



浙江嘉益保温科技股份有限公司2024年向 不特定对象发行可转换公司债券信用评级 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

浙江嘉益保温科技股份有限公司2024年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	A+
评级展望	稳定
债券信用等级	A+
评级日期	2024-05-06

评级观点

- 上述等级的评定是考虑到：浙江嘉益保温科技股份有限公司（以下简称：“嘉益股份”或“公司”，股票代码：301004.SZ）与大客户深度绑定，近年公司产品量价齐升，产销水平较高，营业收入规模大幅上升，公司盈利能力和获现能力较强，各项偿债指标表现良好。同时中证鹏元也关注到公司前五大客户销售占比超过85%且持续提升，对重要客户存在较大依赖，自有品牌业务表现不佳，且在建项目投资规模较大，存在产能消化等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 39,793.84 万元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和支付最后一年利息

发行目的：新建生产基地，扩大公司产能，补充流动资金

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	17.91	16.43	11.32	7.37
归母所有者权益	14.27	13.06	8.68	6.04
总债务	0.60	0.31	0.05	0.00
营业收入	4.32	17.75	12.60	5.86
净利润	1.07	4.72	2.71	0.82
经营活动现金流净额	0.92	5.77	2.65	0.96
净债务/EBITDA	--	-1.03	-1.36	-2.63
EBITDA 利息保障倍数	--	360.04	5,526.92	3,417.59
总债务/总资本	4.03%	2.33%	0.57%	0.05%
FFO/净债务	--	-85.96%	-65.67%	-34.53%
EBITDA 利润率	--	32.17%	25.98%	20.10%
总资产回报率	--	39.37%	33.22%	15.48%
速动比率	2.63	2.68	2.47	3.17
现金短期债务比	12.33	21.20	107.60	1,699.45
销售毛利率	38.70%	40.72%	34.26%	28.73%
资产负债率	20.29%	20.51%	23.31%	17.97%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，主要系净债务数据为负。

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

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：洪烨
hongy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司与优质客户业务深度绑定，近年营业收入规模大幅攀升，盈利能力持续提升。**公司在保温杯市场深耕多年，业务以 OEM/ODM 为主，持续推进大客户战略，与国际大客户深度绑定。受益于下游市场的需求，叠加新增产能持续释放，业务规模快速上升，且得益于近年美元兑人民币汇率不断上涨，主要客户投放的新产品附加值较高的缘故，公司产品单价亦出现快速上涨，综合影响下，公司产品量价齐升，2021-2023 年公司营业收入复合增长率达 74.12%，同时，成本端采购结构调整和原材料价格的回落，使得公司销售毛利率水平持续提升。
- **公司产销水平较高，获现能力较强。**公司产能紧俏，产销率水平较高，主要客户为国际不锈钢真空保温器皿品牌商，客户质量较好，付款能力较强且付款及时，随着业务规模扩大，经营活动现金净流入规模持续增长。
- **公司杠杆水平低，各项偿债指标表现良好。**公司负债以经营性负债为主，整体债务负担小，净债务持续为负，速动比率和现金短期债务比等偿债指标表现良好。

关注

- **客户集中度高，自有品牌业务经营不佳。**公司业务模式以 OEM 和 ODM 为主，2021-2023 年前五大客户销售额占比均超过 85%且持续提升，其中第一大客户 2023 年销售占比 84.91%，对其存在较大依赖。公司自主品牌销售收入持续萎缩，表现不佳。
- **公司在建项目投资规模较大，产能有较大扩张，需关注未来新增产能消化情况。**公司在建项目为本期债券募投项目，建成后公司产能有较大的扩张，公司销量易受下游市场需求变化和公司销售开拓情况影响，公司未来新增产能消化及收益实现情况具有一定不确定性。
- **原材料价格波动风险。**公司不锈钢材料采购成本占营业成本比重较大，尽管近年公司原材料采购结构有所改善，但不锈钢价格波动仍会对公司成本控制形成一定扰动，需持续关注其价格波动对公司盈利的影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司与主要客户合作关系保持长期稳定，且经营获现能力较强，财务风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	哈尔斯	公司
总资产	27.89	16.43
营业收入	24.07	17.75
净利润	2.47	4.72
销售毛利率	31.20%	40.72%
资产负债率	47.57%	20.51%

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：公开查询，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	3/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
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					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

一、发行主体概况

公司前身为浙江嘉益日用制品有限公司，于2004年5月12日由戚兴华和陈曙光夫妇共同出资设立，设立时注册资本400万元。2017年7月，戚兴华和陈曙光共同出资设立的浙江嘉韶云华投资管理有限公司（以下简称“嘉韶云华”，二人分别持股52%和48%）向公司增资，成为公司控股股东，2017年11月，公司变更为股份有限公司，注册资本变更为6,562万元，2017年12月，员工持股平台武义嘉金投资管理合伙企业(有限合伙)向公司增资2,500万元，其中1,562.50万元计入公司资本公积。

2021年6月25日，公司在深圳证券交易所上市，发行股数2,500万股，募集净额1.56亿元，用于建设年产1,000万只不锈钢真空保温杯生产线建设项目、研发检测中心项目和补充流动资金，2022年公司向66名激励对象授予限制性股票320.00万股，并预留83万股。此外本期可转换公司债券已获得证监会注册许可。截至2023年末，公司注册资本和实收资本均为1.04亿元，公司实际控制人为戚兴华和陈曙光夫妇，直接持有公司15.77%股份，通过第一大股东嘉韶云华持有公司股份47.33%，无股权质押或冻结情况。公司股权结构图见附录二。

公司主要从事不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产和销售，截至2023年末，纳入公司合并范围内子公司共6家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：浙江嘉益保温科技股份有限公司2024年向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过人民币39,793.84万元（含）；

债券期限：6年；

债券利率：本期债券每一计息年度具体票面利率的确定方式及利率水平，提请股东大会授权董事会（或其授权人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和支付最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息等引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，且不得向上修正，具体初始转股价格提请公司股东大会授权董事会（或其授权人士）在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期内，当公司股票在任意连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格低于当期转股价格85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于公司最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

债券赎回条款：本期债券到期后5个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会（或其授权人士）在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，如果公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债；

债券回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司股票任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转债的权利；

向原股东配售安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，具体向原股东优先配售比例提请股东大会授权董事会（或其授权人士）根据发行时的具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东有权放弃配售权。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过人民币39,793.84万元（含），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
越南年产 1,350 万只不锈钢真空保温杯生产建设项目	24,143.38	20,000.00	82.84%
年产 1,000 万只不锈钢真空保温杯生产线建设项目 ¹	30,854.70	10,000.00	32.41%
补充流动资金	9,793.84	9,793.84	100.00%
合计	64,791.92	39,793.84	61.54%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

¹ 为原 IPO 募投项目，目前已建设完毕。

(一) 越南年产1,350万只不锈钢真空保温杯生产建设项目

1、项目基本情况

项目实施地址位于越南北宁省安丰县徐市镇三江社安丰II-C工业区，通过新建不锈钢真空保温杯产业基地，防范贸易摩擦风险，落实公司国际化战略，并扩大公司产品生产能力，推动公司业务持续稳健发展。项目达产后公司将新增产能1,350万只/年。该项目预计总投资为24,143.38万元，项目建设期为24个月。

2、项目批复情况

本项目取得浙江省发展和改革委员会出具的《浙江省发展和改革委员会关于境外投资项目备案通知书》（浙发改境外备字[2022]116号）、浙江省商务厅出具的《企业境外投资证书》（境外投资证第N3300202300012号）和越南社会主义共和国北宁省人民委员会工业区管理委员会出具的《投资登记认证》（编号：7681185846）。

3、项目效益预测

根据深圳大象投资顾问有限公司（以下简称“大象投资”）出具的项目可行性研究报告预测，本项目完全达产后预计内部收益率为21.64%（税后），投资静态回收期6.21年（税后，含建设期）。受下游市场需求和公司销售开拓情况影响，公司未来产能消化及收益实现情况具有一定不确定性。

(二) 年产1,000万只不锈钢真空保温杯生产线建设项目

1、项目基本情况

项目实施地址位于浙江省金华市武义县牛背金白洋工业区，通过新建年产1,000万只不锈钢真空保温杯生产线，以扩大公司产品生产能力，推动公司业务持续稳健发展。项目达产后公司将新增不锈钢真空保温杯产能1,000.00万只。该项目预计总投资为30,854.70万元，项目建设期为30个月。公司此前通过IPO项目募集资金投资建设该项目。

2、项目批复情况

本项目已经取得了武义县发展和改革局出具的《浙江省企业投资项目备案（赋码）信息表》（项目代码：2020-330723-33-03-104788）项目备案和金华市生态环境局出具的《浙江省“区域环评+环境标准”改革项目环境影响登记表备案通知书》（编号：金环建武备2020061）。

3、项目效益预测

根据大象投资出具的项目可行性研究报告预测，本项目完全达产后，项目完全达产后预计内部收益率为18.23%（税后），静态投资回收期6.28年（税后，含建设期）。受下游市场需求和公司销售开拓情况影响，公司未来产能消化及收益实现情况具有一定不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济内生动能将不断增强，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2023 年国内经济逐步恢复，呈现波浪式发展、曲折式前进态势，但复苏基础仍需巩固。2023 年前三季度实际 GDP 同比增长 5.2%，当季 GDP 同比增速分别为 4.5%、6.3%、4.9%，消费贡献大幅增加，就业物价稳中有降，工业和服务业恢复向好，基建和制造业投资平稳增长，但出口低位徘徊，地产投资仍处谷底。

展望 2024 年，中央经济工作会议要求稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。稳健的货币政策灵活适度、精准有效，着力宽信用，降息降准仍可期，结构货币政策继续发力，同时注意盘活存量、提升效能。积极的财政政策适度加力、提质增效，提高赤字率，中央有望加杠杆，继续把握地方政府专项债券这个重要抓手，合理扩大资本金范围，落实结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。基础设施投资类企业融资监管易紧难松，特殊再融资债有望继续发行，分类推进市场化转型，新增融资或有所缩量；房地产供求关系已变，供需两端政策有望继续松绑，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。

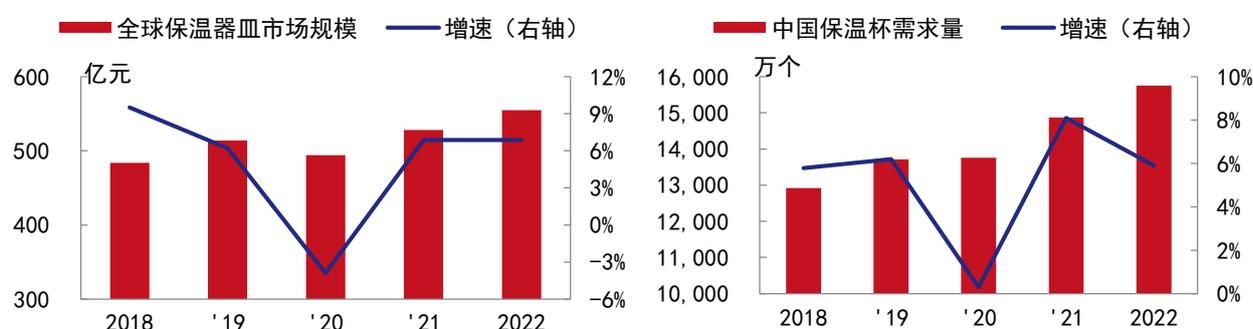
当前我国正处于高质量发展和产业转型升级的关键期，内外部环境依然复杂严峻，海外主要经济体通胀高位回落，但经济发展压力仍不小，叠加地缘政治冲突和大国博弈，不确定和不稳定因素明显增多。国内有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱，经济循环有待进一步畅通。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素正在不断累积，我国经济发展潜力大、韧性强，长期向好的基本面没有变，只要保持战略定力、增强发展信心，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业经济环境

国际保温器皿市场竞争格局相对成熟，整体市场需求较旺盛；近年中国不锈钢保温杯市场规模持续提升，行业以代工出口为主，出口维持高景气度

全球不锈钢真空保温器皿市场需求较大，近年市场规模不断提升，国际竞争格局相对成熟。不锈钢真空保温器皿由内外双层不锈钢制造而成，利用焊接技术把内胆和外壳结合在一起，再用抽真空技术把内胆与外壳的夹层中的空气抽出以达到真空保温的效果，具备保温、安全健康、耐用便携等特性。受益于户外休闲活动爆发、生活及消费习惯改变等因素，不锈钢保温器皿应用范围更加广泛，需求不断提升。根据宇博智业《2023-2028年中国保温杯行业市场深度研究及发展前景投资可行性分析报告》（2023年3月）数据，2022年全球保温器皿市场规模为555亿元，2018-2022年复合增长率为3.48%。全球主要消费

市场中，2022年亚洲、北美和欧洲保温器皿市场规模全球占比分别为40.4%、17.6%和22.8%，全球其他地区市场份额合计为19.2%。2022年我国保温器皿需求量约1.58亿个，同比增长5.9%，近年亦呈持续增长态势。考虑到不同性别、年龄段的消费者在不同场所对不锈钢真空保温器皿的需求不同，且部分发达国家和地区不锈钢真空保温器皿一定程度上具有快速消费品的特征，市场需求旺盛；国内随着居民消费升级与个性化需求显现，用户对高价值产品认可度逐步提高，中高端商务、儿童、母婴、养生等细分市场具备较大空间，未来不锈钢真空保温器皿的市场容量仍较大。从市场竞争力来看，不锈钢真空器皿行业的国际竞争相对成熟稳定，主要集中在少数知名品牌商之间，诸如德国的膳魔师，日本的虎牌、象印，以及美国的PMI、Yeti Coolers等，该等品牌市场认可度较高，产品附加值较大。

图 1 全球保温器皿市场规模持续增长
图 2 我国保温杯需求量持续增长


资料来源：宇博智业，同富股份公开转让说明书，中证鹏元整理

资料来源：宇博智业，同富股份公开转让说明书，中证鹏元整理

我国为全球保温器皿的制造中心，以代工为主，近年产能持续扩大，出口维持高景气度。随着产品制造技术、研发设计水平的快速提高，同时考虑到劳动力、土地等成本原因，保温器皿的国际制造中心逐步向中国转移。我国保温器皿产业主要以客户制造服务（OEM）和品牌定制（ODM）模式的加工出口为主，近年在现有行业内企业持续扩大生产规模、增加与升级生产线的基础上，也新增不少新进入的生产厂家，因此我国保温器皿产能持续扩大，2022年行业产量增加至71,234万个，其中接近80%的产量用于出口。根据海关总署数据，2023年我国保温杯出口金额320.27亿元，2018-2023年复合增长率达16.16%，出口景气度高。

图3 我国保温杯产量呈增长趋势

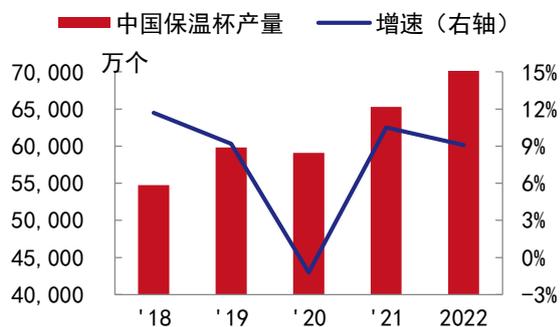


图4 我国保温杯出口景气度高



资料来源：宇博智业，同富股份公开转让说明书，中证鹏元整理

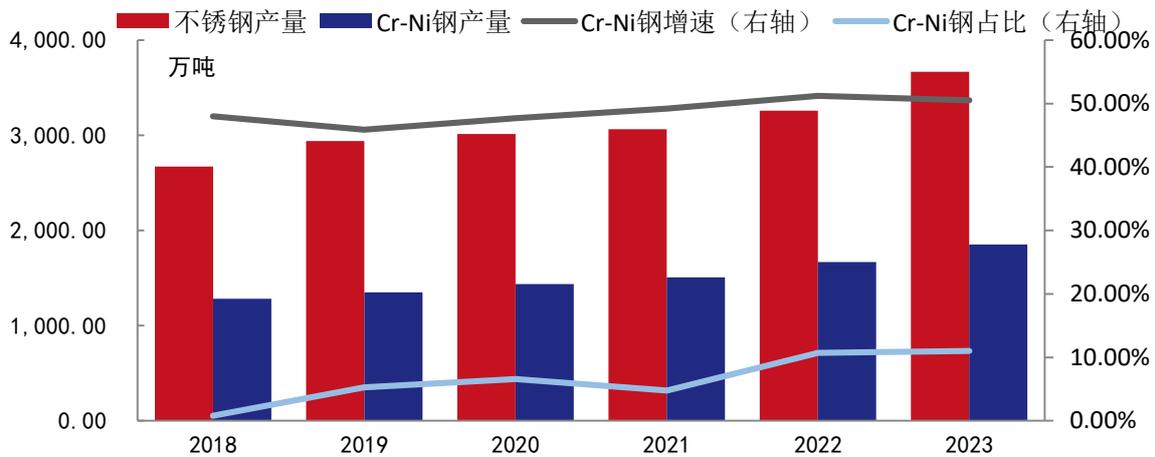
资料来源：海关总署，公司募集说明书，中证鹏元整理

我国保温器皿行业集中度较低，竞争较为激烈，自主品牌效应较弱；近年我国不锈钢产量持续增长，为保温器皿行业的发展提供重要保障，但不锈钢价格整体波动较大，给行业企业带来一定成本管控压力

我国保温器皿行业集中度较低，竞争较为激烈，自主品牌效应较弱。我国保温器皿行业以中小企业为主，数量众多，中小企业由于产品单一、设计研发能力较弱、品牌影响力小，主要通过低价竞争策略占据低端产品市场，产品同质化高，竞争激烈；行业内少数企业拥有相对较大规模和较强竞争力，在研发设计能力、制造技术水平、自主创新能力等方面具有明显优势，产品品质和性能稳定性好，获得知名品牌商的信任和合作，承接ODM订单能力较强，在行业中处于领先地位。目前行业内上市公司主要有哈尔斯、嘉益股份等，以2021年全国总产量计算，哈尔斯、嘉益股份市占率约为4.5%、2.5%，行业竞争相对充分，市场集中度较低。随着国内年轻一代消费者对产品设计、时尚的个性化和品质要求的进一步提高，领先企业的经营规模和市场占有率拥有较大提升空间。目前，我国保温杯自主品牌的研制能力偏弱，随着我国保温杯行业的优化升级，未来将逐步向提升产品精细化制造、研发设计和品牌影响力以提高产品附加值的方向发展。此外，国内保温杯行业新生品牌不断涌现，同时遭受国际贸易环境的不确定、汇率波动以及消费增速放缓等外部压力，业内企业面临较大竞争压力。

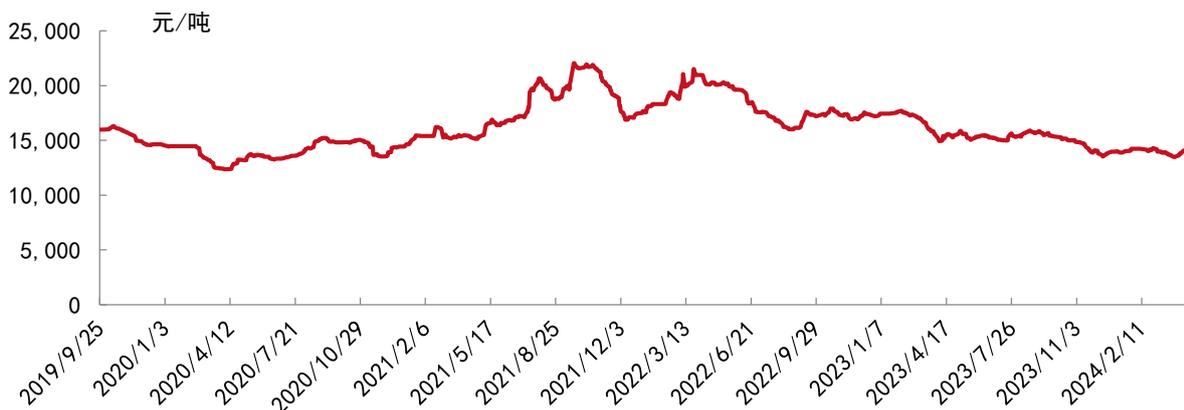
我国不锈钢原材料供应充足，为保温器皿行业的发展提供重要保障，但其价格波动对行业企业带来一定成本管控压力。不锈钢真空保温器皿生产所需原材料以铬镍系（300系）不锈钢为主，我国是全球最大的不锈钢生产国，原材料供应充足，近年不锈钢产量持续增长，2023年为3,667.59万吨，同比增长12.59%。300系不锈钢（Cr-Ni钢）占据不锈钢市场份额的一半左右，2023年Cr-Ni钢产量为1,851.9万吨，同比增长11.0%，占不锈钢产量的50.49%。由于不锈钢成本占保温器皿总成本的比重较大，近年受外部环境等因素影响，其价格存在一定波动，对保温器皿生产企业的成本控制形成一定影响。

图5 我国不锈钢产量较丰富且持续增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 近年不锈钢价格整体波动较大



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司与国际优质客户深度绑定，合作稳固，近年营业收入规模大幅上升，盈利能力较强，具有一定市场竞争力，但同时公司客户集中度较高，自营品牌业务经营不佳，在建项目投资规模较大，存在产能消化风险，且原材料价格波动对公司盈利水平影响较大

公司主要从事不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产和销售，形成了以OEM模式和ODM模式为主，自主品牌销售为辅的业务模式。受益于海外市场需求较好的影响，叠加公司产能规模的逐年攀升，2021-2023年公司产品产销量不断上升，同时近年产品平均价格波动上升，主营业务收入规模不断增长，尤其2022年公司产品销量大幅增长，营业收入呈现翻倍增长。此外，近年公司毛利率水平持续提升，整体保持较高水平。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2023年			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
不锈钢真空保温器皿	168,826.99	97.85	40.89	119,620.48	97.30	34.01	54,218.66	94.91	28.15
不锈钢器皿	1,302.44	0.75	23.77	1,295.04	1.05	1.45	1,436.45	2.51	15.64
塑料杯	565.07	0.33	2.81	720.69	0.59	4.51	554.13	0.97	18.03
玻璃杯	125.90	0.07	81.57	310.28	0.25	47.49	496.02	0.87	53.61
其他	1,713.12	0.99	38.57	999.57	0.81	36.05	419.36	0.73	32.33
合计	172,533.51	100.00	40.65	122,946.06	100.00	33.55	57,124.62	100.00	27.99

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

公司在保温杯市场深耕多年，业务以OEM/ODM模式为主，毛利率水平较高，坚持实施大客户战略，与高质量国际客户形成稳固合作关系，但同时公司自有品牌经营不佳，且客户集中度较高，需关注相关风险

公司创始人和实际控制人戚兴华、陈曙光夫妇在公司创立前从事多年不锈钢保温器皿生产销售相关工作，积累了丰富的行业相关经验及上下游资源。公司成立后，经过多年发展和在国际市场的拓展，拥有了较为稳定的高质量国际客户群体，主要包括Pacific Market International LLC（以下简称“PMI”）、Takeya Chemical Industry CO., LTD.（以下简称“Takeya”）和ETS Express, INC（以下简称“ETS”）等保温杯知名品牌商。

公司业务模式以OEM和ODM为主，两种模式产生收入占主营业务收入比重逐年上升，截至2023年末公司OEM和ODM收入占比为99.36%，是公司最主要的业务收入来源，该模式下客户多为国际不锈钢真空保温器皿品牌商。公司自有品牌为经销和直销结合的经营模式，以国内销售为主，主要销售渠道包括电子商务渠道、商超渠道和新渠道等，近年来表现不佳，整体收入规模均呈现下降趋势。

表3 公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
OEM/ODM	171,426.64	99.36%	121,674.95	98.97%	55,078.70	96.42%
自有品牌	1,106.87	0.64%	1,271.11	1.03%	2,045.92	3.58%
其中：经销	217.21	0.13%	466.87	0.38%	362.84	0.64%
直销	889.66	0.52%	804.24	0.65%	1,683.08	2.95%
合计	172,533.51	100.00%	122,946.06	100.00%	57,124.62	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近年坚持实施大客户战略，将公司现有产能和资源优先配置给优质客户和优质订单，确保主要客户的响应速度、产品质量和服务水平，在此基础上，公司与主要客户建立了长期的合作关系，已拥有

较为稳定的客户群体，诸如PMI和Takeya等均有近10年或超过10年的合作关系，关系稳固。其中PMI为星巴克亚洲、北美和太平洋地区的产品主要供应商，旗下自主运营Stanly和Aladdin等品牌；Takeya凭借产品外观及质量优势，在美国最大的连锁会员制仓储量贩店Costco等超市端销售增长较快，且与Lululemon深度合作，是其杯壶类产品唯一供应商，该系列产品为公司独家生产，公司客户质量较高。但同时要注意的是，公司客户集中度高，前五大客户销售占比持续提升，2023年占比达96.11%，其中第一大客户销售占比高达84.91%，如果公司与主要客户的合作关系发生重大不利变化，或者主要客户经营财务出现重大不利变化，将对公司销售收入产生较大影响。

信用政策方面，公司根据合作年限和客户信用水平等情况，给予30-60天不等的信用账期，新客户或偶发性客户通常采取预付货款，收到尾款后发货或先款后货政策。

表4 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	销售占比
2023年	第一名	客户一	150,761.89	84.91%
	第二名	客户二	14,410.90	8.12%
	第三名	客户三	3,233.87	1.82%
	第四名	客户四	1,117.53	0.63%
	第五名	客户五	1,113.66	0.63%
			合计	170,637.85
2022年	第一名	客户一	86,030.73	68.30%
	第二名	客户二	22,149.44	17.59%
	第三名	客户三	5,964.83	4.74%
	第四名	客户四	2,290.60	1.82%
	第五名	客户五	1,795.92	1.43%
			合计	118,231.50
2021年	第一名	客户一	30,061.18	51.33%
	第二名	客户二	10,741.10	18.34%
	第三名	客户三	5,507.90	9.41%
	第四名	客户四	2,508.65	4.28%
	第五名	客户五	2,274.51	3.88%
			合计	51,093.34

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司产品量价齐升，产能利用率和产销率保持较高水平；公司产能紧俏，为突破产能限制，公司在建产能规模较大，未来收入规模有望进一步扩大，但需关注其新增产能消化情况

公司产品定价主要是以成本加成法为基础，根据不同定位的客户(如零售客户、品牌客户、礼赠品客户)制定不同的报价模式，如果有大客户的特殊项目，会根据特定产品以及订单数量采用灵活的报价

方法：常规产品价格一般一年审核一次，如外部因素（汇率、原材料）波动较大²，会和客户重新议价，否则价格基本不做调整。

2021-2023年，得益于近年美元兑人民币汇率不断上涨、主要客户向公司投放生产工艺复杂程度较高的订单以及准备投放市场的新产品订单日益增加，产品附加值较高等因素，公司整体产品单价呈现持续上升态势，叠加销量大幅提升，近年销售收入大幅增长。此外，受益于产品单价上涨，OEM/ODM模式下公司毛利水平持续攀升，整体毛利率水平较好。公司自有品牌产品近年经营表现不佳，销量规模持续下降，毛利率水平有所波动，其中2022年为降低自有品牌库存，公司采取保守运营，主要以降库存为主，采取降价策略，并进行特价促销活动，导致2022年自有品牌产品毛利率下降较大。

表5 公司主要产品单价、销量和毛利率情况（单位：元/只，万只）

项目	2023年			2022年			2021年		
	单价	销量	毛利率	单价	销量	毛利率	单价	销量	毛利率
ODM/OEM	44.53	3,849.92	40.58%	36.88	3,299.31	33.64%	28.09	1,960.88	27.56%
自有品牌	40.49	27.33	50.85%	35.01	36.31	24.31%	37.93	53.94	39.61%
合计	44.50	3,877.25	40.65%	36.86	3,335.62	33.55%	28.35	2,014.82	27.99%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司主要生产基地位于浙江武义公司本部。随着近年对本部产线技术革新，公司产能有所扩大。2023年公司产能为2,600.00万只/年，目前IPO募投项目已完工，于2023年12月末达到预定可使用状态，2024年随着其产能释放³，公司产能将进一步扩大。受益于PMI和Takeya等厂商下游需求增长，公司产品销售较为紧俏，产能利用率较高。生产模式方面，公司主要采取“以销定产”的生产方式，公司根据销售计划安排生产，公司主要产品产能处于超饱和状态，部分订单通过对外采购得以完成，需关注公司产能不足对业务发展的限制以及外协产品的质量情况。

表6 公司主要产品产能及产销情况（单位：万只）

项目	2023年	2022年	2021年
产量	3,950.57	3,311.31	2,189.62
产能	2,600.00	2,183.33	1,600.00
销量	3,877.25	3,335.62	2,014.82
产能利用率	151.95%	151.66%	136.85%
产销率	98.14%	100.73%	92.02%

注：1）公司产能利用率超过100%，主要原因是公司通过对外采购钢件、不锈钢杯体等半成品提升公司产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司在建项目为本期债券募投项目“越南年产1,350万只不锈钢真空保温杯生产建设项目”，

² 当出现以下任意一种情况时，需要重新议价：1.原材料价格连续3个月上下波动10%；2.汇率连续3个月上下波动5%。

³ IPO项目已转固，截至2023年末尚未释放产能。

另一募投项目“年产1,000万只不锈钢真空保温杯生产基地”为原IPO项目，截至2023年12月末，该项目已达到预定可使用状态，目前已释放产能。此外，为进一步落实公司国际化战略，拓展海外市场需求以及自主品牌在全球市场的布局，并通过海外工厂出口欧美等发达国家以防范贸易摩擦风险，公司在越南南北宁省安丰县投资新建生产基地及配套设施，主要从事不锈钢真空保温器皿的生产能力产品的研发、生产和销售，越南生产基地预计总投资规模为2.41亿元，拟使用本期债券募集资金2.00亿元，新增1,350.00万只/年生产产能。同时，受下游市场需求变化和公司销售开拓情况影响，公司未来新增产能消化及收益实现情况具有一定不确定性。

公司不锈钢材料采购成本占比较大，不锈钢价格波动对公司盈利产生较大影响，需持续关注其价格波动情况；公司原材料供应体系较稳定，部分采购具有一定账期，有利于缓解部分营运资金压力

公司生产所需原材料主要为钢件及不锈钢杯体、不锈钢卷板等，主要依靠外购，原材料成本占主营业务成本60%左右，成本占比较大，其价格变动是影响公司利润的主要因素之一。随着业务规模扩大，近年来公司原材料采购金额大幅提高，占主营业务成本的比重持续增加。2021年不锈钢价格中枢上移，公司毛利率水平显著下降（2020年公司毛利率34.93%），而自2022年起公司原材料采购结构发生较大变化，逐步由采购加工完成的不锈钢管和不锈钢杯体逐渐转变为采购不锈钢卷，公司不锈钢卷采购占比由2021年末0.16%增加至2023年末29.68%，不锈钢管和不锈钢杯体及钢件合计采购占比由2021年末58.16%下降至2023年末15.55%，原材料采购成本结构有所改善，同时叠加原材料不锈钢价格自2021年高点回落影响，使得2022-2023年公司业务毛利率持续上升。需要注意的是，尽管公司原材料采购成本有所改善，但不锈钢价格波动对公司盈利产生较大影响，仍需持续关注其价格波动情况。

表7 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	65,929.45	64.38%	51,883.57	63.50%	25,267.21	61.43%
直接人工	19,079.86	18.63%	14,369.53	17.59%	8,194.03	19.92%
制造费用	17,394.63	16.99%	15,447.58	18.91%	7,673.22	18.65%
主营业务成本合计	102,403.94	100.00%	81,700.68	100.00%	41,134.46	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司主要原材料采购金额及占比情况（单位：万元）

品种	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不锈钢卷料及不锈钢管	24,503.91	29.79%	20,232.01	32.60%	8,421.50	26.70%
其中：不锈钢卷	24,412.80	29.68%	14,586.76	23.50%	49.76	0.16%
不锈钢管	91.11	0.11%	5,645.25	9.10%	8,371.74	26.54%
不锈钢杯体及钢件	12,698.28	15.44%	15,583.74	25.11%	9,974.56	31.62%
塑料粒子	8,088.13	9.83%	4,683.83	7.55%	2,406.57	7.63%

合计	45,290.32	55.07%	40,499.59	65.25%	20,802.63	65.96%
----	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

注：1) 占比为占当期直接原材料采购总额的比重；2) 由于产能不足同时考虑成本效益等因素，公司向供应商采购钢件、不锈钢杯体等半成品。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司所需的不锈钢卷板主要向张家港浦项不锈钢有限公司、武义全进金属制品有限公司等采购，2021-2023年公司前五大供应商采购金额占当期采购总额的比重分别为40.09%、34.31%和40.95%，前五大供应商较为稳定，采购集中度不高。

原材料采购结算方面，根据原材料种类不同，结算账期不同，一般情况下，公司对不锈钢卷料进行采购时预付20%货款，提货后支付尾款；塑料粒子一般账期为7天；不锈钢钢管和杯体等账期一般为30天；其他零星采购原料基本是预付方式。付款方式通常为银行电汇。

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2021-2023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。2021年公司无合并范围变化，2022年和2023年公司合并范围内各新增一家子公司，2023年合并范围减少两家子公司，具体如下表所示。

表9 2021-2023年公司合并范围变动情况

时间	子公司名称	变动情况
2022年	CAYI HOLDINGS PRIVATE LIMITED	新设
	CAYI TECHNOLOGY VIETNAM COMPANY LIMITED	新设
2023年	杭州汉悦贸易有限公司	注销
	杭州镁悦贸易有限公司	注销

资料来源：公司2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

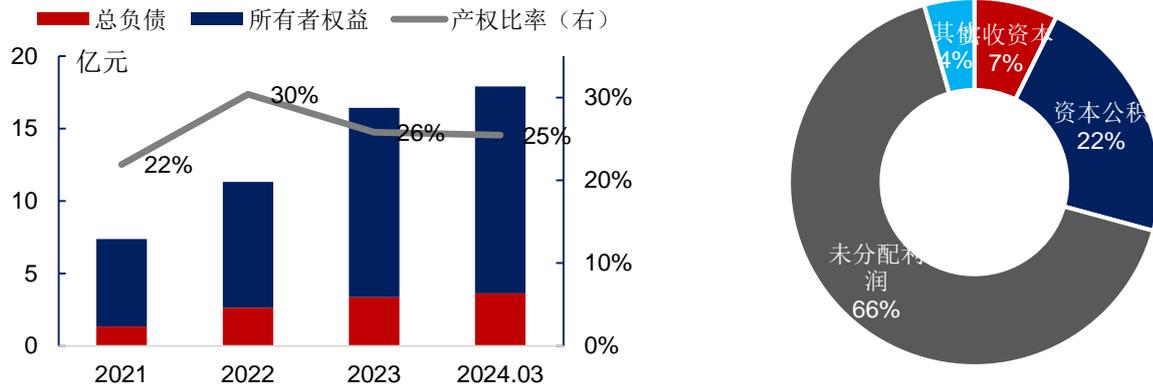
资本实力与资产质量

近年公司资产和负债规模均快速增长，产权比率波动上升，但仍处于较低水平；公司资产整体以流动性资产为主，货币资金占比较高，资产流动性较好

2021-2023年及2024年1-3月随着公司经营规模的扩大，公司经营性负债规模有所上升，且随着公司IPO上市成功以及未分配利润持续积累，总负债和所有者权益持续上升，公司产权比率呈现波动上升态势，截至2024年3月末，公司所有者权益主要由未分配利润和资本公积构成，公司产权比率为25.46%，所有者权益对负债的保障程度较高。

图7 公司资本结构

图8 2024年3月末公司所有者权益构成



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

资料来源：公司及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司业务处于扩张期，公司资产规模持续扩大，2021-2023年末公司总资产规模复合增长率达到49.31%，2024年1-3月，公司资产规模继续保持增长，公司资产以流动资产为主。

流动资产方面，公司货币资金主要为银行存款，受益于业务扩张的经营积累，近年货币资金持续增加，截至2024年3月末，公司货币资金中0.15亿元因境外经营子公司受外汇管制以及募集资金受监管账户使用受限，受限比例较低。2021-2023年受到公司营收快速增长的影响，公司应收账款呈现较快增长，但应收账款增幅明显小于营业收入增长，整体款项回收情况较好；2023年末前五大应收对象合计占应收账款余额的96.65%，应收账款集中度较高。公司存货以在产品 and 库存商品为主，2021-2023年及2024年3月公司存货规模持续增长，主要系随着经营规模扩大，公司库存商品和在产品规模大幅增长所致。同期，由于主要原材料不锈钢材价格存在较大波动，2021-2023年公司分别产生238.40万元、1,411.12万元和956.05万元存货跌价损失，需关注原材料价格变动对公司存货价值的影响。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.52	36.38%	6.02	36.64%	4.43	39.16%	2.74	37.12%
交易性金融资产	0.99	5.53%	0.91	5.54%	0.34	3.02%	0.50	6.77%
应收账款	1.61	9.01%	1.65	10.05%	1.20	10.57%	0.61	8.22%
存货	2.03	11.35%	1.76	10.70%	1.50	13.22%	1.13	15.29%
流动资产合计	11.53	64.40%	10.70	65.09%	7.91	69.88%	5.18	70.26%
固定资产	3.44	19.22%	3.43	20.87%	2.60	22.96%	1.00	13.52%
在建工程	1.26	7.06%	0.74	4.48%	0.17	1.51%	0.60	8.14%
无形资产	1.17	6.51%	1.18	7.16%	0.45	3.95%	0.48	6.50%
非流动资产合计	6.38	35.60%	5.74	34.91%	3.41	30.12%	2.19	29.74%
资产总计	17.91	100.00%	16.43	100.00%	11.32	100.00%	7.37	100.00%

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

非流动资产方面，近年为持续扩大产能，公司厂房、设备、土地等资产持续增长，无资产受限情况。

2022-2023年随着公司IPO募投项目、1#、2#宿舍楼项目陆续完工转入固定资产，同时公司购入新设备等使得固定资产规模迅速扩大。近年公司在建工程规模随着项目投入和结转有所波动，截至2024年3月末，公司主要在建项目是越南工厂建设项目。公司无形资产主要为土地资产，近年规模持续上升，截至2024年3月末，公司无形资产中土地资产合计1.16亿元。

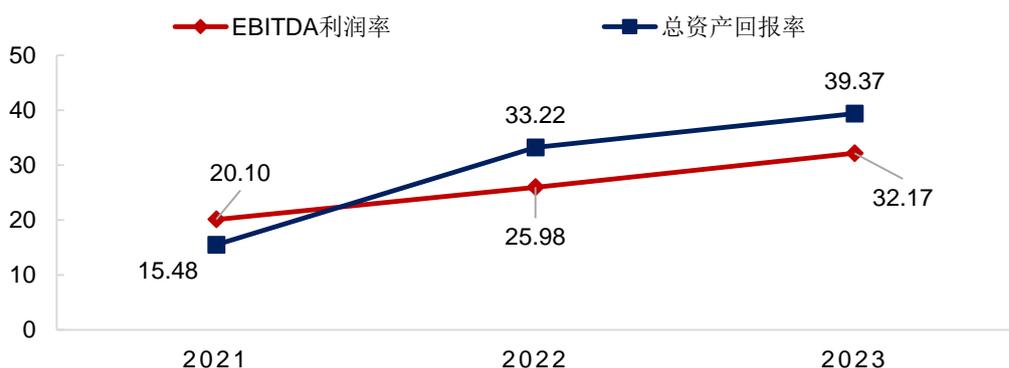
盈利能力

随着业务规模的扩大，公司营业收入和利润水平快速上升，公司利润水平相对较高，整体盈利能力较好，但需关注原材料价格和汇率波动对盈利的影响

一方面受益于下游市场需求提升，以及与国际大客户保持稳定的合作关系，另一方面公司新增产能不断释放，产能瓶颈得到一定缓解，公司产品销量持续快速上升，2021-2023年公司各类产品合计销量复合增长率达到38.72%，同时受益于附加值较高的产品的销售占比增加和美元兑人民币汇率上升的利好影响，公司单位产品价格亦出现较大增长，2021-2023年公司主要产品单位价格复合增长率达到25.29%，带动公司营业收入快速增长。

公司主要采取OEM和ODM模式，以成本加成的方式进行定价，2021-2023年随着公司原材料采购成本结构有所改善，且原材料不锈钢价格自2021年高点回落，叠加公司单位产品价格上升影响，公司EBITDA利润率和总资产回报率均持续上升，产品盈利能力较好。但需要注意的是，公司收入主要来自于国际市场，且主要以美元进行结算，2022年和2023年公司分别产生2,209.07万元和268.07万元汇兑收益，需关注人民币汇率对公司盈利的影响。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

近年来公司经营活动现金流情况较好，经营获现能力较强，同期债务规模有所上升，但是规模小，债务负担不大，未来随着产能扩建项目持续推进，将面临一定融资需求

从负债结构来看，公司债务以流动性经营负债为主，其中应付账款主要系应付原材料采购款，随着公司业务规模的增大，应付账款规模持续扩大，公司应付职工薪酬主要为已计提而尚未支付的工资、奖金、补贴及职工福利费等。公司有息债务以短期借款为主，整体规模较小。

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		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.59	16.22%	0.30	8.91%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	1.67	46.05%	1.65	48.88%	1.41	53.31%	0.67	50.40%
应付职工薪酬	0.59	16.19%	0.73	21.77%	0.57	21.79%	0.32	24.35%
应交税费	0.33	9.13%	0.31	9.24%	0.15	5.61%	0.09	6.64%
其他应付款	0.31	8.56%	0.28	8.28%	0.37	13.97%	0.01	0.81%
流动负债合计	3.61	99.22%	3.34	99.09%	2.60	98.48%	1.28	96.58%
租赁负债 ⁴	0.00	0.09%	0.00	0.13%	0.01	0.19%	0.00	0.10%
负债合计	3.63	100.00%	3.37	100.00%	2.64	100.00%	1.32	100.00%
总债务合计	0.60	16.51%	0.31	9.25%	0.05	1.87%	0.00	0.24%
其中：短期债务	0.60	16.42%	0.31	9.12%	0.04	1.68%	0.00	0.14%
长期债务	0.00	0.09%	0.00	0.13%	0.01	0.19%	0.00	0.10%

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

近年为满足公司业务需求，公司资产和负债规模均出现一定程度的上升，资产负债率呈现波动上升态势，但仍然处于较低水平。公司主要客户为国际知名品牌商，付款能力和速度较好，随着业务规模扩大，经营活动现金流净额持续增长，EBITDA及FFO均大幅提高，经营活动现金生成能力较强。公司总债务水平低，EBITDA可有效保障公司利息支出，公司净债务始终处于负值，考虑到公司目前在建项目需要较大的投资，预计未来公司杠杆水平将有所提升。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

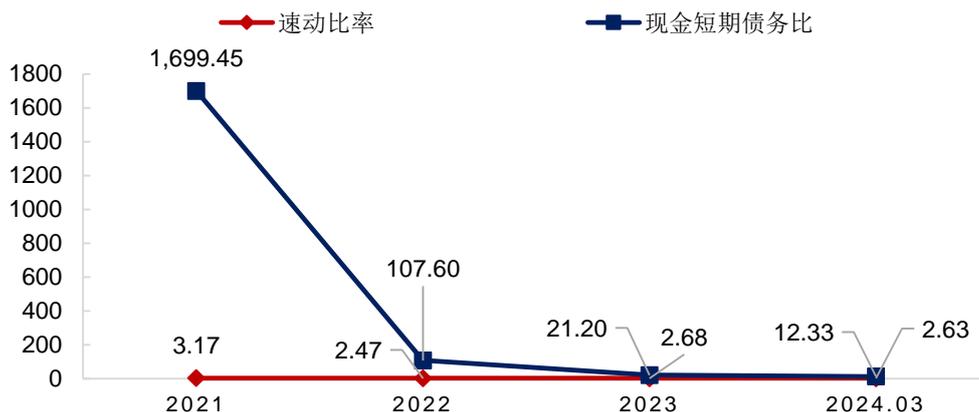
指标名称	2024年1-3月	2023年	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	0.92	5.77	2.65	0.96
FFO（亿元）	--	5.03	2.92	1.07
资产负债率	20.29%	20.51%	23.31%	17.97%
净债务/EBITDA	--	-1.03	-1.36	-2.63
EBITDA 利息保障倍数	--	360.04	5,526.92	3,417.59
总债务/总资本	4.03%	2.33%	0.57%	0.05%
FFO/净债务	--	-85.96%	-65.67%	-34.53%
经营活动净现金流/净债务	-13.73%	-98.57%	-59.45%	-30.94%
自由现金流/净债务	-4.03%	-51.06%	-30.94%	-1.32%

⁴ 2021-2023 年及 2024 年 3 月末租赁负债实际金额为 12.75 万元，50.23 万元、42.38 万元和 32.17 万元。

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

公司速动比率和现金短期债务比始终处于较高水平，现金类资产对短期债务保障程度较好。但公司未能与银行通过协议方式确定授信规模，首次 IPO 募投项目资金亦未能募满，且受制于公司规模和民企性质，公司获取流动性资源能力弱。

图 10 公司流动性比率情况



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

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，尽管公司存在行政处罚，但处罚金额较小且公司已支付完毕相关罚款及滞纳金，不构成重大违法行为，对公司持续经营和信用水平无重大负面影响

环境因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年不存在因空气污染或温室气体排放、废水、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，由于公司子公司浙江武义县汉歌工贸有限公司（以下简称“汉歌工贸”）2022 年 12 月至 2023 年 7 月签订各类采购合同未按规定在纳税申报期内进行申报，导致少缴税款，国家税务总局金华市税务局第三稽查局于 2023 年 10 月 26 日出具【金税稽三罚[2023]41 号】，处以少缴税款 50% 的罚款 4,891.55 元，汉歌工贸已支付相关罚款及滞纳金，不构成重大违法行为。此外，公司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

目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《浙江嘉益保温科技股份有限公司公司章程》，建立了现代法人治理结构。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。截至2023年末，公司组织架构图见附录三。

（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3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。

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4月28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、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源和风险主要包括以下方面：

（1）募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的主要来源之一。根据可研报告，越南年产1,350万只不锈钢真空保温杯生产建设项目预计内部收益率为21.64%（税后），年产1,000万只不锈钢真空保温杯生产线预计内部收益率为18.23%（税后），但募投项目投资规模较大，且经营期限较长，能否按预期实现收益存在不确定性。

（2）公司经营活动产生的现金流是本期债券按时还本付息资金的重要来源。2021-2023年公司分别实现营业收入5.86亿元、12.60亿元和17.75亿元，公司收入规模持续增长，同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.96亿元、2.65亿元和5.77亿元，经营活动产生的现金流量持续净流入，现金生成能力较强，可为本期债券偿还提供较强保障。

（3）公司发行的可转换公司债券可在规定时间内转换成股票，减轻公司偿债压力。在本期可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止，投资者可将所持有的本期债券转换为股票，转股后将减轻公司偿本付息压力。但值得注意的是，转股期间股票价格波动或将影响投资者转股情况。

九、结论

公司主要从事不锈钢真空保温器皿的研发设计、生产和销售业务。尽管公司客户集中度高，对第一大客户存在较大依赖，自有品牌经营不佳，在建规模较大，面临产能消化风险，且原材料价格占公司营

业成本比重较大，需关注原材料价格波动对公司盈利影响。但公司与优质客户业务深度绑定，近年公司产品量价齐升，产销水平较高，主营业务收入大幅增长，盈利水平持续提升，且客户付款能力较强，公司获现能力较强。此外，公司杠杆水平低，净债务持续为负，债务负担小，各项偿债指标表现良好，有一定抗风险能力。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

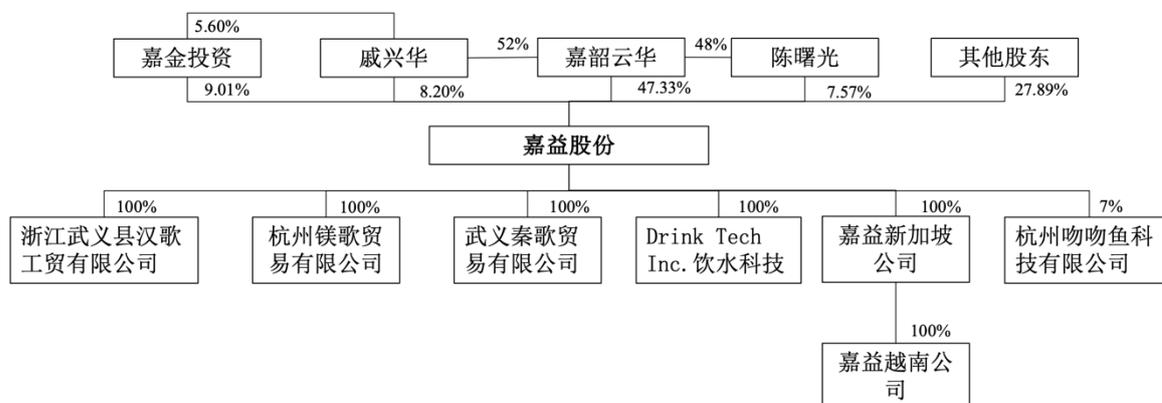
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	6.52	6.02	4.43	2.74
交易性金融资产	0.99	0.91	0.34	0.50
应收账款	1.61	1.65	1.20	0.61
存货	2.03	1.76	1.50	1.13
其他流动资产	0.03	0.03	0.00	0.00
流动资产合计	11.53	10.70	7.91	5.18
固定资产	3.44	3.43	2.60	1.00
在建工程	1.26	0.74	0.17	0.60
无形资产	1.17	1.18	0.45	0.48
非流动资产合计	6.38	5.74	3.41	2.19
资产总计	17.91	16.43	11.32	7.37
短期借款	0.59	0.30	0.00	0.00
应付账款	1.67	1.65	1.41	0.67
应付职工薪酬	0.59	0.73	0.57	0.32
应交税费	0.33	0.31	0.15	0.09
其他应付款	0.31	0.28	0.37	0.01
一年内到期的非流动负债	0.01	0.01	0.00	0.00
流动负债合计	3.61	3.34	2.60	1.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	3.63	3.37	2.64	1.32
总债务	0.60	0.31	0.05	0.00
所有者权益	14.27	13.06	8.68	6.05
营业收入	4.32	17.75	12.60	5.86
营业利润	1.26	5.46	3.11	0.94
净利润	1.07	4.72	2.71	0.82
经营活动产生的现金流量净额	0.92	5.77	2.65	0.96
投资活动产生的现金流量净额	-0.71	-3.38	-1.15	-1.32
筹资活动产生的现金流量净额	0.28	-0.70	0.04	1.39
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA	--	5.71	3.27	1.18
FFO	--	5.03	2.92	1.07
净债务	-6.67	-5.86	-4.45	-3.09
销售毛利率	38.70%	40.72%	34.26%	28.73%
EBITDA 利润率	--	32.17%	25.98%	20.10%

总资产回报率	--	39.37%	33.22%	15.48%
资产负债率	20.29%	20.51%	23.31%	17.97%
净债务/EBITDA	--	-1.03	-1.36	-2.63
EBITDA 利息保障倍数	--	360.04	5,526.92	3,417.59
总债务/总资本	4.03%	2.33%	0.57%	0.05%
FFO/净债务	--	-85.96%	-65.67%	-34.53%
经营活动净现金流/净债务	-13.73%	-98.57%	-59.45%	-30.94%
自由现金流/净债务	-4.03%	-51.06%	-30.94%	-1.32%
速动比率	2.63	2.68	2.47	3.17
现金短期债务比	12.33	21.20	107.60	1,699.45

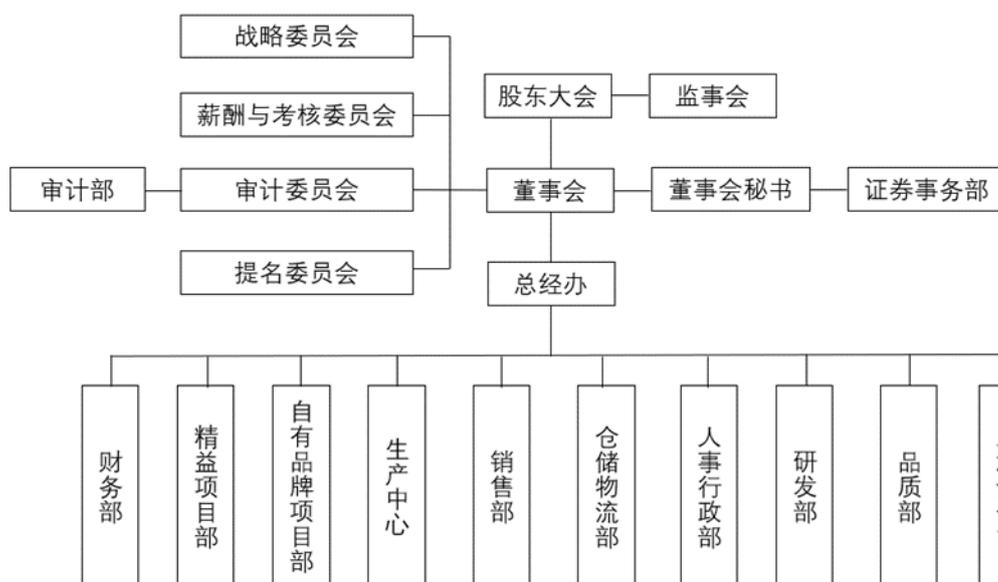
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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	注册资本	持股比例	主营业务
杭州镁歌贸易有限公司	2,500.00	100%	批发贸易
Drink Tech Inc.	200 万美元	100%	未开展实际经营
CAYI HOLDINGS PRIVATE LIMITED	5 万美元	100%	投资控股
CAYI TECHNOLOGY VIETNAM COMPANY LIMITED	3,744 亿越南盾	100%	不锈钢和金属保温器皿制造
浙江武义县汉歌工贸有限公司	500.00	100%	批发贸易
武义秦歌贸易有限公司	500.00	100%	批发贸易

资料来源：公司 2023 年审计报告，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。