



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2022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。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：

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 2022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

- 中证鹏元维持厦门松霖科技股份有限公司（以下简称“松霖科技”或“公司”，股票代码：603992.SH）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“松霖转债”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司在厨卫健康品类领域具备一定设计实力和产品质量优势，核心下游客户资质较好且合作较为稳定，盈利能力以及主业现金生成能力较好；同时中证鹏元也关注到，公司面临客户集中度较高、原材料成本传导机制存在一定滞后性、厦门倍杰特科技有限公司（以下简称“倍杰特”）未来可能存在商誉减值以及“松霖·家”业务持续亏损等风险。

未来展望

- 健康硬件 IDM 业务是公司经营业绩的主要来源，核心下游客户资质较好且合作较为稳定，主营业务现金生成能力较好，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对可控。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年9月19日

联系方式

项目负责人：谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
 wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.6	2021	2020	2019
总资产	40.19	40.36	27.21	23.76
归母所有者权益	23.52	22.26	20.06	18.06
总债务	6.31	5.81	0.21	0.24
营业收入	17.12	29.77	20.35	17.39
净利润	1.63	3.12	2.70	2.34
经营活动现金流净额	3.02	2.88	3.51	2.67
销售毛利率	29.42%	29.54%	34.55%	34.78%
EBITDA 利润率	--	16.99%	19.63%	17.68%
总资产回报率	--	11.02%	12.21%	13.37%
资产负债率	36.41%	39.97%	26.28%	23.96%
净债务/EBITDA	--	0.08	-2.28	-3.07
EBITDA 利息保障倍数	--	36.42		
总债务/总资本	19.80%	19.33%	1.03%	1.30%
FFO/净债务	--	1,061.78%	-39.20%	-30.04%
速动比率	1.41	1.17	2.07	2.48
现金短期债务比	2.90	2.88	46.82	42.20

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司在厨卫健康品类领域具备一定设计实力和产品质量优势。**由公司设计团队主持设计的花洒、龙头、冲牙器等产品先后多次获得了“IF 设计奖”、“红点奖”、“IDEA”、“G-Mark”等国际工业设计领域顶尖奖项，截至 2021 年末，公司持有国内外有效授权专利 1,328 项，专业卫厨出水终端产品检测中心的运行实施有效地保障了公司各项产品持续符合国际质量标准、市场认证体系和客户的要求，保证了公司产品质量性能的稳定可靠性。
- **公司下游重要客户资质较好，盈利能力较好。**公司为 Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）、Roca（西班牙乐家）和 Kohler（美国科勒）等国际知名卫浴品牌商的花洒、龙头等厨卫配件境内生产商，2021 年海外订单大幅增长，公司销售规模和利润保持增长。
- **获现能力较好。**公司上游原材料集中度低、供给充分，公司对其议价能力较强，2021 年公司 FFO 规模保持增加、经营活动现金保持净流入。

关注

- **公司客户集中度较高。**2021 年公司前五大客户集中度仍在 45% 以上，若核心客户需求下降或未能获取到其订单将对公司正常经营产生不利影响。
- **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，直接材料对公司营业成本占比较高，且公司原材料成本传导机制存在一定滞后性。2021 年以来由于塑料米、铜锌合金等主要原材料价格大幅上涨，并购倍杰特并表，叠加人民币兑美元汇率上升等因素，公司销售毛利率出现明显下滑。
- **并购标的倍杰特业绩不达预期。**受疫情、原材料价格上涨以及汇率波动等因素影响，2021 年倍杰特未能完成年度业绩承诺，需持续关注倍杰特未来经营状况及公司可能存在的商誉减值风险。
- **“松霖·家”业务亏损进一步加大。**“松霖·家”业务为公司战略性新兴业务，经营模式仍处于验证阶段，2021 年亏损额进一步加大，需持续关注公司对“松霖·家”业务的发展规划和资金投入及其对公司整体业绩的影响。

同业比较（单位：亿元）

指标	惠达卫浴	海鸥住工	建霖家居	瑞尔特	公司
总资产	63.3	46.21	43.12	22.39	40.36
营业收入	38.93	41.26	47.12	18.68	29.77
归母净利润	2.35	0.86	3.76	1.39	3.01
资产负债率	36.00%	56.16%	39.72%	20.98%	39.97%
销售毛利率	27.66%	18.25%	22.76%	22.59%	29.54%
应收账款周转率（次）	4.72	4.40	5.40	4.53	5.39
存货周转率（次）	3.03	3.34	5.77	5.50	5.23

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：同花顺

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	评分要素	评分	
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	4/7	财务状况	8/9
	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	

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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/松霖转债	2022-1-10	王皓立、谢海琳	工商企业通用信用评级方法和模型	阅读全文

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	6.10	2022-1-10	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2022年8月19日，“松霖转债”募集资金专项账户余额为597,834,824.82元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人以及股权结构均未发生变化。截至2022年8月末，公司注册资本和实收资本均为4.01亿元，第一大股东仍为松霖集团投资有限公司，持股比例仍为31.11%，实际控制人周华松、吴文利夫妇直接和间接合计控制公司86.61%股权，实际控制人股权均未被质押，公司前十大股东持有公司89.49%的股份，具体股权结构图见附录二。

2022年5月，公司监事肖明因个人原因辞职，邱小婷被选举为监事，公司无其他董监高人员变动。

2021年公司新增2家子公司，2022年上半年公司注销5家子公司，合并报表范围变化情况如下：

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
厦门倍杰特科技有限公司	51.00%	2,868.81	马桶配件及智能马桶等生产和销售	收购
福州松霖家有限公司	100.00%	10,000.00	家居用品销售等	新设
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
厦门致杰智能科技有限公司	51.00%	10,000.00	塑料零件制造等	注销
福州松霖家有限公司	100.00%	10,000.00	家具安装和维修服务等	注销
厦门倍洁特建材有限公司	51.00%	1,000.00	日用塑料制品制造等	注销
厦门倍实电子科技有限公司	51.00%	1,000.00	电子元件及组件制造等	注销
泉州松霖建材有限公司	100.00%	1,000.00	批发、零售：五金交电、家居产品、卫浴洁具等	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累固定资产投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年上半年，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，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上半年 GDP 同比增长 2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%；同期全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.9%。

下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

行业及区域经济环境

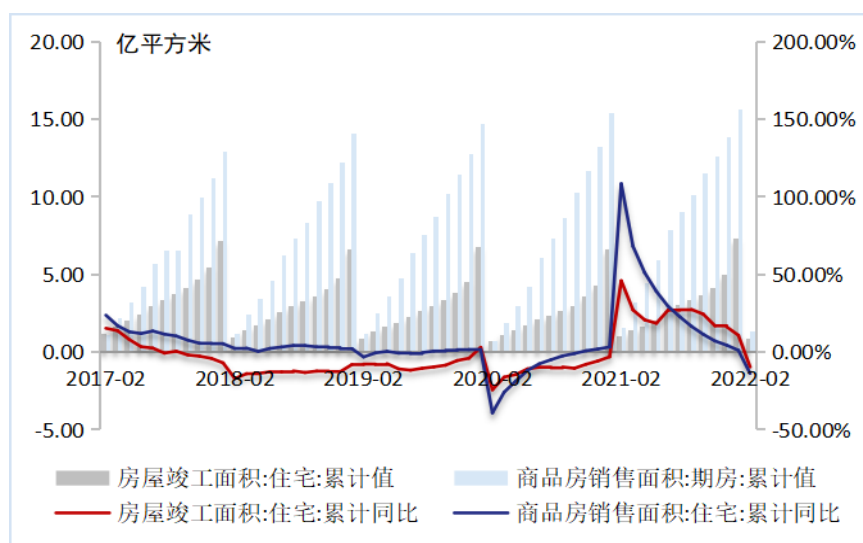
全球厨卫配件行业下游需求仍较为旺盛，新房装修及存量房翻新将持续带动厨卫配件行业发展

厨卫配件作为家具行业的子行业，属于后地产周期行业，与房地产行业发展情况具有高度相关性，产品销售周期滞后于房地产销售周期。从需求来看，由于大众“翻新→装修→换家居”以及“买房→装修→买家居”的消费习惯，商品房翻新和新房销售对厨卫配件行业的发展有重要影响。

国内新房销售方面，虽然自2016年国内房地产调控以来，房地产景气度承压，但根据同花顺数据，目前我国仍存在较大的交房缺口，2021年房屋竣工情况有所改善，随着未来房屋竣工，新房装修需求中短期内仍有一定支撑。此外，根据奥维云网发布的数据，我国精装房开盘套数从2016年的115万套提升至2021年的286.1万套，年复合增长率高达25.59%。但与发达国家80%以上的精装渗透率相比，我国精装市场渗透率仍处于低位，未来仍有较大的提升空间。

国内存量房的翻新方面，根据产业信息网统计数据，约80.00%的消费者选择在初次装修后5-15年进行二次装修，而在2005-2015年期间，我国住宅销售面积由4.96亿平方米增长至11.24亿平方米，年复合增长率达9.52%，大量的存量房存在着翻新装修的需求。

图1 近期期房销售面积持续超过房屋竣工面积

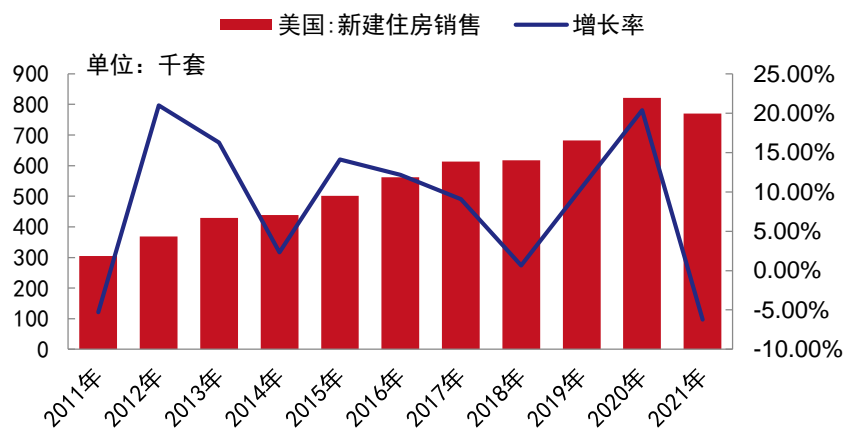


资料来源：同花顺，中证鹏元整理

国外新房销售方面，近年来美国、欧洲等发达国家或地区的房地产市场有所回暖，以美国住宅房地产市场为例，美国房地产市场自2012年开始呈现出快速增长趋势，截至2021年美国新建住房销售数量已达到76.20万套，2011年-2021年年复合增长率为9.55%。

国外存量房的翻新方面，全球卫浴配件产品更换维修市场主要集中在美国、欧洲等城镇化建设较早，城镇化率较高的发达国家或地区，以美国为例，房屋建造中的维修和发展支出自2011年的73.71亿美元增加至2019年的92.95亿美元，受新冠肺炎疫情等因素的影响，2020年、2021年相关支出减少。

图2 2011-2021年美国新建住房销售情况



资料来源：同花顺，中证鹏元整理

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，低端市场价格竞争激烈

全球卫浴配件行业总体市场规模大，市场化程度较高。欧洲、北美及日本等地区因为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，促进了较多国际知名卫浴品牌的形成，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；以海鸥住工、路达工业、建霖家居、松霖科技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有助于提升加工企业的业绩保障。

此外，由于卫浴配件行业品类众多、市场需求分散，因此行业中还存在很多规模较小、生产水平较为一般的小型生产商，这类企业不具品牌竞争力，产品以技术门槛较低的中低端市场为主，价格竞争较为激烈。

2021年国际原油及五金铜价格维持上涨走势，厨卫产品主要原材料和零配件价格仍处于高位，厨卫生产企业面临一定的成本控制压力

花洒类、马桶配件、智能马桶、美容健康类产品的主要原材料为塑料米、橡胶零配件等，龙头五金类的主要原材料为五金零配件、铜锌合金等。塑料米、橡胶零配件属于石油化工行业的下游产品，五金件的主要原材料为铜、铝、不锈钢等，受疫情等因素影响，2020年以来国际原油价格和五金铜材料价格持续上涨，2021年仍延续了高位走势。受主要原材料价格上涨影响，厨卫配件生产企业面临一定的成本控制压力。

图3 2021年国际原油现货价格延续高位走势

图4 2021年五金铜材价格指数延续高位走势



资料来源：同花顺，中证鹏元整理

资料来源：同花顺，中证鹏元整理

全球美容健康护理行业蓬勃发展，技术和产品创新以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出来。根据 Frost & Sullivan、前瞻产业研究院的统计数据显示，全球个人护理电器市场零售额连续多年持续增长，从2014年的192亿美元增长到2019年的253亿美元，年复合增长率达到5.67%。具体来看，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。上述地区由于经济发展水平较高，人们对生活质量、美容健康等方面较为重视，因此在个人护理方面的投入也相对较大。2019年欧洲、美国、日本美容护理电器的销售占比分别达到16.42%、23.44%、34.78%。

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增长让美容市场出现了爆发式增长。根据统计，2020年美容仪国内销售额达到72亿元，增速为31%；冲牙器国内销售额达到11亿元，增速20%。而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

公司业务分为“健康硬件IDM”业务和“松霖·家”业务两大板块。“健康硬件IDM”业务包括厨卫健康品类、美容健康品类和新兴智能健康品类，其中：厨卫健康品类是公司目前最主要的产品，产品包括花洒、淋浴器、龙头五金类等，2021年8月公司完成收购倍杰特，新增马桶配件及智能马桶等卫浴产品；美容健康品类是公司“健康硬件IDM”业务的第二增长点，产品包括SPA美容花洒、按摩仪、美容仪、冲牙器等；新兴智能健康品类尚处于技术研发和客户培育阶段。“松霖·家”业务即整家业务，为公司战略性新业务，公司已在厦门、泉州开了两家体验店，目前正在筹备莆田、南昌、长沙和武汉的4家体验店。“松霖·家”业务目前仍处于培育期，销售规模较低，仍为亏损。

2021年公司营业收入同比显著增长，主要来自厨卫健康品类和美容健康品类收入大幅增长，此外，并购倍杰特带来了一定的收入增长。2022年上半年，公司营业收入较去年同期大幅增长，主要来自于并购倍杰特带来的外源性增长，需要关注的是，2021年海外订单大幅增长，2022年海外新增订单增速放缓。

2021年公司销售毛利率同比有所下滑，主要系受2021年塑料米、铜锌合金等主要原材料价格持续上涨、人民币兑美元汇率上升以及并表的倍杰特自身产品毛利率较低等因素的综合影响，导致厨卫健康品类毛利率下滑所致，此外，2021年“松霖·家”业务开展了比较多的毛利率较低的硬装业务，导致其2021年毛利率同比下滑明显。由于上述因素的影响仍在持续，2022年上半年公司毛利率仍略有下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
厨卫健康品类	15.30	29.28%	26.13	29.94%	18.48	35.63%
美容健康类	0.77	56.86%	1.14	52.91%	0.46	52.18%
“松霖·家”	0.55	13.13%	1.01	16.25%	0.18	36.13%
家具品类及其他	0.11	23.00%	0.65	13.94%	0.76	10.02%
其他业务	0.39	5.28%	0.84	13.62%	0.46	13.41%
合计	17.12	29.42%	29.77	29.54%	20.35	34.55%

资料来源：公司提供

公司拥有一定的产品设计、技术研发和产品质量优势

公司注重研发和创新投入，通过创意设计中心主导创新项目的推动。由公司设计团队主持设计的花洒、龙头、冲牙器等产品先后多次获得了“IF设计奖”、“红点奖”、“IDEA”、“G-Mark”等国际

工业设计领域顶尖奖项，累计获得国内外各种设计奖项144项，并被认定为“厦门市市级工业设计中心”、“福建省省级工业设计中心”、“国家级工业设计中心”。截至2021年末，公司拥有研发科技人员数量732人，持有国内外有效授权专利1328项，其中发明专利397项，实用新型专利684项，外观专利247项。公司被认定为“国家级企业技术中心”、“国家知识产权示范单位”。

公司注重加强产品质量控制，公司拥有超过200人的专业化的品质管理队伍，从产品设计开发、材料采购、生产制造、产品检测、售后服务等业务流程开展质量管理工作。严格按照《卫生洁具淋浴用花洒》、《淋浴系统》、《供水管道装置》和《卫生龙头 自动关闭阀》等国家、国际相关规定和标准对卫浴配件产品进行质量控制。公司拥有专业卫厨出水终端产品检测中心，从国外引进了一批高精度、高效率的检测设备，如德国Fischer XDL-230镀层无损测试仪、德国SPECTRO MAXx光谱材料分析仪、意大利GIUSSANI BPR SWG50恒温龙头性能测试机等，检测中心按照ISO/IEC 17025:2005《检测和校准实验室能力的通用要求》的相关要求进行管理，先后取得了CNAS（中国合格评定国家认可委员会）和CSA（加拿大标准协会）的认可。经过多年运行，公司检测中心已完全能够按照美国、加拿大、欧洲、中国等相关产品质量标准和要求对花洒、淋浴系统、龙头等出水终端产品进行测试检验，可充分保证公司各项产品的质量。

2021年公司健康硬件IDM业务产品产能利用率有所提升，但新增产能规模较大，未来或将存在一定的产能消化风险

公司拥有厦门海沧区和漳州长泰区两大生产基地，生产模式为以销定产，根据客户多批次、小批量的采购需求，围绕订单进行生产，此外，公司存在一定的工序外协。2021年公司主营的厨卫健康品类、美容健康品类的产能、产量以及产能利用率均保持增长，主要系受益于IPO募投项目逐步投产以及2021年8月并购倍杰特，2021年公司厨卫健康品类产能进一步扩大，同时2021年公司订单量大幅增加，公司厨卫健康品类、美容健康品类的产能利用率也相应提升，公司主营产品产能消化能力较好。2022年上半年，受订单量减少，公司厨卫健康品类、美容健康品类的产能利用率有所下滑。

表3 2020-2022年6月末公司健康硬件IDM业务产品生产情况（单位：万套）

产品	项目	2022年1-6月	2021年度	2020年度
厨卫健康品类	产能	5,285.82	9,650.04	7,024.92
	产量	4,131.00	8,733.76	6,224.70
	产能利用率	78.15%	90.50%	88.61%
美容健康品类	产能	129.6	232.32	115.20
	产量	99.77	219.30	97.20
	产能利用率	76.98%	94.40%	84.38%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目达产后公司每年将新增 865 万件花洒类、201.50 万件美容健康类产品，分别占

2021年厨卫健康品类、美容健康品类产能的8.96%、86.73%，募投项目达产后，公司产能将得到大幅提升，但新增产能能否消化并实现预期经济效益存在一定不确定性。

表4 截至 2022 年 6 月 30 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

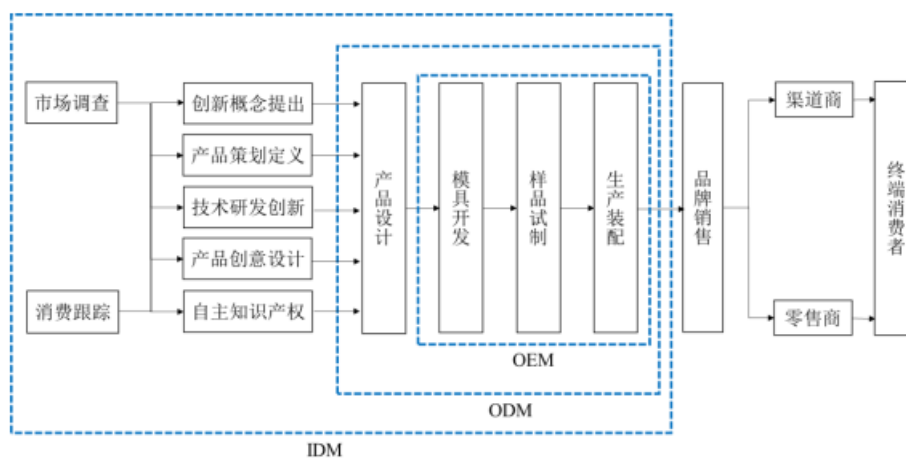
项目名称	计划总投资	已投资	资金来源比例
美容健康及花洒扩产及技改项目	61,586.50	12,200.11	本期债券募集资金
卫浴园厂房改造工程	3,094.00	309.53	自筹
合计	64,680.50	12,509.64	-

资料来源：公司提供

公司主要客户资质较好且合作较为稳定，业务需求有一定保障，但下游客户较为强势，客户集中度较高，公司成本传导机制存在一定滞后性

公司“健康硬件IDM”业务模式主要通过IDM、ODM、OEM的经营模式向特定客户直接销售，不同销售模式下拥有的不同的定价机制，OEM模式主要为“成本+加工费”定价原则，IDM模式和ODM模式产品价格更多的是在综合考虑生产成本、工艺结构、设计方案、创新技术、自主知识产权等多方面因素与每个客户按照“一事一议”原则协商确定。

图5 OEM、ODM、IDM 模式图



资料来源：公司 IPO 招股说明书

公司作为全球各大知名品牌企业及大型连锁建材零售商的厨卫配件生产商，下游主要客户相对更为强势，结算方式多为先货后款，公司与大部分客户之间存在调价机制，但调价机制生效存在一定滞后性。

受益于下游需求的强硬支撑，公司厨卫产品的产销量持续提升，产销率接近100%。2021年因零件出货较多，拉低了公司厨卫产品的平均售价，同时塑料米、铜锌合金等主要原材料价格大幅上涨以及人民币兑美元汇率升值，导致公司厨卫产品单位毛利回落。2022年上半年，主要原材料价格、人民币兑美元汇率仍处于高位，进一步拉升了公司厨卫产品单位成本，但与下游客户销售合同的调价机制效应显现，

产品单位售价提升，转嫁了部分成本上升带来的压力，公司厨卫产品单位毛利有所回升。

表5 公司厨卫产品销售及利润情况（单位：万件、万元、元/件）

项目	2022年1-6月	2021年	2020年
销量	4,297.92	8,576.07	6,178.38
其中：内部领用	1,213.28	2,855.93	1,965.11
产销率	96.12%	98.19%	99.26%
销售收入	152,999.16	261,308.21	184,830.97
单位价格	30.14	28.10	29.92
单位成本	21.33	19.45	19.26
单位毛利	8.81	8.65	10.66

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游客户主要是国际知名/高端厨卫、家居、美容健康品牌商及大型连锁建材零售商，包括 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），国际大型连锁建材零售商包括ADEO（法国安达屋）和Saint-Gobain（法国圣戈班），其中摩恩集团、东陶集团和科勒集团稳居公司前五大客户，2020-2021年，公司前五大客户集中度均在45%以上，其中对摩恩集团的销售占比超过20%。2022年上半年，公司前五大客户集中度有所下降，其中对摩恩集团和东陶集团的销售占比均有所下降，主要系2021年客户囤货较多，2022年订单量减少。

整体而言，公司下游客户资质较好且合作较为稳定，公司业务需求有一定保障，但客户集中度较高，若主要客户需求下降或未能获取到主要客户订单，或对公司经营业绩及财务造成较大不利影响。

表6 2020-2022年上半年公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	占比
2022年1-6月	摩恩集团	26,270.22	15.35%
	科勒集团	12,837.86	7.50%
	东陶集团	12,101.11	7.07%
	乐华梅兰集团	7,681.09	4.49%
	BLANCO GmbH + Co KG	7,533.51	4.40%
	小计	66,423.79	38.81%
2021年度	摩恩集团	61,503.31	21.26%
	东陶集团	31,274.03	10.81%
	科勒集团	21,224.21	7.34%
	BLANCO	10,311.28	3.56%
	乐华梅兰集团	9,773.11	3.38%
	小计	134,085.94	46.34%
2020年度	摩恩集团	57,867.51	29.10%

东陶集团	22,794.52	11.46%
科勒集团	12,849.79	6.46%
乐华梅兰集团	10,270.72	5.16%
骊住集团	8,022.38	4.03%
小计	111,804.91	56.22%

资料来源：公司提供

公司主要为厨卫配件等品类出口企业，近年来外销收入占比在70%左右，内销收入也主要来自国际品牌的国内市场。外销方面，欧洲和北美洲是公司的主要市场，受益于国外消费者对品质要求更高，近年来外销毛利率一直高于内销，值得注意的是，海外市场及汇率、关税等贸易政策变动将对公司正常经营产生一定影响。

表7 2020-2021年公司销售区域分布情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
境外	20.18	32.85%	14.58	38.03%
境内	9.59	22.59%	5.77	25.75%
合计	29.77	29.54%	20.35	34.55%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

健康硬件IDM业务上游原材料供给较为充足、集中度不高，公司营业成本中直接材料占比高，需关注原材料价格波动对盈利能力的影响

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），一般公司对原材料设定安全库存量。

公司上游原材料供应较为充足，生产持续性较有保障，供应商较为分散，公司的议价能力相对较强，结算方式一般采取先货后款。2020-2022年6月末公司前五大供应商采购额未超过20%，采购集中度不高。

从具体采购品种看，受上游大宗商品涨价的影响，2021年主要原材料五金零配件、塑料米和铜锌合金的采购单价均有所上涨；2022年上半年，锌铜合金的采购单价继续上涨，但五金零配件、塑料米的采购单价均有所回落。

表8 公司原材料采购情况（单位：件、吨、元/件、元/吨和万元）

原材料	项目	2022年1-6月	2021年	2020年
五金零配件	采购数量	24,778.34	49,188.96	38,229.61
	单价	0.94	1.02	0.91
	金额	23,442.47	50,135.58	34,932.60
	采购占比	33%	35%	39%
塑料米	采购数量	12,735.19	14,181.11	8,074.42
	单价	12,745.39	17,165.46	15,417.92

	金额	16,231.49	24,342.52	12,449.07
	采购占比	23%	17%	14%
铜锌合金	采购数量	753.87	2,502.22	2,085.75
	单价	51,510.45	48,582.68	37,246.10
	金额	3,883.23	12,156.45	7,768.60
	采购占比	6%	8%	9%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年倍杰特业绩不达预期，需持续关注倍杰特经营状况及公司可能存在的商誉减值风险

2021年8月，公司完成倍杰特51%股权收购，倍杰特公司原股东为业绩承诺补偿义务人并承诺：倍杰特2021-2023年实现的年平均归母净利润（以扣除非经常性损益前/后孰低为计算依据）不低于5,666万元。倍杰特2021-2023年当年承诺净利润分别为5,000万元、5,600万元、6,400万元。因受疫情影响公司停产、人民币兑美元汇率上升以及原材料价格大幅上涨等因素的综合影响，倍杰特2021年实现扣非后归母净利润3,733.12万元，未能完成2021年度业绩承诺。2022年以来倍杰特主要原材料仍处于高位，需持续关注倍杰特未来经营状况及公司可能存在的商誉减值风险。

表9 倍杰特 2020-2021 年财务数据（单位：万元）

项目	2021 年	2020 年
总资产	60,784.27	54,640.54
净资产	25,062.10	23,396.37
营业收入	74,598.28	61,991.30
扣非后归母净利润	3,733.12	-
毛利率	20.04%	29.02%
资产负债率	58.77%	57.18%

资料来源：倍杰特2021年审计报告，中证鹏元整理

“松霖·家”业务亏损进一步加大，需持续关注其对公司经营业绩和盈利能力的影响情况

“松霖·家”业务由子公司厦门松霖家居有限公司（以下简称“松霖家居”）运营，松霖家居成立之初主要经营自有家居品牌“松霖（Solux）”，经过多年业务探索验证，逐步形成了直接面向终端消费者的重大战略性业务“松霖·家”，向消费者提供室内设计及装修、全屋定制及软饰等一站式的产品及服务，即整家业务，并于2020年在厦门开设第一家自营品牌体验中心，2021年在泉州开立第二家“松霖·家”大型体验中心。截至2021年末，公司已在11个地级市均签订10年期的大型自营品牌体验中心房屋租赁合同，租赁面积合计7.56万平方米，租赁合同总金额为5.18亿元，按月支付租金。截至2022年6月末，公司正在筹备莆田、南昌、长沙和武汉等4家大型自营品牌体验中心。

“松霖·家”业务为公司的重大战略性业务，目前仍处于试验阶段，尚未实现盈利。2020-2021年，“松霖·家”业务亏损额持续加大，截至2022年6月末，松霖家居已资不抵债。2021年公司对松霖家居追加注册资本1亿元，2022年7月1日已实缴，松霖家居实收资本为3.5亿元，考虑到公司对“松霖·家”业务的发展定位，预计公司未来将会继续投入更多的资金支持，需持续关注“松霖·家”业务对公司

经营业绩和盈利能力的影响情况。

表10 松霖家居 2020-2022年6月财务数据（单位：万元）

项目	2022年1-6月	2021年	2020年
总资产	57,548.00	52,673.83	11,050.21
净资产	-3,264.32	1,907.30	5,026.53
净利润	-4,969.96	-8,119.23	-2,701.32

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表，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2020-2021年审计报告及2022年1-6月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新增2家子公司纳入合并报表，2022年上半年公司合并范围减少5家子公司，截至2022年6月末公司纳入合并范围的子公司共14家。

资产结构与质量

2021年末公司资产规模大幅增加，资产构成以非流动资产为主，存货和应收账款对公司资金形成一定占用，账面货币资金较为充裕，公司整体资产质量尚可

2021年公司资产规模同比显著增加，主要系倍杰特并表、在建项目推进及“松霖·家”店面租赁增加所致，与此同时，2021年末公司资产结构变为以非流动资产为主。

公司货币资金主要为银行存款，2021年末货币资金同比有所下降，主要系收购倍杰特以及募投项目建设投入所致。2022年上半年公司销售规模增长带动销售回款增加，同时存货周转率提高使得存货对资金占用减少，2022年6月末公司货币资金较年初大幅增加，其中使用受限的货币资金0.41亿元，主要系汇票保证金、远期结售汇保证金等。

公司交易性金融资产主要为结构性存款和衍生金融资产，2021年交易性金融资产同比大幅下降，主要系出售了结构性存款和衍生金融资产，此外，因倍杰特未实现2021年业绩承诺，公司收到其原股东业绩补偿款0.13亿元计入了该科目。2022年6月末，公司交易性金融资产余额为0。

受并购倍杰特并表以及销售规模扩张等因素影响，2021年末公司应收账款规模继续增长。公司应收账款集中度较高，2021年末前五大应收对象期末余额合计数为3.44亿元，为同期末应收账款余额的48.38%，账龄集中在1年以内，下游客户主要为全球各大知名品牌商、大型连锁零售商，资质相对较好，整体看公司应收账款坏账风险较为可控。

公司存货主要由库存商品、半成品、发出商品和原材料构成。2021年公司存货规模同比大幅增长，主要系2021年公司海外订单增长，而受集装箱紧缺影响，业内普遍性存货积压，同时并购倍杰特并表所致，2022年6月末公司存货规模较年初有所下降。2021年公司存货周转天数约69天，低于行业平均水平，营运周转效率较好，但较大规模的存货对公司营运资金造成一定占用。

公司固定资产主要为房屋建筑物及专用设备，由于倍杰特并表以及在建项目逐渐完工转入，2021年末公司固定资产账面价值大幅增加；2021年末公司在建工程账面价值同比有所增加，主要系对美容健康及花洒扩产及技改项目、漳州松霖二期厂房工程、漳州建材一期厂房工程等项目的新增投入。截至2022年6月末，公司受限的固定资产规模0.64亿元，在建工程无受限情形。

公司使用权资产主要为开设“松霖·家”体验中心签订的11个地级市的10年期租赁合同按照摊余成本法入账的租金，自合同签订后的10年内支付。2021年因执行新的租赁准则，将租赁资产计入使用权资产。2022年6月末，公司使用权资产余额较年初基本不变。

公司无形资产主要系土地使用权和专利权等，2021年因并购倍杰特等原因，公司无形资产同比大幅增加。2022年6月末因计提摊销公司无形资产小幅减少，其中受限金额为0.04亿元。

公司商誉系收购倍杰特形成，受疫情停产、人民币兑美元汇率上升、原材料价格大幅上涨等因素的影响，倍杰特2021年未完成业绩承诺，经减值测试商誉未发生减值。需要持续关注倍杰特后续经营业绩状况及可能的商誉减值风险。

整体而言，因并购倍杰特以及业务规模扩张等原因，2021年公司资产规模大幅增加，资产结构转变为以非流动资产为主，存货和应收账款的周转效率尚可，但规模较大对公司资金形成一定占用，账面货币资金较为充裕，受限资产占比较低，公司整体资产质量尚可。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.36	18.32%	5.66	14.03%	7.20	26.45%
交易性金融资产	0.00	0.00%	0.13	0.31%	2.58	9.49%
应收账款	6.50	16.18%	6.76	16.74%	4.30	15.80%
存货	4.28	10.65%	5.31	13.15%	2.71	9.96%
流动资产合计	18.86	46.94%	19.19	47.56%	17.33	63.68%
固定资产	9.61	23.91%	9.78	24.22%	6.91	25.38%
在建工程	2.80	6.96%	2.43	6.03%	1.44	5.29%
使用权资产	3.85	9.58%	3.85	9.55%	0.00	0.00%
无形资产	2.76	6.86%	2.82	6.98%	0.73	2.69%
商誉	0.92	2.30%	0.92	2.29%	0.00	0.00%
非流动资产合计	21.33	53.06%	21.16	52.44%	9.88	36.32%
资产总计	40.19	100.00%	40.36	100.00%	27.21	100.00%

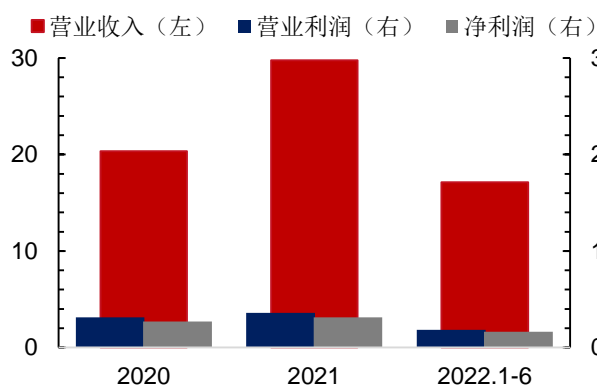
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

原材料涨价及松霖·家业务布局加快导致公司盈利水平有所下降，需持续关注松霖·家对公司盈利能力的影响

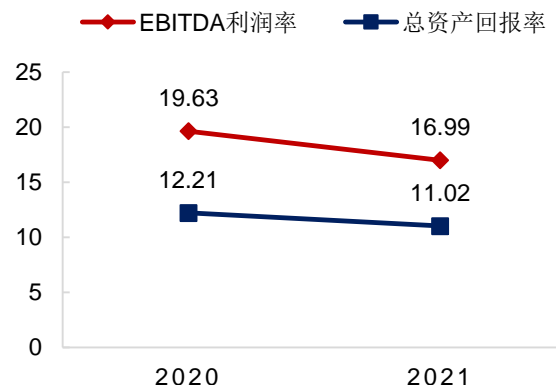
2021 年因收购倍杰特以及海外订单量增长，公司营业收入同比大幅拉升。与此同时，由于 2021 年塑料米、铜锌合金等主要原材料价格持续上涨，叠加人民币兑美元汇率上升，且并表的倍杰特自身产品毛利率较低，公司销售毛利率同比出现较大下滑，拖累了营业利润及净利润增速，导致 2021 年公司呈现一定增收不增利特点。此外，“松霖·家”业务布局加快，亏损额进一步增加，需持续关注“松霖·家”业务的发展情况。受此影响，2021 年公司 EBITDA 利润率、总资产回报率同比均有所下滑。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

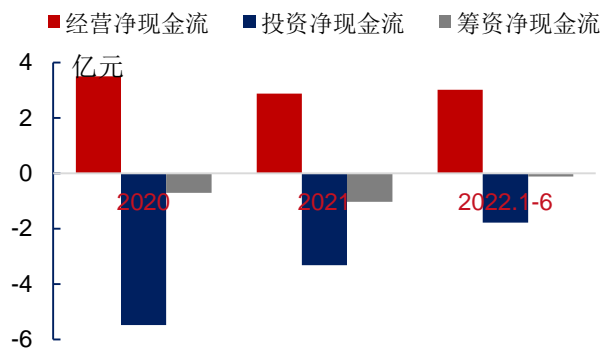
现金流

公司主营业务现金生成能力较好，资本性支出资金压力尚可

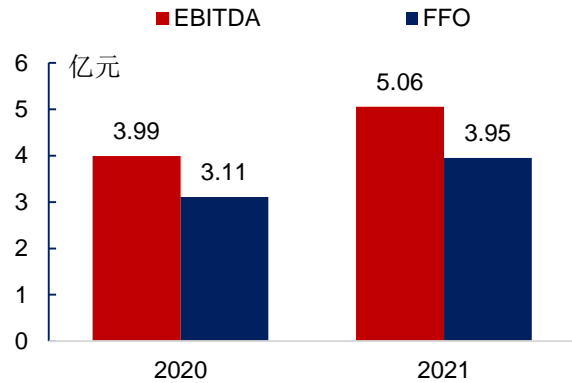
经营活动方面，公司下游客户较为强势，销售回款能力相对较弱，但上游原材料供应商集中度低、供给充分，公司对其议价能力较强，供应商给予公司的账期较长，故公司 FFO 持续为正且规模较大，主营业务现金生成能力较好。2021 年，公司继续加强存货管理和对上游供应商资金的占用，经营活动现金流持续净流入。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流量主要来源于交易理财产品及结构性存款的申购及赎回，2021 年上述投资减少，并购倍杰特投资支出增加，固定资产投资主要用于 IPO 募投项目，后续固定资产投资主要为本期债券募投项目。

筹资活动方面，因支付的租赁费及保证金增加以及偿还债务，2021 年公司筹资活动现金流净流出额有所走扩。

图 8 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

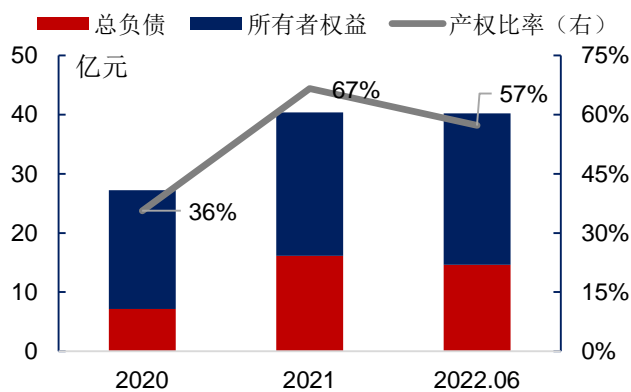
图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

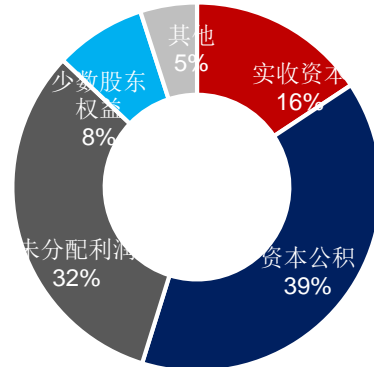
资本结构与偿债能力

公司净资产规模持续增加，2021 年以来总债务大幅增加，但偿债压力仍较为可控

公司净资产主要由原始股东投入、IPO 募集资金和经营积累构成，受益于 IPO 募集资金到位和自身经营积累，近年来净资产规模持续增加。因并购倍杰特以及执行新的租赁准则，2021 年末公司负债规模同比大幅增加，导致公司产权比率提升明显，但净资产对总负债的保障程度仍尚可。

图 10 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 2022 年 6 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2021 年以来松霖·家业务店面租赁增加，同时受 2021 年执行新的租赁准则影响租赁负债大幅增加，公司流动负债占比大幅下降。

流动负债方面，2021 年以来公司短期借款余额大幅增加，均来自并购的倍杰特。应付票据和应付账款均主要为应付供应商的材料款，账面余额呈波动性上升，公司占用上游供应商货款的能力也在提升。2020 年审计报告执行新准则，合同预收款重分类至合同负债，为预收下游客户的货款。2021 年以来公司

其他应付款大幅增加，主要来源于并购的倍杰特。

非流动负债主要为租赁负债，“松霖·家”业务自租赁合同签订之日起未来10年内要支付的租金通过租赁负债核算。

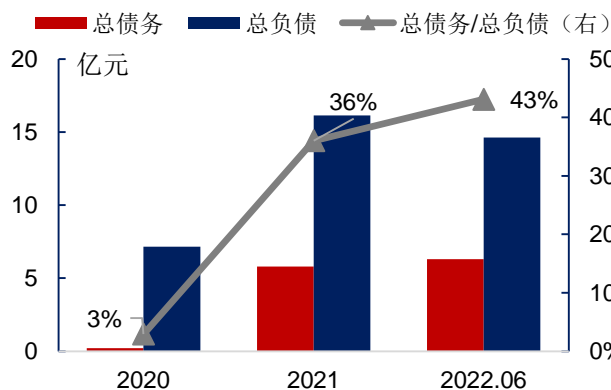
表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.79	5.41%	1.35	8.36%	0.00	0.00%
应付票据	1.46	9.96%	0.44	2.75%	0.21	2.92%
应付账款	4.77	32.63%	6.43	39.84%	4.70	65.70%
合同负债	0.94	6.42%	0.97	6.03%	0.47	6.56%
流动负债合计	10.37	70.87%	11.89	73.71%	7.08	98.99%
租赁负债	3.71	25.37%	3.67	22.73%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4.26	29.13%	4.24	26.29%	0.07	1.01%
负债合计	14.63	100.00%	16.13	100.00%	7.15	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

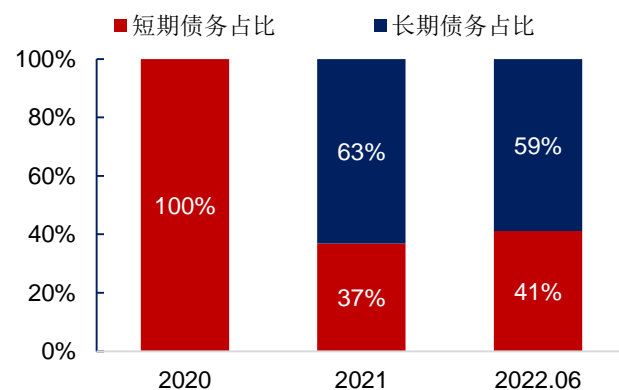
公司总债务由短期借款、应付票据、租赁负债构成，2021年末公司总债务账面余额同比大幅增长，主要原因是新增租赁负债以及倍杰特带来了较大规模的短期借款所致。

图 12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

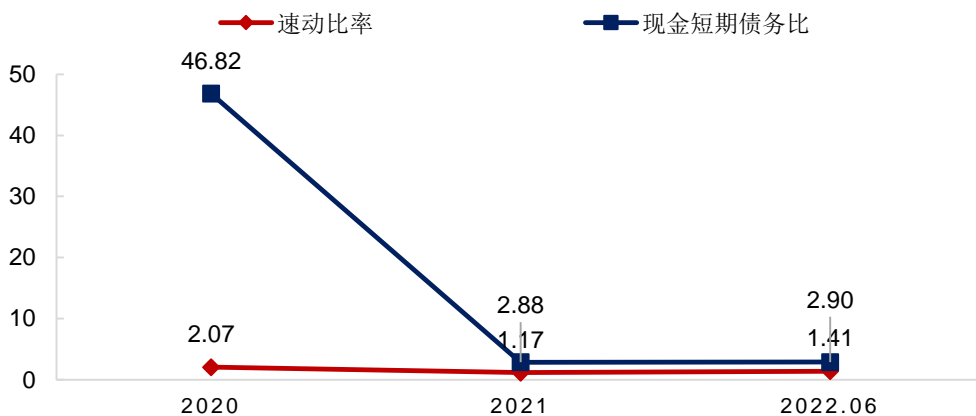
2021年公司执行新的租赁准则，“松霖·家”业务新增的店面租赁均计入租赁负债科目，导致2021年公司债务规模大幅增加，2021年起资产负债率有明显增长；受益于较低的债务负担和较好的盈利水平，2021年公司净债务对EBITDA占比较低、FFO对净债务覆盖度较高，同时EBITDA利息保障倍数较大，对利息的保障程度较好。整体来看，公司杠杆水平尚可，偿债压力较为可控，但值得注意的是，考虑本期债券融资金额，公司资产负债率将明显上升。

表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年6月	2021年	2020年
资产负债率	36.41%	39.97%	26.28%
净债务/EBITDA	--	0.08	-2.28
EBITDA 利息保障倍数	--	36.42	
总债务/总资本	19.80%	19.33%	1.03%
FFO/净债务	--	1,061.78%	-39.20%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2021年公司速动比率与现金短期债务比同比大幅下滑，主要系2021年短期债务增加所致。公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金。

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

根据公司提供资料，2022年8月倍杰特子公司厦门市华璞实业有限公司因非法排放有机废气受到监管部门的行政处罚，涉及罚款金额 22,572 元。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年8月9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。

八、抗风险能力分析

卫浴配件产品的市场需求与新建房屋的首次装修需求、日常维修及房屋翻新更换需求紧密相关，公司产品主要出口欧美日市场，海外新建房屋及房屋翻新需求为公司可持续发展提供了一定外部基础。公司注重技术研发和创新投入，经过多年积累，公司产品在厨卫健康品类领域具备一定设计实力和产品质量优势，并与Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）、Roca（西班牙乐家）和Kohler（美国科勒）等国际知名卫浴品牌商建立了较为稳定的合作关系，为公司业务规模提供了一定保障，近年来公司销售规模和利润均保持稳步增长。此外，公司主营业务现金生成能力较好，账面货币资金较为充裕，公司杠杆水平尚可，偿债压力相对可控，尤其公司上市后融资渠道更加多样化，公司融资弹性较好。

中证鹏元也注意到，公司为出口型制造企业，原材料价格及汇率波动对公司财务表现影响较大，公司客户集中度较高，原材料成本传导机制存在一定滞后性。2021年以来由于塑料米、铜锌合金等主要原材料价格大幅上涨，叠加人民币兑美元汇率上升等因素，公司销售毛利率出现明显下滑。此外，倍杰特业绩不达预期，公司后续可能存在商誉减值风险，而“松霖·家”业务作为公司战略性新兴业务，经营模式仍处于验证阶段，2021年亏损额进一步加大，业务拓展存在不达预期从而拖累公司整体业绩的风险。

综上所述，公司的抗风险能力尚可。

九、结论

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。

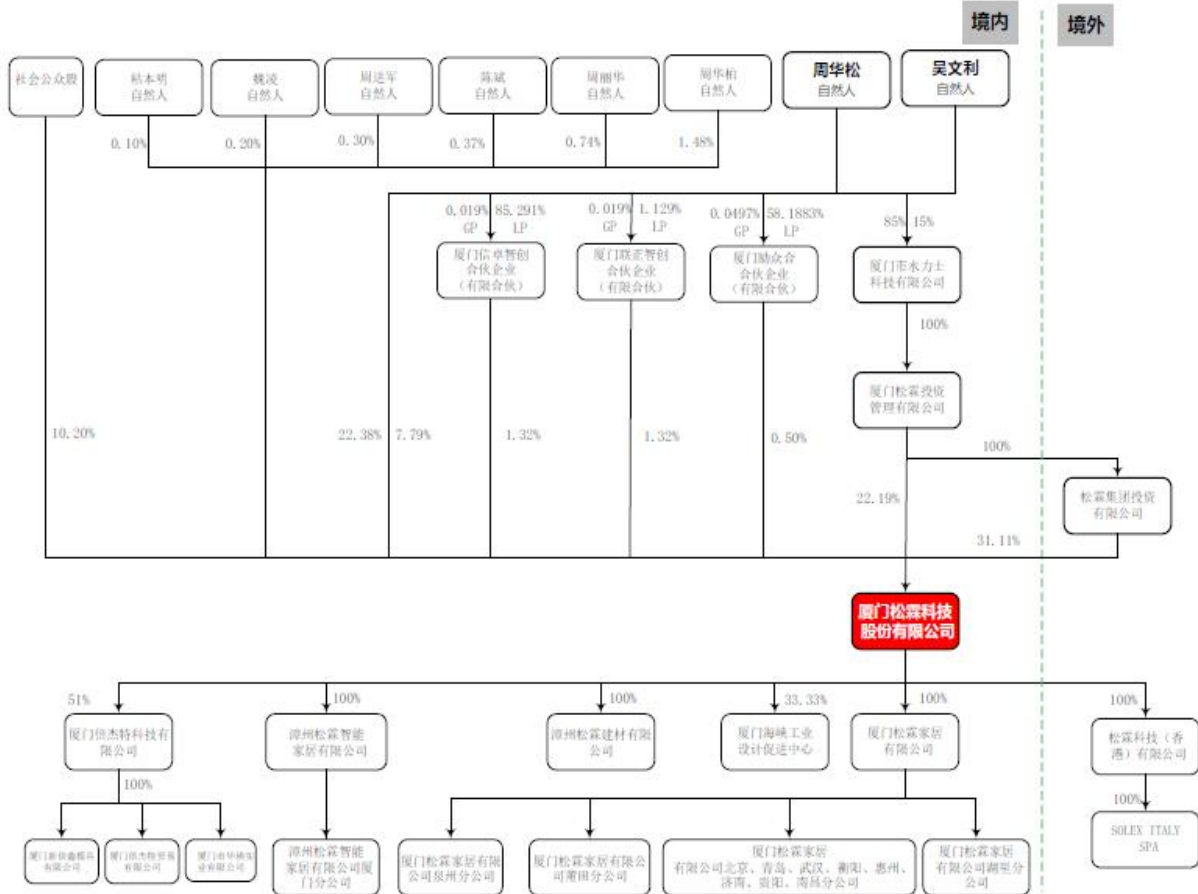
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年6月	2021年	2020年	2019年
货币资金	7.36	5.66	7.20	10.07
交易性金融资产	0.00	0.13	2.58	0.00
应收账款	6.50	6.76	4.30	3.43
存货	4.28	5.31	2.71	2.18
流动资产合计	18.86	19.19	17.33	16.12
固定资产	9.61	9.78	6.91	6.26
在建工程	2.80	2.43	1.44	0.52
使用权资产	3.85	3.85	0.00	0.00
无形资产	2.76	2.82	0.73	0.41
商誉	0.92	0.92	0.00	0.00
非流动资产合计	21.33	21.16	9.88	7.64
资产总计	40.19	40.36	27.21	23.76
短期借款	0.79	1.35	0.00	0.00
应付票据	1.46	0.44	0.21	0.24
应付账款	4.77	6.43	4.70	3.74
合同负债	0.94	0.97	0.47	0.00
流动负债合计	10.37	11.89	7.08	5.62
租赁负债	3.71	3.67	0.00	0.00
非流动负债合计	4.26	4.24	0.07	0.07
负债合计	14.63	16.13	7.15	5.69
总债务	6.31	5.81	0.21	0.24
归属于母公司的所有者权益	23.52	22.26	20.06	18.06
营业收入	17.12	29.77	20.35	17.39
营业利润	1.85	3.58	3.12	2.66
净利润	1.63	3.12	2.70	2.34
经营活动产生的现金流量净额	3.02	2.88	3.51	2.67
投资活动产生的现金流量净额	-1.78	-3.32	-5.48	-3.11
筹资活动产生的现金流量净额	-0.11	-1.03	-0.71	4.24
财务指标	2022年6月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	29.42%	29.54%	34.55%	34.78%
EBITDA 利润率	--	16.99%	19.63%	17.68%
总资产回报率	--	11.02%	12.21%	13.37%

资产负债率	36.41%	39.97%	26.28%	23.96%
净债务/EBITDA	--	0.08	-2.28	-3.07
EBITDA 利息保障倍数	--	36.42		
总债务/总资本	19.80%	19.33%	1.03%	1.30%
FFO/净债务	--	1,061.78%	-39.20%	-30.04%
速动比率	1.41	1.17	2.07	2.48
现金短期债务比	2.90	2.88	46.82	42.20

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月 15 日）



资料来源：公司提供

附录四 2022年6月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
厦门松霖家居有限公司	25,000	100%	“松霖·家”业务
漳州松霖智能家居有限公司	55,000	100%	品类 IDM 业务
漳州松霖建材有限公司	28,000	100%	“松霖·家”业务
松霖科技（香港）有限公司	10 万 USD	100%	贸易
SolexItalyS.p.a	12 万 EUR	100%	市场营销研究服务
泉州松霖建材有限公司	1,000	100%	尚未启用
福州松霖家有限公司	10,000	100%	尚未启用
厦门倍杰特科技有限公司	2,869	51%	研发、生产、销售马桶盖、智能马桶盖、水箱配件等卫浴产品
厦门致杰智能科技有限公司	10,000	51%	研发、生产、销售智能马桶
厦门市华璞实业有限公司	1,500	51%	加工生产卫浴产品
厦门倍洁特建材有限公司	1,000	51%	研发、生产、销售水箱配件等卫浴产品
厦门倍实电子科技有限公司	1,000	51%	电子元件、电路板的研发、生产、销售
厦门倍杰特贸易有限公司	500	51%	贸易
厦门新倍鑫模具有限公司	100	51%	研发、生产、销售模具

资料来源：公司提供

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。