



2022年厦门松霖科技股份有限公司公开发行 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

2022年厦门松霖科技股份有限公司公开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	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
松霖转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：厦门松霖科技股份有限公司（以下简称“公司”或“松霖科技”，股票代码：603992.SH）为国际知名厨卫品牌的 IDM 厂商，同时积极发展美容健康品类，客户资质较好且合作稳定，同时经营获现能力强，随着亏损的直营整家业务剥离，2023 年公司业绩恢复增长；但中证鹏元也关注到，在全球消费下行背景下，下游客户去库存导致公司厨卫健康品类收入规模下降，产能未充分利用，原材料价格及汇率波动对公司经营业绩及财务表现影响较大等风险因素。

评级日期

2024 年 6 月 24 日

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

评级总监：

联系电话：0755-82872897

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	41.11	42.52	44.17	40.36
归母所有者权益	26.92	25.72	21.75	22.26
总债务	--	7.34	9.20	5.81
营业收入	6.81	29.83	31.81	29.77
净利润	1.11	3.91	2.85	3.12
经营活动现金流净额	1.31	4.77	6.15	2.88
净债务/EBITDA	--	-1.42	-1.02	0.08
EBITDA 利息保障倍数	--	22.00	18.22	36.42
总债务/总资本	--	22.43%	27.89%	19.33%
FFO/净债务	--	-0.60	-0.76	10.62
EBITDA 利润率	--	21.17%	17.43%	16.99%
总资产回报率	--	9.32%	8.28%	11.02%
速动比率	2.99	2.32	2.29	1.17
现金短期债务比	--	21.17	8.13	2.88
销售毛利率	35.54%	35.02%	30.79%	29.54%
资产负债率	34.50%	39.52%	46.16%	39.97%

注：2022-2023 年末净债务为负。

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

优势

- **公司拥有稳定的优质客户。**公司以 IDM 模式为 Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）和、Grohe（德国高仪）、Roca（西班牙乐家）、Kohler（美国科勒）、Waterpik（美国洁碧）、ADEO（法国安达屋）和 Saint-Gobain（法国圣戈班）等国际知名卫浴品牌商提供的花洒、淋浴系统等配件产品，近年来积极扩展美容健康产品，2022-2023 年公司前五大客户保持稳定。
- **公司经营获现能力强，且随着亏损业务剥离，2023 年业绩恢复增长。**公司经营活动现金流对同期净利润覆盖倍数较高，FFO 规模较大，利润质量较高；同时随着直营整家“松霖·家”亏损业务的剥离，公司在营业收入小幅下降的情况下，2023 年净利润同比增长 37.01% 至 3.91 亿元。

关注

- **全球消费疲软，下游客户去库存致公司营收增速下滑，连续两年产能未充分利用。**2023 年以来，全球消费市场表现有所分化，但整体需求表现仍较为疲软，众多卫浴厂商进入去库存阶段；公司作为 IDM 厂商，营业收入同下游核心客户销售规划直接绑定，虽然国内智能卫浴行业的高景气度等为公司厨卫健康品类带来一定增量，但板块整体营收仍继续小幅下降，2022-2023 年产能利用率水平一般。
- **原材料价格及汇率波动对公司经营业绩及财务表现影响较大。**公司为出口型制造企业，直接材料在公司营业成本中占比较高，且公司原材料成本传导机制存在一定滞后性，塑料米、铜锌合金等主要原材料价格上涨会推高公司生产成本，此外，公司外销收入占比在六成以上，需关注人民币升值对业务开拓和业绩的抑制作用。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司将继续同下游核心客户保持稳定关系，预计公司经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元、%）

指标	松霖科技	建霖家居
总资产	42.52	46.99
营业收入	29.83	43.34
净利润	3.91	4.24
销售毛利率	35.02	25.97
资产负债率	39.52	34.03
厨卫产品销量（万件）	7,106.78	24,207.95
厨卫产品毛利率	33.36	26.14

注：（1）以上各指标均为 2023 年数据。

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
工商企业通用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				0
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。

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
松霖转债	6.10	6.0994	2023-6-16	2028-7-20

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7月发行6年期6.10亿元“松霖转债”，募集资金计划用于美容健康及花洒扩产及技改项目。截至2023年末，“松霖转债”募集资金专项账户余额为2.12亿元，另有结构性存款1.92亿元和通知存款0.27亿元，合计4.31亿元。

三、发行主体概况

2023年以来，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，因公司2023年实施股权激励计划以及少量的“松霖转债”转股，公司股本略有增加。截至2024年3月31日，公司股本为4.08亿元，控股股东松霖集团投资有限公司（以下简称“松霖投资”）持有公司30.58%股权，实际控制人周华松、吴文利夫妇以直接和间接方式合计控制公司84.53%股权，其中实际控制人周华松、吴文利夫妇控制松霖投资质押公司股权2,003.00万股，占其持有的股份比例为22.51%，占公司总股本的4.91%。

2023年，公司转让、清算各一家子公司，未新增子公司，具体见下表所示。截至2023年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司4家。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
厦门松霖家居有限公司	100%	70,000	直营整家	转让
厦门倍杰特贸易有限公司	100%	500	贸易	清算

资料来源：公司2023年年报、公开资料，中证鹏元整理

公司成立至今专注于花洒等厨卫健康品类的代加工，并已扩展美容花洒等美容健康品类，当前发展模式以IDM为主，同时于2021年通过收购厦门倍杰特科技有限公司（以下简称“倍杰特”）51%股权进入智能马桶代加工领域，并于2023年10月收购倍杰特剩余的49%股权，两次收购价款合计6.28亿元，形成商誉0.92亿元，合计确认商誉0.92亿元，需关注商誉减值风险。2023年9月公司剥离定位整家定制的“松霖·家”业务至股东松霖投资，实现投资收益0.27亿元。2023年，受全球消费整体下行影响，子公司漳州松霖智能家居有限公司订单减少，同期业绩转为亏损，具体见下表所示。

表2 截至2023年末公司部分子公司基本情况（单位：万元）

企业名称	简称	主要产品	总资产	净资产	净利润
漳州松霖智能家居有限公司	漳州松霖	五金龙头、智能健康等产品	130,006.69	66,235.57	-51.65

厦门倍杰特科技有限公司	倍杰特	智能马桶、盖板、水箱配件等	58,041.65	31,528.56	8,209.76
-------------	-----	---------------	-----------	-----------	----------

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

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。

行业经济环境

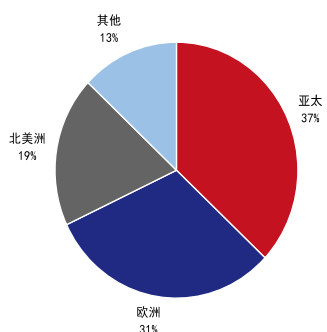
（一）整体卫浴行业

全球卫浴配件行业高端市场集中度高，国内企业通过自建品牌和代工模式参与国际竞争，2023年以来全球消费仍处于复苏阶段，行业增长存在压力

欧洲、北美及日本等地区因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，系全球整体卫浴市场主要消费区域，并促成了较多国际知名卫浴品牌，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。

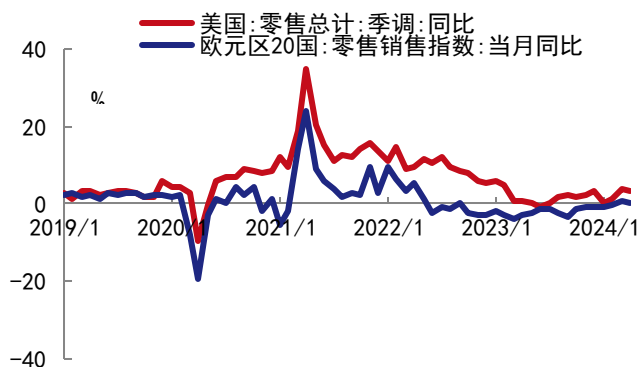
经过多年的发展，国内卫浴配件行业发展迅速，以惠达卫浴、九牧厨卫、乐华洁具等为代表的企业已建立起自有卫浴品牌，并逐步参与到国内中高端卫浴配件产品市场的竞争；以建霖家居、松霖科技、海鸥住工、路达工业等为代表的企业则通过不断扩大生产制造规模、提升产品设计和技术研发能力，以ODM、OEM等模式参与到国际卫浴配件产业链，与国际高端卫浴品牌的合作是加工企业的业绩保障。

图1 全球整体卫浴市场主要消费区域



资料来源：Statista，中证鹏元整理

图2 欧美市场消费疲软



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2023年以来，全球经济仍较为疲软，消费仍处于下行通道，众多卫浴产品厂商进入去库存阶段，行业面临增长压力，其中欧元区2022年下半年以来零售消费指数持续处于负增长区间，以欧洲消费市场为主的中国企业业绩受到较大不利影响。

（二）美容健康护理行业

全球美容健康护理行业蓬勃发展，技术和产品创新及消费结构升级助推我国美容仪市场迎来广阔发展空间

随着全球美容健康护理行业产品、技术的不断创新，产品形式、种类也日趋丰富，客户需求被不断挖掘，据 GIR (Global Info Research) 调研，按收入计，2023 年全球美容电器市场销售额达到了 365.90 亿

美元，预计 2028 年将达到 1,069.50 亿美元，2024-2030 年期间，年复合增长率将为 16.6%。在全球个人护理电器市场中，欧洲及美国为全球两个最大的个人护理电器消费市场，日本则是全球发展最成熟的个人保健及美容市场之一。

伴随我国经济的快速发展以及消费结构持续升级，电器美容作为消费者对美妆护肤方面需求的进一步延伸，因其机身小巧轻便、做工精致及使用时间灵活而深受女性消费者的青睐。我国美容仪市场虽然起步较晚，但由于人口数量众多，是全球重要的美容市场，加上近年来我国经济水平的不断提高，居民生活水平的不断提高让美容市场出现了爆发式增长。据统计，2022 年中国传统电商渠道美容美体仪器销售额达 119 亿元，2026 年中国家用美容仪市场规模将突破 200 亿元。而 2020 年我国个护家电保有量仅 135.6 台/千人，不仅低于日韩，更是远低于美国的 481.2 台/千人，具有广阔的发展空间。

五、经营与竞争

公司为全球各大知名厨卫品牌稳定的成品供应商，2023 年公司剥离直营整家“松霖·家”业务，聚焦健康硬件 IDM 主业，美容健康产品市场需求旺盛推动公司相关产品销售收入大幅增长，但难抵受全球消费偏弱的影响，营业收入小幅下降，未来需持续跟踪厨卫健康品类需求恢复情况

随着直营整家“松霖·家”业务剥离，公司聚焦健康硬件 IDM 主业，仍主要为全球各大知名厨卫企业、美容个护企业等提供 IDM 硬件产品，近年积极拓展美容健康品类。2023 年，受益于美容健康类行业景气度较高，公司美容健康产品收入同比增长 79.19%，但基数小，难抵厨卫产品外需偏弱影响，同期厨卫健康产品收入同比下降 7.46%，叠加“松霖·家”业务剥离，公司营业收入小幅下降。

毛利率方面，公司 2023 年销售毛利率同比增加 4.23 个百分点，一方面是人民币汇率小幅贬值，另一方面是产品结构调整，如高毛利率的美容健康产品收入占比小幅提升。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

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
厨卫健康产品	5.92	86.93	33.55	26.15	87.66	33.36	28.26	88.85	30.63
美容健康产品	0.70	10.27	56.03	2.59	8.69	58.25	1.45	4.55	54.72
其他	0.19	2.80	21.91	0.77	2.58	21.01	0.92	2.88	16.61
健康硬件 IDM 小计	6.81	100.00	35.54	29.51	98.93	35.22	30.62	96.20	31.35
松霖·家	0.00	0.00		0.32	1.07	16.73	1.18	3.72	16.13
合计	6.81	100.00	35.54	29.83	100.00	35.02	31.81	100.00	30.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

IDM 模式下，公司同国际知名、高端厨卫品牌继续保持稳定合作关系，但公司对核心客户存在一定依赖，需关注全球消费恢复情况对公司业绩的影响

公司主要以 IDM 经营模式、并辅以 ODM、OEM 等模式向全球各大知名厨卫企业、美容产品品牌企

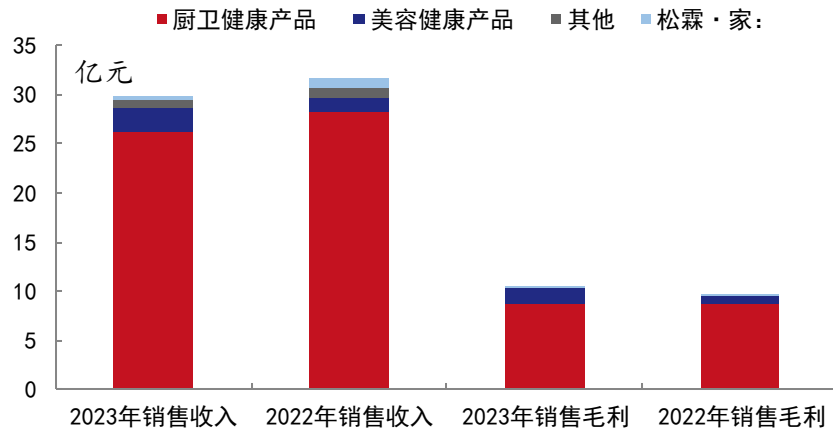
业提供IDM硬件产品。IDM模式的关键在于创新能力，需持续向客户输出产品创新方案，基于此，公司持续加大研发投入，2023年研发投入2.04亿元，同比增长5.88%，研发投入强度6.82%，新获得授权发明专利数61项。同时，公司通过股权激励计划绑定研发人员，2023年推行的股权激励计划中，研发人员获得215.50万股份，股份数量仅次于管理人员，占股权激励计划股份总数的30.90%。

公司拥有较为优质的稳定客户，但对主要客户存在一定依赖。公司无自有品牌，直接客户为厨卫、美容健康类产品品牌商，目前公司已同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）、ADEO（法国安达屋）和Saint-Gobain（法国圣戈班）等国际知名/高端厨卫、家居、美容健康品牌商及大型连锁建材零售商达成合作，近年来公司前五大客户较为稳定。因收购倍杰特，引入箭牌家居（001322.SZ）等国内品牌商客户，随着倍杰特与箭牌家居在智能卫浴领域的合作力度加大，2023年，箭牌家居成为公司前五大客户。但公司客户集中度较高，2023年公司前五大客户占比为39.10%，集中度较上年基本持平。整体来看，公司对核心客户仍存在一定依赖，需持续关注重要客户2024年产品销售情况及采购策略改变对公司需求的影响。

2023年主业IDM各品类营收增长明显分化，国内智能卫浴行业的高景气度为公司厨卫健康品类带来一定增量，但难抵海外客户去库存影响，厨卫健康品类营收继续走弱，美容健康品类发展趋势良好

公司自花洒、淋浴系统等配件起家，后借助内延外购持续扩充品类，目前已形成厨卫健康品类为主力，美容健康品类快速发展，新兴健康品类积极孵化的品类格局。2023年厨卫健康品类仍为公司第一大营收来源，营收占比高达87.66%，主要是由花洒、淋浴系统等公司传统优势产品和并购子公司倍杰特旗下的马桶配件、智能马桶等卫浴产品贡献。受益于国内智能卫浴行业的高景气度，2023年倍杰特营业收入同比增长9.10%至8.02亿元，但难抵海外市场去库存影响，公司龙头、花洒等厨卫传统产品收入明显下降，最终使得厨卫健康板块营收有所下滑。美容健康品类现已成为公司第二增长点，主要面向日本品牌商客户，受益于美容健康行业高景气度，2023年美容健康品类营收高速增长，增速达79.19%，但基数较小，对业绩拉动有限，目前产品结构中美容花洒和美容仪贡献了绝大部分收入，有待健发仪等其他细分单品放量增长。此外，随着直营整家“松霖·家”业务被剥离，公司甩掉长期亏损包袱，聚焦主业，有助于业绩健康增长，其中2022年厦门松霖家居有限公司（以下简称“松霖家居”）净利润为-1.04亿元，亏损额是同期公司净利润的36.32%。

需关注公司外销业务的汇率波动风险。公司外销收入主要分布在欧洲、美国、日本等，受外需减少影响，2023年公司外销收入同比下降10.26%至19.40亿元，外销收入占比仍达65.04%。因倍杰特的销售毛利率低于公司本部及高毛利的美容健康产品主要销往境外，故境外业务的毛利率明显高于境内，叠加人民币小幅贬值，境外收入的毛利率提升5.26个百分点至40.39%，高于境内收入毛利率15.34个百分点，同时确认汇兑收益1,491.06万元。考虑到汇率波动风险大且直接外销出口收入占比在六成以上，需关注人民币升值对业务开拓和业绩的抑制作用。

图3 公司销售收入和销售毛利情况


资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着漳州基地资本开支持续投入，公司2023年产能略有增长，但下游需求不足导致开工率不足，存在富余产能，需持续关注全球消费复苏情况对公司产能消化的影响

截至2024年3月末，公司在厦门和漳州拥有两大较为成熟的生产基地，其中漳州基地正在扩大美容健康品类产能，越南基地处于建设阶段。公司起家于全球卫浴重要生产基地厦门，后随着产业链转移，在漳州设立生产基地，当前，为应对国际贸易冲突、保障产品的交付与供给能力，公司已在越南布局生产基地。

目前后续随着漳州基地和越南基地陆续投产，公司美容健康品类和厨卫健康品类产能将大幅增长，当前美容健康护理行业增长较快，越南制造基地的投建将提高公司产品的交付、供给能力，有助于进一步满足公司海外业务拓展的需求，但仍需关注全球消费下行可能给产能消化带来的不利影响。

表4 截至 2024 年 3 月末公司主要在建项目情况

项目名称	位置	计划总投资	已投资	产能规划	资金来源
美容健康及花洒扩产及技改项目	漳州基地为主	5.12 亿元	2.29 亿元	865 万件花洒类、201.50 万件美容健康类产品	募集资金
越南生产基地	越南	5,000 万美元	1,600 万美元	花洒、智能马桶盖、水龙头、软管的生产、制造、加工、组装	自有资金

注：上表中的募投项目计划总投资不包括铺底流动资金。

资料来源：公司提供

产销方面，2023年美容健康品类产销量大幅增长，产能利用率及产销率继续维持在较高水平。但厨卫健康品类因下游客户去库存，2023年公司产销规模持续下降，产能利用率已连续两年低于70%，富余产能较多，未来需持续关注全球经济下行可能带来的产能消化压力。

表5 公司健康硬件 IDM 业务产销情况（单位：万套）

产品	项目	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
----	----	--------------	--------	--------

厨卫健康品类	产能	2,752.99	10,783.22	10,457.79
	产量	1,697.60	7,141.08	7,310.90
	产能利用率	61.66%	66.22%	69.91%
	销量	1,687.58	7,106.78	7,621.88
	其中：内部领用量	435.77	1,572.80	2,044.45
	产销率	99.41%	99.52%	104.25%
美容健康品类	产能	129.6	518.4	274.56
	产量	69.79	444.58	265.21
	产能利用率	53.85%	85.76%	96.60%
	销量	71.26	432.60	264.86
	产销率	102.10%	97.31%	99.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年以来，主要原材料价格整体呈下行趋势，公司成本管控压力有所缓解

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17%左右。公司直接材料包括原材料（塑料米、铜锌合金）和零配件（五金零配件、橡胶零配件）。

2023年，因美容健康品类产销量大幅增加，公司五金零配件、塑料米主要原材料采购量均有所增加，但由于铜锌合金是厨卫健康品类的原材料，采购量随着厨卫健康品类产量下降而明显减少。价格方面，主要原材料采购价格于2023年均有所回落，虽塑料米价格在2024年有所上涨，但五金零配件和铜锌合金价格均在继续下移，整体来看，公司成本压力有所缓解。

表6 公司原材料采购情况（单位：件、吨、元/件、元/吨、万元）

原材料	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
五金零配件	采购数量	11,229.37	48,234.45	46,394.10
	单价	0.80	0.84	0.92
	金额	9,020.93	40,344.69	42,696.40
	采购占比	32.44%	29.08%	32.66%
塑料米	采购数量	5,281.67	24,140.57	22,928.69
	单价	11,660.60	10,649.94	12,324.09
	金额	6,158.75	25,709.57	28,257.53
	采购占比	22.15%	18.53%	21.62%
铜锌合金	采购数量	314.50	1,166.34	1,474.40
	单价	47,499.34	48,349.84	49,113.44
	金额	1,493.85	5,639.23	7,241.30
	采购占比	5.37%	4.06%	5.54%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年，公司前五大供应商占比为13.48%，继续维持在较低水平，采购集中度不高，且上游原材料

供应充足，对供应商不存在重大依赖。

2023年净营业周期小幅缩短，营运资金压力不大

公司与建霖家居均主要为国际知名卫浴品牌的成品供应商，两者应收账款周转天数基本一致，且2023年保持稳定。公司产品种类相较于建霖家居相对偏少，故存货周转效率高于建霖家居，此外，2023年，公司加大对倍杰特的存货管理力度，公司整体存货周转效率恢复至往年水平。在对上游供应商占款方面，公司强于建霖家居。综合上述因素，2023年公司净营业周期小幅改善，营运资金压力不大。

表7 公司经营效率情况（单位：天）

项目	2023年		2022年	
	松霖科技	建霖家居	松霖科技	建霖家居
应收款项周转天数	66	67	68	67
存货周转天数	63	80	74	85
应付款项周转天数	87	64	90	64
净营业周期	42	82	52	87

资料来源：Wind

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告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2021-2023年审计报告及2024年一季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围各转让、清算一家子公司，其中转让子公司松霖家居全部股权导致公司固定资产、无形资产、使用权资产均有所减少。

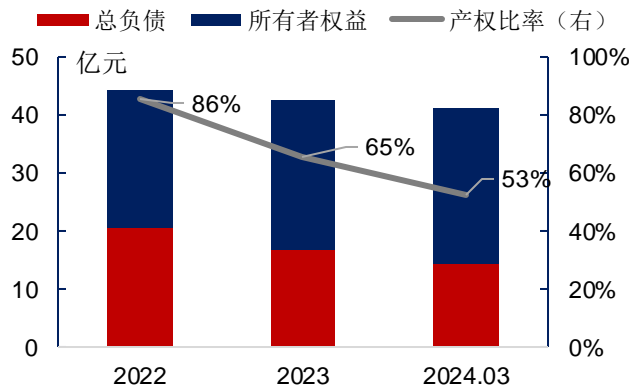
资本实力与资产质量

随着2023年完成对倍杰特剩余49%股权的收购，年末公司资产规模有所减少，但仍以现金类资产、生产性资产为主，资产质量尚可

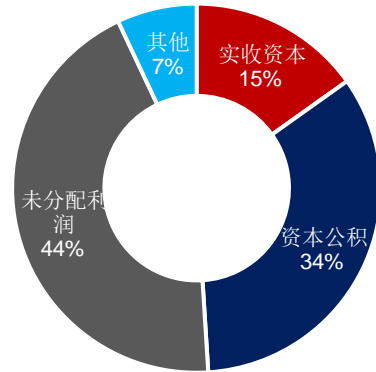
因公司收购倍杰特剩余49%股权，2023年末增加资本公积2.22亿元，同时，2023年股权激励计划增加公司资本公积0.53亿元，综合影响下，2023年末公司总资产规模有所减少，但净资产同比增长8.13%，负债同比减少17.57%，2023年末所有者权益对负债保障程度有所提升，对负债的保障程度较高。

图4 公司资本结构

图5 2024年3月末公司所有者权益构成



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



注：上表中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

得益于公司自身经营情况良好且利润质量较好，叠加2022年到位的”松霖转债”募集资金暂未大规模投入使用，目前现金类资产为公司第一大资产，2024年3月末货币资金和交易性金融资产规模合计16.20亿元，占总资产的39.41%，且基本无受限资产。

作为制造业企业，生产性资产系公司重要资产，以土地、厂房和机器设备为主，固定资产和无形资产2023年末账面价值有所下降主要系子公司松霖家居剥离所致，在建项目主要包括”松霖转债”募投项目美容健康及花洒扩产和漳州松霖三期室外工程项目。

2023年公司加大倍杰特存货规模压降力度，年末存货账面价值明显减少。因2023年下半年市场需求情况好于2022年同期，公司2023年下半年收入同比大幅增长，导致在全年收入小幅下降的情况下，年末应收账款账面价值有所增加。

其他资产方面，使用权资产主要为开设“松霖·家”体验中心签订的租赁合同按摊余成本法入账的租金，随着“松霖·家”业务剥离，2023年末使用权资产显著下降。

受限资产方面，2023年末公司1.05亿元资产因用于抵质押而使用受限，占同期末总资产的2.47%，主要包括固定资产0.57亿元、应收票据0.44亿元等，整体来看，受限比例不高，且后续可用于抵质押的资产规模较大。

表8 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	8.29	20.17%	9.04	21.25%	11.04	25.00%
交易性金融资产	7.91	19.24%	7.29	17.14%	4.16	9.42%
应收账款	4.79	11.64%	5.60	13.16%	5.31	12.02%
存货	3.25	7.90%	3.14	7.39%	3.69	8.35%
流动资产合计	25.22	61.35%	26.32	61.89%	25.11	56.85%

固定资产	9.75	23.73%	9.97	23.44%	11.23	25.43%
在建工程	1.79	4.35%	1.72	4.05%	1.11	2.52%
使用权资产	0.32	0.77%	0.34	0.79%	1.59	3.60%
无形资产	2.28	5.55%	2.30	5.42%	2.70	6.11%
非流动资产合计	15.89	38.65%	16.20	38.11%	19.06	43.15%
资产总计	41.11	100.00%	42.52	100.00%	44.17	100.00%

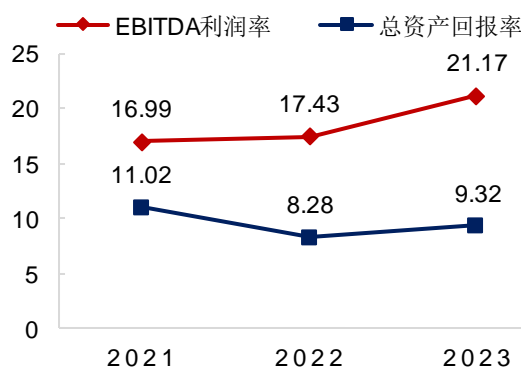
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

随着“松霖·家”业务剥离，2023年盈利能力明显回升，未来需关注全球消费复苏节奏对公司需求的影响

公司营业收入主要来源于IDM板块中的厨卫健康品类，因主要客户去库存，2023年营收小幅下降。但受益于高毛利的美容健康产品增加等产品结构调整、汇率波动和主要原材料价格回落，公司销售毛利增长。但更为重要的是，随着直营整家“松霖·家”业务剥离，公司甩掉亏损包袱，EBITDA利润率和总资产回报率明显回升。目前全球消费仍在恢复中，需持续关注恢复节奏对公司需求的影响，但考虑到亏损包袱已甩出，预计中短期内盈利能力波动不大。

图6 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

公司总债务规模不大，杠杆状况表现良好，刚性债务偿还压力不大

公司总债务由长短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、应付债券、租赁负债等构成，受应付票据和租赁负债规模减少影响，2023年末总债务同比下降20.18%至7.34亿元，短期债务占比下降至10.94%，债务期限良好。随着直营整家业务剥离，公司已不存在租赁门店的需求，预计中短期内公司租赁负债规模增量有限。

经营性债务方面，公司2023年票据支付规模减少，使得年末应付账款规模略有增加，应付票据大幅

减少。随着公司于2023年收购倍杰特剩余49%股权，年末公司其他非流动负债清零，但年末有1.03亿元的股权转让款暂未支付，剩余股权转让款计入其他应付款。此外，公司于2023年发行股权激励计划，其他应付款中确认了0.60亿元的限制性股票回购义务。

表9 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	0.13	0.89%	0.45	2.71%	0.39	1.89%
应付账款	4.11	28.96%	4.85	28.87%	4.57	22.42%
其他应付款	1.04	7.35%	2.09	12.43%	0.45	2.20%
一年内到期的非流动负债	0.07	0.52%	0.08	0.46%	0.22	1.06%
流动负债合计	7.35	51.80%	10.00	59.50%	9.37	45.96%
应付债券	6.01	42.40%	5.95	35.43%	5.74	28.14%
其他非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3.14	15.38%
非流动负债合计	6.84	48.20%	6.81	40.50%	11.02	54.04%
负债合计	14.18	100.00%	16.81	100.00%	20.39	100.00%
总债务	--	--	7.34	43.69%	9.20	45.12%
其中：短期债务	--	--	0.80	4.78%	1.92	9.44%
长期债务	--	--	6.54	38.91%	7.27	35.68%

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

2023年，因业务规模下降，公司经营活动净现金流规模有所下滑，但仍明显高于净利润规模，且FFO仍保持了较大规模的净流入，主营业务现金生成能力仍较强。随着亏损的直营整家业务剥离，2023年EBITDA利息保障倍数进一步攀升。受益于公司现金类资产充裕，公司2022-2023年末净债务均为负。考虑到公司折旧摊销规模不大，且过往几年的资本开支基本由募集资金解决，故中证鹏元认为经营活动现金流/净债务能体现杠杆比率波动性。

表10 公司现金流及杠杆状况指标

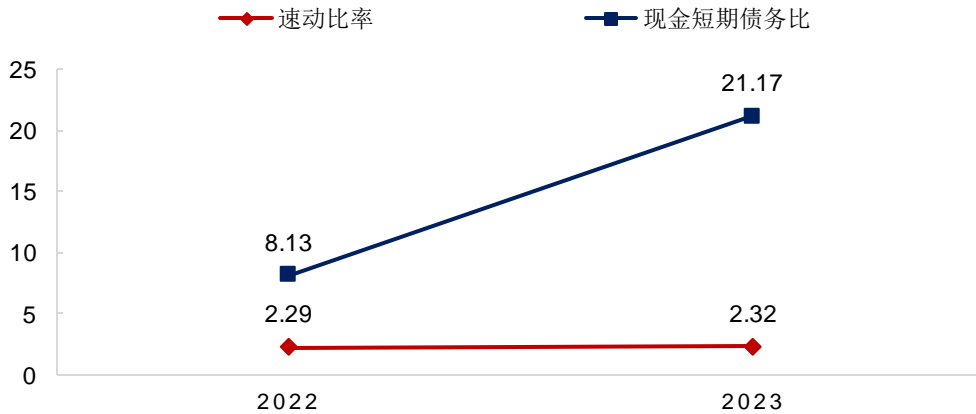
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	1.31	4.77	6.15
FFO（亿元）	--	5.37	4.32
资产负债率	34.50%	39.52%	46.16%
净债务/EBITDA	--	-1.42	-1.02
EBITDA 利息保障倍数	--	22.00	18.22
总债务/总资本	--	22.43%	27.89%
FFO/净债务	--	-59.98%	-76.35%
经营活动现金流/净债务	--	-53.22%	-108.82%
自由现金流/净债务	--	-36.34%	-71.00%

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

流动性表现方面，公司现金短期债务比和速动比率均表现优秀，其中因2023年公司压降短期债务，

现金短期债务比大幅提升。公司作为上市公司，融资渠道多样，截至2024年3月末，公司银行授信总额和未使用额度分别为9.50亿元和7.94亿元。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，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 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

环境方面，根据公司出具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

社会方面，根据公司出具的相关说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因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、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

2023 年至今，公司实际控制人及其一致行动人持股数量基本稳定，持股比例很高，对公司的控制力度较强，主要管理团队保持稳定。公司对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，目前，公司越南生产基地正在推进中，考虑到海外经济政策、贸易环境、政治文化等因素的不同，需关注公司的海外经营风险。

2023年9月，公司以1.95亿元的价款向控股股东松霖投资出售其子公司松霖家居100%股权，剥离直营整家业务，同时确认投资收益0.27亿元。考虑到直营整家业务对公司实际控制人而言战略地位较高，未来需关注直营整家业务经营情况，进而可能发生的对公司的潜在影响。

公司2023年实行了限制性股票激励计划，首次授予价格为8.64元/股（2024年5月31日公司收盘价为17.31元/股），解除限售考核年度为2024-2026年三个会计年度，业绩考核目标为以2022年为基数，2024-2026年的净利润（不含股份支付费用）增长率分别不低于80%、120%、和160%，股权激励计划有助于激发骨干员工的积极性。

（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，公司本部（2024年5月11日）、子公司漳州松霖（2024年5月14日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至信息查询日（2024年6月12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

作为IDM厂商，公司同国际知名厨卫品牌达成稳定合作关系，近年公司业绩整体表现较好且利润质量较高，随着直营整家亏损业务剥离，公司聚焦主业，2023年业绩恢复增长。但2023年全球消费仍处于疲软状况，公司营收小幅下滑，产能连续两年未充分利用，原材料价格及汇率波动对公司经营业绩及财务表现影响较大。整体来看，公司抗风险能力尚可。

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“松霖转债”的信用等级为AA。

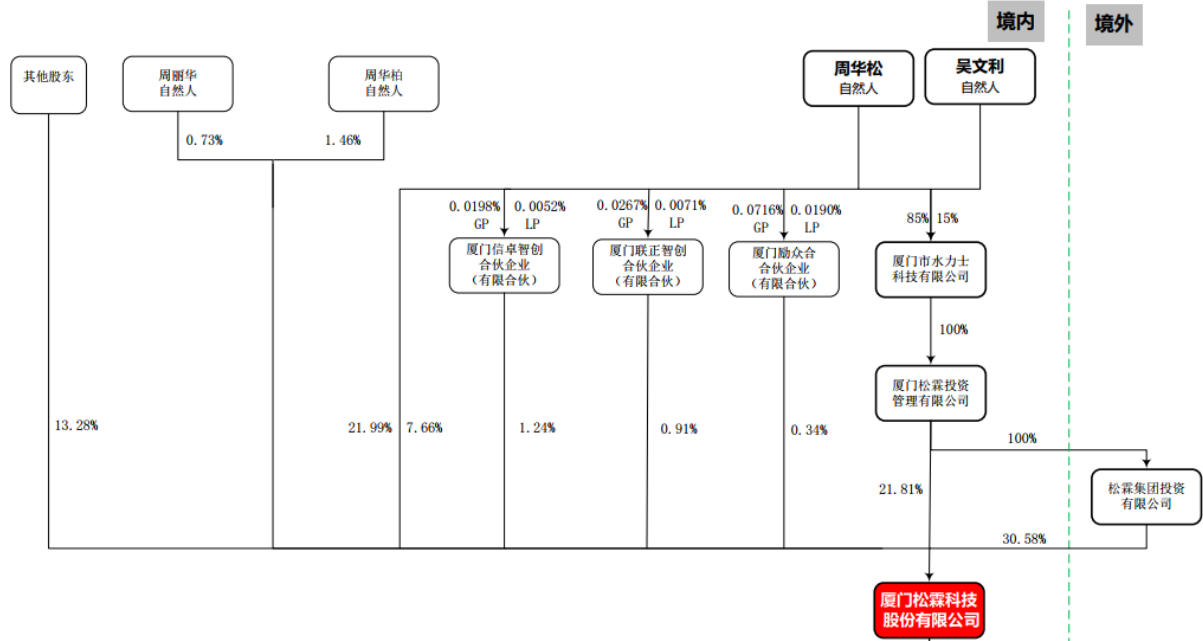
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	8.29	9.04	11.04	5.66
交易性金融资产	7.91	7.29	4.16	0.13
应收账款	4.79	5.60	5.31	6.76
存货	3.25	3.14	3.69	5.31
流动资产合计	25.22	26.32	25.11	19.19
固定资产	9.75	9.97	11.23	9.78
在建工程	1.79	1.72	1.11	2.43
无形资产	2.28	2.30	2.70	2.82
非流动资产合计	15.89	16.20	19.06	21.16
资产总计	41.11	42.52	44.17	40.36
短期借款	0.13	0.45	0.39	1.35
应付账款	4.11	4.85	4.57	6.43
其他应付款	1.04	2.09	0.45	0.58
一年内到期的非流动负债	0.07	0.08	0.22	0.35
流动负债合计	7.35	10.00	9.37	11.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	6.01	5.95	5.74	0.00
非流动负债合计	6.84	6.81	11.02	4.24
负债合计	14.18	16.81	20.39	16.13
总债务	--	7.34	9.20	5.81
所有者权益	26.92	25.72	23.78	24.23
营业收入	6.81	29.83	31.81	29.77
营业利润	1.24	3.80	3.36	3.58
净利润	1.11	3.91	2.85	3.12
经营活动产生的现金流量净额	1.31	4.77	6.15	2.88
投资活动产生的现金流量净额	-1.18	-2.87	-6.68	-3.32
筹资活动产生的现金流量净额	-0.93	-3.88	5.50	-1.03
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	6.31	5.54	5.06
FFO（亿元）	--	5.37	4.32	4.03
净债务（亿元）	--	-8.96	-5.66	0.38
销售毛利率	35.54%	35.02%	30.79%	29.54%
EBITDA 利润率	--	21.17%	17.43%	16.99%
总资产回报率	--	9.32%	8.28%	11.02%
资产负债率	34.50%	39.52%	46.16%	39.97%
净债务/EBITDA	--	-1.42	-1.02	0.08

EBITDA 利息保障倍数	--	22.00	18.22	36.42
总债务/总资本	--	22.43%	27.89%	19.33%
FFO/净债务	--	-59.98%	-76.35%	1,061.78%
经营活动现金流/净债务	--	-53.22%	-108.82%	758.64%
自由现金流/净债务	--	-36.34%	-71.00%	-124.53%
速动比率	2.99	2.32	2.29	1.17
现金短期债务比	--	21.17	8.13	2.88

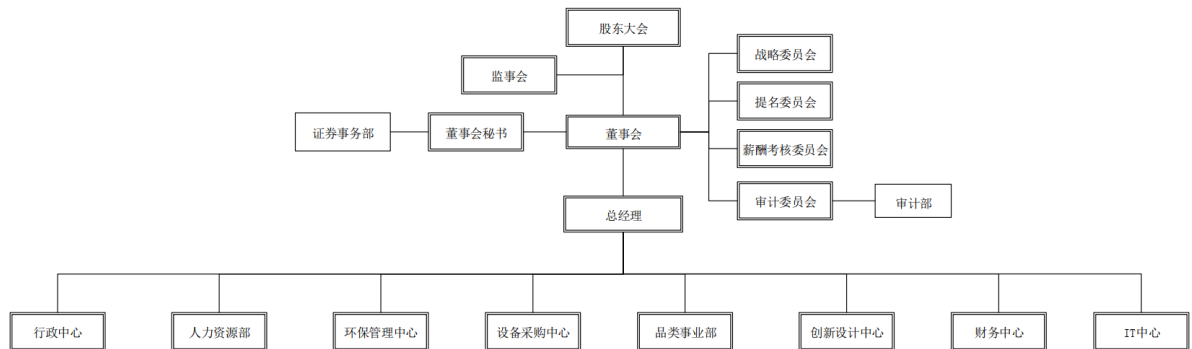
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月 10 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 4 月 10 日）



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。