



# 2020年赢通通讯股份有限公司可转换公司 债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



# 2020年瀛通通讯股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-18	2020-08-31

## 债券概况

**债券简称:** 瀛通转债

**债券剩余规模:** 3 亿元

**债券到期日期:** 2026-07-02

**偿还方式:** 对未转股债券按年计息, 每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息, 附赎回和回售条款

**增信方式:** 股份质押担保

## 联系方式

**项目负责人:** 游云星  
youyx@cspengyuan.com

**项目组成员:** 汪永乐  
wangyl@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对瀛通通讯股份有限公司（以下简称“瀛通通讯”或“公司”，证券代码：002861.SZ）及其 2020 年 7 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司无线耳机成品业务收入规模持续增长，股份质押担保为本期债券偿付提供了一定的保障；同时中证鹏元也关注到公司声学零件业务收入持续下降，外销业务存在一定的汇率波动风险和经营风险，客户集中度仍较高，未来新增产能存在一定的消化风险，以及公司规模仍较小，商誉存在一定的减值风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司耳机产品业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	17.21	17.61	13.86	14.32
归母所有者权益	10.81	10.75	10.53	9.96
总债务	3.64	3.67	0.57	0.41
营业收入	2.41	12.08	11.08	8.96
净利润	0.05	0.45	0.71	0.63
经营活动现金流净额	0.93	1.45	1.53	0.07
销售毛利率	22.13%	22.04%	24.15%	25.24%
EBITDA 利润率	--	10.67%	10.56%	11.92%
总资产回报率	--	4.19%	6.06%	5.67%
资产负债率	37.15%	38.95%	24.03%	30.42%
净债务/EBITDA	--	-0.90	-1.82	-1.48
EBITDA 利息保障倍数	--	10.38	21.40	535.87
总债务/总资本	25.18%	25.44%	5.14%	3.94%
FFO/净债务	--	-69.15%	-40.78%	-41.12%
速动比率	2.41	2.31	2.24	1.65
现金短期债务比	11.39	11.44	33.26	5.45

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司无线耳机成品业务收入规模持续增长，业务转型顺利推进。**随着“无线化、智能化”战略实施推进，公司无线耳机销售大幅增长，2020年公司耳机产品销售收入同比增长38.08%，为公司营业收入主要来源。
- **公司股东的股份质押担保为本期债券偿付提供了一定的保障。**截至2021年3月31日，公司股东黄晖、左笋娥以及萧锦明将其合计持有公司1,670.38万股的普通股用于本期债券的担保。

## 关注

- **公司声学零件业务收入持续下降，外销业务存在一定的汇率波动风险和经营风险。**受无线耳机对有线耳机市场挤压以及疫情影响等，2020年声学零件业务收入持续同比下滑24.53%；2020年公司外销收入占比39.62%，存在一定的汇率波动风险，目前海外部分国家或地区疫情仍然严峻，境外业务存在一定的经营风险。
- **公司客户集中度仍较高，不利于分散经营风险。**2020年、2021年1-3月公司前五大客户销售金额占比分别为62.08%和59.12%，其中2020年来自第一大客户的收入占比41.26%，客户集中度仍较高。
- **未来新增产能存在一定的消化风险。**公司主要在建项目投资规模较大，电子产品更新换代较快，受市场需求变化影响等，需关注新增产能投产和消化风险。
- **公司规模较小，商誉仍存在一定的减值风险。**截至2021年3月末公司总资产及归属于母公司所有者权益规模仍偏小，且前期收购子公司形成一定规模的商誉，若未来被并购子公司经营业绩未达预期，商誉仍存在一定的减值风险。

## 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_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年7月发行6年期3.00亿元公司债券，募集资金计划用于智能无线电声产品生产基地新建项目和补充流动资金。截至2020年12月31日，本期债券募集资金余额为20,772.5万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本均为1.22亿元，黄晖、左笋娥分别持有公司31.12%及6.15%的股份，另外黄晖通过通城县瀛海投资管理有限公司（以下简称“瀛海投资”）间接持有公司46.40万股；黄晖、左笋娥为公司实际控制人，左贵明、左娟妹、曹玲杰、左美丰、黄修成为实际控制人的一致行动人，公司实际控制人及其一致行动人合计质押股份占其所持股份比例为30.74%。

**表1 截至2021年3月31日公司前五大股东明细（单位：万股）**

股东名称	持股数量	持股比例
黄晖	3,790.58	31.12%
萧锦明	1,235.68	10.14%
左笋娥	749.09	6.15%
左贵明	337.96	2.77%
左娟妹	310.24	2.55%
<b>合计</b>	<b>6,423.55</b>	<b>52.74%</b>

资料来源：公司2021年第一季度报告，中证鹏元整理

2020年公司新增纳入合并范围子公司1家，系公司投资新设的武汉瀛通智能音频技术研究院有限公司。截至2020年末纳入公司合并范围子公司如附录二所示。

**表2 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

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
武汉瀛通智能音频技术研究院有限公司	100.00%	5,000.00	声学、光学、无线通信产品技术开发等	直接设立

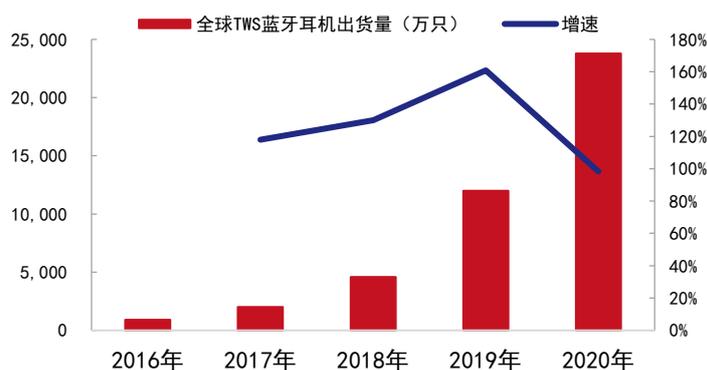
资料来源：公司2020年年报，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 真无线立体声（TWS）蓝牙耳机市场需求快速增长，国内TWS蓝牙耳机厂商将持续受益

随着TWS蓝牙耳机的便携性、传输稳定性等性能不断提升，市场需求持续快速增长，据CounterpointResearch的数据，2020年全球TWS蓝牙耳机出货量约2.38亿只，年出货量增长83%。随着5G、物联网与人工智能的发展，无线耳机产品智能化快速提升，或将进一步激活终端消费需求，TWS蓝牙耳机出货量有望维持较快增长，相关厂商业绩将持续受益。值得注意的是，虽然无线耳机销售单价高于有线耳机，但由于无线耳机所需原材料、人工成本、制造费用占比较高，因此对于OEM厂商而言，无线耳机OEM、ODM毛利率相对有线耳机元器件较低。

图1 全球TWS蓝牙耳机出货量继续保持快速增长



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

随着智能手机销量的持续下滑及主要手机厂商取消配套耳机，配套销售的有线耳机需求有所下滑，同时无线耳机需求提升对有线耳机市场有一定的挤压

智能手机市场步入存量时代，智能手机销量持续下滑。根据IDC数据显示，2020年全球智能手机出货量为13.71亿部，同比下降5.86%。智能手机出货量不断下滑，加之苹果、三星等手机厂商取消随机附赠的充电头和耳机，或将进一步降低手机品牌商对配套销售的有线耳机需求；同时TWS蓝牙耳机的需求持续增长，对有线耳机市场需求造成了一定的挤压。随着5G通讯技术进一步成熟，5G换机潮将重振全球智能手机市场，以及疫情带来的延后消费部分在2021年补回，预计2021年全球智能手机出货量或将有所增长，相应配套耳机需求或将有所回补。

## 五、经营与竞争

公司为耳机及线材行业的OEM、ODM厂商，主营业务仍为耳机成品、耳机半成品以及数据线等产

品的生产及销售，近年公司实施“从有线转向无线、从半成品转向智能成品”战略，2020年实现营业收入12.08亿元，同比增长9.03%，主要系耳机产品销售收入增长所致。耳机产品销售为公司营业收入主要来源，2020年耳机产品销售收入同比增长38.08%，其中，TWS产品销售较上年同期上升255.00%；受耳机无线化趋势影响以及国内外疫情部分客户需求降低，2020年公司声学零件、数据线销售收入同比均有所下滑。

2020年公司销售毛利率同比下降2.11个百分点，主要系毛利较低的耳机产品收入占比提升，以及执行新收入准则将销售订单直接相关的合同履行成本运输费由销售费用转计入营业成本、汇率变动等所致。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
耳机产品	14,500.06	15.54%	75,955.60	14.62%	55,008.86	15.20%
声学零件	4,730.91	43.41%	27,549.84	43.88%	36,506.09	39.10%
数据线及其他	4,256.58	21.53%	15,885.71	21.13%	18,015.00	20.39%
其他业务收入	658.12	18.00%	1,397.12	5.56%	1,250.99	35.58%
<b>合计</b>	<b>24,145.68</b>	<b>22.13%</b>	<b>120,788.26</b>	<b>22.04%</b>	<b>110,780.93</b>	<b>24.15%</b>

注：1、耳机产品包含有线耳机成品以及无线耳机成品。2、声学零件包含微细通讯线材和有线耳机半成品。  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**随着电声产品“无线化、智能化、集成化”发展，公司耳机成品业务持续增长，但声学零件业务持续收缩，数据线业务收入有所下降**

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，根据客户的具体需求组织产品的生产。公司耳机微细通讯线材及数据线产品类型繁多，线材内部结构和具体生产工艺操作上的不同会导致设备产能弹性较大，同时耳机半成品、成品生产多采用流水线模式，生产过程中的产能瓶颈主要是人工，生产员工人数的变化会直接影响理论产能。

近年公司耳机成品销售结构发生较大变化，无线耳机销量大幅增长，同时无线耳机迅速发展对有线耳机市场造成一定的挤压。2020年公司耳机产品产量和销量均有所下滑，但得益于单价较高的TWS无线耳机等产品销售提升拉动，当年公司耳机产品销售收入同比增长38.08%。由于无线耳机的原材料成本占比较高，毛利水平相对较低，以及执行新收入准则将销售订单直接相关的合同履行成本运输费由销售费用转计入营业成本和汇率波动影响，2020年耳机产品业务毛利率同比略有下滑。

公司继续实施“从有线转向无线、从半成品转向智能成品”战略，以及受无线耳机对有线耳机市场挤压以及疫情影响等，声学零件市场需求有所下滑。公司声学零件业务持续收缩，2020年公司声学零件收入同比下滑24.53%，数据线及其他产品收入同比下滑11.82%；得益于声学零件产品生产自动化程度

较高和公司在2020年1-4月铜价较低时储备部分铜材，生产效率提升以及毛利较低的印度产线的数据线产品销售下降等，2020年公司声学零件和数据线业务毛利率均有所提升。

**表4 公司产品销售情况**

产品类别	项目	2021年1-3月	2020年	2019年	
耳机产品	产量（万件）	341.90	1,726.48	2,724.11	
	销量（万件）	299.25	1,787.95	2,578.56	
	产销率	87.53%	103.56%	94.66%	
声学零件	微细通讯线材	产量（万米）	3,950.97	22,618.56	21,176.52
		自用（万米）	3,542.33	20,975.13	18,782.53
		对外销售（万米）	199.01	1,832.64	1,922.06
	产销率	94.69%	100.84%	97.77%	
	声学半成品	产量（万条）	2,200.09	11,827.23	13,242.28
		销量（万条）	2,157.01	11,670.83	12,737.14
		产销率	98.04%	98.68%	96.19%
数据线	产量（万条）	1,160.33	3,526.86	4,694.77	
	销量（万条）	1,203.82	3,884.31	4,273.99	
	产销率	103.75%	110.14%	91.04%	

注：微细通讯线材产销率=（自用+对外销售）/产量。

资料来源：公司提供

#### 公司主要客户较优质，但集中度仍较高，外销业务存在一定的汇率波动风险和经营风险

从销售区域来看，近年来公司增加国产手机EMS厂商和其他国内客户的订单，内销比重不断提升，2020年内销收入占比达到60.38%。公司外销产品主要为承接EMS厂商订单，主要发往台湾、越南、印度以及美洲等地区，为快速应对国际客户订单，缩短订单周期和利用当地用工成本优势，公司设立了印度、越南两个地区的子公司瀛通（印度）电子科技有限公司（以下简称“印度瀛通”）及瀛通（越南）电子科技有限公司（以下简称“越南瀛通”）。受海外疫情影响，客户需求有所降低，国际供应链流转效率也有所降低，部分客户为保证出货，将部分海外订单转移至国内生产等，2020年公司外销收入较上年有所下降，但外销收入比重仍占到39.62%，其中印度瀛通2020年实现营业收入0.82亿元，同比下降42.06%，净利润为48.39万元。

目前部分国家或地区疫情仍然严峻，若疫情仍无法及时得到有效控制，公司将面临生产基地因疫情停工或开工率下降的风险、市场需求下滑的风险等。此外，公司出口贸易结算以美元为主，2020年公司产生汇兑损失1,845.14万元，需持续关注外销业务带来的汇率风险以及贸易环境变化对公司经营的不利影响。

**表5 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	13,726.17	56.85%	72,928.06	60.38%	56,199.05	50.73%
外销	10,419.51	43.15%	47,860.21	39.62%	54,581.88	49.27%
<b>合计</b>	<b>24,145.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>120,788.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>110,780.93</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前，公司已与台湾鸿海、丰达电机、美律实业、歌尔股份等国内外领先的EMS厂商建立了稳定的合作关系，进入了苹果、小米、万魔、紫米、vivo、OPPO、魅族、BOSE、SONY、松下、安克、傲声、漫步者、ZAGG、Jabra、Beats、缤特力、倍乐生、亚马逊、歌尔股份、富士康等客户供应链。受部分客户无线耳机订单大幅增长的影响，2020年前五大客户销售占比提升至62.08%，其中第一大客户销售占比达41.26%。整体而言，公司主要客户较优质，但集中度仍较高，不利于分散经营风险，如果公司未能持续获得重要客户认可，或重要客户整体采购水平发生重大变化，则会对公司业绩产生不利影响。

**表6 2020年及2021年1-3月公司前五大客户销售情况（单位：万元）**

年度	前五大客户	销售主要产品	销售金额	占比
2021年1-3月	客户一	耳机产品	10,289.40	42.61%
	客户二	数据线	1,369.23	5.67%
	客户三	数据线	1,050.54	4.35%
	客户四	耳机产品	846.97	3.51%
	客户五	数据线	718.16	2.97%
	<b>合计</b>	-	<b>14,274.29</b>	<b>59.12%</b>
2020年	客户一	耳机产品	49,838.97	41.26%
	客户二	声学零件	6,713.53	5.56%
	客户三	数据线	6,550.46	5.42%
	客户四	耳机产品	6,317.50	5.23%
	客户五	数据线	5,568.92	4.61%
	<b>合计</b>	-	<b>74,989.38</b>	<b>62.08%</b>

资料来源：公司提供

#### 2020年公司采购的主要原材料价格有一定变化，供应商集中度不高

公司产品的主要原材料有PCBA、电池、喇叭、Type-C插头及连接器、胶料、充电盒、塑胶件（包括外罩、耳塞外壳、基板、套管等）、无氧铜材、彩盒、芳纶丝等。近年来公司逐步转向耳机成品业务，且耳机成品中TWS蓝牙耳机占比逐渐提升，而TWS蓝牙耳机原材料成本相对较高，导致原材料采购结构有一定的变化，但整体而言公司对单一原材料采购的占比均不高。此外，公司主要原材料随着客户需求变化以及产品规格不同而变化，价格变动不一，整体对于公司成本的变化影响有限，但需关注因疫情

和国际大宗商品价格持续波动，原材料价格上涨对公司盈利的影响。

公司生产所用原材料的供应商较多，对原材料供应商依赖程度不高，大部分原材料主要在国内采购，部分终端品牌客户会指定公司某型产品的原材料供应商或由客户提供绝大部分原材料，公司仅自主采购少数辅料。随着公司积极向耳机成品业务的转型，可以较为灵活选择供应商，前五大供应商集中度不高，2020年及2021年1-3月前五大供应商采购占比分别为29.00%和30.10%。

#### 公司在建产能规模较大，未来投产后有助于扩大业务规模，但需关注后续达产及产能消化情况

截至2021年3月末，公司主要在建项目有赢通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目、智能无线电声产品生产基地新建项目等，其中，赢通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目主要为在东莞建设计划从事智能制造项目，研发生产和销售有线话务耳机、高保真立体声音乐耳机、无线蓝牙降噪耳机、TWS耳机、智能音频产品，充电数据线、高频高速传输数据线，塑胶模具，注塑成型产品，自动化生产设备，SMT贴片加工，智能音视频家居产品等，计划投资总额为51,000万元，资金来源主要为公司自有资金及自筹，项目建设存在一定的资金压力；智能无线电声产品生产基地新建项目为本期债券募投项目，预计总投资24,045.00万元，计划建成后新增智能电声产品840万件/年的产能，无线耳机产能规模将扩大；赢通智能电子生产项目（一期）和研发中心建设项目，均为公司首次公开发行股票募集资金的募投项目，项目主体建设已基本完工。若上述项目能够顺利进行并达产，将进一步完善公司产业链布局、丰富公司产品线，提高公司的生产能力及业务规模，但需关注后续达产及产能消化情况，且尚需投资存在较大的资金压力。

**表7 截至2021年3月末公司主要在建产能情况（单位：万元）**

项目	计划总投资额	已投资额	规划新建产能	预计投产时间
赢通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目	51,000.00	5,470.69	--	--
智能无线电声产品生产基地新建项目	24,045.00	536.76	年产840万件电声产品	2022年12月31日
赢通智能电子生产项目（一期）	12,270.00	10,340.85	耳机及各种电子产品产能6千万件/年，通讯线材产能600万米/年	2021年3月31日
研发中心建设项目	6,118.31	6,488.27	--	2021年3月31日
<b>合计</b>	<b>93,433.31</b>	<b>22,836.57</b>	--	

资料来源：公司提供

## 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

2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增纳入合并范围子公司1家，系公司投资新设的武汉瀛通智能音频技术研究院有限公司。

## 资产结构与质量

### 公司资产规模有所增长，其中现金类资产和固定资产占比较高，商誉存在一定的减值风险

近年公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主。2020年末货币资金同比增长较大，主要系收到本期债券募集资金，期末受限资金0.02亿元用于远期外汇保证金。公司交易性金融资产主要为银行理财产品。随着销售回款及加大账款回收力度，公司应收账款有所下降，账龄主要在一年以内，2020年计提坏账准备36.39万元，2020年末按欠款方归集的期末余额前五名占比为62.36%。2020年末公司存货略有增长，主要系原材料以及发出商品增加所致，其中原材料账面价值0.58亿元、库存商品账面价值0.35亿元和发出商品账面价值0.92亿元。2020年计提存货跌价准备0.02亿元，后续需关注因疫情导致产品周转减慢及存货跌价风险。

非流动资产方面，公司固定资产主要为生产设备及厂房，随着购置机器设备等有所增长，其中0.16亿元的房屋建筑物的产权证书正在办理中。无形资产主要为土地使用权以及专利技术等，2021年3月末增长较快，主要系购买土地使用权用于瀛通通讯（粤港澳大湾区）智能制造项目建设所致。公司商誉系2018年收购惠州联韵声学科技有限公司（以下简称“联韵声学”）形成，近年未出现商誉减值情况，但若未来联韵声学经营业绩未达预期，商誉或存在一定的减值风险。

2020年末公司资产权利受限合计0.48亿元，占总资产的2.73%，其中货币资金0.02亿元、用于抵押的固定资产和无形资产分别为0.41亿元和0.06亿元。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	38,780.73	22.54%	41,973.81	23.83%	18,086.63	13.05%
交易性金融资产	15,846.71	9.21%	9,510.72	5.40%	11,800.00	8.52%
应收账款	16,573.08	9.63%	26,837.38	15.24%	28,960.68	20.90%
存货	19,687.50	11.44%	21,603.57	12.27%	18,810.81	13.57%
<b>流动资产合计</b>	<b>94,830.06</b>	<b>55.11%</b>	<b>103,146.33</b>	<b>58.57%</b>	<b>80,860.59</b>	<b>58.35%</b>
固定资产	30,639.68	17.80%	30,705.75	17.44%	28,651.49	20.68%
在建工程	15,156.87	8.81%	13,400.31	7.61%	4,280.80	3.09%
无形资产	15,633.25	9.08%	10,381.82	5.90%	10,437.90	7.53%
商誉	7,202.84	4.19%	7,202.84	4.09%	7,202.84	5.20%
其他非流动资产	3,472.97	2.02%	6,126.34	3.48%	1,849.10	1.33%
<b>非流动资产合计</b>	<b>77,257.82</b>	<b>44.89%</b>	<b>72,964.58</b>	<b>41.43%</b>	<b>57,713.92</b>	<b>41.65%</b>
<b>资产总计</b>	<b>172,087.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>176,110.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>138,574.51</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司营业收入有所增长，但综合毛利率略有下滑，加之期间费用增加等使得利润有所下降**

2020年公司营业收入实现12.08亿元，同比增长9.03%，主要系耳机成品销售收入大幅增长所致。由于产品结构变化，毛利率较低的耳机产品销售收入占营业收入的比重较大，2020年销售毛利率略有下降至22.04%。由于新产品开发投入增加，以及汇兑损失增加和新增本期债券利息等，2020年公司期间费用达到2.18亿元，较上年增长13.19%，期间费用率达到18.06%，其中研发费用0.83亿元，同比增长47.22%，财务费用较上年增加0.30亿元。以上因素综合影响下，2020年公司利润和总资产回报率均有所下降，EBITDA利润率略有提升。

图 2 公司收入及利润情况（单位：万元）

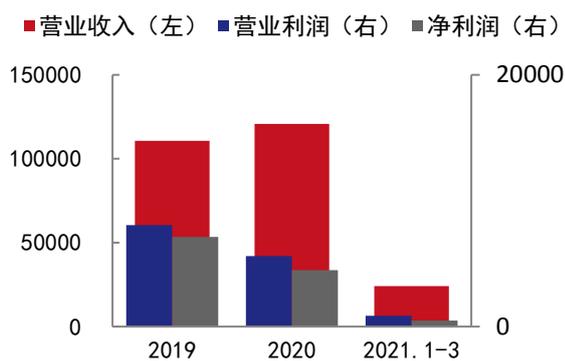
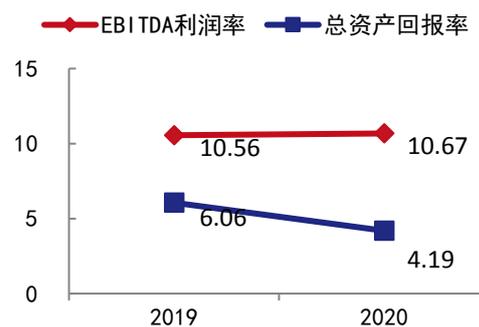


图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

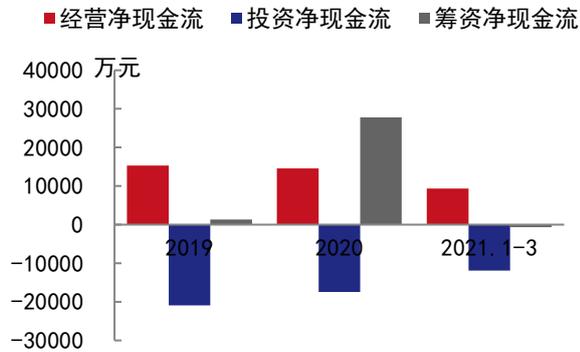
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

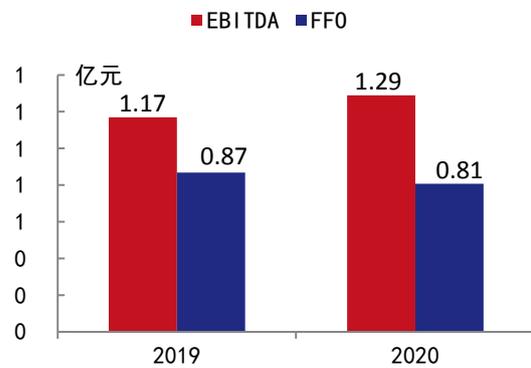
**公司主营业务收现能力仍较强，经营活动现金流表现较好，在建项目面临较大的资金需求**

2020年公司加快业务回款，收现比达到1.18，经营业务收现能力表现较好，当期经营活动现金净流入1.45亿元。由于公司销售费用和管理费用较上年有所下降等，2020年公司EBITDA同比略有增长，但由于财务费用利息支出增加，FFO同比略有下降。

公司投资活动主要包括理财产品申购及赎回、购置生产设备、在建项目投入等。2020年公司发行本期债券及新增银行借款，筹资现金流呈净大幅流入状态。截至2021年3月末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，建设资金随着工程进度逐步投入，面临较大的资金压力。

**图 4 公司现金流结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

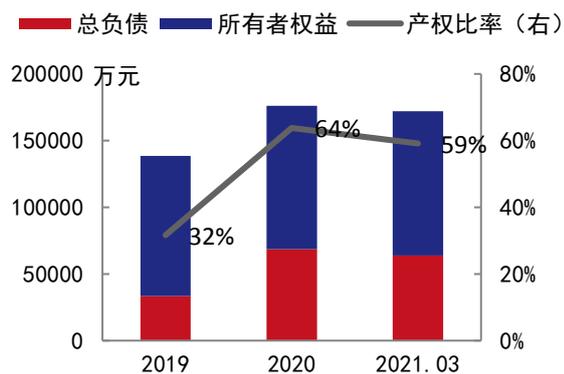
**图 5 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

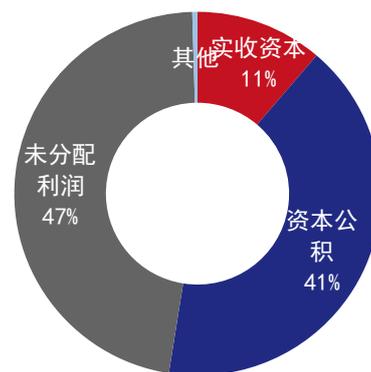
## 资本结构与偿债能力

### 公司债务有所增长但规模仍较小，短期债务压力可控

由于本期债券发行及新增借款，2020年末公司负债总额增长。得益于经营积累，所有者权益亦有所增加，主要由资本公积和未分配利润构成，2021年3月末产权比率上升为59%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较好。2021年3月末公司负债转变为以非流动负债为主。

**图 6 公司资本结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 7 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年末公司新增短期借款0.30亿元，随着耳机成品销售增长，原材料采购量相应增加，公司应付账款有所增长。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款。2021年3月末公司长期借款有所下

降，应付债券系本期债券。

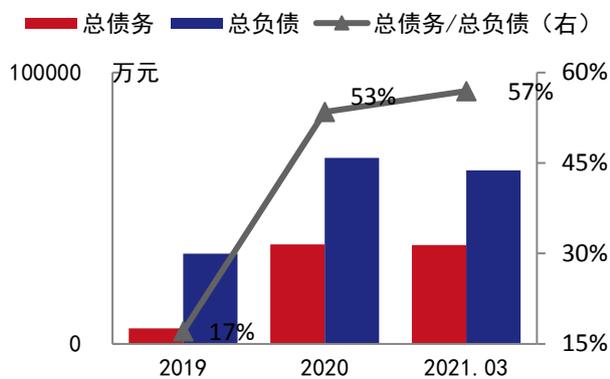
**表9 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,003.67	4.70%	3,003.67	4.38%	0.00	0.00%
应付账款	21,346.46	33.39%	25,555.34	37.26%	20,148.15	60.50%
一年内到期的非流动负债	1,800.00	2.82%	1,500.00	2.19%	900.00	2.70%
<b>流动负债合计</b>	<b>31,162.40</b>	<b>48.74%</b>	<b>35,332.70</b>	<b>51.51%</b>	<b>27,654.08</b>	<b>83.03%</b>
长期借款	2,400.00	3.75%	3,300.00	4.81%	4,800.00	14.41%
应付债券	29,202.08	45.67%	28,878.83	42.10%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>32,775.85</b>	<b>51.26%</b>	<b>33,261.21</b>	<b>48.49%</b>	<b>5,651.24</b>	<b>16.97%</b>
<b>负债合计</b>	<b>63,938.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>68,593.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>33,305.32</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

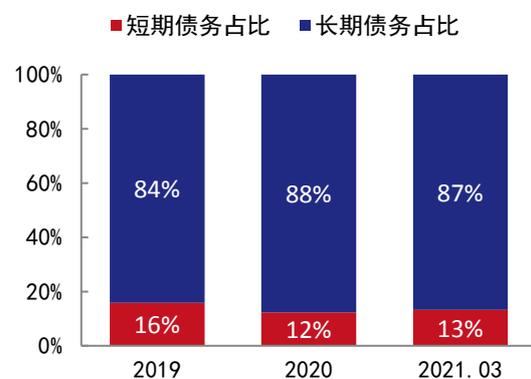
随着本期债券发行及借款增加，公司总债务规模有所增长，但债务结构以长期债务为主，2021年3月末短期债务占比仅为13%，短期债务压力可控。

**图 8 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 9 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产负债率呈波动增长态势，总债务在总资本中比重有所上升，杠杆水平有所抬升，但整体负债水平不高。由于公司利息支出增加，EBITDA 利息保障倍数有所下降，但盈利和营运现金流量对净债务的保障程度较好，偿债压力不大。

**表10 公司杠杆状况指标**

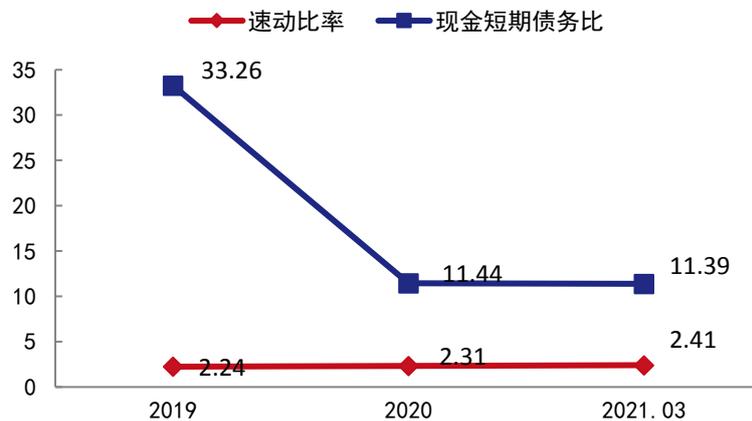
指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	37.15%	38.95%	24.03%

净债务/EBITDA	--	-0.90	-1.82
EBITDA 利息保障倍数	--	10.38	21.40
总债务/总资本	25.18%	25.44%	5.14%
FFO/净债务	--	-69.15%	-40.78%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着短期债务规模增长，2020年以来公司现金短期债务比有所下降，但速动比率和现金短期债务比仍保持在较高水平，短期流动性表现较好。考虑到公司为上市公司，融资渠道较为通畅，此外，2021年3月末公司获得银行授信额度0.50亿元，尚未使用银行授信额度0.20亿元，且整体受限资产占比较小，具备一定的融资弹性，获取流动性资源的能力一般。

**图 10 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年6月15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；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、本期债券偿还保障分析

公司股东以其持有的限售股份进行质押为本期债券偿付继续提供一定的保障

本期债券采用股份质押的担保方式，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。2020年7月20

日，出质人黄晖、左笋娥以及萧锦明将其合计持有瀛通通讯1,670.38万股（公司于2021年5月25日实施了2020年度权益分派，2020年度权益分派方案为：以公司总股本121,805,518股剔除已回购股份821,200.00股后的120,984,318股为基数，向全体股东每10股送红股3股，每10股派现金人民币0.75元）的人民币普通股用于本期债券的担保，股权质押已完成相关手续，截至2021年6月15日，前述质押股票公允价值为3.24亿元。质押担保的范围为债务人因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（本期债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用，全体债券持有人为质押权益的受益人。出质人为主债权提供担保的期限：自股份质押合同下的登记之日起至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

在质权存续期内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券未偿还本息总额的120%，质权人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本息总额的比率高于150%；追加的资产限于瀛通通讯人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内瀛通通讯收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的瀛通通讯人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个工作日，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券所产生的全部债务的150%。

## 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，维持本期债券信用等级为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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	3.88	4.20	1.81	2.20
存货	1.97	2.16	1.88	2.13
流动资产合计	9.48	10.31	8.09	9.13
固定资产	3.06	3.07	2.87	2.91
非流动资产合计	7.73	7.30	5.77	5.19
资产总计	17.21	17.61	13.86	14.32
短期借款	0.30	0.30	0.00	0.41
应付账款	2.13	2.56	2.01	2.45
一年内到期的非流动负债	0.18	0.15	0.09	0.00
流动负债合计	3.12	3.53	2.77	4.25
长期借款	0.24	0.33	0.48	0.00
应付债券	2.92	2.89	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.28	3.33	0.57	0.11
负债合计	6.39	6.86	3.33	4.36
总债务	3.64	3.67	0.57	0.41
归属于母公司的所有者权益	10.81	10.75	10.53	9.96
营业收入	2.41	12.08	11.08	8.96
净利润	0.05	0.45	0.71	0.63
经营活动产生的现金流量净额	0.93	1.45	1.53	0.07
投资活动产生的现金流量净额	-1.19	-1.74	-2.10	-0.41
筹资活动产生的现金流量净额	-0.07	2.78	0.14	-0.77
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	22.13%	22.04%	24.15%	25.24%
EBITDA 利润率	--	10.67%	10.56%	11.92%
总资产回报率	--	4.19%	6.06%	5.67%
产权比率	59.12%	63.80%	31.64%	43.72%
资产负债率	37.15%	38.95%	24.03%	30.42%
净债务/EBITDA	--	-0.90	-1.82	-1.48
EBITDA 利息保障倍数	--	10.38	21.40	535.87
总债务/总资本	25.18%	25.44%	5.14%	3.94%
FFO/净债务	--	-69.15%	-40.78%	-41.12%
速动比率	2.41	2.31	2.24	1.65

现金短期债务比	11.39	11.44	33.26	5.45
---------	-------	-------	-------	------

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务
湖北瀛通电子有限公司	100%	电声产品及数据线产品制造
东莞市瀛通电线有限公司	100%	电声产品及数据线产品制造
东莞市开来电子有限公司	100%	电声产品及数据线产品制造
湖北瀛新精密电子有限公司	100%	电声产品及数据线产品制造
瀛通（香港）科技有限公司	100%	贸易
瀛通（越南）电子科技有限公司	100%	电声产品及数据线产品制造
瀛通（印度）电子科技有限公司	100%	电声产品及数据线产品制造
浦北瀛通智能电子有限公司	100%	电声产品及数据线产品制造
惠州联韵声学科技有限公司	100%	电声产品制造
贵州联韵智能声学科技有限公司	100%	电声产品制造
东莞市瀛洲贸易有限公司	100%	贸易
武汉瀛通智能音频技术研究院有限公司	100%	声学、光学、无线通信产品技术开发等

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

### 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+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+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

### 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、债务人主体长期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、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。