

2024 年浙江嘉益保温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【375】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年浙江嘉益保温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
嘉益转债	A+	A+

评级日期

2025年6月24日

联系方式

项目负责人：高爽
gaos@cspengyuan.com

项目组成员：高一鸣
gaoym@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

本次等级的评定是考虑到：浙江嘉益保温科技股份有限公司（以下简称“嘉益股份”或“公司”，股票代码：301004.SZ）深化与大客户深度绑定战略，2024年公司产销量继续提升，营业收入和利润实现显著增长，公司盈利能力和获现能力较强，各项偿债指标表现良好。同时中证鹏元也关注到，公司2024年第一大客户销售占比达到87%，对重要客户存在较大依赖，此外，公司对美国地区市场存在较高依赖，美国关税政策对公司未来业绩预期形成较大压力。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023
总资产	29.47	28.38	16.43
归母所有者权益	21.26	19.65	13.06
总债务	3.80	3.79	0.31
营业收入	7.20	28.36	17.75
净利润	1.52	7.33	4.72
经营活动现金流净额	1.79	4.97	5.77
净债务/EBITDA	--	-0.36	-1.03
EBITDA利息保障倍数	--	145.99	360.04
总债务/总资本	15.16%	16.19%	2.33%
FFO/净债务	--	-244.90%	-85.96%
EBITDA利润率	--	31.53%	32.17%
总资产回报率	--	38.70%	39.37%
速动比率	3.02	2.65	2.68
现金短期债务比	--	18.29	21.20
销售毛利率	33.89%	37.67%	40.72%
资产负债率	27.86%	30.78%	20.51%

注：因净债务为负，导致净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负。
资料来源：公司2023-2024年审计报告和2025年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

正面

- 保温杯行业景气度高，公司依靠与优质客户业务深度绑定，营业收入和利润继续得到大幅提升，公司盈利和获现能力较强。公司与优质客户 Pacific Market International LLC（以下简称“PMI”）保持深度绑定，受益于 PMI 旺盛的订单需求，叠加公司在建项目陆续投产以及公司本部技改项目完成，公司保温杯产量和销量实现大幅提高，公司 2024 年营业收入实现 28.36 亿元，同比增长 59.76%，净利润实现 7.33 亿元，同比增长 55.27%。同时，公司 EBITDA 利润率和总资产回报率保持较高水平，下游客户信用度较高，回款较为及时，公司盈利能力及获现能力仍然较强。
- 公司杠杆水平仍然较低，各项偿债指标表现保持良好。2024 年随着公司业务规模扩大以及新发行本期可转债，公司负债规模大幅上升，但整体债务负担仍然较小，净债务持续为负，速动比率和现金短期债务比等流动性指标表现保持良好。

关注

- 公司客户集中度高，对单一客户形成显著依赖。公司业务以 OEM 和 ODM 模式为主，为国际品牌商提供代工服务，2024 年公司对第一大客户 PMI 销售占比 87.15%，对其销售集中度继续提高，对 PMI 存在较大依赖，若 PMI 因自身业务调整减少订单或调整订单结构，对公司生产经营会产生较大影响。
- 公司对美国销售收入占比较高，美国关税政策对公司未来业绩预期形成较大压力，后续需持续关注美国关税政策变化。2025 年以来，美国对华、越南加征关税且关税政策持续变化，公司对美国出口占据总收入的 64.06%，对美国市场依赖程度高，尽管目前公司尚未承担相关关税成本，且越南生产基地正在逐步释放产能，但越南生产基地产能无法覆盖美国地区需求，且目前美国对中国和越南关税政策仍不明朗。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为虽然加征“对等关税”可能影响公司订单量和利润，但是美国市场对中国保温杯产业链仍然存在一定依赖，公司越南生产基地陆续投产，产业链布局更加完善。

同业比较（单位：亿元）

指标	哈尔斯	嘉特股份	同富股份	公司
总资产	33.76	12.50	20.37	28.38
营业收入	33.32	13.20	27.60	28.36
净利润	2.87	1.34	2.31	7.33
销售毛利率	28.00%	26.85%	24.74%	37.67%
资产负债率	49.22%	33.04%	42.23%	30.78%

注：以上各指标均为 2024 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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	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	3/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
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
嘉益转债	3.98	3.9553 ¹	2024-5-6	2030-11-7

¹ 截至 2025 年 6 月 24 日

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于越南年产1,350万只不锈钢真空保温杯生产建设项目、年产1,000万只不锈钢真空保温杯生产线建设项目和补充流动资金。截至2024年12月31日，嘉益转债募集资金专项账户余额为1,702.19万元。截至2025年6月13日收盘，公司股价为71.50元/股，嘉益转债价格为120.785元/张，公司最新转股价格为80.75元/股，转股溢价率36.41%。

二、 发行主体概况

2024年以来，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。跟踪期内，公司回购注销限制性股票共计人民币普通股130,700股，减少股本130,700.00元，截至2024年末，公司股本为10,386.93万元。截至2024年末，公司实际控制人仍为戚兴华和陈曙光夫妇，直接持有公司15.79%股份，通过第一大股东浙江嘉韶云华投资管理有限公司（以下简称“嘉韶云华”）持有公司股份47.39%，此外戚兴华控股武义嘉金投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称嘉金投资管理）5.60%股权，嘉金投资管理持有公司9.03%股份。截至2024年末，公司实际控制人无股权质押或冻结情况，公司股权结构图见附录二。2024年公司合并范围未发生变化，期末纳入公司合并范围的子公司有6家，详见附录三。2024年公司董事、监事及高级管理人员变动情况见下表。

表1 公司 2024 年至今董事、监事和高管变动情况

人员姓名	变动类型	职务	变动原因	变动日期
叶松	解聘	董事会秘书、副总经理	个人原因	2024 年 4 月 23 日
蔡锐	聘任	董事会秘书、副总经理	工作调动	2024 年 4 月 24 日
孔祥杰	离任	独立董事	个人原因	2024 年 9 月 2 日
吴志新	被选举	独立董事	被选举	2024 年 9 月 2 日

资料来源：公开查询，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。

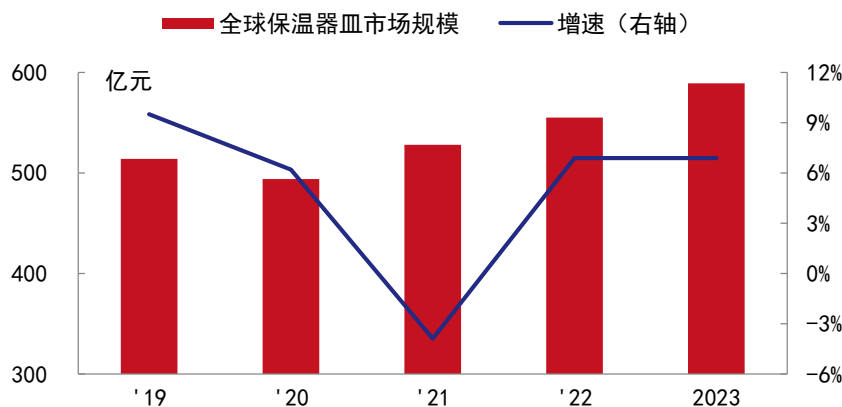
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

国际保温器皿市场竞争格局相对成熟，整体市场需求继续保持旺盛；中国不锈钢保温杯企业以代工出口为主，近年出口维持高景气度。受到中美贸易战影响，中国不锈钢保温杯头部企业持续增强海外工厂布局力度，需持续关注美国关税政策带来的风险

近年保温杯使用场景更加细分化，产品需求更加多元，户外休闲活动爆发、保温杯社交、收藏和送礼等属性增强，不锈钢保温器皿应用范围更加广泛，市场规模不断提升。根据Fortune Business Insights数据和预测，2024年全球保温杯市场规模为53.6亿美元，预计到2032年将达到80.8亿美元，2025年至2032年的复合年增长率为5.36%。全球主要消费市场中，2024年北美和亚洲保温器皿市场规模全球占比格局保持相对稳定，分别为34.50%和20.80%。考虑到不同性别、年龄段的消费者在不同场所对不锈钢真空保温器皿的需求不同，且部分发达国家和地区不锈钢真空保温器皿一定程度上具有快速消费品的特征，市场需求旺盛，未来不锈钢真空保温器皿的市场容量仍较大。从市场竞争力来看，不锈钢真空器皿行业的国际竞争相对成熟稳定，主要集中在少数知名品牌商之间，诸如日本的虎牌、象印，以及美国的PMI、Yeti Coolers和Stanley等，品牌市场认可度较高，产品附加值较大。

图1 全球保温器皿市场规模持续增长

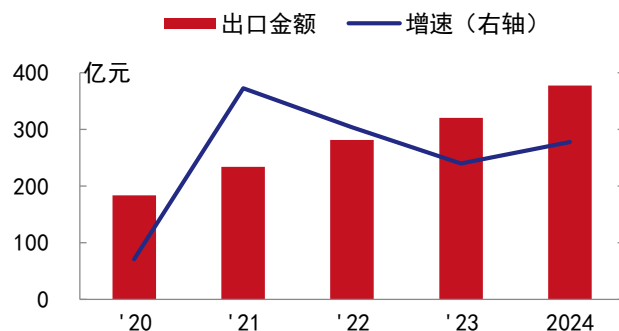
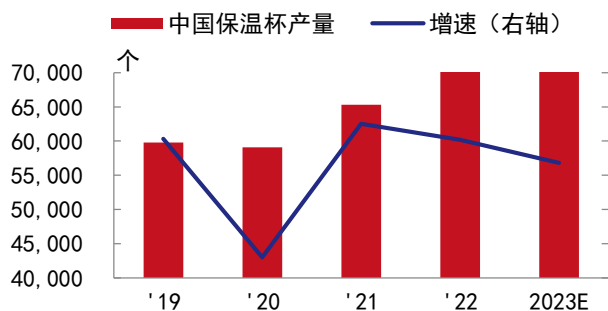


资料来源：宇博智业，安胜科技招股说明书，中证鹏元整理

我国为全球保温器皿的制造中心，以代工为主，近年产能持续扩大，出口维持高景气度。随着产品制造技术、研发设计水平的快速提高，同时考虑到劳动力、土地等成本原因，保温器皿的国际制造中心逐步向中国转移。我国保温器皿产业主要以客户制造服务（OEM）和品牌定制（ODM）模式的加工出口为主，近年在现有行业内企业持续扩大生产规模、增加与升级生产线的基础上，也新增不少新进入的生产厂家，保温器皿产能持续扩大，其中接近70%的产量用于出口。根据海关总署数据，2024年我国保温杯出口金额377.15亿元，较上一年度同比增长18.67%，出口景气度高。

图2 我国保温杯产量呈增长趋势

图3 我国保温杯出口景气度高



资料来源：宇博智业，同富股份公开转让说明书，浙商证券研究所，中证鹏元整理

资料来源：海关总署，哈尔斯2023年向特定对象发行股票募集说明书，中证鹏元整理

自2018年中美贸易战爆发，关税壁垒不断升级，2025年特朗普上任以来大打关税牌，实施“对等关税”政策，为顺应国际品牌商对于供应链稳定性与成本控制的严格要求，同时增强自身抗风险能力，哈尔斯、嘉益股份等行业头部企业加速海外工厂布局步伐。哈尔斯选择将海外工厂的落脚点定在泰国，嘉益股份则将战略布局延伸至越南，纷纷实行“本土化生产+海外基地”模式，一方面通过生产基地的多元化布局，试图避免单一市场制裁风险，保障产品在国际市场的价格竞争力；另一方面，通过利用当地廉价的原材料和劳动力资源，降低生产成本，进一步提升了企业的盈利空间。

我国保温器皿行业集中度较低，竞争较为激烈，自主品牌效应较弱，头部企业多采用代工形式为国际品牌商服务，国际品牌商对国内保温器皿厂商格局影响较大

我国保温器皿行业集中度较低，竞争较为激烈，自主品牌效应较弱。我国保温器皿行业以中小企业为主，数量众多，中小企业由于产品单一、设计研发能力较弱、品牌影响力小，主要通过低价竞争策略占据低端产品市场，产品同质化高，竞争激烈；行业内少数头部企业拥有相对较大规模和较强竞争力，产品品质和性能稳定性好，承接OEM/ODM订单能力较强，依靠为国际品牌商提供代工，在行业中处于领先地位，头部企业境外收入占比普遍超过70%，国际品牌商对国内保温器皿厂商格局影响较大。目前行业内上市公司主要有哈尔斯、嘉益股份和同富股份等，行业竞争相对充分，市场集中度较低。随着国内年轻一代消费者对产品设计、时尚的个性化和品质要求的进一步提高，领先企业的经营规模和市场占有率拥有较大提升空间。目前，我国保温杯自主品牌的研制能力偏弱，随着我国保温杯行业的优化升级，未来将逐步向提升产品精细化制造、研发设计和品牌影响力以提高产品附加值的方向发展。此外，国内保温杯行业新生品牌不断涌现，同时遭受国际贸易环境的不确定、汇率波动以及消费增速放缓等外部压力，业内企业面临较大竞争压力。

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司业务仍以OEM和ODM的代加工出口模式为主，从事不锈钢保温器皿的研发设计、生产和销售。2024年国际市场对不锈钢保温器皿需求依然保持旺盛，公司与优质客户PMI保持深度绑定，PMI作为公司第一大客户，订单量继续大幅攀升，2024年为公司贡献87.15%营业收入。受益于此，2024年公司产销量再创新高，营业收入同比增长59.76%。毛利率方面，公司越南基地项目产能开始投产，处于产能爬坡提效阶段，产品毛利率相对境内偏低，受此拖累，2024年公司毛利率水平出现一定幅度下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
不锈钢器皿	26.82	94.56%	37.32%	17.01	95.83%	40.76%
非不锈钢器皿	0.81	2.84%	42.86%	0.24	1.35%	32.42%
其他业务	0.74	2.61%	44.56%	0.50	2.82%	43.24%
合计	28.36	100.00%	37.67%	17.75	100.00%	40.72%

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

公司坚持大客户战略，与国际品牌商实行深度绑定，2024年保温杯行业继续保持高景气度，伴随公司在建项目陆续完工投产和产线技改项目完成，保温杯产量和销量继续实现大幅增长，公司保持良好运营效率；但同时公司客户集中度较高，需关注相关风险

中国是全球保温杯生产和出口中心，保温杯行业集中度较低，市场竞争压力较大，且国内公司自主品牌创新能力较弱，多采用代工形式为国际品牌商服务，国际品牌商的市场格局对代工厂格局影响较大。

因此，2024年公司经营继续坚持采取大客户战略，与PMI实行深度绑定，得益于公司为PMI旗下Stanley品牌代工的Quencher系列订单量大幅上升，公司继续保持为PMI第一大供应商，2024年公司对PMI销售金额增长9.64亿元，占公司销售收入增量的90.89%，PMI订单增长是公司最主要的销售收入增量来源。按照海关总署公布的保温杯出口金额计算，公司市场占有率由2023年5.27%增长至2024年7.13%，在保温杯行业占有一定市场份额。但同时要注意，公司客户集中度高，若与主要客户的合作关系发生重大不利变化，或者主要客户经营财务出现重大不利变化，将对公司销售收入产生较大影响。

表3 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	销售占比
2024 年	第一名	客户一	247,193.17	87.15%
	第二名	客户二	15,488.34	5.46%
	第三名	客户三	6,215.70	2.19%
	第四名	客户四	2,782.19	0.98%
	第五名	客户五	1,085.37	0.38%
	合计		272,764.78	96.16%
2023 年	第一名	客户一	150,761.89	84.91%
	第二名	客户二	14,410.90	8.12%
	第三名	客户三	3,233.87	1.82%
	第四名	客户四	1,117.53	0.63%
	第五名	客户五	1,113.66	0.63%
	合计		170,637.85	96.11%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为匹配下游的订单需求，公司近年持续进行生产基地建设和产线改造，产能持续爬坡。2024年公司产能规模大幅提升，产能提升主要来自于三个方面：1、本期债券募投项目“年产1,000万只不锈钢真空保温杯生产线建设项目”完全释放产能投入生产；2、另一募投项目“越南年产1,350万只不锈钢真空保温杯生产建设项目”已初步释放产能；3、公司对原有产线进行技改大幅提升了旧产线产能。公司产能持续爬坡，但下游需求旺盛，公司仍然采用外协方式协助生产，产能利用率仍超过100%，但受益于产能爬坡，产能利用率有所下降。此外，公司产品目前处于销售紧俏的阶段，产销率仍然保持较高水平。

表4 公司主要产品产能及产销情况（单位：万只）

项目	2024 年	2023 年
产量	6,204.50	3,950.57
产能	5,475.00	2,600.00
销量	6,073.01	3,877.25
产能利用率	113.32%	151.95%
产销率	97.88%	98.14%
平均销售价格（元/只）	45.49	44.50

注：公司产能利用率超过 100%，主要原因是公司通过对外采购钢件、不锈钢杯体等半成品提升公司产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司生产模式和销售模式基本未发生变化，产品定价仍然主要是以成本加成法为基础，根据不同定位的客户(如零售客户、品牌客户、礼赠品客户)制定不同的报价模式，信用政策方面，公司根据合作年限和客户信用水平等情况，给予45-60天不等的信用账期，新客户或偶发性客户通常采取预付货款，收到尾款后发货或先款后货政策。

从运营效率来看，在同行业中，公司产品产能利用充分，产销率水平高，下游客户质量高，PMI信用度高，回款较为及时，公司应收账款周转天数属于行业领先水平，存货周转天数处于行业平均水平。应付账款周转天数方面，相较同行业水平，公司应付账款周转天数较短。

表5 公司与同行业上市公司运营效率情况(单位:天)

公司名称	2024 年			2023 年		
	存货周转 天数	应收账款 周转天数	应付账款周转 天数	存货周转 天数	应收账款 周转天数	应付账款周转 天数
嘉益股份	59.41	37.21	53.46	55.67	28.87	52.24
哈尔斯	81.36	32.59	95.81	104.43	28.28	97.91
安胜科技	58.66	55.26	57.55	62.07	62.31	58.51
同富股份	34.77	51.17	87.60	43.66	54.88	91.21
嘉特股份	89.27	60.88	69.32	99.47	57.29	76.07
行业平均	64.69	47.42	72.75	73.06	46.33	75.19

资料来源：Wind、中证鹏元整理

采购方面，原材料是公司最主要的营业成本，近年直接材料占公司采购总额的比重持续下降，2024年原材料成本占营业成本51%左右，主要系钢材价格下降导致，成本结构有所改善。2024年公司前五大供应商合计占比为44.89%，大部分已同公司达成多年合作，合作较为稳固。

表6 公司主要原材料采购金额及占比情况（单位：万元）

品种	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
不锈钢卷料及不锈钢管	37,239.74	25.02%	24,503.91	29.79%
其中：不锈钢卷	37,119.20	24.94%	24,412.80	29.68%
不锈钢管	120.54	0.08%	91.11	0.11%
不锈钢杯体及钢件	21,729.28	14.61%	12,698.28	15.44%
塑料粒子	17,276.62	11.61%	8,088.13	9.83%
合计	76,245.64	51.24%	45,290.32	55.07%

注：1）占比为占当期直接原材料采购总额的比重；2）由于产能不足同时考虑成本效益等因素，公司向供应商采购钢件、不锈钢杯体等半成品。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司对美国销售金额占比较高，“对等关税”政策出台对公司业绩压力较大，目前越南生产基地已逐步释放产能，但产能占比仍然偏低，且美国关税政策变化较快，需持续关注未来美国关税政策变化对公

司销售的影响

2025年以来，美国实施“对等关税”政策，对华、越南加征关税且关税政策变动较大，公司作为出口导向型企业，对美国出口占据总收入的64.06%，尽管公司采取FOB的方式进行销售，目前相关关税成本由客户承担，但同时需要注意的是，关税成本过高难免将对保温杯需求形成抑制作用。为进一步缩小对美出口风险敞口，降低关税扰动风险，满足下游客户分散供应链要求，公司目前正在积极布局越南生产基地，计划筹备越南第二期生产基地项目，但越南生产基地产能仍然无法完全覆盖美国地区需求，且目前美国关税政策变化较快，对中国和越南关税政策仍然未形成最终方案，仍需继续观察未来美国关税政策变化情况。同时，公司境外收入占比较高，需关注汇率波动风险。

表7 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）

地区	2024 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比
美国	18.17	64.06%	13.03	73.41%
其他地区	8.73	30.79%	3.85	21.67%
境外收入合计	26.90	94.85%	16.88	95.07%
境内收入	1.46	5.15%	0.87	4.93%

资料来源：公司提供，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2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

2024 年，随着生产经营规模的扩大，公司总资产规模继续扩张，产权比率有所上升，但整体杠杆水平仍然较低，偿债指标表现较好，公司债务短期偿付压力不大；目前公司继续保持较好的盈利能力，经营活动现金流继续呈现大规模净流入，经营获现能力较强，同时需要关注美国关税政策对公司持续经营、盈利和偿债能力的冲击

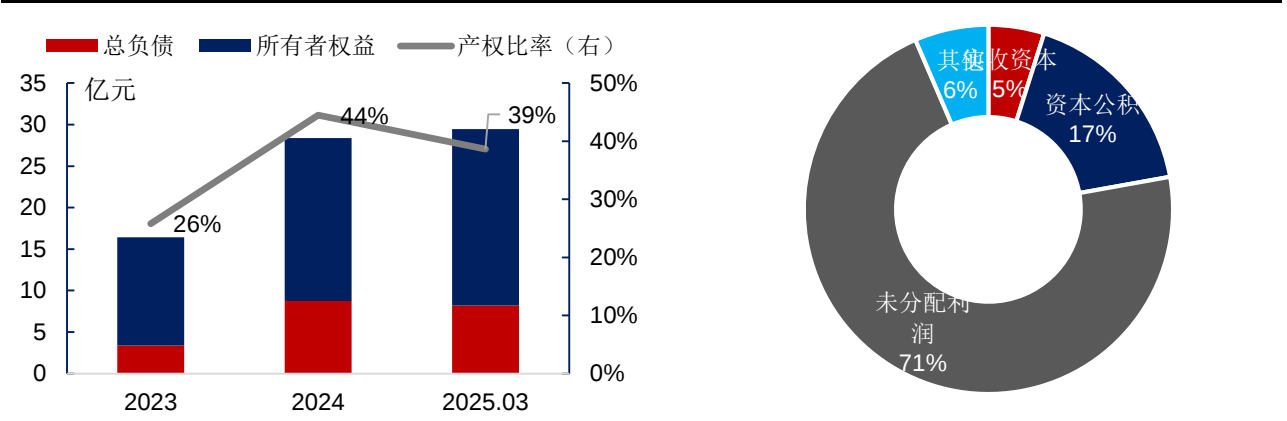
资本实力与资产质量

跟踪期内，公司业务持续处于扩张阶段，公司资产规模继续扩大，2024年公司经营性负债随着经营规模扩大持续扩大，且公司同年成功发行可转换公司债券，总负债规模大幅上升，超过公司利润积累速度，2024年产权比率出现大幅度上升，但公司杠杆水平仍然较低，所有者权益对负债保障程度好，且随着公司经营利润积累，2025年3月末，产权比率已出现小幅下降。

公司资产仍以货币资金和固定资产为主，2024年，公司存货、固定资产和应收账款上升较快。存货方面，由于越南项目设备已处在调试运行阶段，公司为准备越南项目生产，增加了原材料备货，同时

下游产品需求紧俏，公司产线产能增加，在产品规模大幅增加，使得2024年末存货规模增长较快。固定资产规模增长主要系在建工程中越南工厂建设项目转入导致。应收账款方面，公司对客户账期并未发生大的变化，仍然为45-60天，2024年第四季度公司销售金额较大，占全年销售金额的30%，使得2024年末应收账款规模上升较快，2025年相关款项已收回，2025年3月末应收账款规模相应下降。截至2024年末，公司货币资金中1.60亿元因境外经营子公司受外汇管制以及募集资金受监管账户使用受限，受限占比24.52%。

图4 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

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

表8 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	8.36	28.36%	6.54	23.04%	6.02	36.64%
应收账款	3.29	11.16%	4.21	14.84%	1.65	10.05%
存货	4.40	14.91%	4.08	14.36%	1.76	10.70%
流动资产合计	18.84	63.91%	18.23	64.25%	10.70	65.09%
固定资产	7.34	24.90%	7.09	24.99%	3.43	20.87%
在建工程	1.28	4.33%	0.99	3.49%	0.74	4.48%
无形资产	1.14	3.85%	1.15	4.04%	1.18	7.16%
非流动资产合计	10.64	36.09%	10.15	35.75%	5.74	34.91%
资产总计	29.47	100.00%	28.38	100.00%	16.43	100.00%

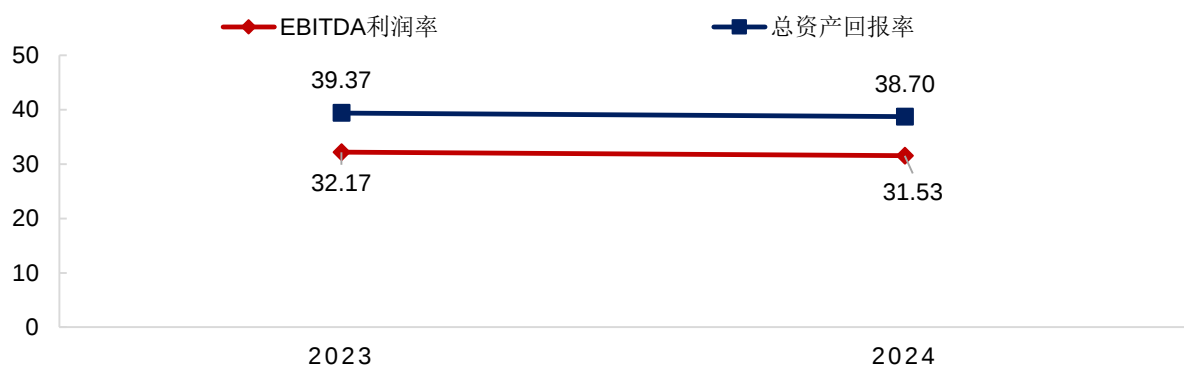
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年保温杯继续呈现高景气的行业特征，公司当年营业收入实现28.36亿元，同比增长59.76%，净利润实现7.33亿元，同比增长55.27%，净利润增速略逊于营业收入增长。拆解来看，毛利率端，2024年公司毛利率为37.67%，较2023年存在一定幅度下滑，主要系越南生产基地处于产能爬坡提效阶段导致的毛

利率下降。费用率方面，2024年公司期间费用率为6.61%，较2023年下降2.44%，公司费用成本控制较好，综合影响下，公司EBITDA利润率和总资产回报率较2023年略微下滑但基本保持稳定，持续保持较高盈利水平。但需要关注的是，公司产品主要出口美国，需要关注美国关税政策对公司盈利能力造成的影响。

图6 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

从负债结构来看，公司债务以经营负债为主，其中应付账款主要系应付原材料采购款，随着公司业务规模的扩大，2024年应付账款规模持续扩大。2024年公司成功发行嘉益转债（债券代码：123250.SZ）使得当年应付债券规模大幅上升，整体来看，公司有息债务规模不大，且大部分为可转债，短期偿付压力不大。

表9 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	0.28	3.41%	0.29	3.31%	0.30	8.91%
应付账款	3.12	37.94%	3.60	41.25%	1.65	48.88%
应付职工薪酬	0.64	7.79%	0.65	7.50%	0.73	21.77%
应交税费	0.43	5.18%	0.44	5.05%	0.31	9.24%
其他应付款	0.13	1.64%	0.12	1.37%	0.28	8.28%
一年内到期的非流动负债	0.11	1.39%	0.13	1.44%	0.01	0.21%
流动负债合计	4.79	58.31%	5.33	61.07%	3.34	99.09%
应付债券	3.29	40.03%	3.25	37.18%	0.00	0.00%
非流动负债合计	3.42	41.69%	3.40	38.93%	0.03	0.91%
负债合计	8.21	100.00%	8.73	100.00%	3.37	100.00%
总债务	3.80	46.27%	3.79	43.44%	0.31	9.25%
其中：短期债务	0.39	10.38%	0.41	10.93%	0.31	98.64%
长期债务	3.41	89.62%	3.38	89.07%	0.00	1.36%

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

现金流方面，公司下游客户账期未出现明显变动，主要受到公司增加原材料采购以及第四季度客户订单量大未达到回收账期时间影响，2024年公司经营活动现金流净额出现小幅下降，但公司经营获现能力仍然较强。公司存量项目后续资本开支不大，但越南二期生产基地正在谋划中，后续公司或仍将保持一定规模项目投资支出。此外，公司2025年5月7日以现有总股本 103,869,300 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利30元（含税），合计派发现金红利311,607,900元（含税），本次分红占2024年合并报表归属于母公司所有者的净利润的42.51%。

2024年为满足公司业务需求，公司资产和负债规模均出现一定程度的上升，资产负债率呈现上升趋势，但仍然处于较低水平。公司主要客户为国际知名品牌商，付款能力和速度较好，随着业务规模扩大，EBITDA及FFO继续大幅提高，公司总债务水平仍然较低，EBITDA仍可有效保障公司利息支出，公司净债务始终处于负值。

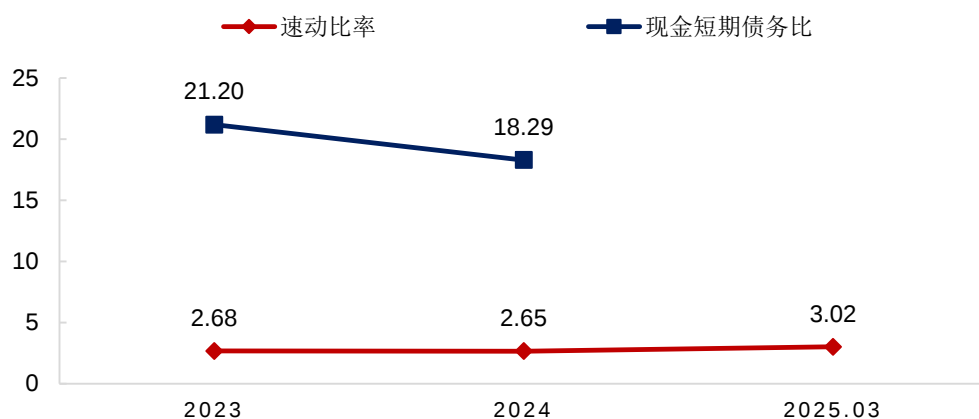
表10 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	1.79	4.97	5.77
FFO（亿元）	--	7.90	5.03
资产负债率	27.86%	30.78%	20.51%
净债务/EBITDA	--	-0.36	-1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	145.99	360.04
总债务/总资本	15.16%	16.19%	2.33%
FFO/净债务	--	-244.90%	-85.96%
经营活动现金流净额/净债务	--	-153.85%	-98.57%
自由现金流/净债务	--	-11.00%	-51.06%

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

从流动性来看，2024年因境外经营子公司受外汇管制以及募集资金受监管账户使用受限规模上升，导致公司现金短期债务比同比有所下降，速动比率波动上升，公司现金短期债务比和速动比率仍然表现较好。

图7 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5月30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，截至报告查询日（2025年5月30日），中证鹏元未发现公司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
货币资金	8.36	6.54	6.02
应收账款	3.29	4.21	1.65
存货	4.40	4.08	1.76
流动资产合计	18.84	18.23	10.70
固定资产	7.34	7.09	3.43
非流动资产合计	10.64	10.15	5.74
资产总计	29.47	28.38	16.43
短期借款	0.28	0.29	0.30
应付账款	3.12	3.60	1.65
一年内到期的非流动负债	0.11	0.13	0.01
流动负债合计	4.79	5.33	3.34
长期借款	0.00	0.00	0.00
应付债券	3.29	3.25	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.42	3.40	0.03
负债合计	8.21	8.73	3.37
总债务	3.80	3.79	0.31
其中：短期债务	0.39	0.41	0.31
长期债务	3.41	3.38	0.00
所有者权益	21.26	19.65	13.06
营业收入	7.20	28.36	17.75
营业利润	1.78	8.63	5.46
净利润	1.52	7.33	4.72
经营活动产生的现金流量净额	1.79	4.97	5.77
投资活动产生的现金流量净额	0.02	-6.27	-3.38
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	1.66	-0.70
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
EBITDA（亿元）	--	8.94	5.71
FFO（亿元）	--	7.90	5.03
净债务（亿元）	--	-3.23	-5.86
销售毛利率	33.89%	37.67%	40.72%
EBITDA 利润率	--	31.53%	32.17%
总资产回报率	--	38.70%	39.37%
资产负债率	27.86%	30.78%	20.51%
净债务/EBITDA	--	-0.36	-1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	145.99	360.04

总债务/总资本	15.16%	16.19%	2.33%
FFO/净债务	--	-244.90%	-85.96%
经营活动现金流净额/净债务	--	-153.85%	-98.57%
速动比率	3.02	2.65	2.68
现金短期债务比	--	18.29	21.20

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

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2024 年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
杭州镁歌贸易有限公司	2,500.00	100%	批发贸易
Drink Tech Inc. 饮水科技有限公司	200 万美元	100%	商业
CAYI HOLDINGS PRIVATE LIMITED	7,000 万美元	100%	投资控股
CAYI TECHNOLOGY VIETNAM COMPANY LIMITED	3,744 亿越南盾	100%	不锈钢和金属保温器皿制造
浙江武义县汉歌工贸有限公司	500.00	100%	批发贸易
武义秦歌贸易有限公司	500.00	100%	批发贸易

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

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+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

附录五 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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号