

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 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【150】号 01

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，但不对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2025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

本次等级的评定是考虑到：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，业务规模保持增长，目前流动性表现较好；同时中证鹏元也关注到公司所处电声制造领域竞争日趋激烈，成本控制压力较大，公司毛利率下降，客户集中度高，易受大客户订单调整导致业绩波动等风险因素。

评级日期

2025年06月19日

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
liuhq@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	2025.3	2024	2023	2022
总资产	42.26	43.75	32.63	35.23
归母所有者权益	30.62	30.46	25.03	24.36
总债务	5.04	5.52	0.38	2.77
营业收入	4.87	24.67	23.77	21.72
净利润	0.16	0.41	1.32	1.74
经营活动现金流净额	-0.39	3.51	3.26	1.36
净债务/EBITDA	--	-7.48	-2.88	-3.92
EBITDA利息保障倍数	--	6.30	60.49	34.14
总债务/总资本	14.12%	15.32%	1.50%	10.21%
FFO/净债务	--	-5.87%	-28.63%	-20.06%
EBITDA利润率	--	7.62%	11.17%	9.82%
总资产回报率	--	2.01%	4.44%	5.29%
速动比率	3.63	2.99	2.14	1.70
现金短期债务比	19.23	13.43	22.74	4.23
销售毛利率	13.37%	14.85%	18.18%	16.98%
资产负债率	27.51%	30.33%	23.24%	30.87%

注：2022-2024年净债务为负，导致净债务/EBITDA、FFO/净债务为负。

资料来源：2022-2024年审计报告及未经审计2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司保持一定的研发能力和客户优势。**公司为国内较知名的电声产品制造商之一，2024 年在新品设计、技术创新等方面保持较大研发投入，并量产了 OWS 耳挂蓝牙耳机、睡眠耳机、智能录音设备等新品。公司与全球顶尖的电声/智能穿戴品牌商、互联网品牌商保持长期合作关系，2024 年以来继续执行“大客户、大订单”战略，收入保持增长，主要客户较为优质，同时在新客户导入方面持续取得进展。
- **本期债券转股率较高，公司流动性表现较好。**公司于 2024 年 1 月发行本期可转债募集资金 10.04 亿元，截至 2025 年 5 月末，本期债券转股率已达 57%。受益于较大比例的债转股以及利润积累，公司资本实力快速提升，目前现金类资产充裕，现金短期债务比持续处于高位。

关注

- **电声终端产品价格竞争激烈，公司产品毛利率下降，面临较大的成本控制压力。**近年电声终端产品同质化现象突出，品牌竞争日趋激烈，终端产品价格下探持续压缩中游电声制造商的利润空间。同时受主要客户结构调整、产品及技术迭代等影响，2024 年公司产品毛利率下降，期末存货计提较多减值损失，当期净利润同比下滑 69.34%。此外，受地缘政治影响，公司计划加大海外产能布局，未来可能面临货物流转及多地协调管理成本上升等压力。
- **公司客户集中度高，面临大客户订单调整风险。**2024 年公司前五大客户收入合计占比 86.50%，其中第一大客户的收入减少，占比从上年的 52.74%降至 49.08%，2025 年一季度占比进一步下降至 35.96%。考虑到第一大客户为海外终端品牌客户，贸易环境的复杂多变增加了境外客户供应链管理风险，进而影响与公司合作的稳定性，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。
- **本期债券募投项目进度不及预期。**公司于 2024 年 1 月发行 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 2025 年 4 月末，募投项目尚未实施。

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客户优势，产能布局较充足，业务持续性较好，财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	歌尔股份	佳禾智能	朝阳科技	瀛通通讯
总资产	827.07	43.75	17.27	16.54
营业收入	1,009.54	24.67	17.34	8.15
净利润	25.86	0.41	1.15	0.13
销售毛利率	11.09%	14.85%	21.91%	19.21%
期间费用率	7.70%	11.39%	12.65%	23.36%
资产负债率	58.83%	30.33%	39.69%	29.81%

注：以上各指标均为 2024 年/2024 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		评分等级	评分要素	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	3/7	杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5	盈利状况	中
	经营状况	3/7	流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果	8/9
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。

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	4.3174	2025-3-3	2030-1-3

注：以上债券余额系截至 2025 年 5 月 29 日。

一、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12月31日，佳禾转债募集资金专项账户余额为7.17亿元。

二、发行主体概况

2024年以来，公司名称、股本、控股股东及实际控制人均未发生变更，主营业务及合并范围均未发生重大变化，2025年2月25日董事长由严文华变更为严帆¹。截至2025年3月末，公司注册资本及实收资本均为3.81亿元，实际控制人仍为严文华、严帆，通过东莞市文富实业投资有限公司合计持有公司30.69%股权，东莞市文富实业投资有限公司为公司第一大股东，公司实际控制人持股无质押。

表1 截至 2025 年 3 月末公司前三大股东明细

股东名称	股份数（万股）	占总股本比例（%）
东莞市文富实业投资有限公司	10,560.00	27.75
泰安市文曜实业投资合伙企业(有限合伙)	1,200.00	3.15
严帆	1,120.00	2.94

注：泰安市文曜实业投资合伙企业(有限合伙)系公司员工持股平台。

资料来源：公司2025年一季报，中证鹏元整理

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应

¹ 严文华和严帆为父子关系。

对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

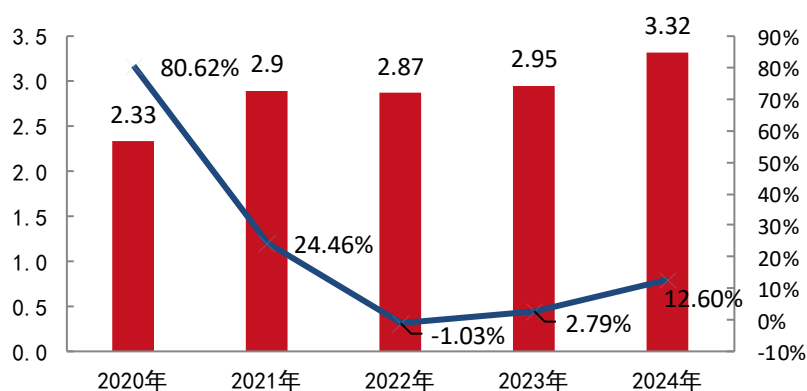
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2024年以来全球消费电子终端温和复苏，其中TWS市场保持增长，未来开放式耳机需求预期仍较好，但电声终端产品同质化突出、价格竞争激烈，且随着贸易形势复杂多变，电声制造厂整体面临较大的成本控制压力

在全球消费电子行业呈现温和复苏的背景下，声学产品出货量出现强劲反弹。消费电子领域作为典型的技术驱动型行业，产品的快速更新迭代成为推动市场持续增长的重要因素，尤其是 AI 技术驱动下，消费电子产品的智能化水平显著提升，并催生出 AI PC、AI 眼镜等新型品类，传统声学产品从“听音乐”转向“全场景智能穿戴体验”。据 Canalys 数据，2024 年全球 TWS 出货量同比增长 12.6%，2025 年一季度保持 18% 增长，尤其在新兴市场，如东南亚、中东欧、拉美和非洲等地，市场增长尤为明显，这一增长主要受到开放式耳机的崛起以及新功能和垂直场景应用的推动。根据 Canalys 预测，2025 年全球智能个人音频设备（包括 TWS、无线头戴式耳机和无线颈挂式耳机）出货量将超过 5 亿台，其中开放式耳机凭借开放性和场景适配性，出货量在运动、健康、办公领域持续增长，预期市场需求将维持较快增速。

图1 2024 年全球 TWS 耳机出货量快速反弹



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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加强成本控制。电声行业主要有品牌商、制造商两类竞争主体：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。

其中苹果（含Beats）、小米、三星、华为等头部品牌的TWS 耳机占据主导地位，市场份额合计超六成，同时有Nothing、安克旗下 Soundcore 等新兴品牌通过性价比和创新设计抢占中端市场。近年来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。

电声行业中游制造商议价能力不强，面临较大的成本控制压力。制造商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消费电子品牌的供应链当中，服务于国际品牌苹果、三星、哈曼等。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电声制造商必须通过成本控制以维持自身的利润空间。

制造厂加大海外产能布局以应对外部环境变化，但同时面临成本上升压力。随着国际贸易形势复杂多变，叠加我国劳动力成本上升，多家制造商在东南亚等地建厂，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有利于灵活应对贸易环境变化，但同时面临货物流转及多地协调管理成本上升压力，制造厂的盈利空间或受到一定影响。

表2 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
	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
国光电器	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
	越南	音箱和 TWS 耳机生产基地	2021 年投产
佳禾智能	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

四、经营与竞争

公司收入仍主要来源于耳机、音箱和智能穿戴类产品，2024年营收小幅增长，毛利率持续下降。其中主力产品耳机出货量维持在较高水平，2024年订单量增加带来营收增长，但受客户结构调整、产品及技术迭代等影响，该产品毛利率降幅较大；此外受重要客户订单量减少影响，音箱的收入持续下降，2025年一季度降至低位；智能手表、智能眼镜等智能穿戴系列产品受益市场需求及产品结构变化，销量及价格均出现增加，收入快速增长。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2025 年 1-3 月	2024 年	2023 年
----	--------------	--------	--------

	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
耳机	39,998.01	82.08%	13.59%	190,559.38	77.25%	16.34%	186,411.72	78.41%	19.76%
音箱	2,103.74	4.32%	14.75%	27,536.39	11.16%	12.31%	41,705.62	17.54%	11.97%
智能穿戴产品	5,128.98	10.53%	8.70%	20,682.15	8.38%	4.42%	8,149.86	3.43%	5.62%
其他	1,497.80	3.07%	21.79%	7,892.32	3.20%	15.12%	1,465.57	0.62%	63.16%
合计	48,728.53	100.00%	13.37%	246,670.25	100.00%	14.85%	237,732.78	100.00%	18.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户优质但集中度仍很高，2024年以来境外第一大客户订单量有所调整，境内客户订单量增加但毛利率持续下滑；受贸易环境等不利影响，未来公司仍可能面临大客户订单减少以及盈利波动等风险

公司主要客户较优质，但集中度仍较高，收入易受重点客户的订单量影响出现经营波动。2024年以来公司继续实行“大客户、大订单”战略，前5大客户保持稳定，但因境外第一大客户调整ODM供应商结构而导致其当期订单量减少，公司收入从上年的12.54亿元减少至12.11亿元。考虑到公司第一大客户为海外终端品牌客户，贸易环境的不利变化增加了客户供应链管理风险，进而影响公司与客户合作的稳定性，未来其订单量或受关税政策等影响继续波动。第二大客户为境内客户，近年其订单量持续增加，预计未来公司与其合作将保持稳定。此外，公司在导入新客户方面持续取得进展，但新客户培育及新品放量尚需时间。考虑到当前贸易环境复杂多变，声学产品制造商在研发实力、生产规模、精密制造水平、品控管理等多方面面临激烈竞争，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，公司的经营业绩将受到不利影响。

表4 公司前五大客户销售情况（单位：亿元）

年度	前五大客户	销售金额	占比
2025 年 1-3 月	客户一	1.75	35.96%
	客户二	1.62	33.29%
	客户三	0.27	5.54%
	客户四	0.24	5.00%
	客户五	0.16	3.22%
	合计	4.04	83.01%
2024 年	客户一	12.11	49.08%
	客户二	5.90	23.91%
	客户三	1.23	4.99%
	客户四	1.06	4.30%
	客户五	1.04	4.22%
	合计	21.34	86.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

境内外客户的毛利率差异及订单调整对公司盈利产生波动。受产品定位、市场竞争环境等因素影响，外销毛利率较高，而境内客户拥有成熟的产品生态链系统，对成本管控较为严格，毛利率极低。2024年受境外大客户高毛利的订单量减少、境内大客户低毛利订单量增加带来的产品结构调整，公司整体毛利

率下降，未来境内外客户订单调整及毛利率差异仍可能对公司盈利造成波动。此外，公司外销占比较高，多以美元定价结算，仍需关注汇率波动对利润的侵蚀。

表5 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
外销	173,536.22	20.00%	156,353.91	22.30%
内销	73,134.03	2.64%	81,378.86	10.26%
合计	246,670.25	14.85%	237,732.78	18.18%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司生产线可柔性化运作，多地产能可灵活调配，有利于较好地应对外部环境变化，但同时带来货物流转及单耗管理成本上升压力；考虑当前产能布局偏大，需关注募投项目实施情况

公司多地产能灵活调配可较好地应对外部环境变化，但多地协调或增加管理成本。公司形成“东莞-越南-江西”三地产能布局，2024年三地的产能占比分别约23%、18%、59%。其中江西为新建生产基地，2023年正式投产，产线自动化程度较高，批量生产能力强，同时该基地投产后带来的折旧费用亦较大，对利润造成侵蚀；东莞基地主要定位小批量、新品研发、复杂品类等；越南基地系跟随海外终端客户推动国内产能向东南亚等地转移趋势而建。2025年2季度以来美国关税政策调整加速国内产能向海外转移过程，公司正计划将江西部分生产设备转移至越南，未来将根据外部贸易环境、客户订单、当地用工情况等因素灵活增配越南产能，但这一过程将增加货物流转及多地协调管理等成本。

表6 公司生产基地情况

生产基地	位置	主要产品及相应产能	2024 年产能（万个）
东莞	广东省东莞市石排镇	耳机、音箱、智能穿戴	676.98
江西	江西省萍乡市上栗县	耳机、音箱	1,751.61
越南	越南国永福省平川县	耳机、音箱、智能穿戴	543.59
合计			2,972.18

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司产品结构出现一定调整。自2023年江西生产基地投产以来，公司生产能力大幅提升，叠加2024年耳机类产品订单增长，当期耳机的产量快速增加；音箱产品由于客户订单量减少，产销量相应下滑，预计未来维持下降趋势；智能手表、智能眼镜等智能穿戴产品产量小但增势较快，未来该类新产品有望成为公司重要的收入增长点。

表7 公司主要产品产量情况（单位：万个）

产品	2024 年	2023 年
耳机	2,232.06	1,867.48
音箱	201.80	278.76
智能穿戴产品	157.37	115.86

资料来源：公司提供

考虑产能整体布局偏大，且产能可灵活调配，公司预计未来1-2年资本开支规模较小。值得注意的是，公司基于对宏观经济环境复杂变化、国际形势不确定性加剧等因素的全面考量，同时为有效规避大规模固定资产投入可能导致的效益下滑风险，本期可转债发行以来截至2025年4月末募投项目尚未实施，截至2024年末募集资金仅补充流动资金部分已使用，未来需关注可转债拟投入项目建设部分的募集资金使用情况。

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，有效专利数较多，部分新品已量产上市

公司在电声领域具备一定研发实力，拥有众多消费电子产品相关专利，其中部分新品研发取得成功并已上市销售。2024年公司继续保持较大的研发力度并新增有效专利，截至2024年12月31日，公司已拥有有效授权专利882个，其中中国发明专利106个，拥有平面振膜Hifi电声技术、主动降噪、生理参数检测技术、3D声场技术、骨传导减震降噪等多项核心技术。近年公司持续在OWS耳挂蓝牙耳机、睡眠耳机、智能录音设备、消费类AR/AI眼镜等方面持续研发投入，其中前三者均已上市销售。

表8 公司研发投入情况

项目	2024年	2023年
研发人员数量（人）	587	592
公司研发投入金额（万元）	12,868.68	12,444.58
占营业收入比例	5.22%	5.23%

资料来源：公司 2023-2024 年年报，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

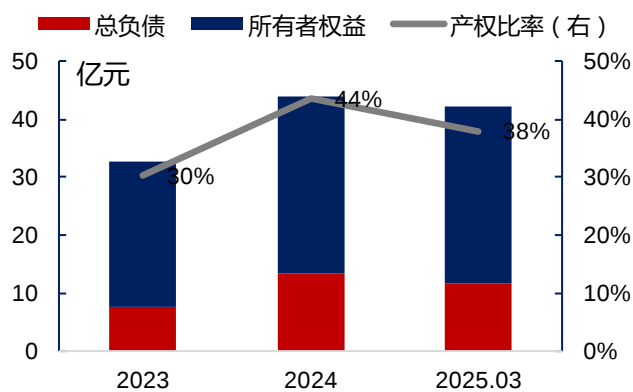
以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

受益于本期债券发行及转股率较高，公司资本实力快速提升，现金类资产占比较高，债务压力小；因产品定制化程度高，存货易受技术迭代及客户订单调整等影响而面临减值风险，叠加固定资产折旧、研发投入等对利润的侵蚀，公司盈利易出现波动

资本实力与资产质量

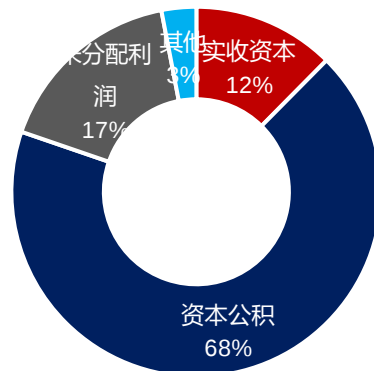
受益于本期债券发行且转股率较高，2024年末公司所有者权益有所增长，同时负债总额上升，综合影响下公司产权比率波动上升，所有者权益对负债的保障程度仍较好。2025年3月末公司所有者权益主要由IPO及可转债形成的股本溢价及实收资本构成。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2025 年 3 月末所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产流动性较好，现金类资产占比较高。2024年初公司发行本期可转债募集资金10.04亿元，除补流之外，暂未使用资金投入项目建设，因此期末现金类资产同比增加较大。固定资产主要系3个生产基地及松山湖总部运营中心，2024年公司资本开支较小，固定资产规模保持相对稳定；应收账款主要在一年以内，前五名应收账款对象余额合计占比69.92%，主要客户回款情况较好；2024年末存货计提减值0.70亿元，较上年增加0.23亿元，主要系2024年第一大客户对 ODM 供应商结构调整以及部分产品机型迭代，考虑到公司产品定制化程度较高，未来客户订单调整仍可能使得存货面临较大的减值风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.76	18.36%	9.19	21.01%	7.79	23.88%
交易性金融资产	11.56	27.35%	11.07	25.30%	0.85	2.62%
应收账款	4.18	9.89%	4.02	9.18%	5.24	16.05%
存货	4.07	9.63%	4.88	11.16%	4.69	14.37%
流动资产合计	29.21	69.12%	30.62	69.99%	19.88	60.93%
固定资产	9.72	23.01%	9.73	22.24%	9.61	29.46%
非流动资产合计	13.05	30.88%	13.13	30.01%	12.75	39.07%
资产总计	42.26	100.00%	43.75	100.00%	32.63	100.00%

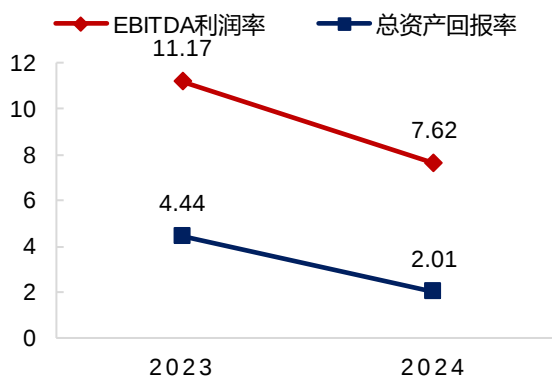
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司盈利下降，未来仍可能波动。受客户结构调整和产品及技术迭代影响产品毛利率下降，同时因大客户订单调整导致存货减值损失增加，叠加松山湖运营中心、江西产业园投入使用相应管理费用增加、可转债利息计提增加财务费用变动、研发投入大等影响，2024年公司净利润下降幅度较大，EBITDA利润率、总资产回报率两个核心盈利能力指标均出现下降。公司在产业链中议价能力不强，产品毛利空间或

被终端品牌客户持续压缩，叠加消费电子领域产品迭代更新快，公司仍需保持较大规模研发投入，且外部贸易环境复杂多变，产能调配至越南或导致制造成本上升等因素，未来公司盈利仍可能存在一定波动。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着本期债券成功发行，2024年末公司总债务规模快速增长，债务期限结构以长期为主，目前债务压力相对可控。2024年末公司负债以短期借款及本期债券形成的刚性债务为主，应付账款均为应付原材料和设备采购款。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.10	9.49%	1.60	12.06%	0.42	5.58%
应付账款	4.92	42.37%	6.11	46.04%	5.96	78.57%
流动负债合计	6.93	59.64%	8.61	64.85%	7.11	93.78%
应付债券	4.03	34.69%	4.01	30.20%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4.69	40.36%	4.66	35.15%	0.47	6.22%
负债合计	11.62	100.00%	13.27	100.00%	7.58	100.00%
总债务	5.04	43.33%	5.52	41.57%	0.38	5.01%
其中：短期债务	1.00	19.94%	1.51	27.35%	0.38	100.00%
长期债务	4.03	80.06%	4.01	72.65%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

目前公司杠杆水平较低，偿债能力指标表现较好。随着本期债券发行及较高转股，负债率保持稳定且处于较低水平。公司客户资质较好，2024年应收账款回款较及时，经营活动现金流保持净流入。经营活动现金流净额/净债务、EBITDA利息保障倍数等偿债能力指标均表现较好。

表11 公司偿债能力指标

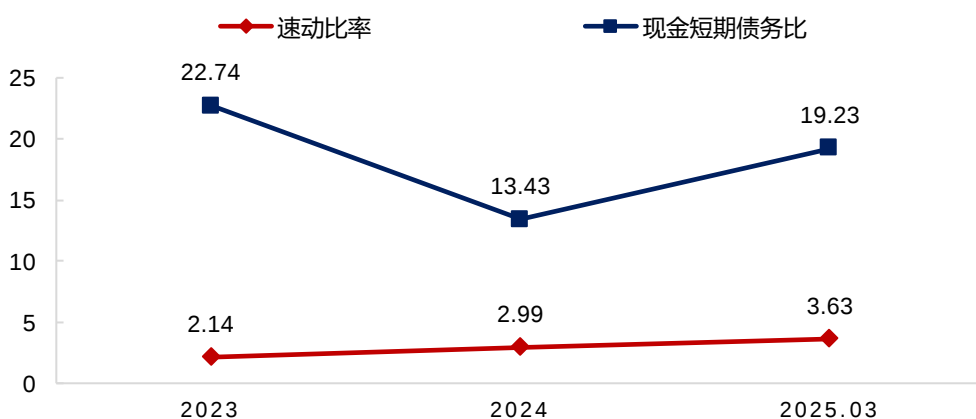
指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
------	------------	--------	--------

经营活动现金流净额（亿元）	-0.39	3.51	3.26
FFO（亿元）	--	0.83	2.19
资产负债率	27.51%	30.33%	23.24%
净债务/EBITDA	--	-7.48	-2.88
EBITDA 利息保障倍数	--	6.30	60.49
总债务/总资本	14.12%	15.32%	1.50%
FFO/净债务	--	-5.87%	-28.63%
经营活动现金流净额/净债务	2.78%	-24.92%	-42.68%
自由现金流/净债务	3.75%	-9.49%	2.33%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受益于本期债券成功发行，公司流动性比率表现较好，2025年3月末速动比率及现金短期债务比均大于1。公司作为上市公司，融资渠道相对多样，尚有一定规模的未使用银行授信额度，具有一定的融资弹性。

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年3月19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。

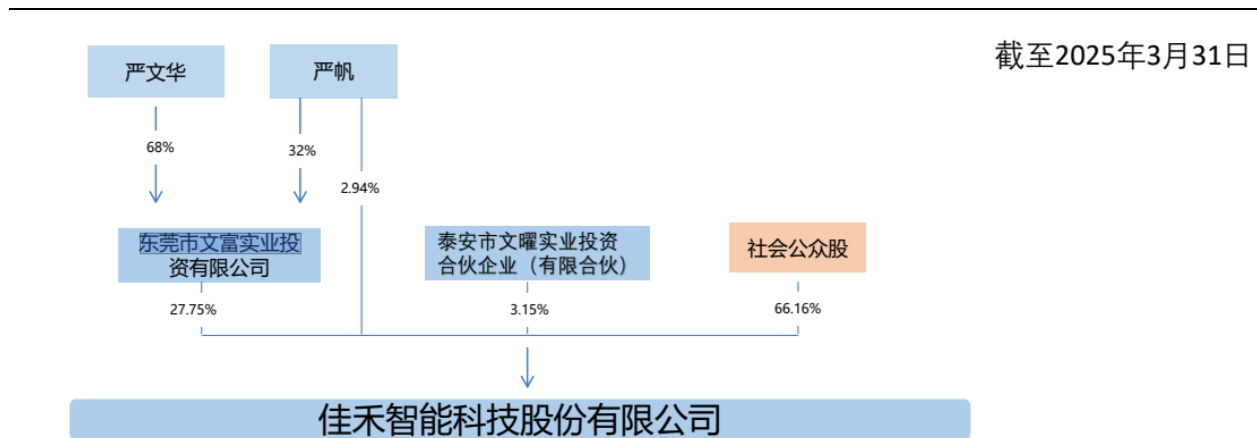
根据中国执行信息公开网，从2022年1月1日至报告查询日（2025年6月4日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	7.76	9.19	7.79	9.30
交易性金融资产	11.56	11.07	0.85	2.50
流动资产合计	29.21	30.62	19.88	23.48
固定资产	9.72	9.73	9.61	3.88
非流动资产合计	13.05	13.13	12.75	11.75
资产总计	42.26	43.75	32.63	35.23
短期借款	1.10	1.60	0.42	2.81
应付账款	4.92	6.11	5.96	7.02
流动负债合计	6.93	8.61	7.11	10.49
应付债券	4.03	4.01	0.00	0.00
非流动负债合计	4.69	4.66	0.47	0.39
负债合计	11.62	13.27	7.58	10.88
所有者权益	30.64	30.48	25.05	24.36
营业收入	4.87	24.67	23.77	21.72
营业利润	0.15	0.47	1.48	1.82
净利润	0.16	0.41	1.32	1.74
经营活动产生的现金流量净额	-0.39	3.51	3.26	1.36
投资活动产生的现金流量净额	-0.58	-12.16	-1.78	-4.45
筹资活动产生的现金流量净额	-0.51	9.92	-2.94	-1.08
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	1.88	2.66	2.13
FFO（亿元）	--	0.83	2.19	1.68
净债务（亿元）	-14.14	-14.07	-7.64	-8.37
销售毛利率	13.37%	14.85%	18.18%	16.98%
EBITDA 利润率	--	7.62%	11.17%	9.82%
总资产回报率	--	2.01%	4.44%	5.29%
资产负债率	27.51%	30.33%	23.24%	30.87%
净债务/EBITDA	--	-7.48	-2.88	-3.92
EBITDA 利息保障倍数	--	6.30	60.49	34.14
总债务/总资本	14.12%	15.32%	1.50%	10.21%
FFO/净债务	--	-5.87%	-28.63%	-20.06%
经营活动现金流净额/净债务	2.78%	-24.92%	-42.68%	-16.29%
速动比率	3.63	2.99	2.14	1.70
现金短期债务比	19.23	13.43	22.74	4.23

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+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

附录四 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。