



2023年浙江亿田智能厨电股份有限公司向 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

2023年浙江亿田智能厨电股份有限公司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
亿田转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：浙江亿田智能厨电股份有限公司（以下简称“亿田智能”或“公司”，股票代码为 300911.SZ）仍为国内集成灶行业前排企业之一，在集成灶行业仍具备一定竞争优势，销售渠道日渐完善，2023 年线上直销渠道业务收入仍保持较快增速，经营资金回笼及时，现金类资产储备高，资产流动性较好，偿债压力仍可控；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增长承压，原材料占公司营业成本比重大，需关注若原材料价格大幅波动给公司带来的成本管控压力，未来行业竞争可能进一步加剧，且公司新建产能规模较大，面临一定的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）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	22.97	23.75	18.36	18.09
归母所有者权益	14.99	15.32	13.44	11.90
总债务	5.15	5.76	1.72	1.78
营业收入	1.27	12.27	12.76	12.30
净利润	0.05	1.79	2.10	2.10
经营活动现金流净额	0.00	1.52	1.64	2.80
净债务/EBITDA	--	-3.73	-3.11	-3.93
EBITDA 利息保障倍数	--	232.34	1,086.33	783.02
总债务/总资本	25.59%	27.31%	11.34%	13.02%
FFO/净债务	--	-16.07%	-18.92%	-15.03%
EBITDA 利润率	--	18.82%	20.58%	21.44%
总资产回报率	--	9.65%	12.75%	15.22%
速动比率	4.90	4.40	2.48	2.34
现金短期债务比	19.96	10.49	5.97	7.11
销售毛利率	44.64%	48.66%	46.62%	44.73%
资产负债率	34.75%	35.50%	26.82%	34.23%

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

- **公司在集成灶行业内仍具备一定竞争优势。**作为国内集成灶行业前排企业之一，公司拥有一定市场知名度和品牌效应，销售渠道亦日渐完善，2023年线上直销渠道业务收入仍保持较快增速。
- **公司现金类资产储备较为充裕，对债务的覆盖程度较好，资产流动性仍较佳。**公司经营资金回笼及时，2023年经营性现金流仍保持净流入，现金类资产较为充裕，占公司总资产的比重在60%以上，资产流动性较好，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，未来集成灶市场竞争将日趋激烈。**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，公司收入和利润亦有所下降，2024年1-3月公司营业收入同比大幅下降44.49%；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入局集成灶市场，未来行业竞争可能进一步加剧。
- **需关注原材料价格波动的风险。**公司直接原材料仍主要由板材、电器配件、五金配件、燃气配件、玻璃配件等构成，直接材料占营业成本的比重在75%左右，故原材料价格波动对公司生产成本和盈利能力的影响较大，公司面临产品价格因竞争激烈而较难提价的风险，需关注若未来原材料价格大幅波动给公司带来的成本管控压力。
- **公司新建产能规模较大，需关注产能不能及时消化的风险。**公司IPO募投项目环保集成灶产业园项目已完工，本期债券募投项目环保集成灶产业园（二期）项目在规划设计阶段，待上述项目投产后，公司产能将大幅上升，其中集成灶产能将提升至43万套/年左右。目前集成灶行业增长承压，市场竞争加剧，且公司集成水槽及洗碗机尚处于起步阶段，非公司传统优势产品，公司可能面临新增产能不能及时消化的风险，亦需关注资产折旧增加或对公司盈利能力产生不利影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司是国内集成灶行业的前排企业之一，销售渠道日益完善，可为未来业绩提供一定支持。

同业比较（单位：亿元）

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年度/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

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					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
亿田转债	5.20	5.20	2023-06-09	2029-12-21

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2023年12月21日发行6年期5.20亿元可转换公司债券，募集资金用于环保集成灶产业园（二期）项目、品牌推广与建设项目。截至2024年3月31日，亿田转债募集资金专项账户余额为5.14亿元。

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为1.07亿元，控股股东浙江亿田投资管理有限公司（以下简称“亿田投资”）持有公司44.22%股权，实际控制人孙伟勇、陈月华夫妇及其子孙吉直接及间接合计控制公司60.52%股权，实际控制人无股权质押情况。

公司仍主要从事集成灶等现代新型厨房电器产品的研发、生产和销售，除主要产品集成灶外，还销售集成水槽、集成洗碗机、净水器、吸油烟机及燃气灶等产品。2023年，公司新设全资子公司浙江亿算智能科技有限公司，并将其纳入合并报表范围，截至2023年末，公司合并报表范围内子公司共4家，详见下表。

表1 2023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	持股比例	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
浙江亿田电子商务有限公司	100.00%	1,000.00	1,233.46	1,575.23	70,193.07	139.64
杭州亿田智能厨电销售有限公司	100.00%	100.00	632.35	-1130.68	198.90	-234.61
杭州数云智联科技有限公司	100.00%	100.00	176.32	-614.92	0.00	-239.82
浙江亿算智能科技有限公司	100.00%	5,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注：财务数据为2023年度/末数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年，因利润分配原因，公司将“亿田转债”转股价由38.08元/股下调为28.61元/股，调整后转股价于2024年5月23日生效。

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，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

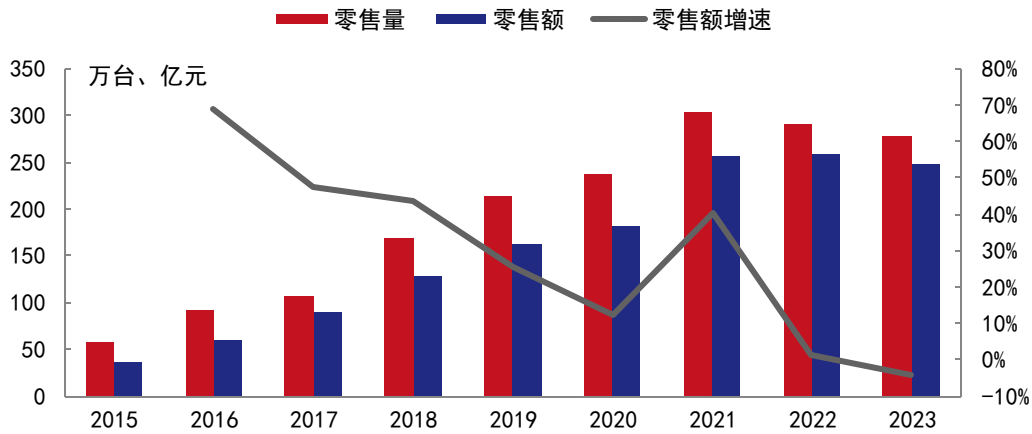
行业运营环境

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运行承压

集成灶是在吸油烟机和燃气灶的基础上搭配消毒柜、蒸箱、烤箱等可选功能的集成化产品，其具备占地面积小、距离烟源更近更符合中国人烹调方式等优势，近年以环保、智能化优势迅速占领家电市场。根据奥维云网数据，2015-2021年我国集成灶市场快速增长，零售额规模从36亿元增加至256亿元，年复合增速为38.67%；集成灶零售量从57万台增加至304万台，年复合增速为32.18%，零售额增速和零售量增速均较快。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。在地产行业下行、消费降级的背景下，集成灶行业运行压力较大。

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，全年商品房累计销售面积11.74亿方，同比下降8.50%；累计销售金额11.66万亿元，同比下降6.50%。在资金紧张、销售去化不畅背景下，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，行业投资承压。2023年完成房地产开发投资额11.09万亿，同比降幅为9.6%。新开工持续低迷，全年累计新开工9.54亿方，同比降低20.40%。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

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。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。

地产行业遇冷令钢材需求触顶，基建和制造业托而不举；政策端虽计划出手调控产量，但中短期内钢材供过于求矛盾难见实质性改善，预计钢价将偏弱运行，厨电制造行业成本端受钢价制约的压力不大

钢铁下游需求主要为地产、基建和制造业，随着约占钢材需求三分之一份额的房地产行业遇冷，我国钢材需求临近下行拐点且表现继续分化，基建和制造业成为国内钢需增长仰赖的领域。基建方面，2024年一季度受资金到位偏迟影响，基建需求释放不及预期，但基于积极的财政政策，预期2024年基建将继续托底钢需。2023年下半年以来财政发力持续加码，专项债、PSL、1万亿超长期特别国债等均有有望为基建用钢提供支撑。制造业方面，2023年新能源汽车、光伏、船舶等制造业及相关厂房投资增速较高，为钢材需求中少有的增量部分。结构方面，随着我国经济发展动能转换，钢材市场消费格局重构，地产用钢大减，制造业则成为钢需增长新引擎，板材表现强于长材。整体来看，供需错配致钢价不断探底，考虑到需求端托而不举，供给端整体强韧性，预计中短期内钢价将偏弱运行。

图2 2023年钢价自高位有所回落



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是国内集成灶行业前排企业之一，渠道建设日益完善，线上直销业务收入保持较快增速；2023年受市场需求减弱影响，公司营业收入有所下降，房地产周期下行使集成灶行业增长承压，公司新建产能规模大，需关注产能消化风险

公司仍主要从事现代新型厨房电器产品的研发、生产和销售，产品包括集成灶、集成水槽、集成洗碗机、橱柜等。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，公司营业收入也受此影响同比下降3.80%。2024年1-3月，受订单减少影响，公司营业收入同比大幅下滑44.49%。从收入结构来看，集成灶仍是公司销售收入的主要来源，集成水槽和集成洗碗机的收入规模仍偏低。

2023年公司加强了成本管控，主要原材料采购价格有一定回落，且毛利率稍高的线上直销收入占比提高，受以上因素影响，公司销售毛利率较上年提高2.04个百分点。

表2 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	1.09	85.83%	47.39%	10.95	89.26%	49.93%	11.62	91.11%	48.39%
集成水槽和集成洗碗机	0.03	2.36%	33.62%	0.58	4.72%	41.07%	0.62	4.82%	44.01%
其他	0.13	10.24%	22.11%	0.64	5.21%	35.86%	0.41	3.20%	7.00%
主营业务合计	1.25	98.43%	44.53%	12.17	99.19%	48.77%	12.65	99.14%	46.84%
其他业务	0.02	1.57%	51.37%	0.10	0.81%	35.7%	0.11	0.86%	21.42%
合计	1.27	100.00%	44.64%	12.27	100.00%	48.66%	12.76	100.00%	46.62%

注：主营业务中的其他包括油烟机、灶具、净水器等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，经销模式仍是公司主要的销售模式，但经销占比有所下降，线上直销业务收入保持较快增速；公司客户集中风险较低

跟踪期内，公司仍采用经销（包括线上销售给经销商和线下销售给经销商）和直销（包括消费者线上下单、部分工程渠道、直营门店等）并行的销售模式。其中，经销模式仍是公司目前主要的销售模式，公司主要以市县为单位招募经销商，形成覆盖全国的经销网络。同时，为顺应电子商务的快速发展，公司入驻了京东、天猫等电商平台。此外，公司在重点区域布局直营门店，并拓展 KA 渠道、工程渠道、家装渠道等新兴渠道。

从各渠道销售收入来看，2023年公司经销业务收入占比继续下降，直销业务占比继续上升；其中，线上直销业务收入保持较快增速，同比增长 39.66%，线上直销业务因直接面向终端客户，毛利率水平相对较高。

表3 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
经销	9.82	79.99%	10.84	84.96%
直销	2.46	20.01%	1.92	15.03%

出口	0.00	0.00%	0.00	0.01%
合计	12.27	100.00%	12.76	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年年报，中证鹏元整理

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：对于经销-线下销售给经销商模式，原则上采用“款到发货”的信用政策，对合作年限较长、信誉较好、实力较强的经销商提供一定的信用额度和信用期限。对于电商平台渠道，天猫与京东 POP 模式下，公司开设旗舰店，店铺由公司运营管理，客户确认收货后，电商平台将货款转入公司账户，并扣取约定比例的服务费；京东自营模式下，公司在京东自营开设旗舰店，店铺由公司运营，但商品价格设置、促销活动等均需经过京东平台的审核，每月京东平台会和公司进行结算，公司根据确认清单确认收入。总体来看，公司账期较短，回款较为及时。

从下游客户来看，2023 年公司前五大客户有所变化，但仍全部为经销商客户，客户集中度较低且略微下降。整体来看，公司客户集中风险较低。

表4 公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	公司名称	销售金额	比例
2023 年	昆明华成商贸有限公司	2,168.61	1.77%
	贵州烁铂商贸有限公司	1,298.38	1.06%
	长沙天麓电器销售有限公司	862.14	0.70%
	荆州市竭诚电器有限公司	825.52	0.67%
	福州合聚德贸易有限公司	756.55	0.62%
	合计	5,911.21	4.82%
2022 年	昆明华成商贸有限公司	2,260.57	1.77%
	成华区越健亿威建材经营部	1,180.04	0.92%
	长沙天麓电器销售有限公司	1,123.90	0.88%
	贵州烁铂商贸有限公司	865.21	0.68%
	北京亿业兴田商贸有限公司	816.81	0.64%
	合计	6,246.55	4.90%

注：成华区越健亿威建材经营部包括成华区越健亿威建材经营部、成华区富亿威建材经营部、成都鑫亿佳贸易有限公司和成都越健贸易有限公司

资料来源：公司 2022 年年报，公司提供，中证鹏元整理

受市场需求影响，2023 年公司集成灶产品的产销量均有所下降，主要产品销售均价有所降低；受钢价走弱影响，主要原材料板材采购成本有所降低，但未来仍需关注若原材料价格大幅波动给公司带来的成本管控压力

跟踪期内，公司仍实行“以销定产”的生产模式，因此产销率水平较高，短期库存积压风险较低。在具体实施上，以自主生产为主、外协生产为辅，其中产品生产过程中的核心工序均采用自主生产方式，部分非核心工序通过委托加工的方式完成。

从公司主要产品产销情况来看，受市场需求影响，2023年集成灶产销量均有所下降，集成水槽和集成洗碗机产量有所下降，但销量同比增长6.15%。价格方面，2023年公司主要产品的均价均有所下降，公司面临产品价格因竞争激烈而较难提价的风险。

跟踪期内，公司直接原材料仍主要由板材、电器配件、五金配件、燃气配件、玻璃配件等构成，近年直接材料占营业成本的比重在75%左右，占比较高，故原材料价格波动对公司生产成本和盈利能力的影响较大。其中主要的原材料板材（不锈钢板、冷轧板、镀锌板等），其采购价格与钢价波动密切相关，2023年以来钢价偏弱运行，公司板材采购成本有所降低。仍需关注，若未来板材等主要原材料的价格出现超出预期的波动，将对公司生产成本和盈利能力产生不利影响。

表5 公司主要采购项目成本及其占原材料采购总额的比重情况（单位：万元）

期间	原材料类别	采购金额	占原材料采购总额的比例
2023年	电器配件	9,073.90	17.29%
	板材	9,012.65	17.17%
	五金配件	7,372.88	14.05%
	燃气配件	4,901.36	9.34%
	玻璃配件	4,219.11	8.04%
	合计	34,579.90	65.90%
2022年	板材	12,085.11	20.85%
	电器配件	9,360.11	16.15%
	五金配件	8,221.49	14.18%
	燃气配件	5,265.13	9.08%
	玻璃配件	4,675.46	8.07%
	合计	39,607.30	68.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司仍每月根据销售管理中心的销售订单，结合公司的销售计划、生产计划和仓库库存，编制采购计划，公司主要通过供应商签署框架性采购合同的方式建立主要原材料的购销关系，并通过具体采购订单实现原材料的采购。从采购对象来看，2023年公司前五大供应商集中度仍较低，具体供应商有所变动。考虑到原材料可采购对象众多，短缺风险不大。

表6 公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购金额	占原材料采购总额的比重
2023年	杭州大明万洲金属科技有限公司	5,051.60	9.25%
	绍兴智岛电器有限公司	4,542.37	8.32%
	宁波冠升电子有限公司	2,566.79	4.70%
	嵊州市欣光玻璃有限公司	1,309.48	2.40%
	上海昊控建筑工程有限公司	1,289.65	2.36%
	合计	14,759.89	27.03%

2022 年	杭州大明万洲金属科技有限公司	4,435.01	7.65%
	无锡浦明金属材料有限公司	4,082.25	7.04%
	绍兴智岛电器有限公司	4,021.12	6.94%
	宁波舜韵电子有限公司	1,605.40	2.77%
	浙江晶雅玻璃科技有限公司	1,509.04	2.60%
	合计	15,652.82	27.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

待新建项目投产后集成灶产能将大幅提高，公司面临一定的产能消化风险

近年公司积极扩建产能，2020年公司通过IPO募集资金用于环保集成灶产业园项目，项目已于2023年12月完工，预计新增集成灶产能15万套/年。此外，公司于2023年发行可转换债券，拟建环保集成灶产业园（二期）项目和品牌推广与建设项目，其中环保集成灶产业园（二期）项目建成投产后将新增7万套/年集成灶产能、4万套/年集成水槽产能和2万套/年集成洗碗机产能，目前项目处于规划设计阶段。公司拟建项目有募集资金支持，资金支出压力较小。

2023年受下游需求不振影响，公司集成灶产能利用率有所降低。新建项目投产后公司产能将大幅提高，其中集成灶产能将提升至43万套/年左右，仍需关注，厨电制造行业是后地产周期行业，目前房地产市场运行压力大，新房交付减少，集成灶行业增长承压，市场竞争加剧，且公司集成水槽及洗碗机尚处于起步阶段，非公司传统优势产品，公司可能面临新增产能不能及时消化的风险，较高的折旧计提也可能拖累公司盈利。

表7 公司主要产品的产能利用率情况（单位：万套）

产品	项目	2023 年	2022 年
集成灶	设计产能	21.29 ¹	21.29
	实际产量	18.99	19.51
	产能利用率	89.20%	91.63%
集成水槽和集成洗碗机	设计产能	1.87	1.87
	实际产量	1.38	1.30
	产能利用率	73.80%	69.70%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至2023年末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目	计划投资金额	资金来源
环保集成灶产业园（二期）项目	38,909.00	其中 36,493.57 万元为可转债募集资金，剩余部分为自有资金
品牌推广与建设项目	15,000.00	可转债募集资金
合计	53,909.00	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

¹ 因 IPO 募投项目于 2023 年 12 月完工，新增产能未统计在 2023 年全年产能中。

六、财务分析

财务分析基础说明

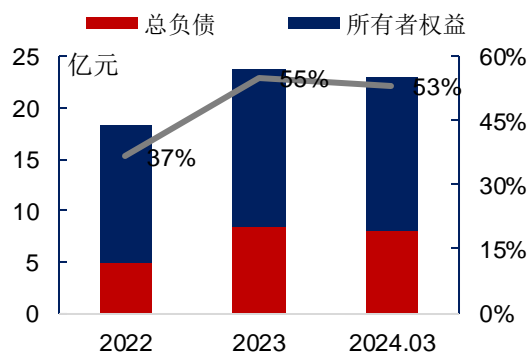
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告和未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司2023年新增1家子公司并将其纳入合并报表范围，截至2023年末，公司合并报表范围共有4家子公司，详见表1。

资本实力与资产质量

由于经营积累和发行可转债进行外部融资，公司总资产规模有所增长，现金类资产较为充裕，资产受限比例很小，整体资产流动性较佳

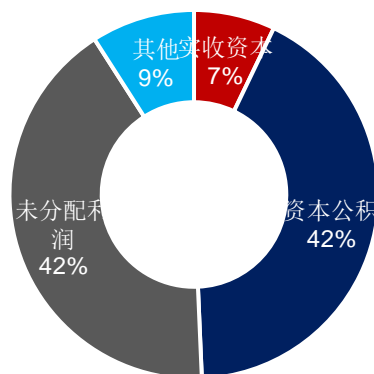
随着经营利润积累和本期可转债发行确认了权益部分，2023年末公司所有者权益规模有所增厚；2024年1-3月，公司回购了部分库存股，所有者权益略有减少，截至2024年3月末，所有者权益为14.99亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。与此同时，公司通过发行可转债进行外部融资，负债规模波动增长。截至2024年3月末，公司产权比率虽有所抬升，但所有者权益对负债的保障程度仍较好。

图3 公司资本结构



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

图4 2024年3月末公司所有者权益构成



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，公司总资产规模波动增长，截至2024年3月末，总资产规模为22.97亿元。

公司资产以现金类资产和固定资产为主要构成。公司主营业务获现能力强，积累了一定资金，且随着可转债募集资金到账，货币资金有所增加，现金类资产较为充裕，其中2023年末因作为承兑汇票保证金及履约保证金而受限841.46万元，受限比例很低。公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，随着IPO募投项目环保集成灶产业园项目完工转固，2023年固定资产规模有所增长。

其他资产方面，2023年公司营业收入同比下降3.80%，但期末应收账款大幅增长97.05%，主要系京

东平台销售货款年底尚未结算所致。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，导致库存商品占存货的比重相对较高，符合行业特征。由于集成灶产品更新换代速度较快，需关注公司库存商品的跌价风险。

此外，为提高资金使用效率，公司将部分闲置资金购买理财产品，截至2024年3月末，公司交易性金融资产账面价值2.50亿元，系券商资管产品。

总体看来，公司存货面临一定的跌价风险，固定资产占比相对较高，但现金类资产较为充裕，资产受限比例很低，整体资产流动性较佳。

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	11.63	50.61%	14.55	61.26%	10.19	55.50%
交易性金融资产	2.50	10.88%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收款项融资	0.05	0.24%	0.12	0.53%	0.00	0.00%
应收账款	0.65	2.84%	1.11	4.67%	0.56	3.06%
存货	0.96	4.17%	0.88	3.71%	0.98	5.33%
流动资产合计	16.20	70.52%	16.89	71.09%	12.04	65.58%
固定资产	5.35	23.27%	5.45	22.96%	3.38	18.41%
在建工程	0.11	0.49%	0.13	0.54%	1.07	5.81%
无形资产	0.72	3.12%	0.71	3.00%	0.70	3.83%
非流动资产合计	6.77	29.48%	6.87	28.91%	6.32	34.42%
资产总计	22.97	100.00%	23.75	100.00%	18.36	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年公司收入和利润有所下降，盈利能力有所弱化，销售费用率仍偏高；公司仍面临房地产市场周期下行、需求减弱、市场竞争加剧等多重不利因素，未来业绩或面临一定波动风险

公司营业收入主要来源于集成灶、集成水槽和集成洗碗机等产品，其中集成灶对收入的贡献在90%左右。2023年，受下游房地产周期下行、消费降级及需求减弱等因素影响，集成灶行业零售量额均呈现负增长，公司营业收入也受此影响同比下降3.80%。2024年1-3月，受订单减少影响，公司营业收入同比下降44.49%。

盈利能力方面，2023年，由于主要原材料采购价格下降且线上直销销售占比提高，销售毛利率上升了2.04个百分点，但公司持续加大市场营销力度和研发强度，相关的营销推广费、电商费用、研发费用等位于高位，且IPO募投项目转固后计提折旧导致管理费用大幅增加，公司期间费用率由2022年的29.19%上升至2023年的33.33%，高于同业水平，公司销售净利率也因此下降了1.85个百分点，净利润同比下降

14.64%，公司EBITDA利润率和总资产回报率亦有所下降。2024年1-3月，公司净利润同比大幅下滑88.88%。考虑到公司仍面临房地产市场景气度下行、需求不振、市场竞争加剧等多重不利因素，未来业绩可能面临一定波动风险。

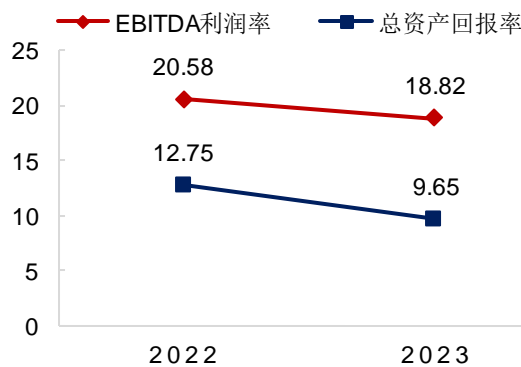
表10 盈利能力相关指标同业对比情况（单位：%）

指标	浙江美大	帅丰电器	公司	火星人
销售毛利率	47.10	46.86	48.66	47.63
期间费用率	16.63	22.04	33.33	32.73
其中：销售费用/营业总收入	10.57	15.57	23.51	22.88
管理费用/营业总收入	4.41	6.01	6.15	5.70
研发费用/营业总收入	3.44	4.32	5.21	5.36
财务费用/营业总收入	-1.79	-3.86	-1.54	-1.20
销售净利率	27.76	22.84	14.59	11.49

注：以上各指标均为2023年数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图5 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，现金类资产较为充裕，对总债务的覆盖程度较好，偿债压力可控

截至2024年3月末，公司总负债规模增至7.98亿元，其中刚性债务占比64.56%。从品种结构来看，公司债务主要由可转债（4.42亿元）和银行承兑汇票（0.69亿元）构成；从期限结构来看，公司债务以长期为主。

经营性负债方面，应付账款主要为公司应付上游供应商的材料款和工程设备款，合同负债主要为公司预收经销商的货款，跟踪期内，应付账款和合同负债规模有所波动。

表11 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
应付票据	0.69	8.63%	1.39	16.43%	1.68	34.16%
应付账款	1.49	18.67%	1.22	14.47%	1.48	29.96%
合同负债	0.41	5.08%	0.28	3.31%	0.36	7.23%
流动负债合计	3.11	38.95%	3.64	43.14%	4.46	90.65%
应付债券	4.42	55.39%	4.36	51.66%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4.87	61.05%	4.80	56.86%	0.46	9.35%
负债合计	7.98	100.00%	8.43	100.00%	4.93	100.00%
总债务	5.15	64.56%	5.76	68.25%	1.72	34.89%
其中：短期债务	0.71	8.90%	1.40	16.58%	1.71	34.64%
长期债务	4.44	55.66%	4.36	51.66%	0.01	0.25%

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

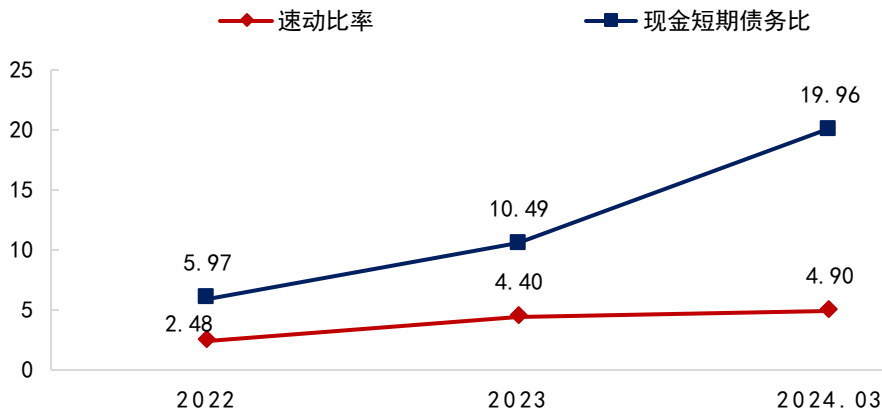
跟踪期内，公司资产负债率波动上升，但仍维持在较低水平。2023年，公司经营资金回笼仍较为及时，受业务规模下降影响，经营活动产生的现金流量净额同比减少7.42%；公司净债务仍为负值，现金类资产相对公司债务仍较为充裕，经营活动现金流净额和FFO虽有下降，但对净债务的保障程度仍较好，公司偿债压力可控。

表12 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）	0.00	1.52	1.64
FFO（亿元）	--	1.39	1.55
资产负债率	34.75%	35.50%	26.82%
净债务/EBITDA	--	-3.73	-3.11
EBITDA 利息保障倍数	--	232.34	1,086.33
总债务/总资本	25.59%	27.31%	11.34%
FFO/净债务	--	-16.07%	-18.92%
经营活动现金流净额/净债务	-0.04%	-17.65%	-20.12%
自由现金流/净债务	0.34%	-0.95%	20.06%

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，公司短期债务持续下降，且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有所上升，现金类资产对短期债务的保障程度较好。截至2023年末，公司获得银行授信额度共计8.70亿元，尚未使用的额度为8.01亿元，剩余额度较为充足。考虑到公司已上市，融资渠道多样，目前杠杆水平不高，资产受限比例很小，公司具备一定的融资弹性，获取流动性资源的能力尚可。

图6 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 年完成董监高换届

环境因素

根据公司 2024 年 6 月 12 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 12 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。公司对子公司进行全面管理，并在财务资金方面进行统筹管理。

公司主要管理人员较为稳定，创始人孙伟勇、陈月华及其他主要管理人员具有丰富的行业经验和管理经验。2023 年 10 月，公司完成了董事会、监事会换届选举并聘任了高级管理人员，具体变更情况如下

表。

表13 公司此次董事会、监事会及高级管理人员变更情况

项目	变更前		变更后	
	姓名	职位	姓名	职位
董事会	孙伟勇	董事长、董事	孙伟勇	董事长、董事
	陈月华	董事	陈月华	副董事长、董事
	孙吉	董事	孙吉	董事
	裘玉芳	董事	裘玉芳	董事
	郑磊	独立董事	沈海鸥	独立董事
	吴天云	独立董事	朱国庆	独立董事
	奉小斌	独立董事	潘士远	独立董事
监事会	张燕飞	监事会主席、职工监事	郑芳娣	监事会主席、职工监事
	王丽娜	监事	吴江娟	监事
	柳慧兰	监事	李柯娜	监事
高级管理人员	孙吉	总经理	孙吉	总经理
	陈月华	副总经理	陈月华	副总经理
	裘玉芳	总经理助理	裘玉芳	总经理助理
	陈洪	财务总监	陈洪	财务总监
	沈海莘	董秘、总经理助理	沈海莘	董秘、总经理助理

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11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，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月9日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司仍从事现代新型厨房电器产品的研发、生产和销售，主要产品为集成灶。厨电制造行业是后地产周期行业，房地产市场疲弱使其增长乏力，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，集成灶市场竞争日益激烈，可能对公司未来经营产生一定的不利影响。公司仍为国内集成灶行业前排企业之一，拥有一定的知名度和品牌效应，销售渠道日趋完善，2023年线上直销渠道仍保持较快增速，同时公司经营资金回笼及时，现金类资产储备较多，资产流动性较佳，偿债压力可控。但是，公司在营销等方面投入力度大，销售费用率较高，

新增产能规模大，面临一定产能消化风险，且若未来原材料价格波动，将给公司带来一定成本管控压力。总的来看，我们认为公司抗风险能力仍尚可。

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“亿田转债”的信用等级为AA-。

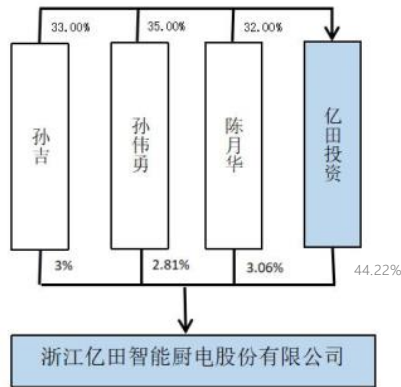
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	11.63	14.55	10.19	9.61
交易性金融资产	2.50	0.00	0.00	2.80
应收账款	0.65	1.11	0.56	0.69
存货	0.96	0.88	0.98	1.06
流动资产合计	16.20	16.89	12.04	14.55
固定资产	5.35	5.45	3.38	1.63
在建工程	0.11	0.13	1.07	0.58
无形资产	0.72	0.71	0.70	0.71
非流动资产合计	6.77	6.87	6.32	3.54
资产总计	22.97	23.75	18.36	18.09
应付票据	0.69	1.39	1.68	1.72
应付账款	1.49	1.22	1.48	1.95
合同负债	0.41	0.28	0.36	0.58
其他应付款	0.32	0.26	0.45	0.62
一年内到期的非流动负债	0.02	0.01	0.02	0.02
流动负债合计	3.11	3.64	4.46	5.77
应付债券	4.42	4.36	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	0.43	0.44	0.41	0.36
非流动负债合计	4.87	4.80	0.46	0.43
负债合计	7.98	8.43	4.93	6.19
总债务	5.15	5.76	1.72	1.78
其中：短期债务	0.71	1.40	1.71	1.75
长期债务	4.44	4.36	0.01	0.03
所有者权益	14.99	15.32	13.44	11.90
营业收入	1.27	12.27	12.76	12.30
营业利润	0.07	2.03	2.33	2.39
净利润	0.05	1.79	2.10	2.10
经营活动产生的现金流量净额	0.00	1.52	1.64	2.80
投资活动产生的现金流量净额	-2.53	-1.31	-0.32	-1.27
筹资活动产生的现金流量净额	-0.38	4.29	-0.87	-0.14
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	2.31	2.62	2.64
FFO（亿元）	--	1.39	1.55	1.56
净债务（亿元）	-8.99	-8.62	-8.17	-10.36
销售毛利率	44.64%	48.66%	46.62%	44.73%
EBITDA 利润率	--	18.82%	20.58%	21.44%

总资产回报率	--	9.65%	12.75%	15.22%
资产负债率	34.75%	35.50%	26.82%	34.23%
净债务/EBITDA	--	-3.73	-3.11	-3.93
EBITDA 利息保障倍数	--	232.34	1,086.33	783.02
总债务/总资本	25.59%	27.31%	11.34%	13.02%
FFO/净债务	--	-16.07%	-18.92%	-15.03%
经营活动现金流净额/净债务	-0.04%	-17.65%	-20.12%	-27.02%
自由现金流/净债务	0.34%	-0.95%	20.06%	-20.53%
速动比率	4.90	4.40	2.48	2.34
现金短期债务比	19.96	10.49	5.97	7.11

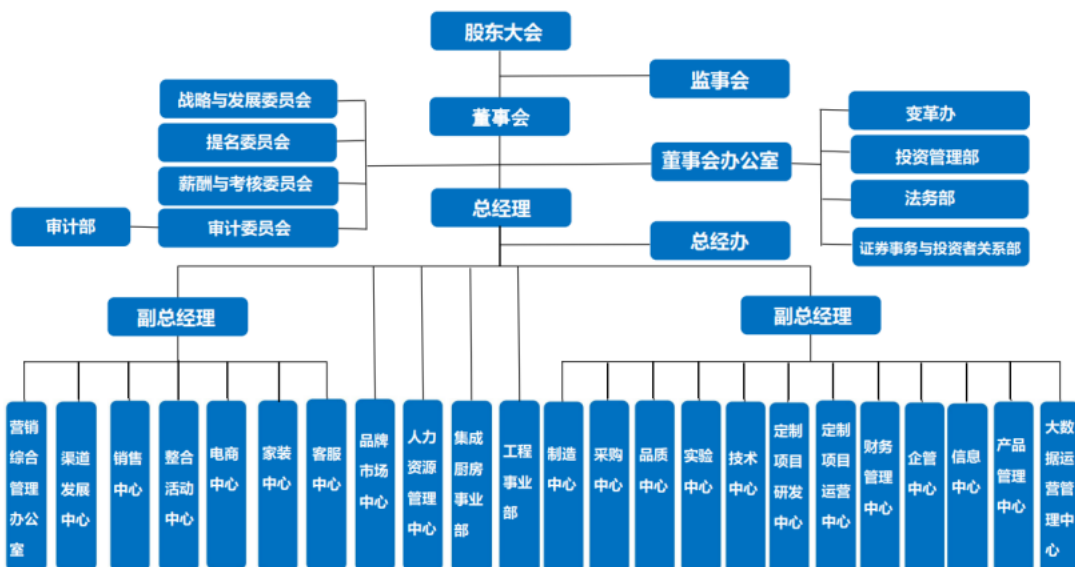
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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%
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。