



2022年火星人厨具股份有限公司创业板向 不特定对象发行可转换公司债券2024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，但不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

2022年火星人厨具股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2024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
火星转债	AA-	AA-

评级观点

本次评级结果是考虑到：火星人厨具股份有限公司（以下简称“火星人”或“公司”，股票代码为 300894.SZ）仍具有较强的品牌效应，在电商渠道具备较强竞争力，2023 年公司营业收入仍为集成灶行业第一，主营业务现金生成能力仍较强，现金类资产较为充裕，偿债压力可控；同时中证鹏元也关注到，地产红利的消退导致厨电制造行业承压，公司收入呈现下滑，传统厨电企业和综合家电企业的进入亦使市场竞争日趋激烈，需关注公司产品在中高端领域的市场竞争力，公司新建集成灶和洗碗机产能规模较大，可能面临建设进度不及预期或新增产能不能及时消化的风险。

评级日期

2024 年 6 月 26 日

联系方式

项目负责人：钟佩佩
zhongpp@cspengyuan.com

项目组成员：张扬
zhangy@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	2024.3	2023	2022	2021
总资产	31.94	33.35	32.00	23.99
归母所有者权益	16.86	16.49	16.45	14.78
总债务	9.73	9.83	8.69	1.41
营业收入	3.48	21.39	22.77	23.19
净利润	0.39	2.46	3.12	3.75
经营活动现金流净额	-0.48	4.45	2.59	6.07
净债务/EBITDA	--	-1.89	-2.02	-2.09
EBITDA 利息保障倍数	--	12.38	21.46	392.37
总债务/总资本	36.59%	37.35%	34.55%	8.69%
FFO/净债务	--	-31.24%	-29.27%	-25.93%
EBITDA 利润率	--	18.93%	18.51%	20.77%
总资产回报率	--	8.72%	12.86%	19.10%
速动比率	1.88	1.72	2.05	1.49
现金短期债务比	3.29	3.48	5.38	9.01
销售毛利率	45.65%	47.63%	45.00%	46.11%
销售净利率	11.21%	11.49%	13.73%	16.16%
资产负债率	47.19%	50.57%	48.59%	38.43%

注：2021-2023 年公司净债务为负值，因此导致净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司在集成灶行业具备较强竞争力，电商渠道仍是其优势所在。**公司是国内知名厨卫家电知名品牌，在集成灶行业有较强竞争力，采用“线上线下一联动，经销渠道、电商渠道和 KA 渠道、工程渠道、家装渠道、下沉渠道等新兴渠道相结合”的销售模式，渠道布局日益完善。电商渠道仍是公司的优势渠道，已入驻天猫、京东和苏宁易购等电商平台，线上销量和销售额在行业领先。2023 年公司实现营业收入 21.39 亿元，仍为集成灶行业第一。
- **公司现金类资产充裕，主营业务现金生成能力仍较强，偿债压力可控。**近年公司经营性现金流持续净流入，且 2023 年净流入大幅增加；截至 2023 年末，公司总债务为 9.83 亿元，净债务仍为负值，主营业务现金生成能力仍较强，现金类资产相对公司债务较为充裕，偿债压力可控。

关注

- **地产红利的逐步消退导致厨电制造行业继续承压，市场竞争日趋激烈，需关注公司产品的市场竞争力。**厨电制造行业是后地产周期行业，房地产市场下行使其增长乏力，2023 年集成灶行业受此影响零售量额齐跌，公司收入和利润规模亦有所下降；近年来老板电器、方太等传统厨电主流品牌和海尔、美的等家电巨头陆续入局集成灶市场，行业竞争加剧，部分企业开始采取价格竞争来抢夺市场份额，需关注公司在中高端领域的市场竞争力。
- **公司新建集成灶和洗碗机产能规模较大，在目前的市场环境下，可能面临募投项目建设不及预期或新增产能不能及时消化的风险。**公司 IPO 募投项目集成灶生产线升级扩产项目已完工，叠加本期债券募投项目智能厨电生产基地建设项目投产后，集成灶产能将增至年产 50 万台左右，集成洗碗机产能将增至年产 13 万台左右。目前灶具市场增长乏力，市场竞争亦日益激烈，公司根据实际需求情况进行机器设备采购，项目建设可能不及预期，即使项目建成投产，集成灶产能消化压力也较大，且公司洗碗机在品牌知名度、产品竞争力等方面与前排企业仍有差距，需关注未来洗碗机产能消化问题。
- **公司购买的信托理财产品面临较大无法兑付的风险，对外担保带来一定的或有负债风险。**公司以自有资金 5,000 万元认购中融信托的“隆晟 1 号”信托产品，到期日为 2023 年 12 月 2 日，截至本评级报告出具之日尚未收到该信托产品本金及投资收益，面临较大无法兑付的风险，公司已计提 4,000 万元减值，对利润形成一定侵蚀；截至 2023 年末，公司对经销商提供担保余额合计 2,478.60 万元，占期末所有者权益的比例为 1.50%，均已设置反担保措施，但考虑到被担保方以自然人个体户和小型民营企业为主，公司仍面临一定的代偿风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内集成灶行业的头部企业，在集成灶行业具备较强的竞争优势，主业现金生成能力较强，现金流充裕，对债务覆盖程度好。

同业比较

指标	火星人	亿田智能	浙江美大	帅丰电器
总资产（亿元）	33.35	23.75	23.33	23.18
营业收入（亿元）	21.39	12.27	16.73	8.31
营业收入增长率（%）	-6.03	-3.80	-8.80	-12.23
净利润（亿元）	2.46	1.79	4.64	1.90
销售毛利率（%）	47.63	48.66	47.10	46.86
期间费用率（%）	32.73	33.33	16.63	22.04
销售净利率（%）	11.49	14.59	27.76	22.84
净营业周期（天）	26.26	0.64	16.93	41.44

注：以上各指标均为 2023 年（末）数据。
 资料来源：iFinD，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

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	7/7
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				-1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

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
火星转债	5.29	5.29	2023-06-07	2028-08-05

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8月5日发行6年期5.29亿元可转换公司债券，募集资金用于智能厨电生产基地项目。截至2024年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.99亿元¹。

三、发行主体概况

截至2024年3月末，公司实收资本和注册资本增至4.09亿元，控股股东及实际控制人仍为黄卫斌，黄卫斌先生除直接持有公司36.14%股份外，同时还通过担任海宁大有投资合伙企业（有限合伙）和海宁大宏投资合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人分别间接控制公司13.20%和13.20%的表决权。截至2024年6月21日，黄卫斌先生质押股份6,824.76万股，占其直接持股数量的46.14%。

公司仍主要从事新型厨房电器产品的研发、设计、生产与销售业务，主要产品包括集成灶、集成灶槽、集成洗碗机、厨柜、嵌入式电器等系列产品。2023年公司合并报表范围新增2家子公司，截至2024年3月末，公司合并报表范围内子公司共5家，详见下表。

表1 截至2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

合并时间	子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	合并方式
2021年	北京有宏厨具有限公司	708.00	64.97%	商品流通	投资新设
	浙江火星智能家居有限公司	2,000.00	100.00%	批发业	投资新设
2022年	宁波有宏厨具有限公司	160.00	50.00%	商品流通	投资新设
2023年	共青城超凡探索创业投资合伙企业（有限合伙）	20,000.00	99.00%	投资与资产管理	投资新设
	海宁火星厨具销售有限公司	100.00	100.00%	商品流通	投资新设

注：公司持有宁波有宏公司50%股权，公司直接任命单位负责人、直接任命或委派财务人员，执行与公司统一营销管理政策和财务管理制度，因此公司直接控制宁波有宏公司，将其纳入合并范围。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司因增发股份、年度利润分配等原因下调了“火星转债”转股价，具体情况详见下表。

表2 跟踪期内转股价变化情况（单位：元/股）

生效日期	调整原因	调整前价格	调整后价格
------	------	-------	-------

¹ 2023年12月，因公司战略规划调整，将IPO募投项目“研发中心及信息化建设技改项目”剩余募集资金0.40亿元投入公司可转债募投项目“智能厨电生产基地建设项目”中，并将剩余募集资金转入可转债募集资金账户，因此本期债券募集资金专项账户余额较上次评级报告披露的金额有所增加。

2023-03-22	限制性股票授予登记增发股份	34.29	34.09
2023-05-25	2022 年年度权益分派	34.09	33.49
2024-02-28	限制性股票授予登记增发股份	33.49	33.47
2024-05-28	2023 年年度权益分派	33.47	32.87

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

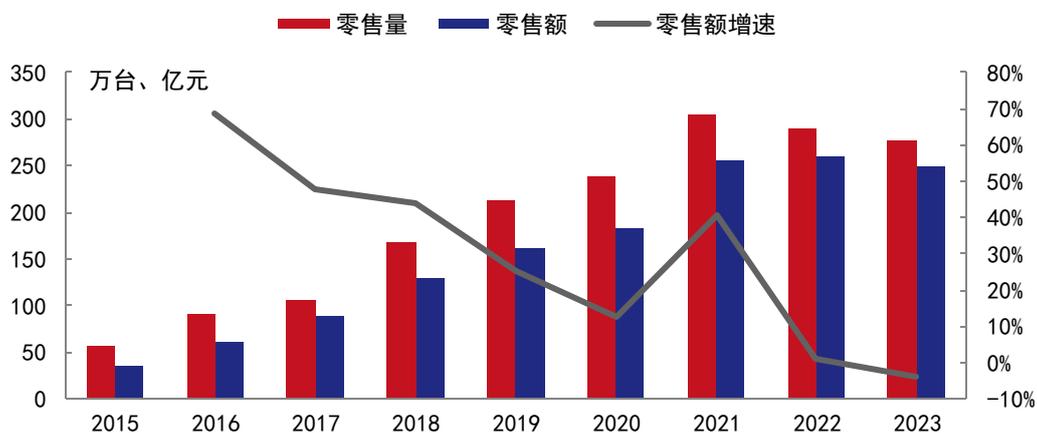
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能。

行业运营环境

2023年受地产周期下行、需求不振等不利因素影响，集成灶市场零售量额齐跌，预计2024年新房销售仍承压，换新市场成为厨电行业的竞争重点，总体来看，房地产市场周期下行使厨电制造行业增长承压

我国集成灶市场曾经历快速增长，根据奥维云网数据，2015-2021年我国集成灶市场零售额和零售量年复合增速均达30%以上。2022年以来，受地产周期下行、需求不振等不利因素影响，集成灶市场开始下行，2023年集成灶市场零售量额齐跌，全年实现零售额249亿元。在地产行业下行、消费降级的背景下，集成灶行业增长压力较大。

图1 2023年集成灶市场零售量额齐跌



资料来源：奥维云网，中证鹏元整理

厨电制造行业是后地产周期行业，产品销售周期滞后于房地产销售周期。按需求的来源分析，厨电产品的需求主要来自两方面，一方面是伴随新房建设销售过程中居民厨房装修带动厨电产品需求增长，另一方面是旧厨房改造过程中产生的厨电产品更新需求。

新房销售方面，2023年，虽然政策端积极信号持续强化，但地产行业仍在下行趋势中，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，行业投资承压，新开工持续低迷。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，预计新开工将继续承压，2024年房地产投资增速下行压力仍然较大。总体来看，房地产市场周期下行使厨电制造行业增长承压。

在房地产下行的背景下，厨电行业进入了存量周期，换新市场成为厨电行业的竞争重点。旧厨房改造及产品更新方面，当前我国经济较为发达的东部地区累计安装的吸油烟机数量规模可观，并已经陆续进入更新换代期。随着厨电企业广告的持续投入和品牌知名度的提升，预期未来旧厨房改造需求将为厨电产品需求提供一定的支撑。但考虑到新房销售景气度下降传导至二手房市场，进而影响到房屋翻新和旧厨房改造需求，对厨电产品的总需求支撑作用会削减。

目前集成灶市场竞争以渠道覆盖和产品创新竞争为主，预计未来马太效应或将进一步加强，市场竞争日益激烈，部分中小微企业开始出清

厨电行业的行业集中度较高，细分品类CR5大都高达80%左右，其中集成灶行业目前CR5为60%左右，仍存在一定的上升空间。目前我国集成灶行业已经形成了完整产业体系，市场化程度较高，市场竞争较为激烈，以渠道覆盖和产品创新竞争为主。行业竞争格局也逐渐明晰，以火星人、浙江美大、亿田智能、帅丰电器为主的专业集成灶企业仍是市场主力，但在行业高速增长和高盈利的吸引下，多方势力纷纷入局，既包括老板电器、方太、科恩等传统厨电主流品牌，也有海尔、美的、TCL、长虹等家电巨头。此外，部分中小微企业开始出清。在需求疲弱的市场环境下，预计未来集成灶市场竞争将进一步加剧。

对于集成灶企业，虽然各家产品各有侧重，但整体来看产品功能差异不大，潜在客户更看重品牌影响力，因此品牌宣传和渠道建设对集成灶企业而言至关重要。从4家专业集成灶上市企业来看，目前各家均采用线上线下协同发展的模式，实现了经销商、电商、家装、KA、下沉等多元化渠道覆盖，但各有特点。浙江美大和帅丰电器目前仍以经销为主力，电商销售方面仍有欠缺，其中浙江美大的经销商和营销终端数量和质量在行业领先；而火星人和亿田智能近年积极布局电商渠道，电商渠道实力在行业内较强。得益于电商渠道的快速增长，火星人于2021年收入赶超浙江美大，跃居行业第一。与此同时，火星人和亿田智能近年加大营销激励力度，在销售费用上投入较高，因此销售净利率一般。

表3 同业对比情况

指标	火星人	浙江美大	亿田智能	帅丰电器
营业收入（亿元）	21.39	16.73	12.27	8.31
净利润（亿元）	2.46	4.64	1.79	1.90
销售毛利率（%）	47.63	47.10	48.66	46.86
期间费用率（%）	32.73	16.63	33.33	22.04
其中：销售费用率（%）	22.88	10.57	23.51	15.57
销售净利率（%）	11.49	27.76	14.59	22.84

注：以上各指标均为2023年数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是国内集成灶行业头部企业，受房地产市场和消费需求下滑影响，公司营业收入开始呈现下滑趋势，为提升“火星人”品牌影响力和产品市占率，跟踪期内公司仍较为重视广告推广和销售渠道铺设，受此影响公司在产品高毛利的基础上，净利率仍表现一般。此外，2023年公司产能进一步增加，未来仍需关注可转债募投项目智能厨电生产基地建设项目的建设进度以及后续产能消化情况

公司仍主要从事新型厨房电器产品的研发、设计、生产与销售业务，主要产品包括集成灶、集成水槽、集成洗碗机、厨柜、嵌入式电器等系列产品。2023年受房地产周期下行及需求不振等多重不利因素

影响，我国集成灶市场零售额和零售量均呈现负增长，公司营业收入也因此同比下降6.03%。2024年1-3月，公司营业收入同比下降15.44%。从收入结构来看，集成灶仍是公司销售收入的主要来源，但占营业收入的比重有所下降。

毛利率方面，2023年主要原材料采购价格有一定回落，公司亦加强了成本管控，销售毛利率较上年上升2.63个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
集成灶	--	--	--	18.78	87.78%	48.68%	20.17	88.61%	45.64%
水洗类	--	--	--	1.54	7.21%	32.31%	1.27	5.58%	30.72%
其他类	--	--	--	1.07	5.01%	51.28%	1.32	5.81%	48.89%
合计	3.48	100.00%	45.65%	21.39	100.00%	47.63%	22.77	100.00%	45.00%

注：其他产品主要包括整体厨柜、嵌入式电器以及销售给经销商的物料、配件等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，电商渠道仍是公司的优势渠道且运行平稳，而线下渠道受行业下行影响更为明显，为提振线下销售额，公司持续优化线下渠道布局，家装渠道成为公司重要发力点

跟踪期内，公司仍采用“线上线下相互联动，经销渠道、电商渠道和 KA 渠道、工程渠道、家装渠道、下沉渠道等新兴渠道相结合”的销售模式。公司进入集成灶行业时间相对偏后，为增厚业绩，跟踪期内公司仍采取在销售费用上高投入的增长策略，其在销售人员薪酬激励、营销推广和广告投放等方面投入力度高于同业，并选择电商渠道作为公司的重点发展渠道。公司已入驻天猫、京东和苏宁易购等电商平台，2023年公司集成灶线上销量和销售额仍位于行业首位，当年公司线上销售收入与上年相比较为平稳，但线下销售收入受行业下行影响更为明显，同比下降 11.62%。为提振线下销售额，公司持续优化线下渠道布局，家装渠道成为公司重要发力点。

表5 公司营业收入分销售渠道情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
线上	11.05	51.65%	11.07	48.63%
线下	10.34	48.35%	11.70	51.37%
合计	21.39	100.00%	22.77	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年年报，中证鹏元整理

从客户结构来看，2023年公司前三大客户仍为电商平台，且位序未发生变化，其中对第一大销售平台的销售比例已达到 30% 以上。电商平台面向客户群体更为广泛，且部分经销商亦通过第一大电商客户的平台进货，需关注公司对第一大电商客户的依赖以及平台费用对公司盈利的挤占。另外，为提振线下销售额，2023年公司将家装渠道作为重要发力点，该渠道发展较快，已有家装客户进入公司前五大客户

行列。

跟踪期内，公司给客户的信用政策未发生变化。公司针对不同的销售渠道采用不同的收款模式，线下渠道一般采用先款后货的结算政策，线上渠道一般由电商平台定期与公司结算。总体来看，公司的账期较短，经营资金回笼较快。

表6 公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	公司名称	客户类型	销售金额	占销售总额比例
2023 年	客户 1	电商	66,300.70	30.99%
	客户 2	电商	15,279.01	7.14%
	客户 3	电商	9,187.44	4.29%
	客户 4	家装	2,607.38	1.22%
	客户 5	经销商	1,938.73	0.91%
	合计	-	95,313.26	44.55%
2022 年	客户 1	电商	57,351.47	25.19%
	客户 2	电商	14,715.61	6.46%
	客户 3	电商	9,536.86	4.19%
	客户 4	经销商	1,865.44	0.82%
	客户 5	经销商	1,119.89	0.49%
	合计	-	84,589.27	37.15%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受市场需求影响，2023 年公司产品销量有所下滑，但公司根据市场预测减少排产，暂未形成库存积压；集成灶行业内部分企业开始采取价格竞争来抢夺市场份额，需关注公司产品在中高端领域的市场竞争力

产销方面，从数量和金额上看，2023 年公司产销量均有所下降，产销率仍高于 100%，库存量减少，主要系公司根据对未来市场需求的判断，减少了备货。整体来看，公司库存量不多，库存积压风险较低。

表7 公司以金额表示的产品产销情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年
销量	21.39	22.77
产量	9.55	11.25
库存量	1.29	1.47

资料来源：公司 2022-2023 年年报，中证鹏元整理

跟踪期内，公司直接原材料采购成本仍主要由电器、板材、五金、玻璃等构成，2023 年以来钢价偏弱运行，公司主要原材料平均采购单价普遍有所下跌，成本端压力较小。但需要关注的是，集成灶行业增长承压，且传统厨电品牌和综合家电企业近年进入较多，使市场竞争愈发激烈，部分企业开始采取价格竞争手段来抢夺市场份额，公司产品价格能否保持坚挺尚需观察，且需关注公司产品在中高端领域的市场竞争力。

2023年随着IPO募投项目集成灶生产线升级扩产项目投产，公司产能继续增加，产能利用率有所下降但仍位于良好水平；在建智能厨电生产基地建设项目新增产能规模较大，预计2025年6月末投产，需关注项目的建设进度和后续产能消化情况

随着公司IPO募投项目“集成灶生产线升级扩产项目”建成并逐步投产，2023年公司产能进一步增加，产能利用率继续降低但仍位于良好水平。2023年11月，公司基于项目实施的实际情况并结合公司实际经营发展需要，终止了IPO募投项目“研发中心及信息化建设技改项目”，并将终止后对应的剩余募集资金0.40亿元投入到“智能厨电生产基地建设项目”中。

为扩张集成灶产能，并拓宽产品品类，公司发行可转债募集资金用于“智能厨电生产基地建设项目”建设，规划总投资10.03亿元，其中5.59亿元来自募集资金（5.19亿元可转债募集资金和0.40亿元IPO结余资金），剩余部分由公司自筹解决，截至2023年末已投资2.22亿元。项目计划于2025年6月末达到预定可使用状态，投产后将形成年新增12万台集成灶、10万台洗碗机、5万台燃气热水器及2万台厨房配套电器等产品的生产能力，届时集成灶产能将增至年产50万台左右，洗碗机产能将增至年产13万台左右。需关注的是，目前房地产市场运行压力大，新房交付减少，厨电制造行业增长承压，市场竞争亦日益激烈，公司将根据实际需求情况采购机器设备，项目建设可能不及预期。即使项目建成，集成灶产能消化压力也较大。此外，集成洗碗机系公司打造的第二增长曲线，2023年我国洗碗机零售量在200万台左右，其中CR5占比高达80%以上，公司洗碗机产品在产品竞争力、品牌知名度等方面与前排企业仍有一定差距，需关注若市场开拓不及预期带来的产能消化问题。

表8 公司主要产品的产能利用率情况（单位：万台）

项目	2023年	2022年
主要产品设计产能	40.00	39.50
实际产量	32.86	36.88
产能利用率	82.15%	93.37%

资料来源：公司提供，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2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围新增设立2家子公司（见表1）。截至2023年末，公司合并报表范围共有5家子公司。

资本实力与资产质量

公司主营业务现金生成能力仍较强，现金类资产仍较为充沛，整体资产流动性较好，对负债保障

程度较好

跟踪期内，由于可转债部分转股，公司实施股权激励计划定向增发股票，以及公司经营积累，所有者权益有所增加。与此同时，公司负债规模波动下降，截至 2024 年 3 月末，公司产权比率降至 89%，所有者权益对负债的保障程度较好。

图2 公司资本结构

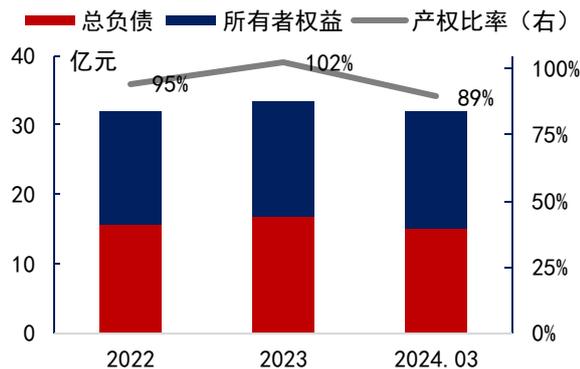
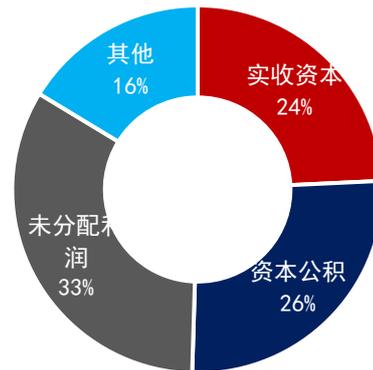


图3 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年以来，公司总资产规模变动不大，截至2024年3月末，总资产规模为31.94亿元。

公司资产以现金类资产、存货、固定资产及在建工程为主要构成。公司经营资金回笼及时，现金类资产储备较多，截至2023年末，现金类资产（包括货币资金、交易性金融资产、应收款项融资、其他非流动资产中的定期存款）合计17.99亿元，占总资产的比重为53.94%，其中0.38亿元因作为银行承兑汇票保证金等而使用受限，受限比例较小。2023年公司将闲置资金购买理财产品，计入交易性金融资产，其中，以自有资金5,000万元认购中融信托的隆晟1号信托产品，到期日为2023年12月2日，截至本评级报告出具之日公司尚未收到该信托产品本金及投资收益，面临较大无法兑付的风险，公司已于当年计提4,000万元减值；除该笔信托产品外，公司无其他信托产品在手。2023年末公司存货规模有所下降，主要系公司根据市场需求而减少备货所致，因公司订单需求存在较为分散的特征，为保证及时供货，公司通常备有一定规模的安全库存，导致库存商品占比相对较高；集成灶行业升级换代较快且市场竞争加剧，需关注公司存货的跌价风险。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，2023年因处置部分机器设备以及计提折旧，导致规模有所减少。随着本期债券募投项目智能厨电生产基地建设项目持续推进，公司在建工程规模有所增加，未来完工后将转入固定资产。

其他资产方面，公司2023年营业收入同比下降6.03%，但期末应收账款有所增加，主要系京东平台销售款年底尚未回款所致；其中应收苏宁易购的款项余额3,876.27万元，因苏宁易购曾陷入资金面紧张局势，该笔应收款因历史遗留问题回收风险较大，公司已累计计提80%的坏账准备。

总体来看，公司现金类资产较为充沛，整体资产流动性较好。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.28	47.83%	16.50	49.49%	12.30	38.43%
交易性金融资产	1.11	3.47%	1.10	3.31%	5.32	16.63%
应收款项融资	0.10	0.30%	0.01	0.02%	0.01	0.04%
应收账款	1.19	3.74%	1.80	5.41%	1.67	5.22%
存货	2.06	6.46%	2.33	6.98%	2.73	8.52%
流动资产合计	19.98	62.57%	21.94	65.81%	22.49	70.26%
固定资产	6.18	19.34%	6.43	19.29%	6.96	21.76%
在建工程	2.65	8.31%	2.07	6.21%	0.66	2.07%
非流动资产合计	11.95	37.43%	11.40	34.19%	9.52	29.74%
资产总计	31.94	100.00%	33.35	100.00%	32.00	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

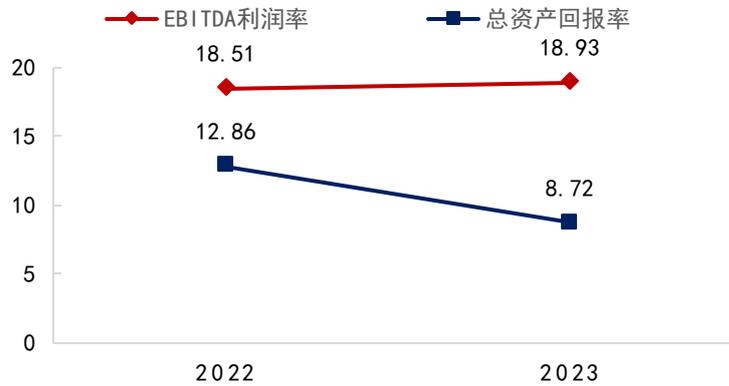
盈利能力

2023年公司收入继续下降，得益于成本管控且主要原材料价格下降，销售毛利率小幅上升，但公司整体期间费用仍偏高，导致销售净利率表现一般；公司仍面临房地产市场景气度下行、消费降级、市场竞争激烈等多重不利因素，未来业绩可能存在一定波动

公司营业收入主要来源于集成灶和水洗类产品，受下游房地产周期下行、消费降级及需求减弱影响，2023年集成灶收入继续下降，导致公司营业收入同比下降6.03%。

盈利能力方面，2023年，由于公司加强成本管控且主要原材料采购价格下降，销售毛利率上升了2.63个百分点；但公司为扩大品牌影响力和厨电产品市场份额，在销售人员激励、营销推广、广告宣传等方面投入力度持续较大，且2023年引进部分中层以上管理干部、高级研发人员和高级销售人员，并对存量员工薪酬做了积极调整，导致期间费用率上升，此外，2023年公司因信托理财产品逾期计提0.40亿元减值，综合影响下，公司销售净利率下降了2.24个百分点至11.49%，低于集成灶行业其他上市公司，净利润同比下滑21.35%。同期，公司总资产规模有所上升，总资产回报率下降4.14个百分点，未来需要关注公司新投入资产是否能如预期产生效应。

2024年公司面临的业绩增长压力仍较大。一方面，公司产品市场需求主要来自新房装修和旧厨改造，目前新房装修需求仍是主力，因此房地产下行周期将使公司面临较大增长压力；另一方面，集成灶与传统吸油烟机、燃气灶产品相比，价格相对较高，消费降级趋势亦不利于集成灶产品的销售；此外，集成灶行业竞争激烈，公司亦有在竞争中掉队的风险。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023年公司主营业务现金生成能力仍较强，经营活动现金流净额大幅增加，现金类资产较为充裕，偿债压力可控

跟踪期内，公司负债规模略有波动，截至2024年3月末刚性债务规模为9.73亿元，占比64.55%，以银行借款、应付票据、可转债融资为主；从结构上来看，长短期债务占比较为均衡。

经营性负债方面，应付账款主要为公司应付上游供应商的原材料采购款；其他应付款主要由限制性股票回购义务、公司向经销商收取的售后服务保证金、履约保证金、订货任务保证金等各类保证金构成，2023年末大幅增加系当年实施股权激励计划所致；其他流动负债主要为线上销量专项返利、年度销售返利及待转销项税额。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.32	15.38%	2.38	14.12%	1.88	12.07%
应付票据	1.05	6.99%	1.16	6.85%	1.34	8.64%
应付账款	1.54	10.23%	2.37	14.03%	2.87	18.47%
其他应付款	0.96	6.40%	1.09	6.47%	0.44	2.85%
一年内到期的非流动负债	1.63	10.82%	1.64	9.71%	0.08	0.51%
其他流动负债	0.80	5.29%	0.75	4.42%	1.14	7.32%
流动负债合计	9.52	63.14%	11.38	67.46%	9.63	61.90%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1.00	6.44%
应付债券	4.71	31.26%	4.63	27.43%	4.32	27.75%
租赁负债	0.01	0.10%	0.02	0.14%	0.07	0.45%
非流动负债合计	5.56	36.86%	5.49	32.54%	5.93	38.10%

负债合计	15.07	100.00%	16.86	100.00%	15.55	100.00%
总债务	9.73	64.55%	9.83	58.26%	8.69	55.86%
其中：短期债务	5.00	33.20%	5.18	30.69%	3.30	21.22%
长期债务	4.73	31.36%	4.65	27.57%	5.39	34.63%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年，公司经营资金回笼及时，收现比略有提高，且原材料采购均价有所下降，公司基于实际生产需要和对未来市场需求的判断，减少了原材料采购数量，上述因素综合影响下，公司经营活动产生的现金流量净额较上年同比大幅增加71.52%。2023年公司净债务规模仍为负，偿债压力可控。

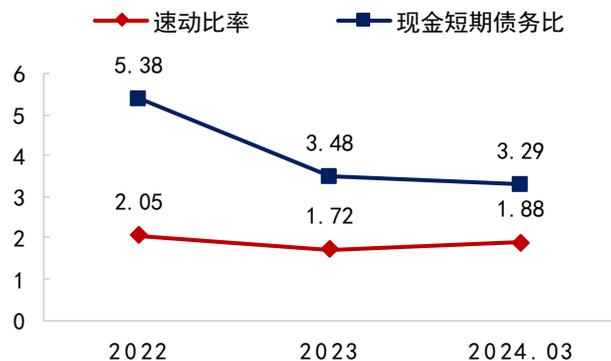
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.48	4.45	2.59
FFO（亿元）	--	2.39	2.50
资产负债率	47.19%	50.57%	48.59%
净债务/EBITDA	--	-1.89	-2.02
EBITDA 利息保障倍数	--	12.38	21.46
总债务/总资本	36.59%	37.35%	34.55%
FFO/净债务	--	-31.24%	-29.27%
经营活动现金流净额/净债务	7.13%	-58.17%	-30.40%
自由现金流/净债务	13.99%	-32.67%	-4.50%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年及2024年1-3月，公司短期债务有所增长，但得益于公司经营活动积累和发行本期债券募集资金，公司现金类资产较为充裕，因此现金短期债务比和速动比率虽有所下降，但表现仍较好，现金类资产对短期债务的保障程度较好。截至2023年末，公司共获得银行授信额度15.28亿元，其中剩余未使用额度为11.74亿元，备用流动性充足。公司为上市公司，融资渠道较为多样化，且主要资产受限比例很低，具有一定的融资弹性，获取流动性资源的能力较强。

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响；2023年以来部分董事和高管发生变更

环境因素

根据公司2024年6月7日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

根据公司2024年6月7日出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》等相关法律、法规和规范性文件的要求，制定了《公司章程》，建立了由公司股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和执行机构之间合理的运行机制。公司本部每年给子公司制定预算，并在资金上进行统筹管理。

自2010年公司创办以来，公司的实际控制人均为黄卫斌，未发生变更，公司主要管理人员具有丰富的行业经验和管理经验。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形，公司、控股股东及实际控制人不存在严重失信行为。2023年以来，公司董事、高管变动情况如下表所示。

表12 跟踪期内公司董事和高管变更情况

变更前		变更后	
姓名	职位	姓名	职位
黄金彪	董事、副总经理	王清超	董事
胡明义	副总经理	杨根	董事、副总经理
-	-	廖秋勇	副总经理
赵海燕	财务总监	毛伟平	代为履行财务总监职责

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

（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（2024年6月12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，

无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月7日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2023年末，公司对经销商提供担保余额合计2,478.60万元，占期末所有者权益的比例为1.50%，均已设置反担保措施，但考虑到被担保方以自然人个体户和小型民营企业为主，公司仍面临一定的或有负债风险。

八、 结论

地产红利的消退使厨电制造行业增长承压，集成灶行业技术壁垒相对不高，近年来老板电器、方太等传统厨电主流品牌和海尔、美的等家电巨头陆续进军集成灶市场，行业竞争日益激烈，部分企业开始采取价格竞争策略，需关注公司产品在中高端领域的市场竞争力。公司销售渠道日渐完善，构建了从一二线城市、三四线城市到乡镇级市场的全国性的经销网络，已入驻天猫、京东和苏宁易购等电商平台，电商渠道销售额位于集成灶行业第一，同时持续优化渠道布局，营业收入虽有所下降但仍居集成灶行业首位，且公司账上现金类资产相对充裕，主营业务现金生成能力强，偿债压力可控，但同时公司为争夺市场份额，采取在营销激励、广告推广等方面高投入的策略，期间费用位于高位，销售净利率低于同业可比上市公司，以及新建集成灶和洗碗机产能规模较大，洗碗机品牌竞争力与前排企业仍有差距，可能面临一定项目建设不及预期的风险或产能消化风险。

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“火星转债”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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	15.28	16.50	12.30	9.91
交易性金融资产	1.11	1.10	5.32	2.01
应收账款	1.19	1.80	1.67	0.66
存货	2.06	2.33	2.73	2.39
流动资产合计	19.98	21.94	22.49	15.37
固定资产	6.18	6.43	6.96	6.96
在建工程	2.65	2.07	0.66	0.13
无形资产	1.04	1.05	1.02	0.58
非流动资产合计	11.95	11.40	9.52	8.62
资产总计	31.94	33.35	32.00	23.99
短期借款	2.32	2.38	1.88	0.00
应付票据	1.05	1.16	1.34	1.28
应付账款	1.54	2.37	2.87	3.33
其他应付款	0.96	1.09	0.44	0.48
一年内到期的非流动负债	1.63	1.64	0.08	0.06
其他流动负债	0.80	0.75	1.14	1.31
流动负债合计	9.52	11.38	9.63	8.73
长期借款	0.00	0.00	1.00	0.00
应付债券	4.71	4.63	4.32	0.00
递延收益-非流动负债	0.61	0.62	0.37	0.22
非流动负债合计	5.56	5.49	5.93	0.49
负债合计	15.07	16.86	15.55	9.22
总债务	9.73	9.83	8.69	1.41
其中：短期债务	5.00	5.18	3.30	1.33
所有者权益	16.86	16.48	16.45	14.77
营业收入	3.48	21.39	22.77	23.19
营业利润	0.41	2.73	3.51	4.29
净利润	0.39	2.46	3.12	3.75
经营活动产生的现金流量净额	-0.48	4.45	2.59	6.07
投资活动产生的现金流量净额	-1.69	2.47	-8.35	-4.04
筹资活动产生的现金流量净额	-0.05	-1.08	5.25	-3.34
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	4.05	4.21	4.82
FFO（亿元）	--	2.39	2.50	2.60
净债务（亿元）	-6.66	-7.65	-8.53	-10.05
销售毛利率	45.65%	47.63%	45.00%	46.11%

EBITDA 利润率	--	18.93%	18.51%	20.77%
总资产回报率	--	8.72%	12.86%	19.10%
资产负债率	47.19%	50.57%	48.59%	38.43%
净债务/EBITDA	--	-1.89	-2.02	-2.09
EBITDA 利息保障倍数	--	12.38	21.46	392.37
总债务/总资本	36.59%	37.35%	34.55%	8.69%
FFO/净债务	--	-31.24%	-29.27%	-25.93%
经营活动现金流净额/净债务	7.13%	-58.17%	-30.40%	-60.43%
自由现金流/净债务	13.99%	-32.67%	-4.50%	-42.57%
速动比率	1.88	1.72	2.05	1.49
现金短期债务比	3.29	3.48	5.38	9.01

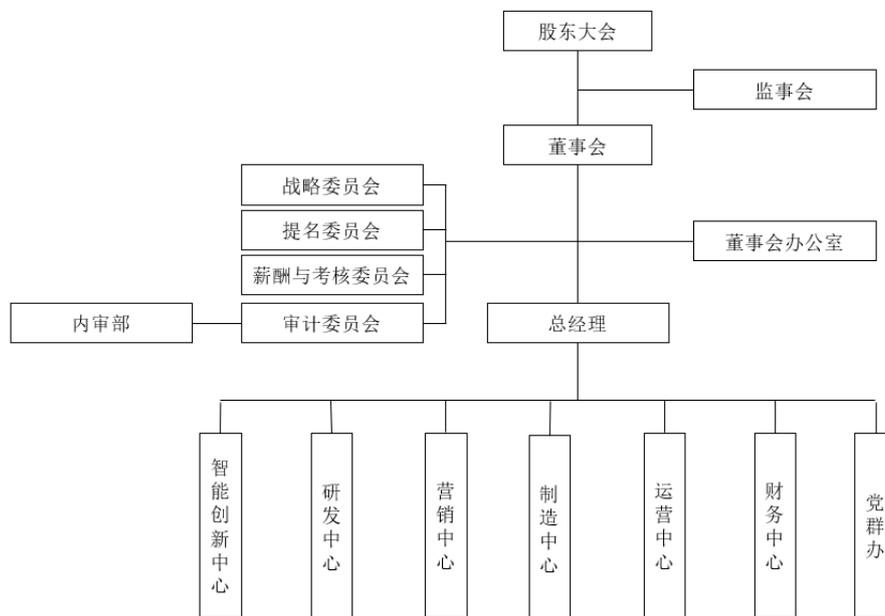
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 12 月）



资料来源：公司提供

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+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%
销售净利率	净利润/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。

附录五 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。