

# 中证鹏元资信评估股份有限公司

## 信用等级通知书

中鹏信评【2023】跟踪第【477】号

### 厦门松霖科技股份有限公司：

中证鹏元资信评估股份有限公司对贵公司及贵公司发行的 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进行了跟踪分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二三年六月十三日



# 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2023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2023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：作为 IDM 厂商，厦门松霖科技股份有限公司（以下简称“公司”或“松霖科技”）同国际知名、高端厨卫品牌达成稳定合作关系，主业现金生成能力较好；但中证鹏元也关注到，全球消费下行背景下，下游客户去库存致公司厨卫健康品类增长走弱，产能利用率下滑；而新拓直营整家板块持续亏损，目前公司直营整家业务模式尚处于验证阶段，未来能否实现预期收益存在不确定性。

## 评级日期

2023年06月16日

## 联系方式

项目负责人：游云星  
 youyx@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳  
 xiehl@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	43.22	44.17	40.36	27.21
归母所有者权益	22.19	21.75	22.26	20.06
总债务	--	9.20	5.81	0.21
营业收入	6.05	31.81	29.77	20.35
净利润	0.51	2.85	3.12	2.70
经营活动现金流净额	0.95	6.15	2.88	3.51
净债务/EBITDA	--	-1.02	0.08	-2.28
EBITDA 利息保障倍数	--	18.22	36.42	--
总债务/总资本	--	27.89%	19.33%	1.03%
FFO/净债务	--	-76.35%	1,061.78%	-39.20%
EBITDA 利润率	--	17.43%	16.99%	19.63%
总资产回报率	--	8.28%	11.02%	12.21%
速动比率	2.65	2.29	1.17	2.07
现金短期债务比	--	8.13	2.88	46.82
销售毛利率	33.53%	30.79%	29.54%	34.55%
资产负债率	43.79%	46.16%	39.97%	26.28%

注：2022年公司净债务为负，致公司2022年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司下游客户资质较好，已同公司达成稳定合作关系。**公司为 Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）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，2022 年上述品牌商继续稳居公司前五大客户。
- **公司获现能力强，2022 年经营性现金流大幅增强。**近年公司经营性净现金流持续净流入，2022 年公司通过主动压降存货并加快款项回收，经营性净现金流同比增长 113.53%。

## 关注

- **全球消费疲软，下游客户去库存致公司营收增长走弱。**2022 年以来，全球经济形势疲软，多国消费下行，众多厨卫产品厂商进入去库存阶段；公司作为 IDM 厂商，营收同下游核心客户生产规划直接绑定，2022 年剔除新并购企业厦门倍杰特科技有限公司（以下简称“倍杰特”）并表期间增加影响后，公司营收实际下滑，厨卫健康品类产能利用率同比下滑。
- **直营整家业务尚处投入期，亏损进一步加大。**直营整家业务为公司战略性新兴业务，经营模式仍处于验证阶段，2022 年亏损额进一步加大，目前公司已暂停对外接单并缩减门店数量，未来能否实现预期收益存在不确定性。

## 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	建霖家居	惠达卫浴	海鸥住工	松霖科技	瑞尔特
总资产	44.00	59.81	41.94	<b>44.17</b>	24.30
营业收入	41.86	34.19	32.95	<b>31.81</b>	19.60
厨卫健康板块营收增速	-14.59	-12.16	-23.35	<b>8.15</b>	4.89
净利润	4.58	1.22	0.24	<b>2.85</b>	2.08
资产负债率	34.71	31.60	49.99	<b>46.16</b>	20.71
销售毛利率	24.28	24.81	15.69	<b>30.79</b>	24.81

注：（1）以上各指标均为 2022 年数据。（2）海鸥住工厨卫健康板块营收由五金龙头和浴缸陶瓷加总计算得出。

资料来源：各公司 2022 年度报告，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			<b>aa</b>
外部特殊支持			0
主体信用等级			<b>AA</b>

### 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	2022-9-19	谢海琳、王皓立	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA/松霖转债	2022-1-10	王皓立、谢海琳	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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	6.0995	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2023年6月15日，“松霖转债”募集资金专项账户余额为2.16亿元，另有结构性存款2.05亿元和七天通知存款0.47亿元，合计4.68亿元。

## 三、发行主体概况

2022年以来，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，受可转债转股影响，公司股本略有增加。截至2023年5月30日，公司股本为4.01亿元，控股股东仍为松霖集团投资有限公司，持有公司31.11%股权，实际控制人周华松、吴文利夫妇通过直接和间接方式合计控制公司86.01%股权，实际控制人股权均未被质押。

2022年公司合并报表范围减少子公司4家，截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共5家，详见附录四。

**表1 跟踪期内不再纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
泉州松霖建材有限公司	100%	1,000	零售业	清算
厦门致杰智能科技有限公司	51%	10,000	研发、生产、销售智能马桶	清算
厦门倍洁特建材有限公司	51%	1,000	研发、生产、销售水箱配件等卫浴产品	倍杰特公司吸收合并
厦门倍实电子科技有限公司	51%	1,000	电子元件、电路板的研发、生产、销售	倍杰特公司吸收合并

资料来源：2022 年度报告、公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，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，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指



标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业环境

### （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，2022年以来全球消费下行趋势明显，行业面临增长压力**

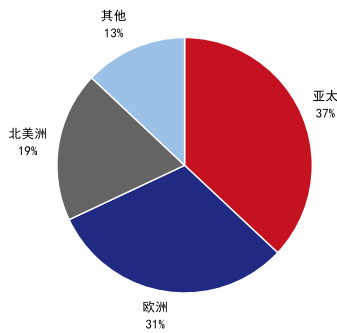
欧洲、北美及日本等地区因整体经济水平较高且品质生活消费观念较强，对卫浴用配套产品的需求较大，系全球整体卫浴市场主要消费区域，并促成了较多国际知名卫浴品牌，如Kohler（美国科勒）、American Standard（美国美标）、Moen（美国摩恩）、Delta（美国得而达）、Grohe（德国高仪）、Hansgrohe（德国汉斯格雅）、Roca（西班牙乐家）、TOTO（日本东陶）、Lixil（日本骊住）等。上述企业普遍发展较早，有长时间的品牌和技术累积，在产品设计、市场营销等方面都具有较强优势，在中高端产品市场占有较高的市场份额，溢价能力很强。

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



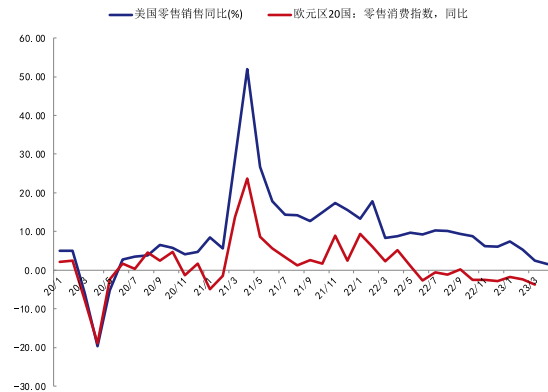
ODM、OEM等模式参与到国际卫浴配件产业链，与国际高端卫浴品牌的合作是加工企业的业绩保障。

**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

2022年以来，全球经济趋势逆转，消费下行明显，众多卫浴产品厂商进入去库存阶段，行业面临增长压力。分区域来看，美国零售销售额自2022年以来一路下行，其中家装消费自2023年2月以来呈持续负增长态势；欧洲消费下行趋势更加明显，2022年下半年欧元区零售消费指数就开始步入负增长区间。亚太市场来看，中国方面，建筑及装潢材料类是目前为止中国下滑最大的消费类型，2023年1-4月及单4月零售额分别同比下滑4.5%和11.2%；日本方面，消费有所波动但态势亦不明朗，2023年1-3月日本家庭支出分别同比变动-0.3%、1.6%、-1.9%。

## （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。2021年全球美容电器市场销售额达到了329.24亿美元，预计2028年将达到927.53亿美元，年复合增长率达17.32%。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。2021年北美和欧洲美容电器的销售占比分别达到30.99%和26.09%。

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

销售额达 119 亿元，CAGR5 达 16.35%。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

2022年，公司继续推进IDM和直营整家两大板块业务，IDM方面，公司同核心、高端厨卫品牌继续维持稳定合作关系，但受全球消费下行影响，公司内生增长偏弱，未来需持续跟踪厨卫健康品类需求恢复进度以及美容健康品类放量速度；直营整家板块则继续亏损，目前经营模式仍处于验证阶段，后续收益实现情况值得关注

公司业务分为健康硬件IDM和直营整家两大板块，2022年得益于倍杰特并表期间增加<sup>1</sup>，公司营收保持增长。毛利率方面，2022年以来，主要原材料价格有所回落，公司毛利率稳中略增。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年1-3月			2022年			2021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	5.28	87.30	31.78	28.26	88.85	30.63	26.13	87.78	29.94
美容健康产品	0.59	9.73	52.82	1.45	4.55	54.72	1.14	3.82	52.91
其他	0.10	1.68	20.74	0.92	2.88	16.61	1.49	5.00	14.09
<b>健康硬件 IDM 小计</b>	<b>5.97</b>	<b>98.71</b>	<b>33.67</b>	<b>30.62</b>	<b>96.20</b>	<b>31.35</b>	<b>28.75</b>	<b>96.59</b>	<b>30.03</b>
松霖·家	0.08	1.29	23.41	1.18	3.72	16.13	1.02	3.41	15.76
<b>合计</b>	<b>6.05</b>	<b>100.00</b>	<b>33.53</b>	<b>31.81</b>	<b>100.00</b>	<b>30.79</b>	<b>29.77</b>	<b>100.00</b>	<b>29.54</b>

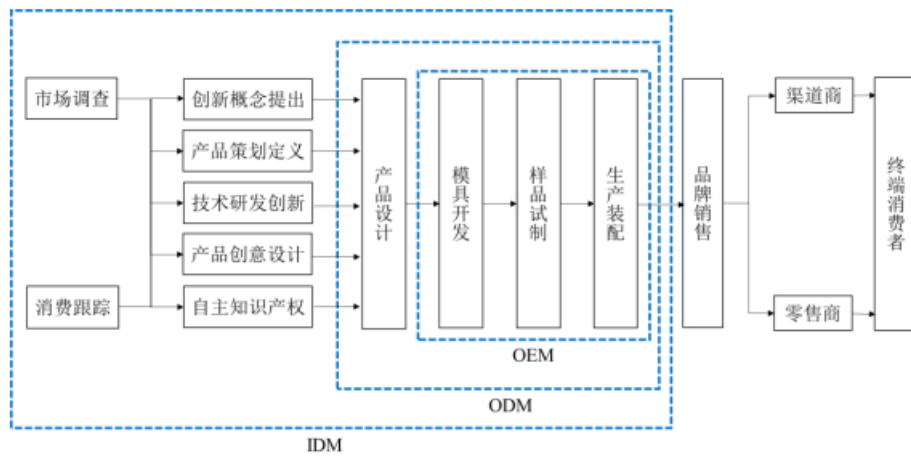
资料来源：公司 2021-2022 年度报告、公司提供，中证鹏元整理

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，需持续跟踪核心客户2023年采购策略对公司需求的影响

公司主要采用IDM经营模式，并辅以ODM、OEM等模式。IDM模式的关键在于公司创新及客户维护能力。

<sup>1</sup> 公司于 2021 年 8 月收购倍杰特，2021 年倍杰特购买日至期末实现收入 3.18 亿元，2022 年倍杰特全年实现收入 7.35 亿元，增长 130.82%。

图3 OEM、ODM、IDM 模式图



资料来源：公司 IPO 招股说明书

创新方面，IDM厂商需持续向客户输出产品创新方案，为此2022年公司继续推进创新，全年研发投入1.92亿元，新获发明专利36项，实用新型专利197项。从研发人员结构来看，公司30岁以上研发人员占比为51.69%，硕士学历占比不到1%，研发团队学历储备仍有待提升。

客户方面，公司无自有品牌，下游客户经营情况以及合作稳定性较为重要，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，其中摩恩集团、东陶集团和科勒集团稳居公司前五大客户，整体来看，公司客户资质较好且合作稳定。但公司客户集中度较高，2022年公司前五大客户占比为38.45%，虽较上年下降7.90个百分点，但主要来源于厨卫健康板块客户订单减少，整体来看，公司对核心客户仍存在一定依赖，需持续关注核心客户2023年采购策略对公司需求的影响。

2022年主业IDM各品类营收增长明显分化，厨卫健康品类受下游去库存影响，营收增长实际走弱，财务增长主要系杰特并表期间增加所致；美容健康品类增速则超25%，但目前营收占比仍偏小。直营整家板块继续处于亏损状态，目前直营整家业务模式仍处于验证阶段，公司为减少亏损缩减门店数量并暂停对外接单

### （1）厨卫、美容产品IDM业务

公司自花洒、龙头等厨卫配件起家，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。

2022年厨卫健康品类仍为公司第一大营收来源，营收占比达88.85%，包括花洒、龙头等公司早期孵化产品，以及2021年通过收购倍杰特新增的马桶配件、智能马桶等卫浴产品。2022年厨卫健康品类营收

同比增长8.15%，主要系倍杰特并表期间增加影响。剔除并表影响后，整体来看，2022年受海外市场去库存影响，公司厨卫健康板块营收有所下滑。

美容健康品类目前已成为公司第二增长点，2022年营收占比为4.55%，虽占比仍偏小，但增长较快，2022年营收增速达27.28%。新兴健康品类仍处于研发及客户拓展阶段，2022年公司新申请发明专利10项，已有一定的技术方案储备。

## (2) 直营整家

直营整家业务“松霖·家”由子公司厦门松霖家居有限公司（以下简称“松霖家居”）运营，计划通过自有家居品牌“松霖·家（Solux）”直接面向终端消费者提供整家服务。公司2020年在厦门开设第一家自营品牌体验中心，2021年在泉州开设第二家体验中心，2021年末，公司在11个地级市签订了近10年期的大型自营品牌体验中心房屋租赁合同。

但作为战略性业务，松霖家居持续处于亏损状态，2022年公司放缓直营整家业务推进速度，签约门店数由11家缩减至5家，并于2022年下半年暂停接单，目前该业务仍处于验证阶段。公司对直营整家业务战略定位较高，但松霖家居经营模式和传统定制家居整装业务模式存在较大区别，传统定制家居企业主要通过经销商、装企开展整装业务，而且经销商数量长期以来是定制家居展业基本盘；而松霖家居采取直接面向终端消费者提供整家服务的模式，未来落地情况值得关注。

**表3 松霖家居 2020-2022年财务数据（单位：万元）**

项目	2022年	2021年	2020年
总资产	26,771.64	52,673.83	11,050.21
净资产	1,540.80	1,907.30	5,026.53
净利润	-10,366.50	-8,119.23	-2,701.32

资料来源：公司2020-2022年度报告，中证鹏元整理

**漳州基地建设继续推进，目前美容健康护理行业发展较好，但厨卫健康品类自2022年以来产销量持续下滑，考虑到目前全球消费增长乏力，后续公司产能消化或将面临压力**

公司在厦门海沧区和漳州长泰区设有两大生产基地，目前漳州基地处于扩建阶段，厦门基地部分车间正在改建中。后续随着漳州基地陆续投产，公司美容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，公司产能消化压力不大，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2023年3月末公司主要在建扩产项目（单位：万元）**

项目名称	位置	计划总投资	已投资	产能规划
美容健康及花洒扩产及技改项目	漳州基地为主，厦门基地部分改建项目	51,156.60	12,597.21	865万件花洒类、201.50万件美容健康类产品

注：本表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，2022年美容健康品类产销量均保持增长，产能利用率及产销率继续维持在较高水平。但

厨卫健康品类受下游去库存影响，产能利用率大幅下滑，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 2021-2023年3月末公司健康硬件IDM业务产销情况（单位：万套）**

产品	项目	2023年1-3月	2022年	2021年
厨卫健康品类	产能	2,674.21	10,457.79	9,650.04
	产量	1,616.62	7,310.90	8,733.76
	产能利用率	60.45%	69.91%	90.50%
	销量	1,542.21	7,621.88	8,576.07
	产销率	95.40%	104.25%	98.19%
美容健康品类	产能	87.36	274.56	232.32
	产量	84.78	265.21	219.30
	产能利用率	97.05%	96.60%	94.40%
	销量	80.65	264.86	217.00
	产销率	95.13%	99.87%	98.95%

注：本表产销量含内部领用。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### 2022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）。

2022年，除倍杰特并入导致塑料米采购数量大幅增长外，其他材料采购数量均随厨卫健康品类产量的下滑而下滑。价格方面，占比较大的五金零配件及塑料米采购价格自2022年以来持续回落，铜锌合金采购价格2022年小幅上涨，但步入2023年后下滑较多，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/吨和万元）**

原材料	项目	2023年1-3月	2022年	2021年
五金零配件	采购数量	8,944.08	46,394.10	49,188.96
	单价	0.85	0.92	1.02
	金额	7,566.44	42,696.40	50,135.58
	采购占比	<b>31.56%</b>	<b>32.66%</b>	<b>35.00%</b>
塑料米	采购数量	4,549.82	22,928.69	14,181.11
	单价	11,348.17	12,324.09	17,165.46
	金额	5,163.21	28,257.53	24,342.52
	采购占比	<b>21.54%</b>	<b>21.62%</b>	<b>17.00%</b>
铜锌合金	采购数量	273.55	1,474.40	2,502.22
	单价	45,975.22	49,113.44	48,582.68
	金额	1,257.66	7,241.30	12,156.45

采购占比	5.25%	5.54%	8.00%
------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年，公司前五大供应商占比为15.69%，继续维持在较低水平，采购集中度不高。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

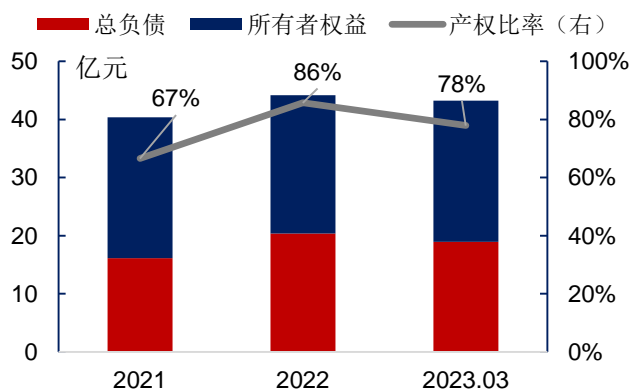
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年一季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围减少子公司4家，其中2家为吸收合并，2家为注销，未对公司财务报表可比性产生重大影响。

### 资本实力与资产质量

受益于本期债券的发行及利润累积，2022年公司资产规模保持增长，厂房设备、现金类资产系主要构成，资产质量尚可

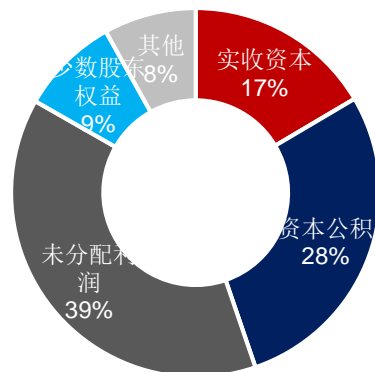
2022年随着本期债券发行，公司负债有所增长；而所有者权益的减少主要系公司对可能达成的远期收购倍杰特剩余49%股权义务确认金融负债（其他非流动负债）3.14亿元，相应冲减资本公积3.14亿元。整体来看，2022年末所有者权益对负债保障程度有所下滑，但仍能形成有效覆盖。

图4 公司资本结构



资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图5 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

作为制造业企业，固定资产系公司第一大资产，以厂房和机器设备为主，2022年账面价值有所增长主要系卫浴园厂房改造工程项目和漳州松霖二期厂房工程项目转固所致。目前公司在建项目主要包括本期债券募投项目美容健康及花洒扩产及技改项目和漳州松霖三期室外工程项目。

2022年公司主动压降存货规模，并加快款项回收，致公司存货规模和应收款项同时减少，经营性净



现金流因此增长较多。叠加本期债券发行以及利润累积，2022年公司货币资金、交易性金融资产增幅较大。

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”业务推进速度放缓，2022年末使用权资产规模减少较多。无形资产主要为土地使用权及专利权。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.88	22.87%	11.04	25.00%	5.66	14.03%
应收账款	4.36	10.09%	5.31	12.02%	6.76	16.74%
交易性金融资产	5.68	13.15%	4.16	9.42%	0.13	0.31%
存货	3.52	8.15%	3.69	8.35%	5.31	13.15%
<b>流动资产合计</b>	<b>24.30</b>	<b>56.24%</b>	<b>25.11</b>	<b>56.85%</b>	<b>19.19</b>	<b>47.56%</b>
固定资产	10.99	25.44%	11.23	25.43%	9.78	24.22%
在建工程	1.26	2.91%	1.11	2.52%	2.43	6.03%
使用权资产	1.54	3.56%	1.59	3.60%	3.85	9.55%
无形资产	2.67	6.18%	2.70	6.11%	2.82	6.98%
商誉	0.82	1.90%	0.82	1.86%	0.92	2.29%
<b>非流动资产合计</b>	<b>18.91</b>	<b>43.76%</b>	<b>19.06</b>	<b>43.15%</b>	<b>21.16</b>	<b>52.44%</b>
<b>资产总计</b>	<b>43.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>44.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.36</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司商誉系收购倍杰特形成，2022年倍杰特实现净利润0.59亿元，扣除非经常损益后的净利润为0.56亿元，业绩承诺完成率为99.22%，国外去库存及国内房地产市场低迷系倍杰特2022年业绩不及预期的主要原因。考虑到倍杰特连续两年未完成当年度业绩承诺，公司对商誉进行减值测试后，对商誉计提0.10亿元减值。目前全球经济下行，房地产态势仍不明朗，未来需持续跟踪倍杰特经营情况及公司可能存在的商誉减值风险。

**表8 倍杰特 2021-2022 年财务数据（单位：万元）**

项目	2022年	2021年
总资产	60,978.80	60,784.27
净资产	27,323.89	25,062.10
营业收入	73,470.10	74,598.28
扣非后归母净利润	5,556.57	3,733.12
毛利率	20.84%	20.04%
资产负债率	55.19%	58.77%
业绩完成率	99.22%	74.66%
业绩补偿款	0.00	1,266.88



资料来源：倍杰特2021-2022年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

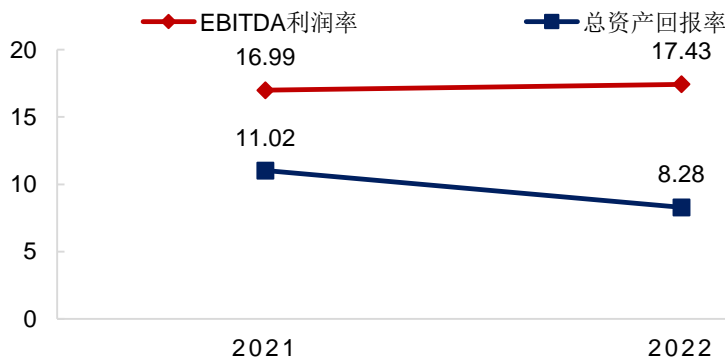
受限资产方面，2022年末公司0.80亿元资产因抵质押担保和保证金而使用受限，占同期末总资产的1.80%。其中货币资金受限比例为1.09%，固定资产受限比例为5.49%，无形资产受限比例为1.46%，应收款项受限比例为36.50%，整体来看，受限比例不高。

## 盈利能力

**因倍杰特并表期间增加，同时主要原材料价格回落，在下游去库存背景下，2022年公司盈利能力基本持平，未来需关注全球消费复苏节奏对公司需求的影响**

公司营收主要来源于IDM板块中的厨卫健康品类，2022年得益于倍杰特并表期间增加，公司营收小幅增长，叠加汇率及主要原材料价格回落影响，2022年公司EBITDA利润率持平略增。总资产回报率下滑则主要系本期债券发行后总资产规模有所增长所致。考虑到目前全球经济下行，消费增长乏力，预计公司中短期面临一定的下行压力。

**图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

**本期债券发行虽致公司债务规模整体扩大，但2022年公司经营性现金流增长明显，同时短期借款、租赁负债规模均有所收缩，整体来看，债务压力不大**

随着本期债券发行，2022年末，公司总债务同比增长58.42%至9.20亿元，长短期债务比也由2021年末的6:4调整为2022年末的8:2，债务期限结构合理性进一步提升。除本期债券外，公司债务主要包括长期借款和租赁负债，2022年末，公司短期借款中97.31%为票据贴现款，另有小部分信用借款；租赁负债通过直营整家业务未来需支付租金核算，随着租赁门店数缩减，2022年末租赁负债账面价值大幅下滑。

经营性债务方面，2022年公司原材料采购规模有所缩减，应付账款相应减少，应付票据的增加主要系倍杰特票据使用较多影响。其他非流动负债为公司根据《关于厦门倍杰特科技股份有限公司之股权转让

让协议》确认的可能达成的（以公司另行订立的正式合同为准）远期收购倍杰特剩余49%股权义务。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.32	1.68%	0.39	1.89%	1.35	8.36%
应付账款	3.60	19.02%	4.57	22.42%	6.43	39.84%
应付票据	1.36	7.18%	1.32	6.49%	0.44	2.75%
<b>流动负债合计</b>	<b>7.84</b>	<b>41.45%</b>	<b>9.37</b>	<b>45.96%</b>	<b>11.89</b>	<b>73.71%</b>
应付债券	5.79	30.60%	5.74	28.14%	0.00	0.00%
租赁负债	1.54	8.15%	1.54	7.54%	3.67	22.73%
其他非流动负债	3.14	16.57%	3.14	15.38%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.08</b>	<b>58.55%</b>	<b>11.02</b>	<b>54.04%</b>	<b>4.24</b>	<b>26.29%</b>
<b>负债合计</b>	<b>18.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.13</b>	<b>100.00%</b>
总债务	--	--	9.20	45.12%	5.81	36.00%
其中：短期债务	--	--	1.92	9.44%	2.14	13.27%
长期债务	--	--	7.27	35.68%	3.67	22.73%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司投资性现金流呈大额流入、流出态势，除结构性存款的申购和赎回外，厦门贝朗佳园科技术有限公司二期投资款和美容健康及花洒扩产及技改项目系主要投资流向。从项目资金来看，美容健康及花洒扩产及技改项目建设资金基本由本期债券覆盖，公司资本开支压力尚可。

**表10 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	资金来源
美容健康及花洒扩产及技改项目	51,156.60	12,597.21	38,559.39	本期债券募集资金
漳州松霖三期室外工程	6,278.11	6,331.24	0.00	自筹
漳州松霖二期厂房工程	11,715.00	9,221.79	2,493.21	自筹
<b>合计</b>	<b>69,149.71</b>	<b>28,150.24</b>	<b>41,052.60</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

考虑到公司漳州基地建设尚需投资规模较大，中证鹏元认为自由活动现金流/净债务能更好地体现杠杆比率波动性。2022年，随着经营性现金流净流入规模增大，公司净债务转负，债务压力尚可。

**表11 公司现金流及杠杆状况指标**

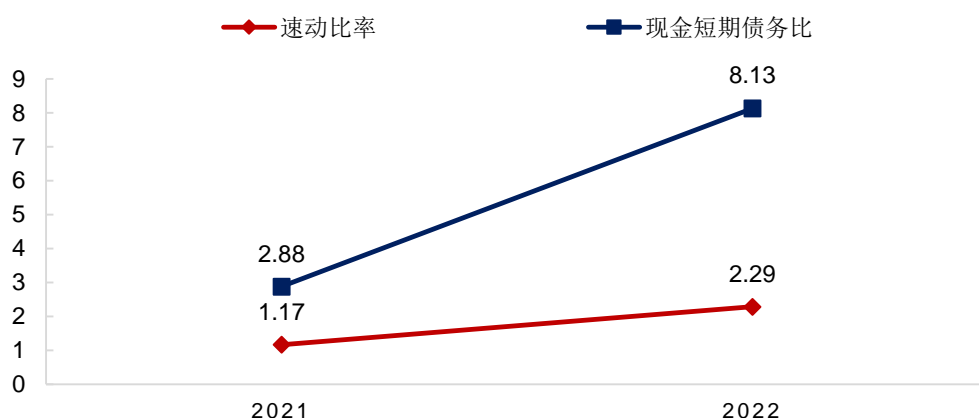
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	43.79%	46.16%	39.97%
净债务/EBITDA	--	-1.02	0.08
总债务/总资本	--	27.89%	19.33%
FFO/净债务	--	-76.35%	1,061.78%
自由现金流/净债务	--	-71.00%	-124.53%

注：2022 年公司净债务为负，2021 年公司自由现金流为负。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2022年短期债务压降叠加经营性净现金流增强，公司现金短期债务比和速动比率均大幅提升。公司作为上市公司，融资渠道多样，截至2023年3月末，公司银行授信总额和未使用额度分别为8.90亿元和7.37亿元。

**图7 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

未发现公司存在影响生产经营的重大ESG风险

#### 环境、社会因素

2022 年，公司控股孙公司因废气排放、夜间噪音超标事件合计被罚款 4.90 万元，目前公司已整改完毕，未造成重大影响。

#### 公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。目前公司有董事会成员9名，其中独立董事3名；监事会成员3名。公司董事及管理层较为稳定，均已任职公司数年，行业经验较丰富。

子公司管理方面，首先内生业务方面，漳州基地采用独立运营模式，生产、采购、销售、资金均独立于厦门基地，但总经理仍由公司董事长兼总经理周华松担任；松霖家居总经理也为周华松。外延业务方面，公司向倍杰特派遣董事3名，其中2名为公司本部财务总监和IDM战略总裁，目前倍杰特财务、运

营系统已与公司统一。整体来看，公司对子公司管控力度尚可。

## （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（报告查询日为2023年6月7日）、子公司漳州松霖智能家居有限公司（报告查询日为2023年6月7日）均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2023年6月8日，中证鹏元未发现公司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、高端厨卫品牌达成稳定合作关系。但2022年以来，受全球消费疲软影响，公司营收增长走弱，厨卫健康品类产能利用率同比下滑近21个百分点；新拓板块直营整家则持续处于亏损状态。但整体来看，公司获现能力仍较强，2022年经营性净现金流继续维持净流入态势，并且流入规模大幅增长，公司抗风险能力尚可。

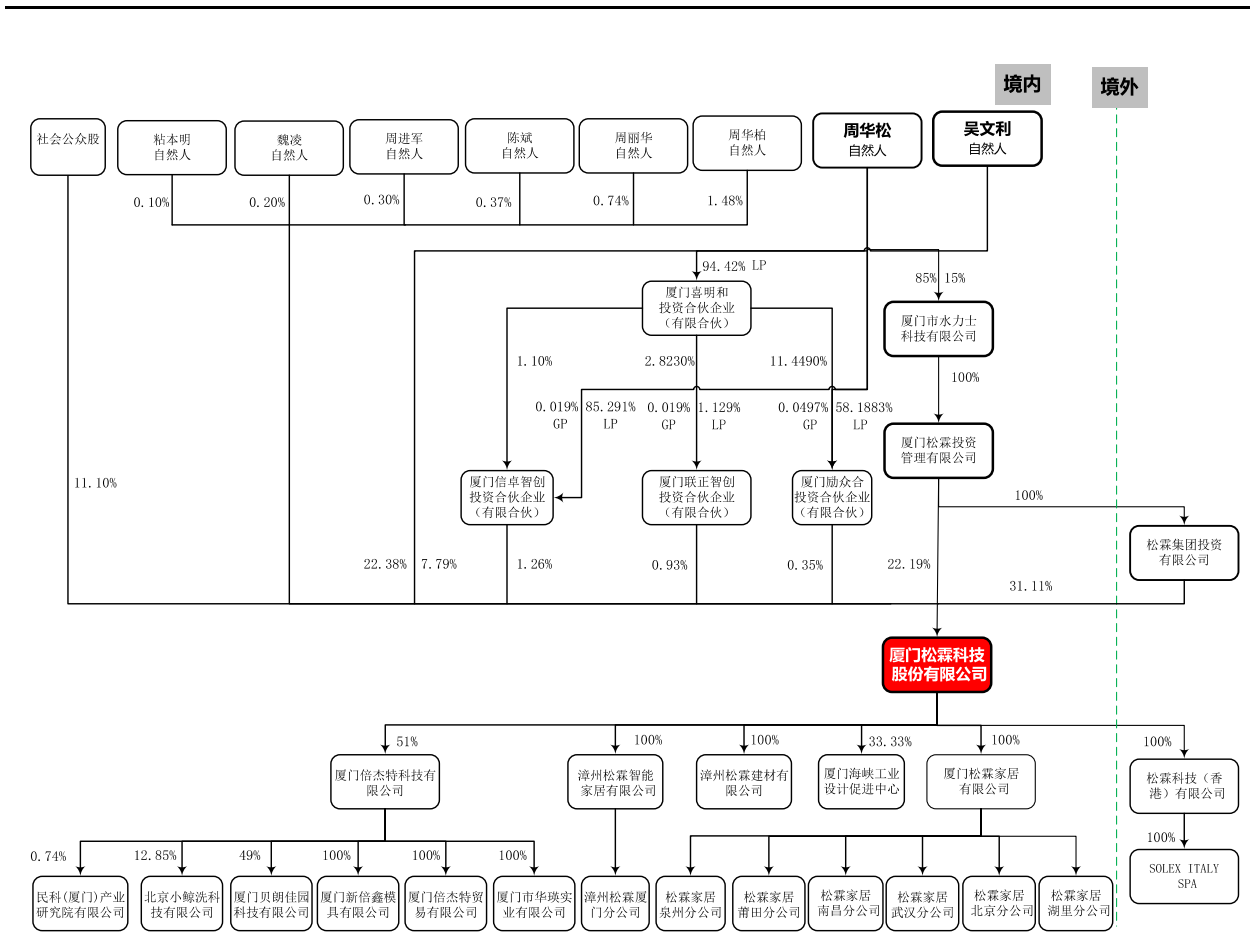
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“松霖转债”的信用等级为AA。

## 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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	9.88	11.04	5.66	7.20
应收账款	4.36	5.31	6.76	4.30
交易性金融资产	5.68	4.16	0.13	2.58
流动资产合计	24.30	25.11	19.19	17.33
固定资产	10.99	11.23	9.78	6.91
非流动资产合计	18.91	19.06	21.16	9.88
资产总计	43.22	44.17	40.36	27.21
应付账款	3.60	4.57	6.43	4.70
流动负债合计	7.84	9.37	11.89	7.08
应付债券	5.79	5.74	0.00	0.00
其他非流动负债	3.14	3.14	0.00	0.00
非流动负债合计	11.08	11.02	4.24	0.07
负债合计	18.93	20.39	16.13	7.15
总债务	--	9.20	5.81	0.21
所有者权益	24.29	23.78	24.23	20.06
营业收入	6.05	31.81	29.77	20.35
营业利润	0.56	3.36	3.58	3.12
净利润	0.51	2.85	3.12	2.70
经营活动产生的现金流量净额	0.95	6.15	2.88	3.51
投资活动产生的现金流量净额	-2.34	-6.68	-3.32	-5.48
筹资活动产生的现金流量净额	0.29	5.50	-1.03	-0.71
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	5.54	5.06	3.99
FFO(亿元)	--	4.32	4.03	3.57
净债务(亿元)	--	-5.66	0.38	-9.10
销售毛利率	33.53%	30.79%	29.54%	34.55%
EBITDA 利润率	--	17.43%	16.99%	19.63%
总资产回报率	--	8.28%	11.02%	12.21%
资产负债率	43.79%	46.16%	39.97%	26.28%
净债务/EBITDA	--	-1.02	0.08	-2.28
EBITDA 利息保障倍数	--	18.22	36.42	--
总债务/总资本	--	27.89%	19.33%	1.03%
FFO/净债务	--	-76.35%	1,061.78%	-39.20%
速动比率	2.65	2.29	1.17	2.07
现金短期债务比	8.61	8.13	2.88	46.82

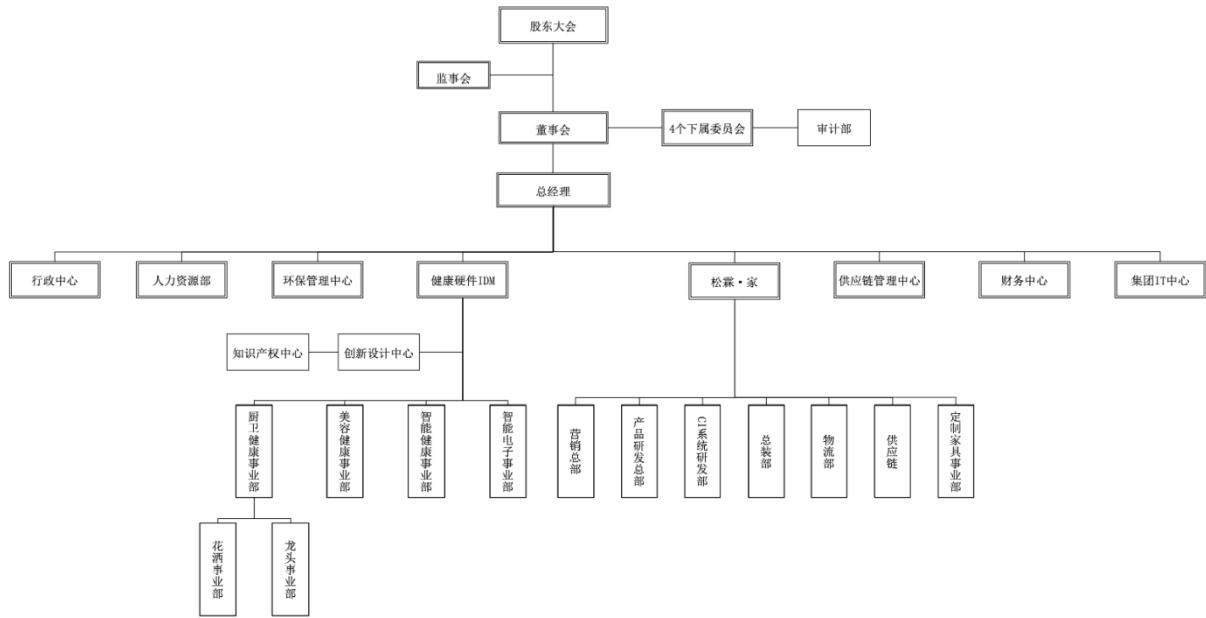
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月末）



资料来源：公司提供



#### 附录四 2022 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
厦门松霖家居有限公司	35,000	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
松霖科技(香港)有限公司	10 万美元	100%	家居卫浴进出口贸易
漳州松霖建材有限公司	28,000	100%	“松霖·家”业务
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

资料来源：公司 2022 年度报告、公司提供，中证鹏元整理

## 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。