

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 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【78】号 01

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，但不对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。

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2025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

- 本次等级的评定是考虑到：厦门松霖科技股份有限公司（以下简称“公司”或“松霖科技”，股票代码：603992.SH）为国际知名厨卫品牌的 IDM 厂商，同时积极拓展大健康品类业务，核心客户资质较好且合作稳定，同时公司经营业绩持续增长，主营业务获现能力强，并保持充裕的流动性，财务弹性良好；但中证鹏元也关注到，公司作为出口型制造企业，外销收入占比高，业务开展受国际贸易政策调整影响较大，同时产能未充分利用，原材料价格上涨加大公司成本管控压力等风险因素。

评级日期

2025 年 5 月 28 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	42.98	43.64	42.52	44.17
归母所有者权益	32.96	31.74	25.72	21.75
总债务	--	3.85	7.34	9.20
营业收入	5.62	30.15	29.83	31.81
净利润	0.45	4.46	3.91	2.85
经营活动现金流净额	0.34	6.04	4.77	6.15
净债务/EBITDA	--	-2.20	-1.42	-1.02
EBITDA 利息保障倍数	--	25.55	22.00	18.22
总债务/总资本	--	10.85%	22.43%	27.89%
FFO/净债务	--	-38.95%	-59.98%	-76.35%
EBITDA 利润率	--	20.23%	21.17%	17.43%
总资产回报率	--	11.97%	9.32%	8.28%
速动比率	3.28	2.97	2.32	2.29
现金短期债务比	--	41.55	21.17	8.13
销售毛利率	32.59%	35.37%	35.02%	30.79%
资产负债率	23.31%	27.26%	39.52%	46.16%

注：2022-2024 年末公司净债务为负。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：李佳
lij@cspengyuan.com

项目组成员：许露
xulu@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司核心客户稳定优质，且大健康业务拓展成效良好。**公司以 IDM 模式为 Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）、Villeroy & Boch（德国唯宝）、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）等国际知名卫浴品牌商提供花洒、淋浴系统等配件产品，近年来积极扩展大健康产品业务，2023-2024 年公司核心客户保持稳定，同时大健康业务收入规模持续较快增长。
- **公司经营业绩持续增长，主业获现能力强，流动性充裕。**受益于主业经营稳健及期间费用压降等，2024 年公司净利润同比增长 14.15%。公司主营业务收现情况良好，经营活动现金流对同期净利润覆盖倍数较高，FFO 规模较大，利润质量较高。2025 年 3 月末公司现金类资产为其第一大资产，占总资产比例达 40.00%，资产流动性较好，近年净债务持续为负，且公司融资渠道畅通多元，财务弹性良好。

关注

- **公司外销业务占比高，关注国际贸易形势演化导致的经营不确定性。**2024 年公司外销收入占比达 75%，前五大客户均为外企，且销售集中度（38.11%）偏高，其中美国客户销售额占比为 22.32%。2024 年四季度以来，全球贸易摩擦明显升级，美国客户在当季加大对公司产品的提前备货；2025 年一季度，较多海外客户为规避风险而持观望态度、谨慎备货，导致公司当季营收、利润均明显下滑；2025 年 5 月，中美贸易紧张关系阶段性缓和，但仍需关注期满后中美贸易局势演变对公司经营的影响。
- **公司产能利用水平偏低且呈下滑态势。**2023-2024 年公司主要产品的产能利用率均低于 70%，且呈下滑态势；2025 年一季度随着下游客户减少采购，公司产能利用率降低至 60% 以下，加之越南生产基地投产后预计将增加近 20% 产能，未来需持续关注全球经济增长放缓和贸易冲突可能带来的产能消化压力。
- **原材料价格上涨加大公司成本管控压力。**公司原材料采购价格主要系随行就市，采购额占比较大的原材料中，塑料米尚未与客户约定采购价格联动调整机制，而五金零配件和铜锌合金的成本传导机制存在一定滞后性；近年塑料米采购单价持续上涨，五金零配件采购单价在 2025 年一季度明显上涨，整体加大了公司成本管控压力。

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，公司将在中短期内保持较为稳定的业务格局，虽然公司作为出口型制造企业，业务开展受国际贸易政策调整影响较大，但考虑到公司与众多海外优质客户维持长期稳定合作关系，且近年对大健康品类拓展成效良好，故认为公司业绩在中短期内仍有一定支撑；此外，充裕的流动性能够满足公司资本开支需求并维持良好的财务弹性。综合来看，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	松霖科技	建霖家居
总资产	43.64	49.26
营业收入	30.15	50.07
净利润	4.46	4.81
销售毛利率	35.37%	25.90%
资产负债率	27.26%	33.38%
厨卫产品销量（万件）	5,355	26,087
厨卫产品毛利率	33.90%	25.80%

注：以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
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。

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	2.38	2024-9-29	2028-7-20

一、 债券募集资金使用情况

“松霖转债”募集资金原计划用于美容健康及花洒扩产及技改项目，2024年9月，公司公告变更募投项目，将原募投项目中剩余募集资金（2024年6月末剩余3.59亿元）全部用于越南生产基地一期建设项目。截至2024年12月31日，“松霖转债”募集资金专项账户余额为603.99万元¹。

二、 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更，受股权激励计划、“松霖转债”转股及回购注销限制性股票等综合影响，公司股本略增。截至2025年3月末，公司股本为4.33亿元，控股股东松霖集团投资有限公司（以下简称“松霖投资”）持有公司28.82%股权，实际控制人周华松、吴文利夫妇以直接和间接方式合计控制公司77.78%股权，基本无质押情况。跟踪期内，公司董事、高管无变更，2025年5月，公司股东大会审议通过关于取消监事会的议案。

跟踪期内，公司无重大资产重组及重大收并购事项，2024年公司新设越南生产基地的运营子公司——松霖科技（越南）有限公司，加速越南生产项目投资建设；2025年2月，公司新设子公司厦门松霖机器人科技有限公司，该子公司收购了厦门威迪思智能运动系统有限公司100%股权，公司拟以此进军机器人底盘、生产类机器人领域，目前仍处于业务规划初期。

公司仍专注于淋浴系统、龙头、智能马桶等智能厨卫产品和美容花洒、美容仪、智能睡眠、饮水健康等大健康产品的生产销售，业务模式以IDM为主，公司于2021年和2023年分别收购厦门倍杰特科技有限公司（以下简称“倍杰特”）51%、49%股权进入智能马桶代加工领域。2024年倍杰特经营业绩较为稳定；同期，受益于产品结构调整及订单拓展等，子公司漳州松霖智能家居有限公司（以下简称“漳州松霖”）业绩扭亏为盈。

表1 截至2024年末公司部分子公司财务指标情况（单位：万元）

企业名称	主要产品	总资产	净资产	净利润
漳州松霖智能家居有限公司	五金龙头、智能健康等产品	116,124.59	68,835.26	2,176.30
厦门倍杰特科技有限公司	智能马桶、盖板、水箱配件等	56,317.39	40,167.72	8,303.29

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内

¹ 募集资金专户余额与实际结余募集资金差额 35,000 万元系闲置募集资金用于现金管理的部分。

需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

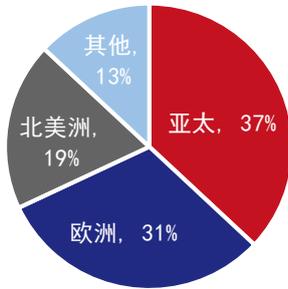
行业环境

（一）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；国内卫浴行业市场规模持续缩减，本土市场自有品牌增长压力较大；全球卫浴市场广阔且呈增长态势，与国际高端卫浴品牌的合作是加工企业的业绩保障，但需关注国际贸易摩擦带来的经营不确定性

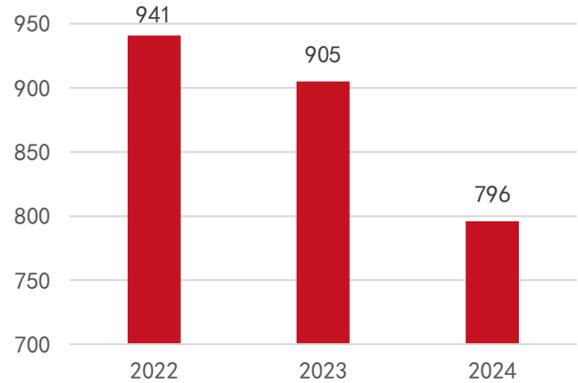
全球市场规模广阔且呈增长态势，据美国 ValuatesReports 发布的报告显示，全球卫浴产品市场预计将从2023年的1,371.4亿美元增长到2029年的1,647.1亿美元，预测期内复合年增长率为3.1%。欧洲、北美及日本等地区因整体经济水平较高且品质生活消费观念较强，对卫浴用配套产品的需求较大，系全球整体卫浴市场主要消费区域，并促成了较多国际知名卫浴品牌，如Kohler（美国科勒）、American Standard（美国美标）、Moen（美国摩恩）、Delta（美国得而达）、Grohe（德国高仪）、Hansgrohe（德国汉斯格雅）、Roca（西班牙乐家）、TOTO（日本东陶）、Lixil（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率较高的市场份额，溢价能力很强。

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 近年中国卫浴市场规模持续缩减（单位：亿元）



注：上图统计的卫浴产品主要包括：马桶、花洒、龙头、台盆、浴室柜、淋浴房、浴缸、五金配件。
资料来源：赛立信（SMR），中证鹏元整理

国内卫浴配件行业中，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。但2022-2024年国内卫浴行业市场规模呈现下降趋势，其中，2024年受房地产行业调整等影响，精装修卫浴配套市场需求下滑，当年卫浴行业规模同比下降约12%，由此给本土市场自有品牌业绩增长带来较大压力。代加工企业方面，以建霖家居、松霖科技、海鸥住工、路达工业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IDM、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，但需注意的是，2024年四季度以来，全球贸易摩擦明显升级，需持续关注贸易政策调整带来的经营不确定性。

（二）美容健康护理行业

全球美容健康护理行业蓬勃发展，以欧美和日本市场为主导，近年技术和产品创新及消费结构升级助推我国美容健康护理市场快速发展

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。根据百谏方略（DIResaerch）研究统计，全球线上美容及个人护理产品市场规模呈现稳步扩张的态势，预计2030年将达到2,073.1亿美元，2023-2030年复合增长率（CAGR）为18.83%。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。

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健康护理市场出现了爆发式增长。根据中国产业研究院数据，2023年中国美容仪市场规模达约183.7亿元，同比增长70%，预计在2026年有望突破200亿元。

四、经营与竞争

公司主要以IDM经营模式、并辅以ODM、OEM等模式向全球各大知名厨卫企业、美容产品品牌企业提供智能厨卫和大健康硬件产品。2024年，公司国内业务受房地产市场景气度较低、消费复苏偏缓等影响而明显下滑，但收入占比和毛利率水平更高的海外业务实现增长；分品类看，以国内市场为主的传统马桶产品销售有所下滑，而花洒、龙头等厨卫产品销售稳健增长，大健康行业景气度仍较高、业务体量扩张，但因其单品类别繁多、产品结构调整导致毛利率有所下滑。其他收入主要来自公司家具、模具、零配件等销售收入，公司剥离松霖·家直营业务后，仍保留少量To B模式的家居业务，2024年收入有所增长。综合影响下，2024年公司营业收入及毛利率同比微增。

2025年一季度，公司营业收入和毛利率均同比下滑，主要系美国客户在2024年四季度因贸易政策调整风险提前备货、透支2025年一季度需求，同时部分海外客户为抵抗风险而减少采购，以及国内销量继续下滑所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
智能厨卫业务	5.11	90.91%	31.96%	25.32	83.99%	33.90%	25.74	86.29%	33.19%
大健康业务	0.43	7.64%	44.49%	3.59	11.90%	49.18%	3.04	10.19%	54.99%
其他	0.08	1.45%	9.52%	1.24	4.10%	25.56%	0.73	2.45%	20.43%
松霖·家	0.00	0.00%	0.00%	0.00	0.00%	0.00%	0.32	1.07%	14.40%
合计	5.62	100.00%	32.59%	30.15	100.00%	35.37%	29.83	100.00%	34.90%

注：公司于2023年9月剥离定位整家定制的“松霖·家”业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司外销收入占比达75%，目前国际贸易摩擦升级已导致部分客户调整对公司的采购策略，需持续关注关税政策变化引起的经营不确定性；同时国内房地产市场低景气度等因素不利于公司传统厨卫产品内销。但考虑到公司与海外多国优质客户的长期稳定合作可继续提供业绩安全垫，且对大健康品类拓展成效良好，故认为公司业绩在中短期内仍有一定支撑

公司自花洒、淋浴系统等配件起家，后借助内延外购持续扩充品类，目前形成以花洒、马桶、龙头等智能厨卫品类为主力，美容花洒、美容仪、智能睡眠等大健康品类快速发展的业务格局。公司无自主品牌，其聚焦的IDM模式核心优势在于创新能力，需持续向客户输出产品创新方案，故公司持续加大研发投入，2024年研发投入2.25亿元、同比增长10.60%，研发投入强度7.47%，新获得授权发明专利数97

项。

基于技术创新优势、多元产品矩阵与持续的客户拓展等，公司积累了大量优质稳定的客户资源，其中大部分为海外的细分龙头企业，2024年前五大客户均为外企，销售集中度（38.11%）偏高，公司当年外销收入达22.64亿元、同比增长16.69%，占营业收入比例达75%。公司外销基本采取FOB（船上交货）模式，运费及关税由客户直接承担。目前公司已同Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）、Villeroy & Boch（德国唯宝）、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）等国际知名或高端厨卫、家居、美容健康品牌商及大型连锁建材零售商达成合作，近年公司前五大客户较为稳定，来自多个国别，其中美国客户销售额占比为22.32%。

2024年四季度以来，全球贸易摩擦明显升级，美国客户因担忧关税风险而在2024年四季度增加备货；2025年一季度，较多海外客户因贸易政策不确定而持观望态度、谨慎备货；2025年5月，随着中美达成协议，暂停此前加征的24%商品关税90天、保留剩余10%关税，中美贸易紧张关系阶段性缓和，但仍需关注期满后中美贸易局势演变对公司经营的影响。

国内市场方面，因房地产市场景气度较低、消费复苏偏缓等因素影响，公司以马桶为主的传统厨卫产品内销业绩不佳，2024年内销收入7.51亿元、同比下降28.02%。

为应对国际贸易冲突，公司加快越南生产基地建设，转移部分产品产能至海外，预计越南一期项目产能可覆盖大部分美国客户订单，将有效增强公司应对关税风险的能力；公司产能利用率持续低于70%且有所下滑，关注产能消化压力

公司在厦门和漳州拥有两大较为成熟的生产基地，并加快越南生产基地建设。公司起家于全球卫浴重要生产基地厦门，后随着产业链转移，在漳州设立生产基地。为应对国际贸易冲突、保障产品的交付与供给能力，公司于2023年起在越南布局生产基地。2024年9月，公司公告将“松霖转债”原募投项目中的花洒等厨卫产品部分产能向越南转移。针对原募投项目已投入部分，公司计划用已建设的漳州厂房取代原有租赁厂房；对于厦门地区已投入的产线设备，公司将根据市场需求灵活调整生产策略。

当前，美国客户期望公司尽快启动越南制造中心，公司正加快越南生产基地一期建设项目投产进度，拟于2025年5月投产后进入产能爬坡阶段，公司预计该一期项目产能可覆盖大部分美国订单（据此测算产能增幅近20%）。同时，公司已经开始规划越南二期工厂的建设，进一步扩大产能，目前尚无布局其他海外工厂的计划。预计越南工厂投产后将增强公司应对贸易政策调整风险的能力，但仍需关注实际产能消化情况及与境外投资相关的政策风险、汇率风险、税收风险等不确定因素。

表3 截至2024年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资	产能规划	资金来源
------	------	-------	-----	------	------

美容健康及花洒扩产及技改项目	漳州厂房建设、厦门地区部分机器设备的购置及安装	6.16	2.66	865 万件花洒类、201.50 万件美容健康类产品	募集资金+自有资金
越南生产基地一期建设项目	越南厂房建设及设备的购置及安装等	3.63	0.80	淋浴产品、龙头产品及智能马桶等厨卫产品	募集资金+自有资金

注：美容健康及花洒扩产及技改项目作为“松霖转债”原募投项目已结项，剩余募集资金用于越南生产基地一期建设项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产销方面，2024年公司厨卫产品产销数量同比较为稳定，大健康产品因单品种类繁多、产品结构动态调整，故产销数量波动较大，2024年在其销量下滑的情况下销售收入明显增长，主要系公司加大高附加值产品出货。2024年公司厨卫及大健康品类的产能利用率均同比下滑且低于70%；2025年一季度随着下游客户减少采购，公司各项产销指标均明显降低，未来需持续关注全球经济增长放缓和贸易冲突可能带来的产能消化压力。

表4 公司主要产品近年产销情况（单位：万套）

产品	项目	2025年 1-3月	2024年	2023年
智能厨卫品类	产能	2,752.99	10,737.40	10,783.22
	产量	1,486.34	7,134.75	7,197.80
	产能利用率	53.99%	66.45%	66.75%
	销量	1,449.50	7,163.75	7,094.80
	其中：内部领用量	438.13	1,808.75	1,572.80
	产销率	97.52%	100.41%	98.57%
大健康品类	产能	129.60	460.80	518.40
	产量	34.68	292.00	457.83
	产能利用率	26.76%	63.37%	88.32%
	销量	30.70	306.00	446.00
	产销率	88.53%	104.79%	97.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料供应充足、供应商集中度较低，但主要原材料价格上行，加大了公司成本管控压力

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）。公司主要原材料供应充足，2024年主要原材料采购数量变动不大，且供应商较为分散，前五大供应商采购占比为15.01%，继续维持在较低水平。原材料采购价格主要系随行就市，公司就五金零配件和铜锌合金与重要客户约定了原材料价格联动调整机制，但该传导机制存在一定滞后性，而塑料米未约定成本传导机制；采购占比较大的原材料中，近年塑料米采购单价持续上涨，五金零配件采购单价在2025年一季度明显上涨，加大了公司成本管控压力。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：件、吨、元/件、元/吨、万元）

原材料	项目	2025年 1-3月	2024年	2023年
五金零配件	采购数量	9,146.42	48,118.34	48,234.45

	单价	0.92	0.82	0.84
	金额	8,453.44	39,453.41	40,344.69
	采购占比	32.92%	32.21%	29.08%
塑料米	采购数量	4,452.25	24,243.05	24,140.57
	单价	12,214.67	11,359.59	10,649.94
	金额	5,438.28	27,539.12	25,709.57
	采购占比	21.18%	22.48%	18.53%
铜锌合金	采购数量	225.68	1,422.46	1,166.34
	单价	48,241.99	51,374.91	48,349.84
	金额	1,088.72	7,307.89	5,639.23
	采购占比	4.24%	5.97%	4.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司净营业周期缩短，营运资金压力不大

公司与建霖家居均主要为国际知名卫浴品牌的成品供应商。2024年，公司应收账款周转效率同比变动不大，而建霖家居有所下降。公司存货周转效率高于建霖家居，且2024年公司继续加大对倍杰特的存货管理力度，其整体存货周转效率提升。在对上游供应商占款方面，公司强于建霖家居。综合上述因素，2024年公司净营业周期有所改善，营运资金压力不大，且整体经营效率表现明显优于建霖家居。

表6 公司经营效率情况（单位：天）

项目	2024年		2023年	
	松霖科技	建霖家居	松霖科技	建霖家居
应收款项周转天数	67	70	66	67
存货周转天数	56	74	63	80
应付款项周转天数	87	66	87	64
净营业周期	35	79	42	82

注：净营业周期与各周转天数加减计算结果的差异系尾差影响。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

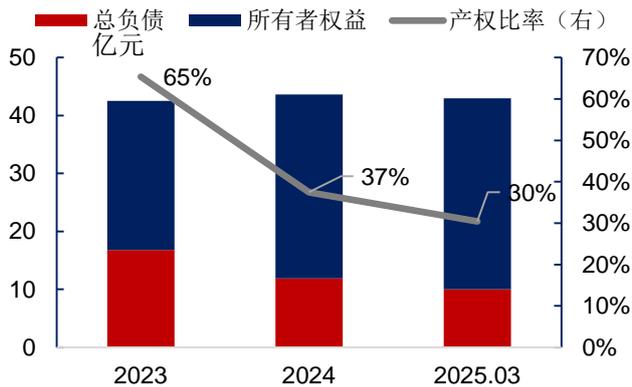
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

跟踪期内，公司资产规模较为稳定，资产质量和流动性较好，受益于可转债转股及经营积累，公司资本实力大幅提升、资本结构优化。公司主业经营稳健，因期间费用及其他业务成本减少，公司净利润明显增长，且利润质量较高，稳定贡献可观的经营性现金净流入，叠加可转债转股后债务体量大幅缩减，公司各项偿债指标表现优异，融资渠道畅通多元，财务弹性良好

资本实力与资产质量

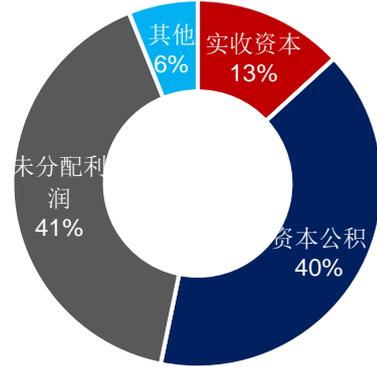
随着“松霖转债”转股及赎回相应增加资本溢价，以及公司经营积累增加未分配利润等，2024年末公司所有者权益同比增长23.44%，同期总资产规模变动不大，负债明显减少，产权比率继续下滑，所有者权益对负债保障程度较高。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

得益于公司自身经营情况良好且利润质量较好，叠加“松霖转债”募集资金暂未大规模投入使用，2025年3月末现金类资产为公司第一大资产，货币资金和交易性金融资产规模合计17.19亿元，占总资产的40.00%，且基本无资产受限，公司流动性充裕。

作为制造业企业，土地、厂房和机器设备等生产性资产系公司重要资产，2024年末固定资产和无形资产略增。在建工程主要系越南生产基地一期建设项目、漳州松霖二期三期室外工程等，2024年末账面价值随部分项目转固而减少，2025年一季度公司加快越南工厂项目建设，在建工程规模增长。

2024年公司继续加大子公司倍杰特的存货规模压降力度，年末存货账面价值减少。同期末应收账款规模较为稳定，2025年一季度公司营业收入同比下降，应收账款账面余额相应减少。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.71	10.97%	5.00	11.46%	9.04	21.25%
交易性金融资产	12.48	29.03%	12.63	28.93%	7.29	17.14%
应收账款	4.73	11.00%	5.54	12.70%	5.60	13.16%
存货	2.99	6.96%	2.90	6.64%	3.14	7.39%
流动资产合计	25.51	59.34%	26.89	61.62%	26.32	61.89%
固定资产	10.46	24.33%	10.62	24.34%	9.97	23.44%
在建工程	2.09	4.87%	1.48	3.39%	1.72	4.05%
无形资产	2.72	6.32%	2.65	6.08%	2.30	5.42%

非流动资产合计	17.48	40.66%	16.75	38.38%	16.20	38.11%
资产总计	42.98	100.00%	43.64	100.00%	42.52	100.00%

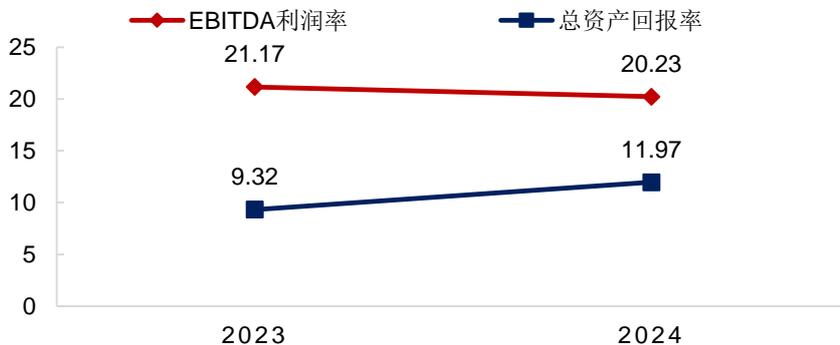
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司营业收入及毛利率同比微增，而净利润同比增长14.15%，主要系期间费用及其他业务成本减少，主要包括：2023年9月公司剥离直营整家“松霖·家”业务后，2024年已无相关销售费用；当期汇兑收益较高拉低财务费用；2023年因远期收购倍杰特公司少数股权义务导致公允价值变动损失较大，2024年无该项损益；公司加强存货和应收账款管理，2024年资产和信用减值损失均减少。

2025年一季度，贸易摩擦升级导致公司业绩下滑，其中净利润降幅（59.17%）明显高于营收降幅（17.5%），主要系毛利率相对更高的大健康产品销售下滑更甚，同时公司期间费用投入未降所致。公司根据收入增长目标确定费用投入，在短期收入波动下暂未大幅削减费用，考虑到公司经营受贸易政策风险等不确定因素影响较大，如全年营业收入增长不及预期，而费用投入未及时削减，将导致净利率下滑。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着“松霖转债”转股及少量短期借款到期偿还，2024年末公司总债务大幅减少，剩余债务主要为未转股“松霖转债”和少量票据融资，其中短期债务占比低，债务期限结构良好。经营性债务方面，2024年末公司应付账款同比略降，其他应付款大幅下降，主要系公司于2023年收购倍杰特剩余49%股权，当年末有1.03亿元暂未支付的股权转让款计入其他应付款，2024年末该款项已付清，剩余其他应付款主要由股权激励计划产生的0.67亿元限制性股票回购义务及其他预提费用等。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.45	2.71%

应付票据	0.33	3.26%	0.43	3.57%	0.27	1.59%
应付账款	3.71	37.04%	4.61	38.77%	4.85	28.87%
其他应付款	1.22	12.14%	1.07	9.01%	2.09	12.43%
流动负债合计	6.87	68.51%	8.07	67.87%	10.00	59.50%
应付债券	2.43	24.25%	3.11	26.13%	5.95	35.43%
非流动负债合计	3.16	31.49%	3.82	32.13%	6.81	40.50%
负债合计	10.02	100.00%	11.90	100.00%	16.81	100.00%
总债务	--	--	3.85	32.32%	7.34	43.69%
其中：短期债务	--	--	0.43	11.24%	0.80	10.94%
长期债务	--	--	3.41	88.76%	6.54	89.06%

注：长短期债务占比为其与当期总债务的比例。

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

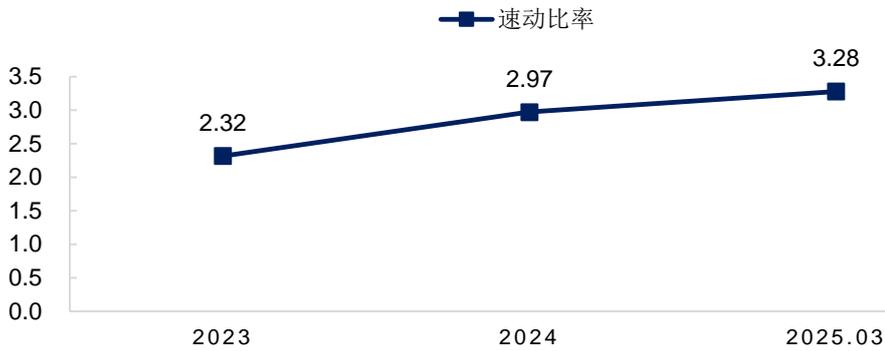
公司财务杠杆水平不高，经营业绩良好且获现能力较强，账上现金充裕，2023-2024年公司净债务均为负，且EBITDA对债务利息的保障程度高。考虑到公司折旧摊销规模不大，且过往几年的资本开支基本由募集资金解决，故中证鹏元认为经营活动现金流/净债务能体现公司杠杆比率波动性。公司作为上市公司，融资渠道畅通多元，截至2025年3月末，公司剩余银行授信额度为8.17亿元。

表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.34	6.04	4.77
FFO（亿元）	--	5.22	5.37
资产负债率	23.31%	27.26%	39.52%
净债务/EBITDA	--	-2.20	-1.42
EBITDA 利息保障倍数	--	25.55	22.00
总债务/总资本	--	10.85%	22.43%
FFO/净债务	--	-38.95%	-59.98%
经营活动现金流净额/净债务	--	-45.00%	-53.22%
自由现金流/净债务	--	-26.12%	-36.34%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 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2022年1月1日至报告查询日，公司本部（2025年3月25日）、子公司漳州松霖本部（2025年3月20日）、子公司倍杰特本部（2025年3月20日）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，截至报告查询日（2025年5月18日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

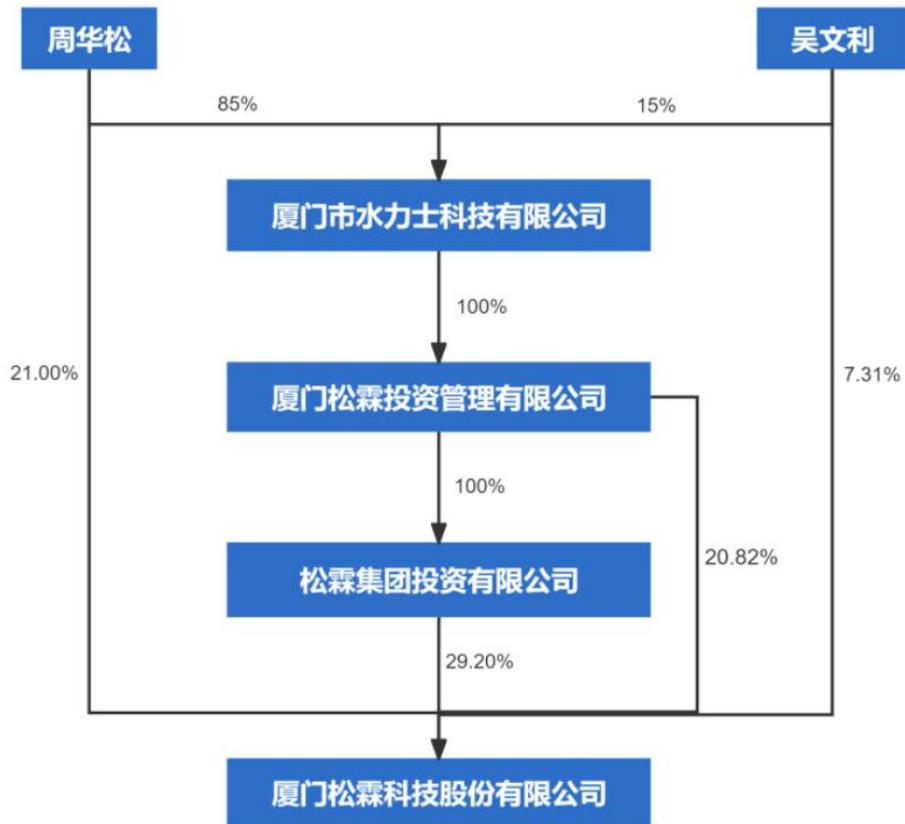
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	4.71	5.00	9.04	11.04
交易性金融资产	12.48	12.63	7.29	4.16
应收账款	4.73	5.54	5.60	5.31
存货	2.99	2.90	3.14	3.69
流动资产合计	25.51	26.89	26.32	25.11
固定资产	10.46	10.62	9.97	11.23
无形资产	2.72	2.65	2.30	2.70
非流动资产合计	17.48	16.75	16.20	19.06
资产总计	42.98	43.64	42.52	44.17
短期借款	0.00	0.00	0.45	0.39
应付票据	0.33	0.43	0.27	1.32
应付账款	3.71	4.61	4.85	4.57
合同负债	0.48	0.39	0.77	0.89
其他应付款	1.22	1.07	2.09	0.45
一年内到期的非流动负债	0.01	0.01	0.08	0.22
流动负债合计	6.87	8.07	10.00	9.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	2.43	3.11	5.95	5.74
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.16	3.82	6.81	11.02
负债合计	10.02	11.90	16.81	20.39
总债务	--	3.85	7.34	9.20
所有者权益	32.96	31.74	25.72	23.78
营业收入	5.62	30.15	29.83	31.81
营业利润	0.45	5.00	3.80	3.36
净利润	0.45	4.46	3.91	2.85
经营活动产生的现金流量净额	0.34	6.04	4.77	6.15
投资活动产生的现金流量净额	-0.68	-7.64	-2.87	-6.68
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-2.81	-3.88	5.50
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	6.10	6.31	5.54
FFO（亿元）	--	5.22	5.37	4.32
净债务（亿元）	--	-13.41	-8.96	-5.66
销售毛利率	32.59%	35.37%	35.02%	30.79%
EBITDA 利润率	--	20.23%	21.17%	17.43%
总资产回报率	--	11.97%	9.32%	8.28%
资产负债率	23.31%	27.26%	39.52%	46.16%

净债务/EBITDA	--	-2.20	-1.42	-1.02
EBITDA 利息保障倍数	--	25.55	22.00	18.22
总债务/总资本	--	10.85%	22.43%	27.89%
FFO/净债务	--	-38.95%	-59.98%	-76.35%
经营活动现金流净额/净债务	--	-45.00%	-53.22%	-108.82%
速动比率	3.28	2.97	2.32	2.29
现金短期债务比	--	41.55	21.17	8.13

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 2024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	主营业务性质
厦门倍杰特科技有限公司	2,868.81	100%	制造业
漳州松霖智能家居有限公司	55,000.00	100%	制造业
松霖科技（越南）有限公司	1,600 万美元	100%	制造业
厦门市华瑛实业有限公司	8,000.00	100%	制造业
松霖科技（香港）有限公司	10 万美元	100%	商业
Solex Italy S.p.a	12 万欧元	100%	商业
漳州橙子阳阳信息技术有限公司	100.00	100%	商业
厦门新倍鑫模具有限公司	100.00	100%	制造业

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
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)
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号