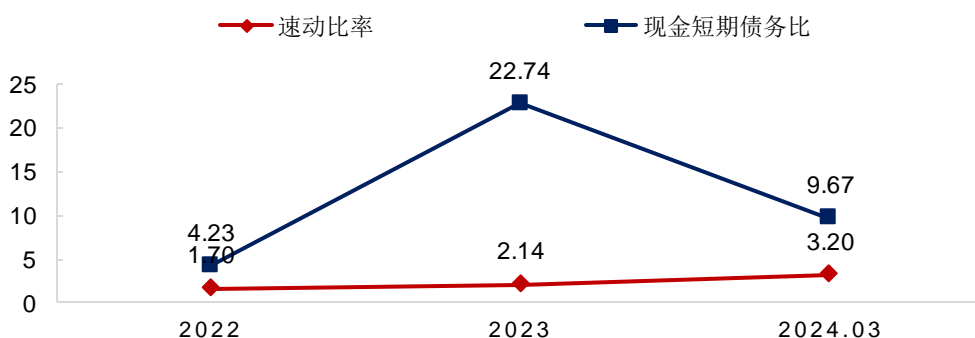
表15 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.80	3.26	1.36
FFO（亿元）	-0.04	2.19	1.68
资产负债率	40.86%	23.24%	30.87%
净债务/EBITDA	--	-2.88	-3.92
EBITDA 利息保障倍数	--	60.49	34.14
总债务/总资本	30.64%	1.50%	10.21%
FFO/净债务	--	-28.63%	-20.06%
经营活动现金流/净债务	-10.27%	-42.68%	-16.29%
自由现金流/净债务	5.61%	2.33%	3.39%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司速动比率上升，现金短期债务比有所波动，现金类资产对短期债务的保障程度较好，短期偿付压力不大。未来随着本期募投项目产能建设支出和运营支持增加，预期现金类资产对短期债务的覆盖程度将下滑。公司的融资渠道包括股权融资、债权融资等，根据公司提供的数据，截至2024年3月末，公司未使用的银行授信额度为18.51亿元，可为公司提供一定流动支持。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的相关说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

安全生产及社会责任方面，根据公司提供的相关说明及公开资料查询，过去一年，公司未因违规经营、违反政策法规、产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生重大安全事故。

公司治理

目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。公司治理与管理方面，根据说明，近三年公司高管不存

在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违纪事项。公司实际控制人严文华、严帆均为公司创始人，股权结构较稳定。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年3月13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；公司公开发行的债券无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月13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、结论

公司为国内较知名的电声产品制造商之一，与全球顶尖的电声/智能穿戴品牌商、智能终端品牌商和互联网品牌商建立了紧密的合作关系，未来业务持续性较好，2023年公司营收和综合毛利率均有所上升，但新建的江西生产基地和松山湖运营中心建成后折旧成本增加，同时在存货跌价损失及销售费用增加等影响下，公司盈利下滑，且公司客户集中度高，不利于公司分散经营风险。2023年现金流和杠杆状况指标表现较好，后续受本期债券发行及未来资本持续投入影响下，EBITDA利息保障倍数将随着本期债务成本增加而下降，现金短期债务比预期亦将有所下滑。整体来看，公司抗风险能力一般。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，维持“佳禾转债”信用等级为A+。

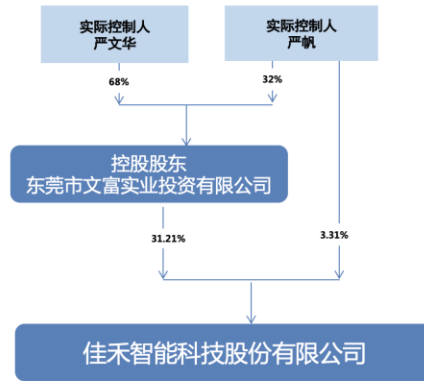
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	10.18	7.79	9.30	13.46
交易性金融资产	8.96	0.85	2.50	0.25
应收账款	4.30	5.24	4.42	4.89
存货	5.05	4.69	5.66	6.59
流动资产合计	30.06	19.88	23.48	26.77
固定资产	9.51	9.61	3.88	3.92
在建工程	0.03	0.00	4.37	1.30
非流动资产合计	12.76	12.75	11.75	7.68
资产总计	42.82	32.63	35.23	34.45
短期借款	2.06	0.42	2.81	3.81
应付账款	4.92	5.96	7.02	7.08
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.03
流动负债合计	7.83	7.11	10.49	11.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	9.21	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	9.67	0.47	0.39	0.21
负债合计	17.50	7.58	10.88	11.82
总债务	11.19	0.38	2.77	3.72
其中：短期债务	1.98	0.38	2.77	3.70
长期债务	9.21	0.00	0.00	0.02
所有者权益	25.32	25.05	24.36	22.63
营业收入	4.47	23.77	21.72	27.34
营业利润	0.12	1.48	1.82	0.38
净利润	0.14	1.32	1.74	0.52
经营活动产生的现金流量净额	0.80	3.26	1.36	-1.92
投资活动产生的现金流量净额	-9.32	-1.78	-4.45	-0.48
筹资活动产生的现金流量净额	10.90	-2.94	-1.08	10.76
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.14	2.66	2.13	0.99
FFO（亿元）	-0.04	2.19	1.68	-0.22
净债务（亿元）	-7.83	-7.64	-8.37	-9.21
销售毛利率	17.16%	18.18%	16.98%	9.57%
EBITDA 利润率	--	11.17%	9.82%	3.63%
总资产回报率	--	4.44%	5.29%	1.53%
资产负债率	40.86%	23.24%	30.87%	34.30%

净债务/EBITDA	--	-2.88	-3.92	-9.29
EBITDA 利息保障倍数	--	60.49	34.14	10.97
总债务/总资本	30.64%	1.50%	10.21%	14.12%
FFO/净债务	--	-28.63%	-20.06%	2.36%
经营活动现金流/净债务	-10.27%	-42.68%	-16.29%	20.84%
自由现金流/净债务	5.61%	2.33%	3.39%	45.44%
速动比率	3.20	2.14	1.70	1.74
现金短期债务比	9.67	22.74	4.23	3.70

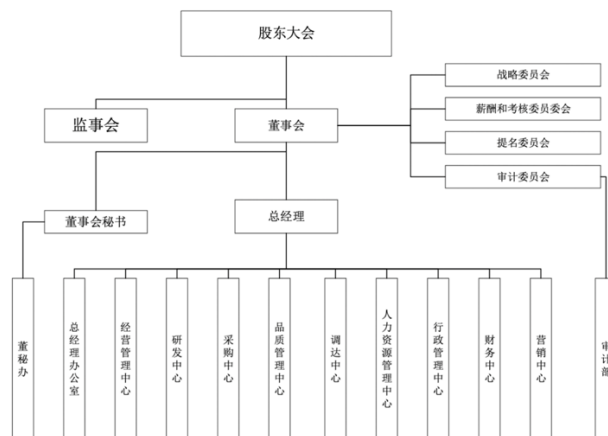
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 4 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 4 月）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月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（%）	业务性质
东莞市佳禾电声科技有限公司	15,500	100.00	制造业
佳禾声学（香港）有限公司	-	100.00	进出口贸易
广东思派康电子科技有限公司	5,000	100.00	制造业
广东佳禾新能源有限公司	3,000	100.00	制造业
江西佳禾电声科技有限公司	15,000	100.00	制造业
深圳声氏科技有限公司	200	100.00	贸易
东莞佳禾贸易有限公司	2,000	100.00	贸易
江西佳芯物联有限公司	8,000	100.00	制造业
佳禾越南有限公司	-	100.00	制造业
香港思派康电子科技有限公司	-	100.00	进出口贸易
中创广通科技有限公司	5,000	51.00	设备制造
佳禾新能源（江西）有限公司	1,500	100.00	建设工程施工,发电业务,输电业务

注：广东佳禾新能源有限公司原名“广东贝贝机器人有限公司”。

资料来源：公司提供及公开资料，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+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、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。