



佳禾智能科技股份有限公司2023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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

佳禾智能科技股份有限公司2023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	2023-9-8

债券概况

发行规模：不超过 10.04 亿元（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本期债券本金并支付最后一年利息；附债券赎回及回售条款

发行目的：项目建设及补充流动资金

联系方式

项目负责人：董斌
dongb@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：佳禾智能科技股份有限公司（以下简称“佳禾智能”或“公司”，证券代码：300793.SZ）为国内较知名的电声产品制造商之一，拥有一定的研发能力和客户优势，资本市场权益融资大幅提升了公司资本实力，杠杆水平较低；同时中证鹏元也关注到公司客户集中度高，外销业务存在汇率波动风险，新增产能存在一定消化风险等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.6	2022	2021	2020
总资产	38.01	35.23	34.45	26.35
归母所有者权益	24.85	24.36	22.63	12.19
总债务	2.88	2.77	3.72	1.88
营业收入	11.34	21.72	27.34	26.53
净利润	0.93	1.74	0.52	0.68
经营活动现金流净额	1.25	1.36	-1.92	0.99
净债务/EBITDA	--	-3.92	-9.29	-3.35
EBITDA 利息保障倍数	--	34.14	10.97	25.75
总债务/总资本	10.39%	10.21%	14.12%	13.34%
FFO/净债务	--	-20.06%	2.36%	-14.62%
EBITDA 利润率	--	9.82%	3.63%	5.58%
总资产回报率	--	5.29%	1.53%	3.21%
速动比率	1.44	1.70	1.74	1.14
现金短期债务比	3.51	4.23	3.70	4.03
销售毛利率	18.21%	16.98%	9.57%	11.46%
资产负债率	34.62%	30.87%	34.30%	53.73%

注：2020-2022年公司净债务均为负，2021年FFO为负。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及2023年1-6月未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司拥有一定的研发能力和较稳定的客户。**近年来公司积极研发并量产了较多新品，截至 2023 年 6 月末拥有发明专利 85 项。公司为国内较知名的电声产品制造商之一，同时拓展了智能穿戴产品业务，与 Harman、Beats、JVC、科大讯飞、安克创新、荣耀、华米等国内外知名品牌客户建立了长期稳定的合作关系。
- **公司上市后资本实力持续增强，融资渠道有所拓宽。**公司于 2019 年 10 月在深圳证券交易所上市，首次公开发行股票共募集资金总额 5.60 亿元。2021 年 12 月公司向特定对象发行股票募集资金总额 9.91 亿元，资本实力持续增强且融资渠道有所拓宽。截至 2023 年 6 月末，公司资产负债率为 34.62%，杠杆水平较低。

关注

- **公司客户集中度高，不利于分散经营风险。**2020-2022 年前五大客户占比分别为 89.80%、83.71%和 78.81%，其中第一大客户占比分别为 32.18%、31.79%和 52.68%，2022 年受下游景气度、产品和客户结构变动等因素影响，部分主要客户订单量有所下滑，耳机收入规模下降，若未来主要客户订单流失或需求持续下滑，将对公司业绩产生不利影响。
- **近年公司盈利波动较大。**近年公司客户结构变动、产品更新迭代，以及汇率波动以及新增产线带来制造费用上升和人工成本下降等综合影响，公司产品毛利率波动较大。
- **公司外销业务存在一定的汇率风险。**公司外销收入占比较高，外销业务主要以美元结算，受汇率变动，2020-2021 年公司汇兑净损失分别为 5,784.55 万元和 1,499.06 万元。未来如果人民币持续升值，可能继续影响公司利润水平。
- **在建及拟建募投项目未来新增产能规模较大，或存在一定的产能消化风险。**公司在建及拟建项目包括定增募投项目和本期债券募投项目，主要面向骨传导耳机及智能可穿戴设备等新品扩产，上述产线投产后将新增大量产能，未来若市场开拓不畅、订单不及预期，则可能导致新增产能闲置、进而无法实现预期收益。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司具备一定研发能力和较为稳定的客户，产能持续增加，业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	国光电器 (002045.SZ)	佳禾智能 (300793.SZ)	朝阳科技 (002981.SZ)	瀛通通讯 (002861.SZ)
总资产	52.06	35.23	16.08	15.85
营业收入	59.94	21.72	13.85	7.25
净利润	1.79	1.74	0.62	-1.18
销售毛利率	12.30%	16.98%	17.64%	17.63%
资产负债率	58.50%	30.87%	47.32%	42.10%

注：以上各指标均为 2022 年/2022 年末数据。

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
技术硬件与半导体企业信用评级模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		8/9
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+

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，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	无	--	--	--	无

一、发行主体概况

公司原名为广东佳禾声学科技有限公司，于2013年10月由严文华、严帆共同出资设立，二者系父子关系，分别持有公司30.00%、70.00%的股份，初始注册资本为1,000.00万元，注册地位于广东省东莞市。2016年10月，公司变更为由东莞市文富实业投资有限公司（以下简称“文富投资”）、东莞市文昇实业投资合伙企业（有限合伙）（2022年7月更名为：泰安市文昇实业投资合伙企业（有限合伙），以下简称“文昇投资”）、东莞市文宏实业投资合伙企业（有限合伙）（2022年7月更名为：泰安市文宏实业投资合伙企业（有限合伙），以下简称“文宏投资”）、东莞市文曜实业投资合伙企业（有限合伙）（2022年6月更名为：泰安市文曜实业投资合伙企业（有限合伙），以下简称“文曜投资”）等11位发起人共同发起的股份有限公司，公司注册资本为12,500.00万元，文富投资为公司控股股东，持股48.00%，实际控制人为严文华、严帆。经过多次股权转让，截至2019年9月30日，公司控股股东文富投资持有公司52.80%的股份。

2019年10月，公司首次公开发行人民币普通股（A股）4,168万股，募集资金总额5.60亿元，于2019年10月18日在深圳证券交易所上市，股票代码为300793.SZ。2021年12月，公司向特定对象发行股票募集资金总额9.91亿元。

截至2023年6月末，公司注册资本及实收资本均为33,838.88万元，实际控制人为严文华、严帆。截至2023年6月末，文曜投资股权质押总量为1,600万股，占公司总股本4.73%。

表1 截至 2023 年 6 月末公司前五大股东明细

股东名称	股份数（股）	占总股本比例（%）
东莞市文富实业投资有限公司	105,600,000	31.21
泰安市文曜实业投资合伙企业(有限合伙)	16,000,000	4.73
严帆	11,200,000	3.31
四川发展证券投资基金管理有限公司-四川资本市场纾困发展证券投资基金合伙企业(有限合伙)	10,397,180	3.07
泰安市文宏实业投资合伙企业(有限合伙)	5,848,411	1.73

资料来源：公司2023年半年报，中证鹏元整理

公司从事以音频为主导产品的消费电子产品的的设计、制造和销售，主要产品包括TWS耳机、骨传导耳机、智能音箱、智能手表、智能眼镜、VR/AR等。截至2023年6月末，公司纳入合并财务报表范围的子公司有11家，如附录四所示。

二、本期债券概况

债券名称：佳禾智能科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过10.04亿元；

债券期限和利率：6年；

发行利率：本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）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；

债券偿还方式：本期债券每年付息一次，到期归还所有未转股的债券本金并支付最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期自债券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：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息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股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）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：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 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审议表决；修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价；公司决定向下修正转股价格时，公司将在中国证监会指定的信息披露报刊及互联网网站上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间（如需）等相关信息；

赎回条款：（1）到期赎回条款，在本期债券到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的本期债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。（2）有条件赎回条款，在本期债券转股期内，当下述情形的任何一种出现时，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本期债券：1）在转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；2）当本期债券未转股余额不足人民币 3,000.00 万元时。本期债券的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

回售条款：（1）有条件回售条款，本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券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。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派送现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交

易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。本期债券最后两个计息年度，本期债券持有人在当年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权。（2）附加回售条款，若本期债券募集资金实际使用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和深圳证券交易所有关规定被认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券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。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）根据发行时的具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后部分采用通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行的方式进行，或者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，余额由主承销商包销。具体发行方式由公司股东大会授权董事会（或董事会授权的人士）与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本次拟募集资金总额不超过10.04亿元，资金投向明细如下：

表2 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
年产500万台骨传导耳机项目	26,588.64	24,143.00	90.80%
年产900万台智能手表项目	33,216.11	21,303.00	64.13%
年产450万台智能眼镜项目	27,583.65	24,954.00	90.47%
补充流动资金项目	-	30,000.00	-
合计	-	100,400.00	-

资料来源：公开查询

本期债券募投项目为年产500万台骨传导耳机项目、年产900万台智能手表项目和年产450万台智能眼镜项目，三个项目的实施主体均为公司子公司江西佳禾电声科技有限公司（以下简称“江西佳禾电声”），建设期均计划为两年，截至2023年6月末，上述项目已获得萍乡市上栗生态环境局的项目环境影响报告表批复，但尚未启动。

根据《佳禾智能科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告

》，年产500万台骨传导耳机项目完全达产后预计可实现年销售收入67,500.00万元，税后内部收益率为16.63%，税后投资回收期6.91年（含建设期）；年产900万台智能手表项目完全达产后预计可实现年销售收入96,300.00万元，税后内部收益率14.20%，税后投资回收期7.57年（含建设期）；年产450万台智能眼镜项目完全达产后预计可实现年销售收入74,250.00万元，税后内部收益率16.65%，税后投资回收期6.92年（含建设期）。

同时中证鹏元注意到，虽然公司就本期债券募投项目可行性进行了分析和论证，但如果建成投产后市场环境发生较大不利变化、公司产品的市场开拓进展不畅等，将对公司募投项目的实施及产品的开拓产生一定的不利影响；如果行业竞争格局或技术路线发生重大不利变化，可能导致公司下游客户需求不达预期和产能闲置，进而影响本期债券募投项目新增的产能消化，从而影响项目预期收益。

四、运营环境

宏观经济

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

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

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

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，

财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

2022年多因素影响下全球以智能手机等为代表的消费电子产品需求下滑，新技术融合发展或将驱动消费电子行业进一步发展；耳机无线化趋势延续，2022年全球TWS耳机出货量同比小幅下降，产品价格下探，长期看TWS仍在一定增长空间

2022年，国际地缘政治风险加剧，同时全球宏观经济发展呈放缓态势，部分主要经济体为应对高企的通胀压力而纷纷收紧货币政策，多个地区居民购买力受到不同程度影响，经济增长预期不明朗，居民消费信心进一步受到影响，致使全球消费电子多个细分行业景气度下行。智能手机的出货量增长和技术革新应用可视为消费电子的核心发展要素之一。根据知名咨询机构 IDC 的统计数据，2022 年全球智能手机出货量约 12.1 亿部，同比下滑约 11.3%，在智能手机普及率已达较高水平下，叠加经济处于下行周期，近年全球智能手机的出货量不断放缓，与智能手机相关的技术革新速度亦有所放缓，与智能手机相关的精密零部件产品需求增长承压。但与此同时，随着 5G 等先进通讯技术、人工智能、虚拟现实技术、智能显示等软硬件技术进一步融合发展，产品迭代将加快，同时新的产品形态将衍生，中长期看科技改变生活的新兴智能消费电子需求增长将推动消费电子行业规模继续扩张。

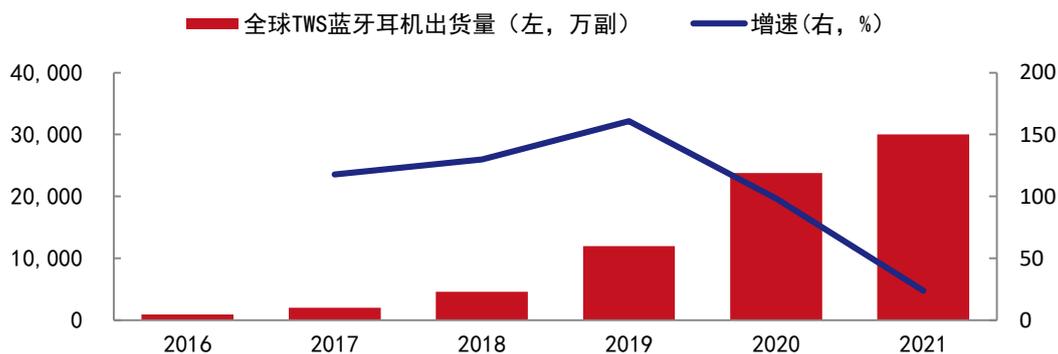
我国消费电子行业近年生产成本呈现不断上涨趋势。截至 2022 年 9 月末，我国消费电子产销规模均居世界第一，同时我国也是消费电子行业的重要生产基地，凭借劳动力、自然资源等生产要素的成本优势和接近消费终端，全球主要的消费电子生产商和代工企业均在我国设立生产基地和研发中心。在全球消费电子产品的产业链上，我国占据的主要是以代工形式为主的组装、装配、包装等环节，行业主要参与企业多数对客户依赖度较高，且面对下游大客户议价能力较低，成本转嫁能力偏低，导致利润空间被挤压。近年随着我国劳动力供求关系的结构性矛盾以及老龄化加速带动劳动力成本进入上升通道，生产用工成本不断上涨，叠加大宗原材料及海运费用均有所上涨，我国消费电子行业企业生产成本优势有所减弱。

耳机产品类型无线化发展趋势延续。自2016年9月苹果公司发布第一代AirPods，消费者开始熟知TWS智能耳机；2019年苹果公司推出新一代 AirPods Pro，支持无线充电和主动降噪功能进一步受到消费者关注并引领TWS出货量快速增长。受益于智能语音交互功能越发成熟、产品使用体验不断改善、传输稳定性性能不断提升，此外高端智能手机纷纷取消有线耳机接口，也进一步刺激了TWS耳机的市场需求，TWS耳机渗透率快速提升，但近两年增速明显放缓。根据 Canalys 统计数据，2022年全球TWS耳机出货量较2021年下降2%。由于无线耳机迅速发展，市场竞争日趋激烈，相关产品价格下行。

展望未来，伴随着技术的成熟运用，同时随着音质、续航、降噪等技术的不断演进，蓝牙技术的不断

断更新，以及AI技术的逐步融入，智能耳机有望迎来新的增长动力。未来 TWS 会在 BLEaudio、自适应主动降噪、骨气融合通话消噪、健康监测、辅听助听等先进功能上进一步发展。比如细分产品骨传导耳机是声波通过头骨振动直接传至内耳进行发声，相较于传统的声波经过空气传导的入耳式耳机，能够有效解决入耳式耳机长时佩戴耳朵胀痛、气导开放耳道耳机漏音严重等问题，适用于运动、办公、辅听等长时佩戴的多场景，是智能耳机未来发展方向之一。

图 1 全球 TWS 蓝牙耳机出货量及增速



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

我国电声行业主要形成了品牌商、制造商两类竞争主体，其中品牌商主要采取品牌运营、品牌制造的经营模式，直接面向消费者提供电声产品；制造商主要采取 OEM、ODM 等经营模式，根据品牌商等客户的需求，进行产品的开发和生产。制造商的竞争集中在客户资源、研发能力、生产规模、产品品质、供货速度等方面上，在中高端产品上这一竞争特征更为明显。我国大部分中小规模的制造企业集中于中低端产品的生产，凭借一定的生产、业务经验，能够灵活快速地满足客户的小规模需求，但缺乏自主研发能力和大规模生产能力。相比之下，国内具有较大规模的制造企业，如歌尔股份、立讯精密等，现已经进入到全球知名声学品牌的供应链当中，服务于 Apple、Harman、Skullcandy、JVC、Panasonic、三星等。而电声行业下游竞争较为激烈，产品同质化现象突出，电声品牌为此不断推出新品，在品质、功能方面加大升级换代力度，以应对技术创新带来的产品竞争升级，市场价格竞争激烈同样倒逼中游电声制造商必须通过成本控制以维持自身的利润空间。

五、经营与竞争

公司系国内较知名的耳机、音箱等电声产品生产商之一，主要客户较为优质，受下游消费电子景气度影响营业收入有所波动，生产重心向江西萍乡和越南生产基地逐步转移，降本效果有所体现，但需关注扩充产能未来消化情况

公司为国内较知名的电声产品制造商之一，主要产品包括耳机、音箱、音频线、耳机部品及其他等

电声产品。近年来公司营业收入呈现波动，2021年耳机产品订单保持增长以及公司积极拓展智能穿戴新品，营业收入保持增长；2022年受消费电子需求下降影响，耳机产品订单减少，同时公司主动缩减了部分毛利率较低订单，营业收入有所下降；收入构成主要来自耳机和音箱产品，2022年耳机类产品占全年主营业务收入的77.06%，音箱产品占主营产品销售额的19.27%；新增的智能手表、智能眼镜等智能穿戴产品处于起步阶段，在营业收入占比相对较小。2023年上半年公司产品订单有所回升，收入同比增长。

公司销售毛利率呈现波动，因国际市场需求下降，毛利率低的国内销售订单比重上升，叠加公司新增产线带来制造费用上升，新拓展的智能穿戴类新品毛利率低等，2021年销售毛利率下滑，而2022年以来受公司调整客户和产品结构影响，境内销售收入占比下降，同时部分产品生产由东莞转至江西萍乡生产基地，人力成本下降，销售毛利率回升。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年1-6月		2022年		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
耳机	92,053.74	19.34%	167,346.38	18.18%	239,505.44	8.86%	233,730.91	11.80%
音箱	19,657.59	11.93%	41,843.91	12.86%	27,961.49	12.88%	28,409.23	5.66%
智能穿戴产品	936.15	2.15%	6,647.09	6.77%	3,389.88	3.79%	0.00	-
其他	539.94	51.07%	1,325.69	43.20%	2,401.67	45.06%	3,081.00	35.82%
合计	113,187.42	18.06%	217,163.06	16.96%	273,258.48	9.53%	265,221.14	11.42%

项目	收入占比	收入占比	收入占比	收入占比
耳机	81.33%	77.06%	87.65%	88.13%
音箱	17.37%	19.27%	10.23%	10.71%
智能穿戴产品	0.83%	3.06%	1.24%	0.00%
其他	0.47%	0.61%	0.88%	1.16%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：收入占比为占主营业务收入比重。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在电声领域拥有一定的研发能力，已获得较多智能电声产品相关专利，持续在新品设计、技术创新等方面保持较大研发投入，为业务发展提供了较好的技术保障

公司在电声领域具备一定研发实力，持续的研发投入已在音质、降噪、骨传导等新技术方面具备一定优势。公司注重研发投入，拥有专业研发团队，并建设了由声学实验室、电子实验室、软件实验室、结构实验室、光电处理实验室、算法仿真实验室、自动化测试实验室等构成的研发中心，先后被认定为广东省智能电声工程技术研究中心以及广东省智能穿戴工程技术研发中心。近年公司持续加强研发投入，研发人员数量及研发投入金额逐年保持较快增长，并取得了一定的研发成果。截至2023年6月30日，公司共拥有专利技术834项（含国外专利），其中发明专利85项，公司加大研发投入并在平面振膜 Hifi电声技术、主动降噪、生理参数检测技术、3D 声场技术、骨传导减震降漏等方面取得了突破，骨传导耳机研发及技术方面较同业企业具备较强优势。

表4 公司研发投入情况

项目	2022年	2021年	2020年
研发人员数量（人）	501	446	321
公司研发投入金额（万元）	13,186.86	11,727.92	10,433.48
占营业收入比例	6.07%	4.29%	3.93%

资料来源：2020-2022年公司年报

在生产工艺方面，公司实行信息化与智能化相结合的生产管理体系，拥有从设计、开模、试制、试产到量产的产品全生命周期研发制作能力，生产线自动化和精密化程度高。近年来，公司与多家国内著名声学、自动化生产、可穿戴产品研究高等院校、科研院所单位建立了长期稳定的战略合作伙伴关系，2021年与中科院声学所合作开发了“鲁棒自适应混合主动降噪技术研发项目”。公司本部及子公司广东佳禾新能源有限公司¹、广东思派康电子科技有限公司均为国家高新技术企业。

目前公司本部及子公司通过了ISO9001:2015质量管理体系认证、ISO14001：2015环境管理体系认证、ISO45001:2018中国职业健康安全管理体系认证、ISO/IEC27001:2013信息安全管理体系认证、ISO13485:2016医疗器械质量管理体系认证、QC080000：2017IECQ符合性认证、FSC认证、中国国家强制性产品认证、企业知识产权管理体系认证。公司引进了先进的精密检测仪器，能够满足对中高端产品音质、音效、可靠性的检测要求。基于良好的质量、品质控制能力，公司能够为客户提供一致性高、性能优良的各类电声产品。

公司生产线可柔性化运作，在建及拟建的募投项目主要面向新品扩产，新增产线未来或存在较大的订单拓展压力；同时新产线投产带来折旧增加，或对盈利产生一定影响

公司为“东莞-越南-江西”三位一体的基地布局，其中东莞石排系公司最早投产生产基地，并在东莞松山湖新建研发办公大楼，设立研发销售等职能部门；公司于2018年在越南设立海外生产基地；江西萍乡设立柔性智能制造生产基地系公司目前重点扩产方向，公司在萍乡上栗拥有15.6万平方米的工业用地，一期建17万平方米厂房，截至2023年6月末，该厂房基建已基本完成。

公司产能充分利用灵活性高，受下游需求影响耳机类产品产量波动。生产方面，由于公司产品品类多、规格各异、零部件差异很大，生产工艺定制化程度也很强，不同的产品需要的工时存在较大的差异，即使生产设备不变、生产员工人数不变的情况下，随着生产的产品类型不同，相应的工艺和产出速率亦有所变化，因此不存在标准产能，但整体而言，公司在柔性生产方面有相对成熟的方案和一定的建设基础，产能充分利用的灵活性较高。近年公司耳机类产品产量出现波动，主要系市场需求波动、公司产线调整以及客户和产品结构调整所致；2021年随着公司江西生产基地投产，耳机、音箱产品产量同比均有所增加；2022年消费电子景气度下行影响下耳机订单减少，同时根据“保业绩、保现金流”的经营方针，公司缩减了部分毛利率较低的耳机产品销量，调整了产品和客户结构，耳机产品销量下降。公司布

¹原名“广东贝贝机器人有限公司”，于2023年7月变更为现名

局智能手表、智能眼镜产品，新增智能穿戴产品收入，2022年智能穿戴产品收入占主营业务收入的3.06%。

表5 公司主要产品产量情况（单位：万个）

产品	2022年	2021年	2020年
耳机	1,698.72	2,179.63	2,009.55
音箱	271.15	216.46	178.02
智能穿戴产品	62.68	38.90	-

资料来源：公司提供

公司在建项目新增产能规模较大，或存在订单拓展压力。公司于2021年向特定对象发行股票募集资金总额9.91亿元，其中部分资金用于建设江西电声产品柔性智能制造生产线建设项目、江西智能穿戴产品柔性生产线建设项目及总部创新技术研发中心建设项目，以上项目正在建设中，预计2023年下半年建成达产后可实现年产1,930万件电声产品的制造能力。叠加本期债券募投项目预计建成达产后可实现年产500万台骨传导耳机、900万台智能手表以及450万台智能眼镜。上述募投项目主要面向公司研发的新品进行扩产，未来建成投产后新增产能规模较大，其中电声产品新增产能约为2022年产量，智能穿戴产品新增产能约为2022年产量的约30倍，若市场开拓不畅、订单不及预期，则可能导致新增产能闲置、进而无法实现预期收益，同时新增产线投产将增加折旧成本，可能对盈利产生一定影响。

表6 截至2023年6月末公司主要扩产项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目建设状态	建设期
江西电声产品柔性智能制造生产线建设项目（定增募投项目）	68,974.00	在建	2年
江西智能穿戴产品柔性生产线建设项目（定增募投项目，年产300万件智能手表产品、200万件智能眼镜产品）	19,839.00	在建	2年
年产500万台骨传导耳机项目（本期债券募投项目）	26,588.64	未开工	2年
年产900万台智能手表项目（本期债券募投项目）	33,216.11	未开工	2年
年产450万台智能眼镜项目（本期债券募投项目）	27,583.65	未开工	2年
合计	176,201.40	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要客户较优质且稳定，但近年公司收入和毛利率均有所波动，同时客户集中度高不利于分散经营风险

销售方面，公司采用ODM、OEM直销与自有品牌销售相结合的销售模式，2022年直销占比为93.22%，同时由于电声产品高度定制化的特性，公司采取“以销定产”的模式，账期为90-120天，2020-2022产销率分别为104.46%、97.28%、101.68%，维持在较高水平。

公司坚持“大客户、大订单”战略，拥有稳定且优质的核心客户群体，已为Harman、Beats、JVC、沃尔玛、松下、先锋、联想、科大讯飞、安克创新、荣耀、华米、瑞欧威尔等国内外知名客户提供开发和制造服务。2021年受宏观经济环境影响，海外市场需求增长乏力，境外销售额出现一定下滑，同时公

司加大国内品牌客户的合作，国内订单显著增长；2022年全球消费电子行业景气度下行，叠加公司调整客户和产品结构，主动减少部分低毛利率产品订单，全年耳机销量下滑。中证鹏元关注到，公司客户集中度高，对单一客户的依赖性较大，若未来主要客户因产品结构调整、供应链结构调整等情况减少向公司下达的订单或大幅降低采购价格，公司经营业绩将受到不利影响。

表7 2020-2022年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	前五大客户	销售金额	占比
2022年	客户一	114,435.95	52.68%
	客户二	23,485.81	10.81%
	客户三	13,011.69	5.99%
	客户四	10,712.05	4.93%
	客户五	9,567.84	4.40%
	合计	171,213.33	78.81%
2021年	客户一	86,906.98	31.79%
	客户二	48,641.22	17.79%
	客户三	39,516.18	14.46%
	客户四	38,779.82	14.19%
	客户五	14,982.96	5.48%
	合计	228,827.15	83.71%
2020年	客户一	85,394.40	32.18%
	客户二	70,515.60	26.58%
	客户三	37,741.44	14.22%
	客户四	34,585.40	13.04%
	客户五	10,036.90	3.78%
	合计	238,273.75	89.80%

资料来源：公司 2020-2022 年年度报告，中证鹏元整理

从产品类型看，公司耳机类产品以TWS传统耳机为主，受客户和产品结构变动、汇率波动、生产成本等因素影响，产品价格变动导致毛利空间有所波动。2021年由于来源大客户单价较高的产品订单比重增加，耳机产品平均销售价格上升，而由于客户对成本管控亦较严格，而公司相对大客户的议价能力弱，实际产品毛利率有所下滑，2022年耳机产品迭代及国外客户占比提高，较高附加值订单占比提高，同时产品生产重点由东莞转移至江西萍乡拉低人工成本，增加产品毛利空间，耳机产品毛利率大幅提高；产品价格持续下降。公司音箱产品由于产能增长以及主要客户订单增加，音箱销量持续上升，受产品结构变动影响，近年来公司音箱的平均销售价格有所波动。

除传统声学产品外，公司积极拓展新品，2021年骨传导耳机、智能眼镜、智能手表等新品开始实现收入，由于处于起步阶段，新品尚未大规模量产，目前毛利率不高。其中骨传导耳机将是公司声学产品未来重点发展方向，未来伴随健康消费领域市场和用户需求的持续扩大以及骨传导技术的成熟，骨传导耳机市场有望为公司业务拓展带来机会。

表8 2020-2022年公司主要产品销售情况（单位：万个，元/个）

产品	项目	2022年	2021年	2020年
耳机	销量	1,734.00	2,138.10	2,147.15
	价格	96.51	112.02	108.86
	毛利率	18.18%	8.86%	11.80%
音箱	销量	274.60	208.84	168.83
	价格	152.38	133.89	168.27
	毛利率	12.86%	12.88%	5.66%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司以外销为主，外销业务毛利率表现相对较好，但外销客户主要以美元定价，存在一定的汇率风险，2020年和2021年公司外销业务产生汇兑净损失分别为5,784.55万元和1,499.06万元，未来如果人民币出现持续升值，仍可能对公司的利润水平造成不利影响。

表9 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
外销	154,112.84	19.14%	155,976.31	13.06%	178,779.33	12.99%
内销	63,112.24	11.72%	117,395.33	4.92%	86,555.68	8.31%
合计	217,225.08	16.98%	273,371.64	9.57%	265,335.01	11.46%

资料来源：公司2020-2022年年度报告，中证鹏元整理

公司营业成本以材料采购为主，近年材料采购价格相对稳定，供应商较分散；随着生产重心向江西萍乡和越南生产基地转移，有利于人工综合成本的下降

公司营业成本主要由直接材料、直接人工、制造费用等构成，其中直接材料占比80%左右。近年直接材料成本随订单波动，2021年以来因新投产的江西基地智能化提高，加之当地人工成本相对东莞更具优势，直接人工成本及占比持续下降；但同时新基地投产带来折旧增加，制造费用占比提高。

表10 公司成本构成情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重
直接材料	147,219.94	81.64%	197,372.19	79.84%	186,345.69	79.32%
直接人工	16,905.51	9.37%	25,971.73	10.51%	27,988.76	11.91%
制造费用	11,636.45	6.45%	15,203.67	6.15%	11,884.55	5.06%
委外加工费	4,574.34	2.54%	8,675.97	3.51%	8,704.27	3.71%

资料来源：公司2020-2022年年度报告，中证鹏元整理

原材料采购方面，公司采购PCBA、电池、喇叭、包材、集成电路等，其中PCBA和电池的采购额占采购总额的比重较高，分别约为40%和15%。上述原材料市场竞争充分，近年采购单价整体较为稳定。

公司对原材料供应商依赖程度不高且供应商相对稳定。由于电声产品形态多样，所需原材料型号繁

多，公司采购原材料对应的供应商种类亦较多，供应商集中度整体较低。

表11 公司主要原材料单价变动（单位：元/个）

原材料	2022年	2021年	2020年
PCBA	8.33	9.17	10.12
电池	5.48	5.81	6.58
喇叭	2.59	2.55	2.53
包材	0.25	0.26	0.26
集成电路	2.36	1.37	1.42

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职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。近年公司合并报表范围变化情况如下表。截至2023年6月末，公司纳入合并报表范围内的子公司共11家。

表12 公司合并范围变化情况

时间	公司名称	变动方向	取得或处置方式	持股比例
2021年	佳禾创（上海）科技有限公司	新增	投资设立	100%
	东莞市玮轩电子科技有限公司	减少	注销	-
2020年	江西佳禾电声科技有限公司	新增	投资设立	100%
	江西佳芯物联有限公司	新增	投资设立	65%

注：江西佳芯物联有限公司成立时，嘉禾智能出资 65%，后经股权转让，截至 2023 年 6 月末嘉禾智能持股 100%。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

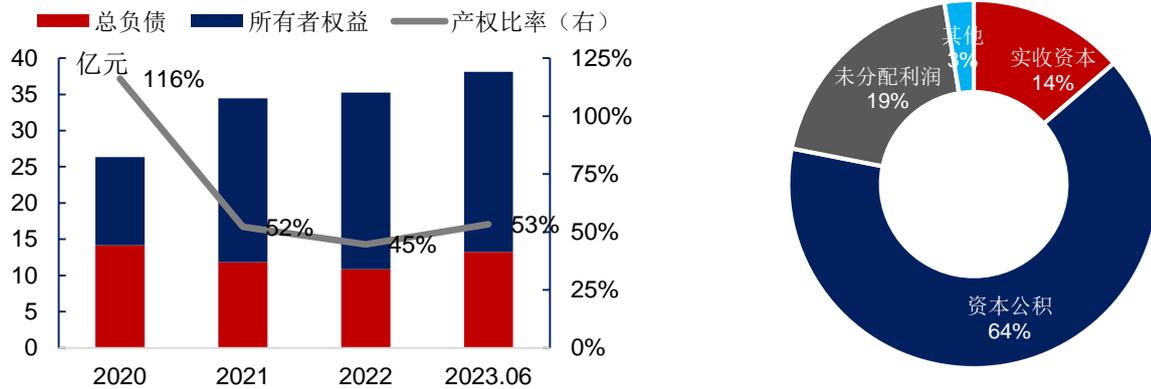
资产结构与质量

得益于IPO和定增募集资金，公司资产规模和资本实力持续提升，资产以货币资金、应收账款、存货和厂房、设备为主，整体资产流动性尚可，但需关注应收账款回收风险和存货跌价风险

得益于首次公开发行股票及向特定对象发行股票募集资金，公司所有者权益以及资产规模持续增长，资本实力增强，2020-2022年末公司产权比率下降，所有者权益对负债的保障程度较好。所有者权益结构方面，以资本公积及未分配利润为主，资本公积主要为公司发行股票所形成。

图 2 公司资本结构

图 3 2023年6月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

继2019年首次公开发行股票后，公司于2021年向特定对象发行股票募集资金总额9.91亿元，当年末公司资产规模同比大幅增加，公司资产结构以流动资产为主，近年投入产能扩建项目增加，非流动资产占比上升，目前资产主要以货币资金、应收账款、厂房、机器设备以及存货为主。

2021年公司定增募集资金，货币资金规模大幅增长，随后公司将资金逐步投至新厂房和产线建设，截至2023年6月末，货币资金余额为6.91亿元，其中定增募集资金存放专户的存款余额为2.60亿元。公司交易性金融资产主要系利用闲余资金购买的理财产品，期限较短，近年来规模有所波动。应收账款主要为应收客户的购货款，近三年公司应收款项规模整体呈下降态势，主要由于自2021年四季度开始销售收入下滑，2023年上半年随着收入增长而回升，应收账款账龄较短，2023年6月末账龄在3个月以内的应收账款占比为89.27%，对前五大应收对象的余额占比为86.22%，款项较为集中，2023年6月末应收账款账面价值占总资产17.05%，占比仍较高，需关注应收账款回收风险。公司存货主要由原材料、库存商品、半成品等构成，近年来存货金额随业务规模波动，截至2023年6月末存货期末余额6.10亿元，其中存货跌价准备0.35亿元，公司主要产品更新迭代速度较快，部分储备原材料可能随着机型变化不再适用，未来仍存在存货跌价风险。

公司固定资产主要为房屋、厂房以及机器设备。随着公司积极布局“东莞-越南-江西”三位一体的生产基地，加速生产线自动化升级和柔性化生产等精益生产战略的实施，公司固定资产规模持续增加，若未来无法实现预期收入，增加的折旧费用可能会影响公司盈利水平。随着江西电声产品和智能穿戴产品生产线建设项目投入，公司在建工程大幅增长，截至2023年6月末该项目仍在建设中。

综合来看，近年来公司资产规模增长较快，主要以货币资金、应收账款、存货以及新建生产基地及扩充产能投入为主，需关注应收账款回收风险和存货跌价风险，截至2023年6月末公司无受限资产，整体资产流动性尚可。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年6月	2022年	2021年	2020年
----	---------	-------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.91	18.18%	9.30	26.39%	13.46	39.07%	5.19	19.69%
交易性金融资产	3.22	8.47%	2.50	7.11%	0.25	0.72%	2.38	9.05%
应收账款	6.48	17.05%	4.42	12.55%	4.89	14.20%	7.71	29.27%
存货	5.75	15.13%	5.66	16.06%	6.59	19.13%	5.13	19.47%
流动资产合计	24.20	63.66%	23.48	66.65%	26.77	77.70%	21.28	80.77%
固定资产	5.76	15.16%	3.88	11.02%	3.92	11.38%	3.10	11.75%
在建工程	4.72	12.42%	4.37	12.40%	1.30	3.77%	0.85	3.21%
非流动资产合计	13.81	36.34%	11.75	33.35%	7.68	22.30%	5.07	19.23%
资产总计	38.01	100.00%	35.23	100.00%	34.45	100.00%	26.35	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

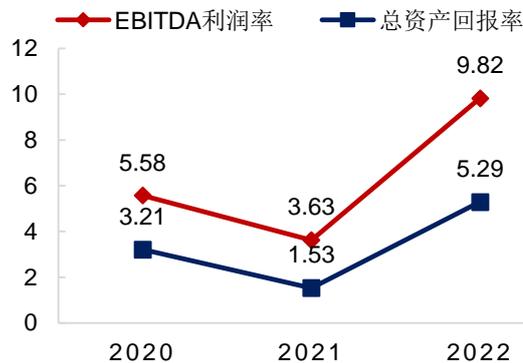
近年公司营业收入和销售毛利率有所波动，产地重心转移在降低人工成本方面有所成效，新建产能释放对公司经营业绩有一定支持，但需要关注产能消化情况以及下游需求不及预期的情况

公司收入主要由耳机业务销售及音箱业务销售构成，近年来公司谋求传统声学产品稳步增长的同时，积极拓展骨传导耳机、智能眼镜、智能手表等新品。公司营业收入呈现波动，2021年产品订单保持增长以及公司积极拓展智能穿戴新品带动收入增长，2022年受下游消费电子需求下降影响，耳机产品订单减少，同时公司减少部分毛利率较低产品订单，整体营业收入下滑，2023年上半年订单量有所回升，实现收入同比略增4.00%。

公司毛利率波动趋势较营业收入有所差异，2020-2021年毛利率持续下降，主要因收入占比超过80%的耳机产品销售业务毛利率持续下降，系公司增加国内客户的合作，该类客户产品型号较为集中，单价较高，但客户对成本管控较严格，导致公司盈利被压缩；2022年以来客户产品更新迭代、公司调整客户和产品结构，毛利率较高产品占比有所增加，同时生产重心由东莞向萍乡和越南生产基地转移，人工综合成本下降，毛利率回升。

公司产品外销占比较大，汇率波动对利润影响较大，2020-2021年公司外销业务产生汇兑净损失分别为5,784.55万元、1,499.06万元，2022年因人民币汇率波动以及进出口结算导致的汇兑收益 5,956.61 万元。综合影响下，近三年公司营业利润和净利润呈波动态势，2022年EBITDA利润率及总资产回报率等盈利能力指标呈现回升。公司新建产能较大，能为业务规模扩展提供支持，但需关注新建产能未来的消化情况。

图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司负债以经营性负债和短期债务为主，定增后资本实力大幅提升，目前杠杆水平较低，现金类资产对短期债务保障程度较高，但扩产仍需较大规模资本投入，存在一定融资需求

公司定增后资本实力提升，收到募集资金后归还部分银行借款，总债务有所回落，2023年6月末债务均为短期债务，银行借款为主要融资渠道。公司银行借款均为短期借款，全部为保证借款，近年短期借款规模有所波动，规模总体不大。应付账款主要系应付供应商货款，账期较短，多在1年以内。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年6月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.89	21.97%	2.81	25.80%	3.81	32.25%	2.63	18.56%
应付账款	9.09	69.07%	7.02	64.55%	7.08	59.92%	10.72	75.72%
流动负债合计	12.80	97.29%	10.49	96.44%	11.60	98.20%	14.13	99.83%
负债合计	13.16	100.00%	10.88	100.00%	11.82	100.00%	14.16	100.00%
总债务合计	2.88	21.91%	2.77	25.47%	3.72	31.48%	1.88	13.26%
其中：短期债务	2.88	21.91%	2.77	25.47%	3.70	31.34%	1.88	13.26%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，公司经营活动现金流以销售回款为主要构成，2020-2022年FFO波动较大，其中2021年为负，主要系公司布局“东莞-越南-江西”三位一体的生产基地，业务规模扩大预期下加大存货储备，采购规模扩大，经营活动现金流出较大。2022年订单下滑，同时公司采用“保业绩、保现金流”经营方针，减少存货储备，FFO回升。

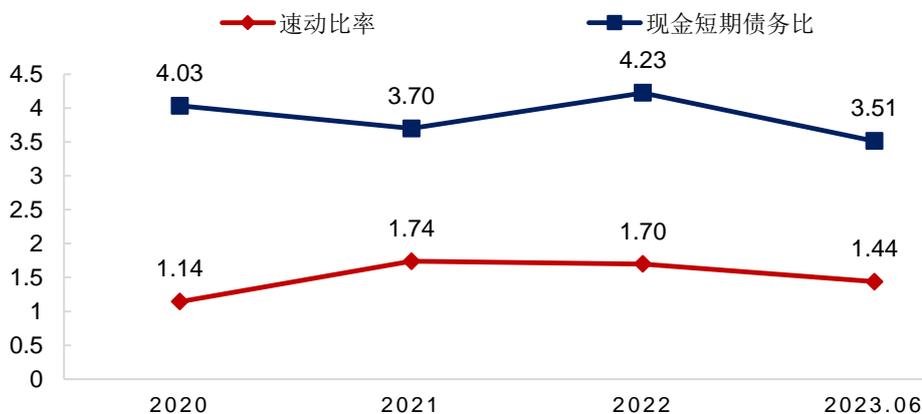
杠杆状况方面，2021年公司定增募资后，资产负债率大幅下降，2023年6月末资产负债率为34.62%，总体杠杆水平不高。近年公司净债务均为负数，使得净债务/EBITDA均为负，公司EBITDA利息保障倍数处于较高水平，各项杠杆指标表现较好，目前偿债压力不大，但考虑到江西萍乡生产基地设计产能较大，未来资本投入仍有一定融资需求。

表15 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年6月	2022年	2021年	2020年
经营活动净现金流（亿元）	1.25	1.36	-1.92	0.99
FFO（亿元）	--	1.68	-0.22	0.73
资产负债率	34.62%	30.87%	34.30%	53.73%
净债务/EBITDA	--	-3.92	-9.29	-3.35
EBITDA 利息保障倍数	--	34.14	10.97	25.75
总债务/总资本	10.39%	10.21%	14.12%	13.34%
FFO/净债务	--	-20.06%	2.36%	-14.62%
经营活动现金流/净债务	-18.00%	-16.29%	20.84%	-19.91%
自由现金流/净债务	17.17%	3.39%	45.44%	14.32%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司速动比率和现金短期债务比有所波动，但均处于较高水平，现金类资产对短期债务的保障程度较好。公司的融资渠道包括股权融资、债权融资等渠道，根据公司提供的数据，截至2023年6月末，公司未使用的银行授信额度为14.22亿元，可为公司提供一定流动支持。

图 5 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 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表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的《佳禾智能科技股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受

到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

安全生产及社会责任方面，根据公司提供的《佳禾智能科技股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》公开资料查询，过去一年，公司未因违规经营、违反政策法规、产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生重大安全事故。

公司治理

公司治理与管理方面，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。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违规事项。截至 2023 年 6 月末，公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 人，董事会设董事长 1 人，公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬和考核委员会、审计委员会 4 个专门委员会。公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名。公司董事肖伟群先生兼任总经理，全面负责公司的日常经营管理活动，保证公司的正常运转，总经理每届任期 3 年，连聘可连任。同时，公司根据自身业务经营与生产管理的特点，设立了经营管理中心、研发中心、采购中心、品质管理中心、调达中心、人力资源管理中心、营销中心、财务中心、行政管理中心等部门，各部门有较明确的管理职责和权限，部门之间建立了适当的职责分工和制度，部门内部也存在相应的职责分工，以保证各项经济业务的授权、执行、记录以及资产的维护与保养分别由不同的部门或者员工相互牵制完成。

未来公司将深入把握电声行业及其下游领域发展趋势，持续布局电声产品的核心领域，加大智能穿戴领域生产研发投入及市场开发力度，通过智能手表、智能眼镜等为公司培育新的盈利增长点。

截至 2023 年 6 月末，公司员工总数为 7,940 人，其中 87.02% 为生产人员，6.36% 为技术员工，技术员工规模相对稳定，生产员工流动性较大，符合行业特征。

表16 截至 2023 年 6 月末公司员工岗位分布及教育程度情况（单位：人）

专业结构	人数	占员工总数比例
生产人员	6,909	87.02%
销售人员	62	0.78%
技术人员	505	6.36%
财务人员	32	0.40%
行政人员	432	5.44%
合计	7,940	100.00%
学历	人数	占员工总数比例
硕士及以上	20	0.25%

大学本科	217	2.73%
大学专科	702	8.84%
大学专科以下	7,001	88.17%
合计	7,940	100.00%

资料来源：公司提供，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 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 8 月 10 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，截至 2023 年 8 月 31 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

本期债券募投项目建成投产后带来的营运现金流是本期债券还本付息的主要来源。根据《佳禾智能科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，年产500万台骨传导耳机项目完全达产后预计可实现年销售收入67,500.00万元，税后内部收益率为16.63%，税后投资回收期6.91年（含建设期）；年产900万台智能手表项目完全达产后预计可实现年销售收入96,300.00万元，税后内部收益率14.20%，税后投资回收期7.57年（含建设期）；年产450万台智能眼镜项目完全达产后预计可实现年销售收入74,250万元，税后内部收益率16.65%，税后投资回收期6.92年（含建设期）。但同时鹏元也关注到，公司募投项目新增产能较多，若相关产品市场开拓不利或新增订单不及预期，募投项目能否实现预期收益存在一定的不确定性。

除本期债券募投项目外，公司日常经营活动获取现金亦是本期债券还本付息资金的重要来源。2020-2022年公司营业收入分别为26.53亿元、27.34亿元和21.72亿元，经营活动现金净流入分别为0.99亿元、-1.92亿元和1.36亿元；但中证鹏元关注到，公司近年盈利和经营活动现金流有所波动。

此外，本期债券为可转换债券，在转股期转股后无需还本付息，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、结论

长期来看，随着技术升级以及产品功能的多样化，以TWS蓝牙耳机、智能音箱为代表的电声行业仍有一定增长空间，公司为国内较知名的电声产品制造商之一，与Harman、Beats、JVC、科大讯飞、安克创新、荣耀、华米等客户建立了紧密的合作关系，未来业务持续性较好。另一方面，由于下游景气度、

行业竞争激烈、汇率波动等影响，公司收入和盈利有所波动，且公司客户集中度高，不利于公司分散经营风险。近年由于公司权益融资募集大量资金，截至2023年6月末，公司资产负债率水平较低，财务弹性尚可，债务规模较小，速动比率和现金短期债务比表现较好。整体来看，公司抗风险能力一般。

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。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。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）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

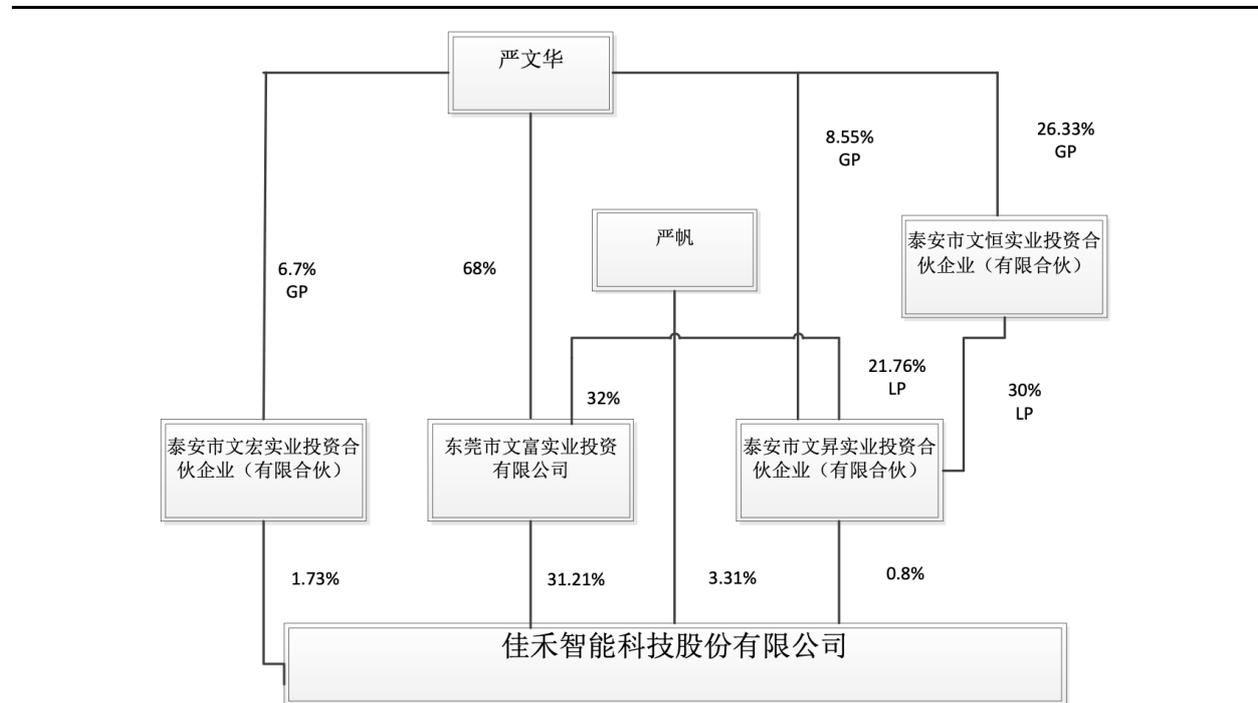
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年6月	2022年	2021年	2020年
货币资金	6.91	9.30	13.46	5.19
交易性金融资产	3.22	2.50	0.25	2.38
应收账款	6.48	4.42	4.89	7.71
存货	5.75	5.66	6.59	5.13
流动资产合计	24.20	23.48	26.77	21.28
固定资产	5.76	3.88	3.92	3.10
在建工程	4.72	4.37	1.30	0.85
非流动资产合计	13.81	11.75	7.68	5.07
资产总计	38.01	35.23	34.45	26.35
短期借款	2.89	2.81	3.81	2.63
应付账款	9.09	7.02	7.08	10.72
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.03	0.00
流动负债合计	12.80	10.49	11.60	14.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	13.16	10.88	11.82	14.16
总债务	2.88	2.77	3.72	1.88
所有者权益	24.85	24.36	22.63	12.19
营业收入	11.34	21.72	27.34	26.53
营业利润	1.08	1.82	0.38	0.70
净利润	0.93	1.74	0.52	0.68
经营活动产生的现金流量净额	1.25	1.36	-1.92	0.99
投资活动产生的现金流量净额	-3.24	-4.45	-0.48	-2.78
筹资活动产生的现金流量净额	-0.44	-1.08	10.76	1.18
财务指标	2023年6月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	2.13	0.99	1.48
FFO(亿元)	--	1.68	-0.22	0.73
净债务(亿元)	-6.95	-8.37	-9.21	-4.96
销售毛利率	18.21%	16.98%	9.57%	11.46%
EBITDA 利润率	--	9.82%	3.63%	5.58%
总资产回报率	--	5.29%	1.53%	3.21%
资产负债率	34.62%	30.87%	34.30%	53.73%
净债务/EBITDA	--	-3.92	-9.29	-3.35
EBITDA 利息保障倍数	--	34.14	10.97	25.75
总债务/总资本	10.39%	10.21%	14.12%	13.34%
FFO/净债务	--	-20.06%	2.36%	-14.62%

速动比率	1.44	1.70	1.74	1.14
现金短期债务比	3.51	4.23	3.70	4.03

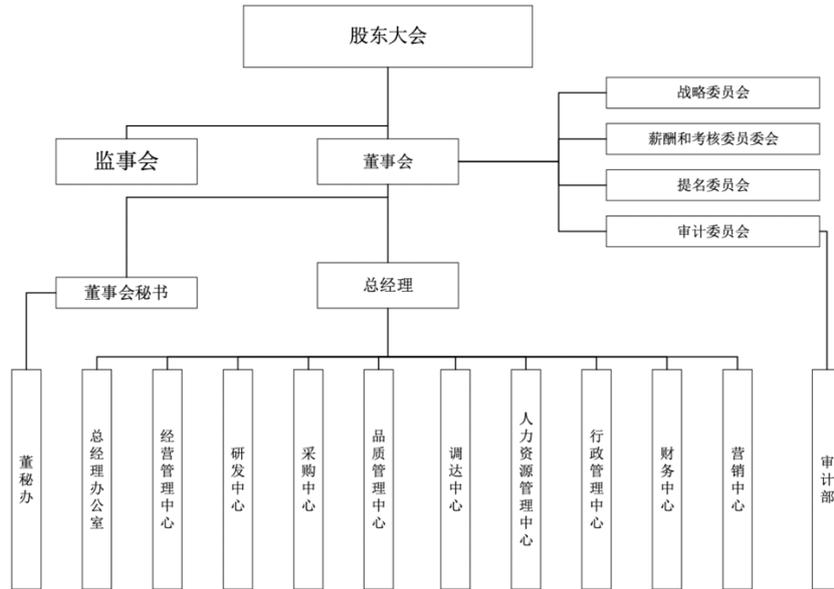
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例（%）	业务性质
东莞市佳禾电声科技有限公司	15,500	100.00	制造业
佳禾声学（香港）有限公司	-	100.00	进出口贸易
广东思派康电子科技有限公司	5,000	100.00	制造业
广东贝贝机器人有限公司	10,000	100.00	制造业
江西佳禾电声科技有限公司	5,000	100.00	制造业
深圳声氏科技有限公司	200	100.00	贸易
东莞佳禾贸易有限公司	2,000	100.00	贸易
江西佳芯物联有限公司	8,000	100.00	制造业
佳禾创（上海）科技有限公司	2,000	100.00	制造业
佳禾越南有限公司	-	100.00	制造业
香港思派康电子科技有限公司	-	100.00	进出口贸易

注：广东贝贝机器人有限公司已于2023年7月更名为“广东佳禾新能源有限公司”，同时注册资本由10,000万元调整为3,000万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。

b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。