

# 佳禾智能科技股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【269】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。

# 佳禾智能科技股份有限公司相关债券2026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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
佳禾转债	A+	A+

## 评级日期

2026年6月24日

## 联系方式

**项目负责人：**游云星  
 youyx@cspengyuan.com

**项目组成员：**李莹莉  
 liyl@cspengyuan.com

**评级总监：**

**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，跟踪期内仍保持一定的研发能力，客户资源较优，杠杆水平较低，现金类资产充足，偿债压力可控。同时中证鹏元也关注到行业竞争加剧，终端需求趋弱，产品价格竞争激烈，公司业绩有所下滑、毛利率承压，公司仍存在订单调整压力；公司通过收购下游品牌商推动公司商业模式转型，但需关注跨国企业收购及经营管理亦存在较大挑战。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	40.46	40.62	43.75	32.63
归母所有者权益	28.25	28.37	30.46	25.03
总债务	4.14	4.62	5.52	0.38
营业收入	4.80	21.15	24.67	23.77
净利润	-0.09	-1.55	0.41	1.32
经营活动现金流净额	1.30	-1.23	3.51	3.26
净债务/EBITDA	--	-12.64	-7.48	-2.88
EBITDA 利息保障倍数	--	8.30	6.30	60.49
总债务/总资本	12.78%	14.02%	15.32%	1.50%
FFO/净债务	--	-0.25%	-5.87%	-28.63%
EBITDA 利润率	--	4.53%	7.62%	11.17%
总资产回报率	--	-2.89%	2.01%	4.44%
速动比率	3.21	3.29	2.99	2.14
现金短期债务比	--	33.52	13.43	22.74
销售毛利率	8.34%	12.90%	14.85%	18.18%
资产负债率	30.17%	30.16%	30.33%	23.24%

注：2023-2025年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致。  
 资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 正面

- **公司保持一定的研发能力，客户资源较优。**公司为国内较知名的电声产品制造商之一，已拥有发明专利及在审发明专利数量较多，与全球顶尖的电声/智能穿戴品牌商、互联网品牌商保持长期合作关系，主要客户较为优质。
- **公司偿债压力可控。**截至 2026 年 3 月末，公司现金类资产 17.80 亿元，存续债券余额 4.31 亿元，剔除计划用于境外收购的资金后，公司现金类资产对债务的覆盖程度仍较高。

## 关注

- **竞争加剧，公司仍存在订单调整压力。**2025 年公司对海外第一大客户的收入下滑 47.15%，虽然境内客户订单增长但难以补足下滑缺口，公司营业收入同比降低 14.25%。2025 年末公司前五大客户销售额占比 80.96%，客户集中度仍较高，当前电声产品 ODM 竞争加剧，需持续关注主要客户供应链结构调整情况。
- **电声终端需求趋弱、产品价格竞争激烈，2025 年公司由盈转亏。**公司以耳机产品销售为主，因外销订单减少，境内客户对成本管控较为严格，2025 年公司耳机产品毛利率下滑 4.04 个百分点，同时音箱产品因客户调整销量大幅下降。在下游终端需求趋弱及竞争加剧的背景下，公司产品毛利率水平仍存在较大波动风险。
- **需持续关注拜雅德国与公司的业务整合发展情况。**本期债券募集资金用途变更为收购德国高端音频品牌商拜雅德国，公司探索以本次收购为契机推动商业模式从单一 ODM 代工向“ODM+OBM”双轮驱动转型，但需关注本次收购评估增值率较高且收购标的资产负债率较高，跨国企业整合发展亦面临文化、合规、监管等管理挑战。若未来该标的公司经营未达预期，公司或出现较大的债务管理压力及商誉减值风险。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司具备一定研发能力和客户优势，产能布局较充足，现金类资产充裕，财务风险相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元、%、天）

项目	歌尔股份	佳禾智能	朝阳科技	瀛通通讯	天键股份
营业收入	965.50	21.15	18.18	8.43	18.64
营业收入同比	-4.36	-14.25	4.85	3.40	-16.31
销售毛利率	11.80	12.90	21.84	18.61	12.40
净利率	3.97	-7.33	4.07	-8.35	-1.76
净营业周期	15.93	52.14	44.15	13.87	60.55

注：以上均财务指标为 2025 年末/度数据。

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方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

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	6/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	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		7/9
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。

### 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
佳禾转债	10.04	4.31	2025-9-8	2030-1-4

## 一、 债券募集资金使用情况

公司于2024年1月发行6年期10.04亿元佳禾转债，截至2026年6月8日，佳禾转债募集资金专项账户余额为7.34亿元。“佳禾转债”自2024年7月10日起进入转股期，当前转股价格13.46元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价12.45元/股。

佳禾转债募集资金原计划用于年产500万台骨传导耳机项目、年产900万台智能手表项目、年产450万台智能眼镜项目以及补充流动资金，2025年8月公司变更募集资金用途，将佳禾转债尚未投入的募集资金7.04亿元及其利息收入、理财收益用于收购BD KG<sup>1</sup>全部有限合伙权益、BD GmbH 全部股份及BD KG 的股东借款（本文简称“拜雅德国”）。截至2026年6月11日，该笔收购交割已完成。

本次收购将重塑公司业务生态，但需持续关注拜雅德国与公司的业务整合发展情况。拜雅德国是德国高端音频品牌商，现有产品涵盖专业创作耳机、游戏耳机、无线音频设备等，销售网络覆盖欧洲、美国、中国等。公司探索以此为契机推动商业模式从单一ODM代工向“ODM+OBM”双轮驱动转型，预计本次收购可扩充公司业务范围、加速全球布局和市场拓展。需要注意的是，截至评估基准日2025年5月31日，BD KG的全部合伙权益价值为人民币88,800万元，较审计后的合并报表归属于母公司的所有者权益账面值6,151.44万元，评估增值率较高，同时2025年5月末BD KG的资产负债率为81%，若未来该标的公司经营未达预期，公司或出现较大的债务管理压力及商誉减值风险。此外跨国企业整合发展亦面临文化、合规、监管等管理挑战。

## 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均未发生变更。截至2026年3月末，公司股本为3.81亿元，第一大股东东莞市文富实业投资有限公司（以下简称“文富公司”）持有公司26.74%的股权，较2024年末的持股比例27.75%有所降低，严帆持有公司2.94%的股权，公司实际控制人为严文华、严帆，合计持有公司29.68%的股权。公司实际控制人持股无质押。

跟踪期内，公司以股权转让方式处置子公司1家，新设新加坡子公司Cosonic International Pte. Ltd.（以下简称“佳禾国际”）。佳禾国际为拜雅德国收购事项的实施主体。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实**

<sup>1</sup> “BD KG” 全称为 Beyerdynamic GmbH & Co. KG、“BD GmbH” 全称为 BEYER DYNAMIC Verwaltungs-GmbH。

## 现“十五五”良好开局

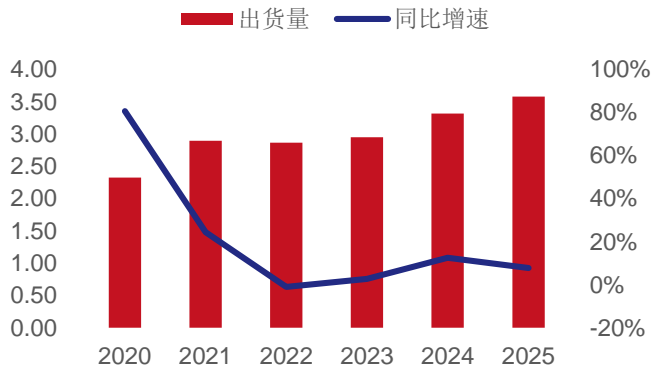
2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

### 行业环境

**技术创新和产品迭代驱动消费电子结构性复苏，开放式耳机延续高速增长，但电声终端产品同质化突出、价格竞争激烈，且随着贸易形势复杂多变，电声制造厂整体面临较大的成本控制压力**

AI 驱动、产品创新迭代等深刻影响电声终端产品需求。消费电子行业整体呈现结构性复苏，AI 赋能、智能交互、健康监测等创新品类快速起量，传统品类陷入存量博弈，行业从普涨转向技术驱动与结构优化阶段。产品格局方面，以耳夹式、骨传导为代表的开放式耳机（OWS）延续高速增长，AI 耳机快速普及，传统品类 TWS 耳机增长动能不足，据 Canalys 数据，2025 年全球 TWS 出货量攀升至 3.58 亿台，同比增长 7.83%，其中 OWS 耳机同比增长高达 127%。预计未来依托技术创新与产品快速迭代，电声终端产品向高端化、智能化升级，行业仍具备一定的增长动能。

图1 2025年全球TWS耳机出货量延续增长（单位：亿台）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

电声终端产品竞争较激烈，产品价格下探倒逼中游制造厂商加强成本控制。电声行业主要有品牌商、制造商两类竞争主体：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。其中苹果（含Beats）、小米、三星、华为等头部品牌的TWS 耳机占据主导地位，市场份额合计超六成，同时有Nothing、安克旗下 Soundcore 等新兴品牌通过性价比和创新设计抢占中端市场。近年来终端产品同质化现象突出，各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。

电声行业中游制造商议价能力不强，面临较大的成本控制压力。制造商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，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，现已经进入全球知名消费电子品牌的供应链当中，服务于国际品牌苹果、三星、哈曼等。但中游制造商多数对客户依赖度较高，面对下游大客户议价能力较低，成本转嫁能力较弱，随着市场竞争日趋激烈、电声产品价格下探，终端产品价格竞争倒逼电声制造商必须通过成本控制以维持自身的利润空间。

制造厂加大海外产能布局以应对外部环境变化，但同时面临成本上升压力。随着国际贸易形势复杂多变，叠加我国劳动力成本上升，多家制造商在东南亚等地建厂，布局多产地协调生产。但需要关注的是，多地一体的产能布局有利于灵活应对贸易环境变化，但同时面临货物流转及多地协调管理成本上升压力，制造厂的盈利空间或受到一定影响。

**表1 我国部分电声产品制造商近年多地产能布局明细**

公司	产能布局及近期产能变化情况
歌尔股份	目前已形成潍坊—荣成—青岛—越南多基地协同，目前在青岛 VR/AI 布局新产线，潍坊、越南基地产能扩张
国光电器	目前已形成广州—梧州—江西—越南多基地布局，2025 年主要基地均已投产
佳禾智能	目前已形成江西-东莞-越南多基地布局，2025 年主要基地均已投产

资料来源：各上市公司披露公告，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

公司收入仍主要来源于耳机、音箱和智能穿戴类产品，2025年营收大幅下降，毛利率仍持续下滑，主因公司境外核心客户供应链结构调整，境内客户订单虽有增长但难以补足缺口。因下游终端需求变化及竞争加剧，公司客户结构变化带动主要产品结构及毛利率亦发生变化，耳机产品平均单价降低，毛利率下降；音箱产品销量大幅下滑。随着拜雅德国收购落地，预计未来公司业务范围扩大，营业收入结构或出现较大变化，需持续关注拜雅德国整合及经营情况。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
耳机	3.67	76.41%	8.19%	16.66	78.75%	12.31%	19.06	77.25%	16.34%
音箱	0.21	4.30%	10.86%	0.82	3.89%	19.56%	2.75	11.16%	12.31%
智能穿戴产品	0.36	7.55%	5.72%	2.26	10.68%	13.35%	2.07	8.38%	4.42%
其他	0.56	11.74%	10.11%	1.41	6.68%	15.26%	0.79	3.20%	15.12%
<b>合计</b>	<b>4.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.34%</b>	<b>21.15</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.90%</b>	<b>24.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.85%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户集中度很高，收入规模易受重点客户的订单量影响出现波动，在贸易环境复杂多变、下游终端需求趋弱及竞争加剧的背景下，公司来自重点客户的订单量及产品毛利率水平仍存在较大波动风险

公司持续聚焦全球头部品牌客户，前5大客户销售额占公司营业收入比重超80.00%，其中境外第一大客户为海外终端品牌客户，贸易环境的不利变化增加了客户供应链管理风险，近年该客户持续调整ODM供应商结构，导致公司对其订单量持续减少，公司对其收入从上年的12.11亿元减少至6.40亿元，同比降低47.15%。境内客户二订单持续增长，2025年成为公司第一大客户，预计未来公司与其合作将保持稳定。

**表3 公司前五大客户销售情况（单位：亿元）**

年度	前五大客户	销售额	主要销售产品	销售额占营业收入比重
2025年	客户二	7.06	耳机	33.39%
	客户一	6.40	耳机、音箱	30.28%
	客户四	1.79	耳机、智能穿戴产品	8.45%
	客户五	1.01	耳机	4.77%
	客户六	0.86	耳机、音箱	4.07%
	<b>合计</b>	<b>17.12</b>	<b>--</b>	<b>80.96%</b>
2024年	客户一	12.11	耳机、音箱	49.08%
	客户二	5.90	耳机	23.91%
	客户三	1.23	耳机	4.99%
	客户四	1.06	耳机、智能穿戴产品	4.30%

客户五	1.04	耳机	4.22%
<b>合计</b>	<b>21.34</b>	<b>--</b>	<b>86.50%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产品结构方面，因市场需求变化及客户结构调整，2025年公司耳机产品、智能穿戴产品销量同比小幅下滑，音箱产品销量大幅下降。耳机仍是公司核心产品，但因境内客户成本管控要求及客户结构变化，产品毛利率同比下滑4.04个百分点。公司仍积极布局智能眼镜、智能录音设备、小型桌面陪伴机器人等品类。

**表4 公司主要产品产销量情况（单位：万个）**

产品	项目	2025年	2024年
耳机	产量	2,006.67	2,232.06
	销量	2,037.14	2,101.70
	毛利率	12.31%	16.34%
音箱	产量	26.15	201.8
	销量	28.64	222.35
	毛利率	19.56%	12.31%
智能穿戴产品	产量	121.48	157.37
	销量	159.97	166.03
	毛利率	13.35%	4.42%

资料来源：公司提供

受产品定位、市场竞争环境等因素影响，外销毛利率较高，而境内客户拥有成熟的产品生态链系统，对成本管控较为严格，毛利率很低。2025年受境外大客户高毛利的订单量减少、境内客户订单增加带来的产品结构调整，公司整体毛利率下降，未来境内外客户订单调整及毛利率差异仍可能对公司盈利造成波动。

**表5 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）**

项目	2025年		2024年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
外销	15.11	16.51%	17.35	20.00%
内销	6.04	3.88%	7.31	2.64%
<b>合计</b>	<b>21.15</b>	<b>12.90%</b>	<b>24.67</b>	<b>14.85%</b>

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

**“东莞-越南-江西”三地产能布局及调配基本完成，预计未来1-2年资本开支规模较小**

2025公司将江西生产基地部分产线转移至越南生产基地，当前已形成“东莞-越南-江西”三地产能布局，2025年末三地的产能占比分别约26%、34%、40%。定位方面，东莞基地仍主要定位小批量、新品研发、复杂品类等；江西基地定位于大批量自动化产线，但其折旧及减值对公司利润影响较大；越南基地系跟随海外终端客户推动国内产能向东南亚等地转移趋势而建。未来公司将根据外部贸易环境、客户订单、当地用工情况等因素灵活调整各地生产节奏，但同时也可能带来货物流转及单耗管理成本上升

压力。

**表6 公司生产基地情况**

生产基地	位置	主要产品及相应产能	2025 年年产能（万个）
东莞	广东省东莞市石排镇	耳机、音箱、智能穿戴	719.85
江西	江西省萍乡市上栗县	耳机、音箱	1,085.73
越南	越南国永福省平川县	耳机、音箱、智能穿戴	924.96
合计			<b>2,730.54</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在电声领域保持一定的研发能力，持续在新品设计、技术创新等方面保持较大研发投入，有效专利数较多

虽然2025年面临营收和利润的压力，但公司仍维持一定的研发投入。截至2025年末，公司已拥有有效专利授权883个，其中中国发明专利124个；截至2026年4月，公司在审的中国发明专利149项，形成了平面振膜Hifi 电声技术、主动降噪、生理参数监测技术、3D 声场技术、骨传导减震降漏等多项核心技术。

**表7 公司研发投入情况**

项目	2025 年	2024 年
研发人员数量（人）	450	587
公司研发投入金额（万元）	12,021.91	12,868.68
占营业收入比例	5.68%	5.22%

资料来源：公司 2024-2025 年年报，中证鹏元整理

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

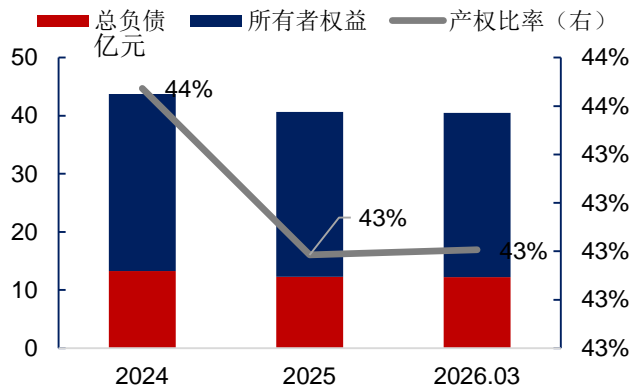
以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

2025 年公司经营承压叠加资产减值，盈利能力有所下滑，未来公司经营竞争仍较为激烈，需持续关注拜雅德国后续经营情况及对公司盈利的影响；剔除计划用于境外收购的资金后，公司现金类资产仍较为充裕，杠杆水平不高，公司偿债压力可控

### 资本实力与资产质量

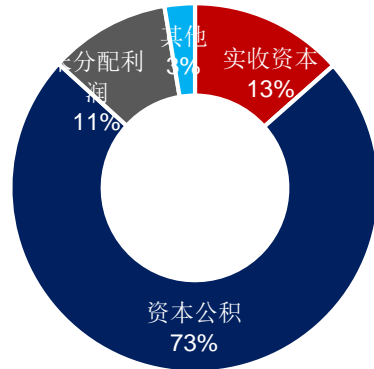
受当期亏损影响，2025年末公司所有者权益小幅下降，同时负债总额亦随着经营规模下降，综合影响下公司产权比率小幅下降，所有者权益对负债的保障程度仍较好。2026年3月末公司所有者权益主要由IPO及可转债形成的股本溢价及实收资本构成。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产流动性较好，现金类资产占比较高。受理财资金到期节奏等影响，公司交易性金融资产、货币资金规模存在波动；2026年3月末公司现金类资产<sup>2</sup>17.80亿元，占总资产的44.01%。固定资产主要系3个生产基地及松山湖总部运营中心，2025年因江西生产基地计提减值准备0.71亿元，期末固定资产规模同比有所下滑。应收账款客户集中度较高，主要在一年以内，主要客户回款情况较好。存货主要为库存商品、原材料和发出商品，2025年末存货减值余额为0.44亿元，主因客户对 ODM 供应商结构调整以及部分产品机型迭代。考虑到公司产品定制化程度较高，易受客户订单调整等因素影响存货价值，公司存货仍面临较大的减值风险。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.81	19.31%	13.75	33.84%	9.19	21.01%
交易性金融资产	9.98	24.66%	3.61	8.88%	11.07	25.30%
应收账款	3.77	9.33%	4.75	11.70%	4.02	9.18%
存货	4.87	12.04%	4.41	10.84%	4.88	11.16%
<b>流动资产合计</b>	<b>28.93</b>	<b>71.51%</b>	<b>29.15</b>	<b>71.76%</b>	<b>30.62</b>	<b>69.99%</b>
固定资产	8.69	21.48%	8.81	21.69%	9.73	22.24%
<b>非流动资产合计</b>	<b>11.53</b>	<b>28.49%</b>	<b>11.47</b>	<b>28.24%</b>	<b>13.13</b>	<b>30.01%</b>
<b>资产总计</b>	<b>40.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>43.75</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 盈利能力

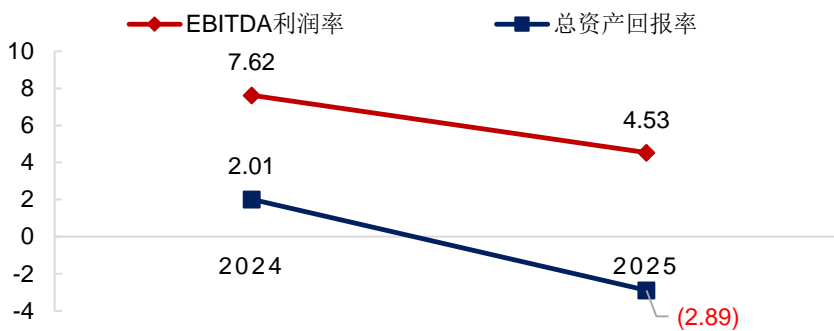
公司盈利下降，未来仍可能波动。受客户结构调整和产品及技术迭代影响，公司营业收入及毛利率均有所下滑，同时江西生产基地计提较大规模的固定资产减值、收购拜雅德国及优化人员带来

<sup>2</sup> 现金类资产=未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据

管理费用增长、美元汇兑损失等导致各项成本增加，2025年公司净利润由盈转亏，核心盈利能力指标持续下滑。公司在产业链中议价能力不强，产品毛利空间或被终端品牌客户持续压缩，叠加消费电子领域产品迭代更新快，公司仍需保持较大规模研发投入，且外部贸易环境复杂多变，产能调配至越南或导致制造成本上升等因素，未来公司ODM业务盈利仍可能存在一定波动。

拜雅德国收购落地或能为公司带来一定的收入增长，但跨国企业整合经营亦存在较大挑战；该笔收购评估增值率较高，需关注未来拜雅德国经营情况及商誉减值风险。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司杠杆水平较低，2025年以来总债务规模持续减少，且以本期债券形成的刚性债务为主，截至2026年3月末本期债券转股率已达57%，存续债券为4.31亿元，公司偿债能力指标表现较好。应付账款均为应付原材料和设备采购款。因四季度回款放缓，2025年公司经营活动现金流转为流出，需持续关注公司运营周转效率。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.20	1.65%	0.86	7.03%	1.60	12.06%
应付账款	6.02	49.29%	5.48	44.76%	6.11	46.04%
合同负债	0.66	5.43%	0.41	3.37%	0.13	1.02%
<b>流动负债合计</b>	<b>7.50</b>	<b>61.47%</b>	<b>7.53</b>	<b>61.45%</b>	<b>8.61</b>	<b>64.85%</b>
应付债券	4.13	33.83%	4.11	33.52%	4.01	30.20%
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.70</b>	<b>38.53%</b>	<b>4.72</b>	<b>38.55%</b>	<b>4.66</b>	<b>35.15%</b>
<b>负债合计</b>	<b>12.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.27</b>	<b>100.00%</b>
总债务	4.14	33.90%	4.62	37.74%	5.52	41.57%
其中：短期债务	0.01	0.21%	0.52	11.18%	1.51	27.35%
长期债务	4.13	99.79%	4.11	88.82%	4.01	72.65%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

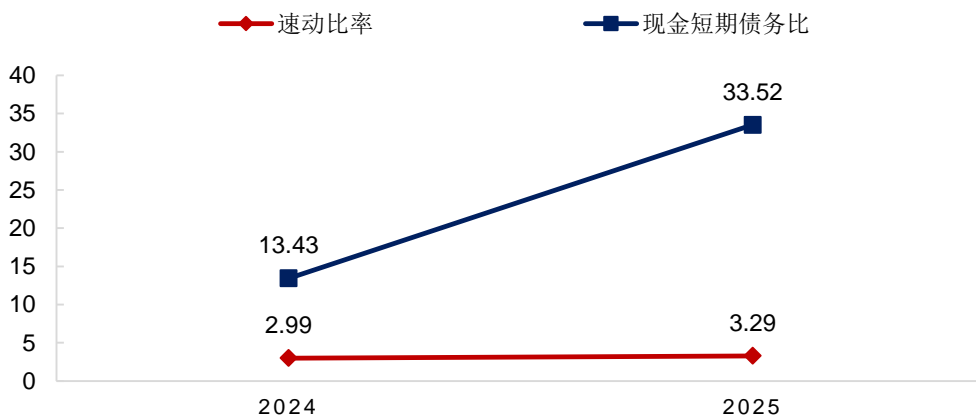
表10公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	1.30	-1.23	3.51
FFO（亿元）	--	0.03	0.83
资产负债率	30.17%	30.16%	30.33%
净债务/EBITDA	--	-12.64	-7.48
EBITDA 利息保障倍数	--	8.30	6.30
总债务/总资本	12.78%	14.02%	15.32%
FFO/净债务	--	-0.25%	-5.87%
经营活动现金流净额/净债务	--	10.18%	-24.92%
自由现金流/净债务	--	16.11%	-9.49%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率表现较好，2025年末速动比率及现金短期债务比均处于较高水平。随着本期债券募投资金的使用，公司现金类资产有所减少，但对短期债务的覆盖程度仍较好。公司作为上市公司，融资渠道相对多样，尚有一定规模的未使用银行授信额度，具有一定的融资弹性。

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，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2023年1月1日至报告查询日（2026年6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；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，截至报告查询日（2026年6月15日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

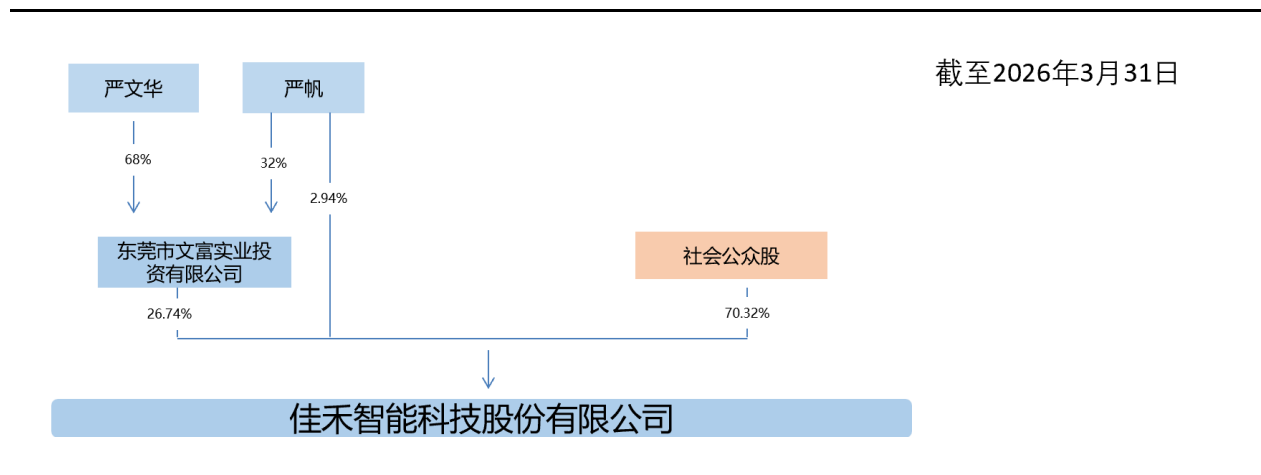
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	7.81	13.75	9.19	7.79
交易性金融资产	9.98	3.61	11.07	0.85
存货	4.87	4.41	4.88	4.69
流动资产合计	28.93	29.15	30.62	19.88
固定资产	8.69	8.81	9.73	9.61
非流动资产合计	11.53	11.47	13.13	12.75
资产总计	40.46	40.62	43.75	32.63
短期借款	0.20	0.86	1.60	0.42
应付账款	6.02	5.48	6.11	5.96
一年内到期的非流动负债	0.01	0.02	0.01	0.00
流动负债合计	7.50	7.53	8.61	7.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	4.13	4.11	4.01	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	4.70	4.72	4.66	0.47
负债合计	12.21	12.25	13.27	7.58
总债务	4.14	4.62	5.52	0.38
长期债务	4.13	4.11	4.01	0.00
所有者权益	28.25	28.37	30.48	25.05
营业收入	4.80	21.15	24.67	23.77
营业利润	-0.13	-1.33	0.47	1.48
净利润	-0.09	-1.55	0.41	1.32
经营活动产生的现金流量净额	1.30	-1.23	3.51	3.26
投资活动产生的现金流量净额	-6.64	4.20	-12.16	-1.78
筹资活动产生的现金流量净额	-0.52	-1.54	9.92	-2.94
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	0.96	1.88	2.66
FFO（亿元）	--	0.03	0.83	2.19
净债务（亿元）	--	-12.11	-14.07	-7.64
销售毛利率	8.34%	12.90%	14.85%	18.18%
EBITDA 利润率	--	4.53%	7.62%	11.17%
总资产回报率	--	-2.89%	2.01%	4.44%
资产负债率	30.17%	30.16%	30.33%	23.24%
净债务/EBITDA	--	-12.64	-7.48	-2.88
EBITDA 利息保障倍数	--	8.30	6.30	60.49
总债务/总资本	12.78%	14.02%	15.32%	1.50%
FFO/净债务	--	-0.25%	-5.87%	-28.63%

经营活动现金流净额/净债务	--	10.18%	-24.92%	-42.68%
速动比率	3.21	3.29	2.99	2.14
现金短期债务比	--	33.52	13.43	22.74

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 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
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+经调整所有者权益
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

## 附录四 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