

# 浙江嘉益保温科技股份有限公司 相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【258】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。

## 浙江嘉益保温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
嘉益转债	A+	A+

### 评级观点

本次等级的评定是考虑到跟踪期内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）仍坚持与大客户深度合作战略，下游主要客户整体信用度较高，回款较为及时，主业获现能力较强，且各项偿债指标表现仍较好，整体债务压力不大。但中证鹏元也关注到，2025年以来美国关税与贸易政策多变，Stanley等美国保温杯品牌格局发生变更，且人民币兑美元持续升值，公司对美国销售收入与占比仍较大，未来仍面临外销毛利率下行、汇兑损失等经营业绩压力，且公司对下游单一大客户依存度仍较大，其经营策略变动将对公司生产经营产生较大冲击。

### 评级日期

2026年06月25日

### 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	26.23	26.04	28.38	16.43
归母所有者权益	18.53	18.08	19.65	13.06
总债务	4.34	4.36	3.79	0.31
营业收入	4.24	23.53	28.36	17.75
净利润	0.61	4.37	7.33	4.72
经营活动现金流净额	0.72	8.11	4.97	5.77
净债务/EBITDA	--	-0.48	-0.36	-1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	24.44	145.99	360.04
总债务/总资本	18.96%	19.42%	16.19%	2.33%
FFO/净债务	--	-174.43%	-244.90%	-85.96%
EBITDA 利润率	--	25.50%	31.53%	32.17%
总资产回报率	--	18.98%	38.70%	39.37%
速动比率	3.36	2.92	2.65	2.68
现金短期债务比	11.80	8.45	18.29	21.20
销售毛利率	25.48%	30.23%	37.67%	40.72%
资产负债率	29.35%	30.57%	30.78%	20.51%

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

### 联系方式

项目负责人：高爽  
gaos@cspengyuan.com

项目组成员：关耀达  
guanyd@cspengyuan.com

项目组成员：施雨希  
shiyx@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- 跟踪期内公司与下游优质客户仍保持深度合作关系，回款较为及时，主业获现能力仍较强。跟踪期内，公司与下游优质客户 Pacific Market International,LLC（以下简称“PMI”）仍保持深度合作关系，PMI 作为全球领先食品饮料容器设计、制造与销售企业，拥有 Stanley 等众多国际知名保温器皿品牌，整体信用度较高，回款较为及时，在北美保温杯品牌格局变更背景下 2025 年公司收现比仍大于 100%，主业获现能力较强。
- 公司财务杠杆水平仍较低，各类偿债指标仍表现较好。公司负债与债务规模不大，债务仍以“嘉益转债”为最主要构成，跟踪期内财务杠杆水平仍相对较低，2025 年以来债务规模小幅上升，但各类偿债指标表现仍较好，且净债务持续为负，整体债务压力不大。

## 关注

- 跟踪期内公司经营业绩出现下滑，未来仍需关注产能转移、品牌竞争等因素对公司业绩造成的短期冲击。2025 年以来部分国内保温杯产品产能逐步向东南亚等国转移，但公司越南新生产基地尚处产能爬坡阶段，部分产线产品需重新认证与测试，导致部分订单延期，同时 2025 年下半年 PMI 旗下 Stanley 等知名品牌格局发生变更，综合影响致使 2025 年与 2026 年 1-3 月公司营业收入分别同比减少 17.03%与 41.00%，归母净利润同比分别下滑 40.36%与 59.55%。
- 公司对美国销售占比较高，未来仍需关注美国关税政策多变及人民币兑美元升值或将对公司经营业绩造成负面影响。2025 年以来美国先后出台“对等关税”、全球临时进口附加税等关税保护政策，2025 年公司对美国销售收入及占比同比均有所减少，但占比仍过半，且 2025 年 4 月以来人民币兑美元持续升值，未来仍需关注美国关税与贸易政策变动及人民币兑美元升值或将对公司经营业务造成负面影响。
- 公司主要客户集中度高，仍需关注对单一客户的依存风险。跟踪期内公司业务开展仍以 OEM/ODM 模式为主，为 PMI 等国际品牌商提供出口代工服务，2025 年 PMI 仍为公司第一大客户，受美国关税与贸易政策多变以及 PMI 旗下 Stanley 品牌保温杯 2025 年去库存调整影响，当年公司经营业绩同比出现一定下滑，未来仍需关注 PMI 经营策略变动对公司的影响。

## 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 2025 年以来美国关税与贸易保护政策虽持续多变，但美国等北美市场仍是中国保温杯出口的最主要区域，公司与 PMI 等国际知名品牌持续保持深度合作关系，且随着越南新生产基地逐步投产，公司境外产业链布局将更加完善。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	哈尔斯	同富股份	嘉特股份	公司
资产总额	39.95	26.09	13.95	<b>26.04</b>
营业收入	32.38	29.14	11.42	<b>23.53</b>
净利润	0.70	1.61	0.92	<b>4.37</b>
销售毛利率	25.30%	24.47%	25.92%	<b>30.23%</b>
资产负债率	58.47%	49.49%	34.52%	<b>30.57%</b>

注：以上数据为 2025 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
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_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	9/9
	行业&经营风险状况	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					<b>a+</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>A+</b>

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
嘉益转债	3.98	3.96	2025-06-24	2030-11-07

## 一、 债券募集资金使用情况

“嘉益转债”募集资金原计划用于越南年产1,350万只不锈钢真空保温杯生产建设项目、年产1,000万只不锈钢真空保温杯生产线建设项目和补充流动资金。截至2025年末，“嘉益转债”募集资金专项账户均已销户。

“嘉益转债”已于2025年5月13日进入转股期，2025年10-12月，公司先后因2025年半年度利润分配、限制性股票激励计划实施与股票回购注销等因素调整“嘉益转债”转股价格，目前最新转股价格为79.66元/股。截至2026年3月末，“嘉益转债”剩余3,955,165张，已转股占比为0.61%。截至2026年6月16日收盘，公司股价为34.56元/股，“嘉益转债”价格为125.59元/张，转股溢价率为189.48%；同时根据公司公告，自2026年5月27日起6个月内（至2026年11月26日），若再次触发“嘉益转债”转股价格向下修正条款，亦不提出向下修正方案。

## 二、 发行主体概况

2025年以来，公司名称与实际控制人均未发生变化。截至2026年3月末，浙江嘉韶云华投资管理有限公司（以下简称“嘉韶云华”）持有公司47.26%股权，为公司控股股东，戚兴华与陈曙光夫妇合计直接持有公司15.75%股权与嘉韶云华100.00%股权，合计持有公司63.01%股权，公司实际控制人仍为戚兴华与陈曙光夫妇；同时戚兴华直接持有武义嘉金投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉金投资合伙”）5.60%股权并担任执行事务合伙人，嘉金投资合伙直接持有公司9.00%股权。截至2026年3月末，公司控股股东与实际控制人均无股权质押或冻结情形。公司股权结构图详见附录二。

2026年6月9日，公司发布《浙江嘉益保温科技股份有限公司关于控股股东增持公司股份计划的公告》，称公司控股股东嘉韶云华计划在6个月内以自有资金或自筹资金通过集中竞价方式增持公司股份，增持金额不低于人民币4,000万元且不超过8,000万元，本次增持不设定价格区间，择机实施增持计划。

2025年10月，公司新设立全资子公司CAMET TECH MATERIALS PTE.LTD，截至2025年末纳入公司合并范围的子公司增至7家，子公司明细详见附录三。

## 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；宏观政策好用用足，货币政策精准灵活，努力实现“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

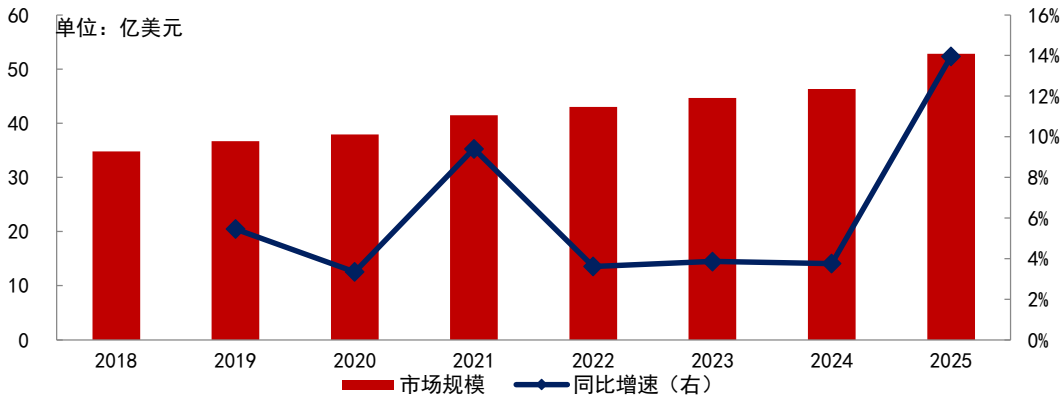
水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于民、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、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，努力实现“十五五”良好开局。

## 行业环境

**国际保温器皿市场规模持续提升，中国仍为全球主要的保温杯生产国，产业链集群特征明显，但受国际贸易政策多变与成本因素影响，近年来中国保温杯产能逐步向东南亚转移，未来仍需关注美国贸易与关税政策给保温器皿行业带来的负面影响**

近年来保温器皿使用场景更加细分化，产品需求更加多元，户外休闲活动爆发、保温杯社交、收藏和送礼等属性增强，正经历从“功能单一”到“智能多元”的变革阶段，应用范围与市场规模不断提升。根据QYResearch统计与预测，2025年全球保温杯市场规模达52.81亿美元，预计2032年将增至70.15亿美元，2026-2032年复合增长率预期达到4.2%。从消费区域来看，北美市场虽因美国关税政策带来短期不确定性，叠加产品同质化竞争加剧、消费者偏好转移等多重因素影响，致使Stanley等美国头部品牌销量出现下滑，但户外经济与车载场景需求强劲，2025年美国市场规模占全球比重达到28%；欧洲市场环保政策驱动显著，欧盟一次性塑料指令致使连锁咖啡渠道保温杯配套率提升40个百分点，德国、法国等国家可重复使用杯渗透率已超过65%；中国市场2025年市场规模占全球比重达18%，为全球第二大消费市场，消费升级推动316不锈钢、钛合金等高端材质需求进一步上升。从产品类型来看，真空不锈钢保温杯占全球销量的75%，因其保温性能优异与成本适中而广受欢迎，而非真空杯则因价格低廉占据下沉市场。从竞争格局来看，目前全球保温杯行业呈现本土化突围与全球化布局并存格局，膳魔师、象印、虎牌等日本品牌凭借技术积累占据高端市场，嘉益股份、哈尔斯等国内企业通过ODM/OEM（品牌定制/客户制造服务）积累技术，逐步向自主品牌转型，S-well、Hydro Flask等新兴品牌通过DTC模式（直接面向消费者），主要聚焦通勤、瑜伽、运动等细分场景，以外观设计与社群营销优势快速崛起。

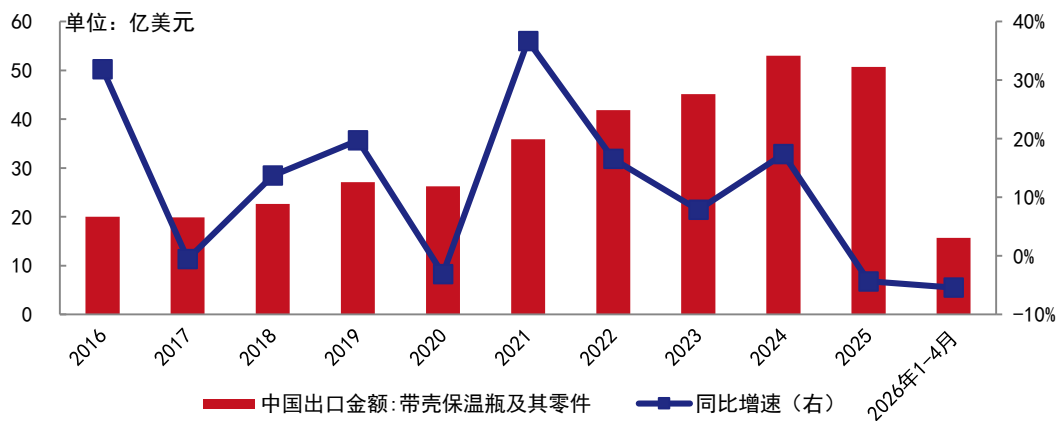
图1 近年来全球保温杯市场规模持续增长



资料来源：QYResearch，中证鹏元整理

当前中国为全球主要的保温杯生产国，产业链集群特征明显，近年来保温杯产能开始向东南亚转移。随着产品制造技术、研发设计水平的快速提高，同时考虑到人力、土地等成本原因，早年间保温杯国际制造中心逐步向中国转移，中国保温杯产量占全球比重持续超过六成，美国市场对中国保温杯进口依赖度维持高位。我国保温器皿产业主要以OEM与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，保温器皿产能持续扩大，其中接近70%的产量用于出口，保温杯产业带以长三角和珠三角为核心，形成以金华永康与武义、广东潮安与揭阳为主导的产业集群，具有显著的规模效应和地理分工特征。2025年美国特朗普上任后实施“对等关税”政策，为顺应国际品牌商对于供应链稳定性与成本控制的严格要求，同时增强自身抗风险能力，哈尔斯、嘉益股份等国内头部企业加速海外工厂布局步伐，越南、泰国等东南亚地区凭借更低的制造成本和更优的贸易条件，成为承接中低端产能转移的核心目的地。根据海关总署数据，2025年我国保温杯出口金额为50.70亿美元，同比减少4.33%，2026年以来仍延续上年趋势，当年1-4月出口规模为15.70亿美元，同比减少5.41%。

图2 近年中国保温杯产能开始向东南亚转移，2025年以来出口规模出现下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国保温器皿行业竞争较为激烈，自主品牌效应较弱，头部企业多采用代工形式为国际品牌商服务，国际品牌商对国内保温器皿厂商格局影响较大

我国保温器皿行业多以中小企业为主，数量众多，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，竞争较为激烈；行业内嘉益股份、哈尔斯等少数头部企业拥有相对较大规模和较强竞争力，产品品质和性能稳定性好，承接OEM/ODM订单能力较强，依靠为国际品牌商提供代工，在行业中处于领先地位，头部企业境外收入占比普遍超过70%，国际品牌商对国内保温器皿厂商格局影响较大。随着当前消费者对产品设计个性化以及品质要求的进一步提升，头部企业的经营规模和市场占有率仍具有较大提升空间，近年来国内头部企业积极与科技公司合作开发IoT生态产品以拓展应用场景，如哈尔斯已与华为合作推出“鸿蒙智能杯”，可与手机联动提醒饮水，且针对东南亚、南亚等潜力市场，头部企业正通过本地化生产、文化适配设计等方式降低进入门槛，以契合当地消费需求。

#### 四、经营与竞争

公司为国内不锈钢真空保温器皿行业领军企业，跟踪期内，公司仍主要从事不锈钢真空保温器皿等日用饮品与食品容器生产销售业务，主业开展仍以OEM与ODM代加工出口模式为主，与优质客户PMI持续多年保持深度合作关系。受美国对中国加征关税以及Stanley等美国知名保温杯品牌格局发生变更等因素影响，2025年公司承接PMI订单有所减少，经营业绩下滑，当年公司收入规模同比减少17.03%。同时，2025年公司越南新生产基地逐步投产，当年尚处于产能爬坡阶段，境内订单向越南转移过程中需重新对产品进行认证与测试，部分订单交付节奏变缓，致使2025年公司销售毛利率同比有所下滑。2026年1-3月公司营业收入同比减少41.00%至4.24亿元，业务毛利率同比减少8.41个百分点至25.48%，在美国关税与贸易政策多变以及人民币兑美元汇率持续升值背景下，预计未来短期内公司经营业绩仍有所承压。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
不锈钢器皿	22.91	97.34%	29.66%	26.82	94.56%	37.32%
非不锈钢器皿	0.26	1.09%	23.91%	0.81	2.84%	42.86%
其他业务	0.37	1.57%	69.90%	0.74	2.61%	44.56%
合计	23.53	100.00%	30.23%	28.36	100.00%	37.67%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司仍坚持大客户战略，与国际品牌商实行深度合作，受美国“对等关税”等关税政策与北美保温杯需求热度减退影响，2025年公司保温杯产销量同比均有所减少，运营效率有所下行，且公司主要客户集中度仍较高，未来仍需关注单一客户依存度风险

中国是全球保温杯生产和出口中心，保温杯行业集中度较低，市场竞争压力较大，且国内公司自主

品牌创新能力较弱，多采用代工形式为国际品牌商服务，国际品牌商的市场格局对国内代工厂格局影响仍较大。故跟踪期内，公司仍坚持大客户战略，与PMI保持深度合作关系，继续保持为PMI第一大供应商。受美国对中国加征关税、PMI主动去库存等多重因素综合影响，2025年公司对PMI销售金额同比减少6.84亿元，系当年公司营收规模减少的最主要原因。按照海关总署披露的保温杯出口金额计算，2025年公司出口市场占有率约6.08%，在保温杯行业仍占有一定市场份额。但同时需关注，公司对PMI单一客户依存度很高，易受其去库存、订单分流、议价压制以及海外关税政策冲击，或将对公司经营业绩产生较大负面影响。

**表2 近年来公司前五大客户情况（单位：万元）**

年份	客户名称	销售金额	销售占比
2025年	Pacific Market International,LLC	178,769.67	75.96%
	客户二	28,731.73	12.21%
	客户三	15,674.18	6.66%
	客户四	2,667.82	1.13%
	客户五	2,537.63	1.08%
	<b>合计</b>	<b>228,381.04</b>	<b>97.04%</b>
2024年	Pacific Market International,LLC	247,193.17	87.15%
	客户二	15,488.34	5.46%
	客户三	6,215.70	2.19%
	客户四	2,782.19	0.98%
	客户五	1,085.37	0.38%
	<b>合计</b>	<b>272,764.78</b>	<b>96.16%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司境外销售生产模式仍采用以销定产模式，境内销售则基于年初市场预测并结合公司产能情况安排相应生产计划，并根据市场情况实时调整生产计划。为应对美国的关税壁垒政策与保障下游客户的订单承接，跟踪期内公司持续推进生产基地建设和产线改造工作，2025年公司越南新生产基地已逐步投产，尚处于产能爬坡增效阶段，且受下游订单数量下滑与认证测试致使部分订单交付减缓，产能利用率同比有所下降。同时，受主要客户PMI旗下Stanley等知名品牌格局变更、去库存调整等因素影响，2025年公司逐步开始阶段性去库存，致使当年产销率同比有所上升且超过100%。

**表3 公司主要产品产能及产销情况（单位：万只）**

项目	2025年（末）	2024年（末）
产量	5,283.29	6,204.50
产能	6,950.00	5,475.00
销量	5,465.61	6,073.01
产能利用率	76.02%	113.32%
产销率	103.45%	97.88%
平均销售价格（元/只）	42.38	45.49

注：2024年产能利用率超过100%系公司通过对外采购钢件、不锈钢杯体等半成品提升产能

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售方面，跟踪期内公司仍采用知名品牌商OEM与ODM代工生产销售模式，以直销模式为主；同时公司产品定价仍主要以成本加成模式为基础，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。信用政策方面，公司根据合作年限和客户信用水平等情况，通常给予下游客户45-60天不等的信用账期，新客户与偶发性客户仍采取预付款，通常为收到尾款后发货或先款后货政策。

**表4 公司与同业上市公司运营效率情况（单位：天）**

公司名称	2025年周转天数			2024年周转天数		
	存货	应收账款	应付账款	存货	应收账款	应付账款
同富股份	37.81	64.49	104.54	34.77	51.17	87.60
<b>嘉益股份</b>	<b>77.79</b>	<b>48.90</b>	<b>63.10</b>	<b>59.41</b>	<b>37.21</b>	<b>53.46</b>
哈尔斯	87.49	37.81	120.40	81.36	32.59	95.81
嘉特股份	117.29	67.78	88.67	89.27	60.88	69.32

资料来源：Wind，中证鹏元整理

经营效率方面，受关税政策与下游需求变化影响，2025年保温器皿与饮品包装行业应收账款周转效率均出现不同程度拉长，但公司应收账款周转效率在行业内排名仍相对靠前，核心客户PMI作为全球高质量即饮饮品龙头企业，整体信用度高，回款较为及时，但2025年受关税政策影响主要客户相应调整账期，致使公司应收账款周转效率出现一定程度下滑；2025年公司存货周转天数亦有所上升，但存货周转效率仍优于部分同业企业，ODM/OEM模式下公司对客户需求仍具备较强响应能力。此外，越南新生产基地逐步投产后，2025年公司海外原材料采购规模有所上升，部分海外供应商的信用政策更为宽松，致使公司应付账款账期有所延长。

**跟踪期内美国关税与贸易政策多变，2025年公司对美国销售规模与占比同比有所下降，但整体仍相对较高，未来仍需关注国际关税政策变动与汇率波动或将对公司经营业绩造成负面影响**

2025年美国实施“对等关税”政策，对存在贸易顺差或非对等贸易行为的国家实施15%-49%的差异化税率，公司作为出口导向型企业，对美国外销规模与占比较大，公司虽采取FOB贸易定价方式进行外销结算，关税成本由下游客户承担，但关税成本过高将对下游客户需求形成抑制。为缩小对美国外销风险敞口，降低关税扰动风险，满足下游客户分散供应链要求，跟踪期内公司仍积极布局越南等境外生产基地，目前越南新生产基地已逐步投产，产能尚处于爬坡阶段。同时美国“对等关税”政策虽已于2026年2月终止，但全球临时进口附加税、新301调查关税等替代关税措施仍在不断推出，美国关税政策变化较快，2025年对美国销售占比同比有所减少，但占比仍过半，未来仍需持续关注美国关税政策变化对公司出口销售造成的负面影响。此外，2025年4月以来人民币兑美元持续升值，需关注兑美元汇率波动对公司造成的负面影响。

**表5 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）**

地区	2025年	2024年
----	-------	-------

	收入	占比	收入	占比
<b>境外收入</b>	<b>220,192.05</b>	<b>93.56%</b>	<b>269,027.14</b>	<b>94.85%</b>
其中：美国	126,855.50	53.90%	181,707.61	64.06%
其他境外地区	93,336.55	39.66%	87,319.54	30.79%
<b>境内收入</b>	<b>15,144.65</b>	<b>6.44%</b>	<b>14,610.03</b>	<b>5.15%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购方面，跟踪期内不锈钢卷料与杯体、塑料粒子及硅胶件等原材料仍是公司营业成本最主要构成部分，直接材料占公司采购总额比重仍有所下降，主要系2025年以来不锈钢价格中枢仍在低位盘整，加之公司采取阶段性去库存策略，原材料采购规模减少综合影响所致。集中度方面，2025年公司前五大供应商采购合计占比降至40.41%，较上半年下降4.48个百分点，主要供应商结构未发生重大变化，大部分供应商已同公司形成长期合作关系，合作较为稳固，且不存在对单一供应商依赖情形。

**表6 近年公司主要原材料采购金额及占比情况（单位：万元）**

品种	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
不锈钢卷料与不锈钢管	22,659.83	23.23%	37,239.74	25.02%
其中：不锈钢卷	22,564.84	23.13%	37,119.20	24.94%
不锈钢管	94.99	0.10%	120.54	0.08%
不锈钢杯体及钢件	12,480.22	12.79%	21,729.28	14.61%
塑料粒子	10,502.64	10.76%	17,276.62	11.61%
<b>合计</b>	<b>45,642.69</b>	<b>46.78%</b>	<b>76,245.64</b>	<b>51.24%</b>

注：占比为占当期直接原材料采购总额的比重

资料来源：公司提供，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2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

跟踪期内公司总资产与净资产规模小幅减少，产权比率持续下行，财务杠杆水平仍较低，各类偿债指标表现较好，整体债务压力不大；但受美国关税政策、北美保温杯品牌格局变更等因素影响，跟踪期内公司运营效率与经营业绩出现下滑，2026年以来美国关税与贸易政策仍较为多变，且人民币兑美元进入升值阶段，短期内仍需关注上述因素或将对公司经营业务造成负面影响

### 资本实力与资产质量

跟踪期内，未分配利润仍为公司所有者权益最主要构成部分。为支持未来实施股权激励计划，2025

年公司逐步回购股票<sup>1</sup>，叠加经营积累与现金分红综合影响，致使跟踪期内公司净资产规模有所波动。但公司负债与债务规模相对较小，2025年以来产权比率小幅下行，整体财务杠杆相对较低，净资产仍可对负债与债务形成有效保障。

图3 公司资本结构

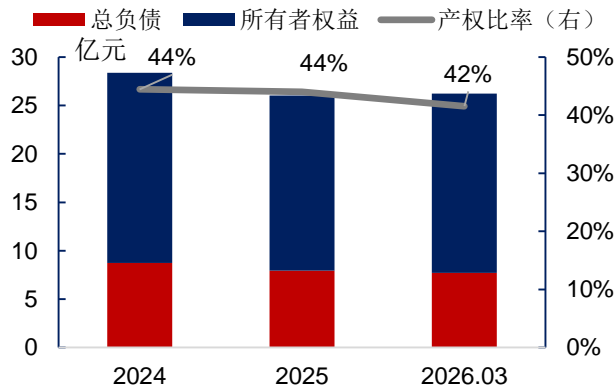
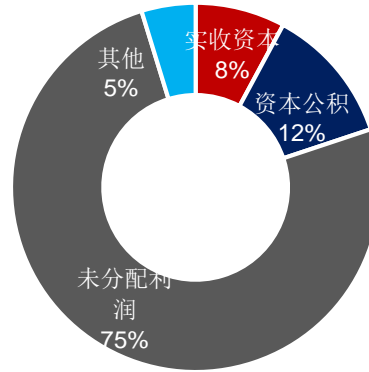


图4 2026年3月末公司所有者权益构成



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

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

跟踪期内，公司资产构成未发生重大变化，仍主要为固定资产与现金类资产为主。受越南新生产基地项目完工转固影响，2025年末公司固定资产规模有所增长，需关注在美国关税与贸易政策多变以及北美保温杯品牌格局变更背景下新增产能消化情况；公司现金类资产主要为货币资金与交易性金融资产，交易性金融资产主要为公司利用闲置资金购买的理财产品、结构性存款及存单等产品，截至2025年末，公司存在因境外子公司外汇管制以及募集资金受监管账户使用受限的货币资金合计1.86亿元，受限占比达36.22%。

除上述资产外，2025年以来公司应收账款与存货规模较2024年末出现不同程度减少，同时存货与应收账款周转效率同比有所下降，主要系美国关税政策导致订单交付节奏延迟，去库存周期有所拉长，以及越南新生产基地产能爬坡综合影响所致，致使跟踪期内公司整体运营效率有所下滑。

此外，除受限货币资金外，截至2026年3月末公司仍有1.28亿元固定资产与0.68亿元无形资产因借款抵押受限。

表7 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	5.93	22.61%	5.14	19.73%	6.54	23.04%
交易性金融资产	3.98	15.18%	4.47	17.18%	2.65	9.33%
应收账款	2.52	9.62%	2.18	8.38%	4.21	14.84%

<sup>1</sup>根据公司董事会与股东会相关议案，公司拟使用不低于人民币 8,000 万元（含），不超过人民币 16,000 万元（含）以集中竞价交易方式回购公司已发行的无限售条件的人民币普通股（A 股）股票，回购价格不超过人民币 139.86 元/股，截至2025年末，公司自公开市场回购股份 2,199,792 股，支付回购价款（含相关手续费）1.30 亿元。

存货	2.80	10.68%	3.02	11.59%	4.08	14.36%
<b>流动资产合计</b>	<b>15.47</b>	<b>58.97%</b>	<b>15.21</b>	<b>58.41%</b>	<b>18.23</b>	<b>64.25%</b>
固定资产	8.82	33.61%	8.70	33.41%	7.09	24.99%
在建工程	0.50	1.92%	0.67	2.56%	0.99	3.49%
无形资产	1.04	3.97%	1.05	4.05%	1.15	4.04%
<b>非流动资产合计</b>	<b>10.76</b>	<b>41.03%</b>	<b>10.83</b>	<b>41.59%</b>	<b>10.15</b>	<b>35.75%</b>
<b>资产总计</b>	<b>26.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>28.38</b>	<b>100.00%</b>

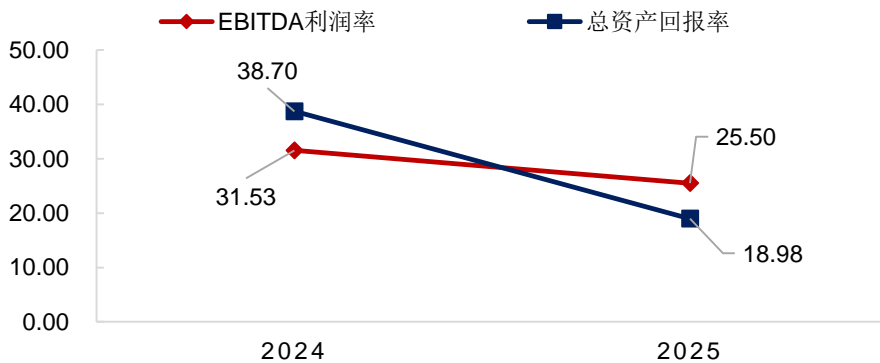
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

受美国关税政策、北美地区保温杯品牌格局变更、汇率波动等因素影响，2025年公司营业收入同比下滑17.03%，同时公司越南新生产基地逐步投产，跟踪期内尚处于产能爬坡阶段，且境内订单向越南转移后需重新认证与测试，致使部分订单交付趋缓，同年公司销售毛利率进一步下滑。2026年以来公司主业开展仍延续上年趋势，当年1-3月公司营业收入与毛利率同比均有所下滑，短期内主业业绩仍承压。

期间费用方面，2025年公司期间费用率升至9.78%，仍主要由管理费用与研发费用构成，规模波动较小，但受“嘉益转债”发行后利息支出增加以及兑美元汇率升值影响，当年财务费用大幅上升，对盈利侵蚀程度增加，当年政府补助等非经营性收益对盈利贡献虽有所上升，但主业盈利能力下行致使公司2025年归母净利润同比减少40.36%，且EBITDA利润率和总资产回报率进一步下滑。考虑到公司目前外销区域仍以美国为主，跟踪期内美国关税与贸易政策持续多变，且2025年4月以来人民币兑美元持续升值，未来仍需关注美国关税与贸易政策变动及汇率波动对公司的影响。

图5 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

跟踪期内，公司负债规模仍相对较小，债务规模出现小幅上升，2024年发行的“嘉益转债”仍为公司债务的最主要构成，2025年以来公司新增一定规模的短期借款，借款方式以抵押为主，抵押物为公司自有厂房与土地。除上述债务外，公司经营性负债仍主要为应付账款，系由主业开展形成的原材料及设备采购款为主，跟踪期内受订单数量下行致使采购规模减少余额有所下滑。

整体来看，公司债务规模较小，且跟踪期内净债务规模持续为负，短期债务规模虽有所上升，但债务构成仍以中长期可转债为主，即期偿付压力不大。

**表8 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	0.81	10.47%	0.88	11.11%	0.29	3.31%
应付账款	1.85	23.97%	2.15	27.05%	3.60	41.25%
应付职工薪酬	0.68	8.80%	0.80	10.02%	0.65	7.50%
一年内到期的非流动负债	0.03	0.44%	0.03	0.42%	0.13	1.44%
<b>流动负债合计</b>	<b>3.77</b>	<b>48.93%</b>	<b>4.18</b>	<b>52.49%</b>	<b>5.33</b>	<b>61.07%</b>
应付债券	3.49	45.37%	3.44	43.18%	3.25	37.18%
递延所得税负债	0.25	3.24%	0.26	3.32%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.93</b>	<b>51.07%</b>	<b>3.78</b>	<b>47.51%</b>	<b>3.40</b>	<b>38.93%</b>
<b>负债合计</b>	<b>7.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.73</b>	<b>100.00%</b>
总债务	4.34	56.32%	4.36	54.76%	3.79	43.44%
其中：短期债务	0.84	19.37%	0.92	21.05%	0.41	10.93%
长期债务	3.50	80.63%	3.44	78.95%	3.38	89.07%

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

现金流方面，2025年公司产品销量虽有所下滑，但当年收到上年四季度较大规模订单回款，致使经营活动现金总流入规模同比未发生较大波动，同时受原材料与设备采购减少影响，2025年公司经营活动现金流净额同比有所增长，且收现比增至109.55%，获现能力仍较好；跟踪期内，随着越南新生产基地逐步投产，公司资本开支规模有所减少，投资活动现金收支主要为理财产品申购与赎回；2025年5月与10月公司先后进行两次现金分红，分红规模合计4.57亿元（含税），致使当年筹资活动现金流大幅流出，2026年公司董事会决定不对2025年度利润进行现金分红。

**表9 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）	0.72	8.11	4.97
FFO（亿元）	--	4.99	7.90
资产负债率	29.35%	30.57%	30.78%
净债务/EBITDA	--	-0.48	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	24.44	145.99
总债务/总资本	18.96%	19.42%	16.19%
FFO/净债务	--	-174.43%	-244.90%
经营活动现金流净额/净债务	-13.21%	-283.47%	-153.85%
自由现金流/净债务	-7.80%	-191.18%	-11.00%

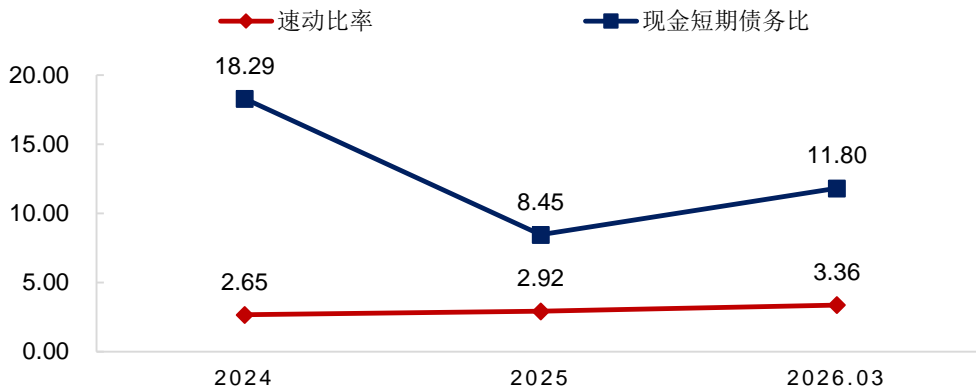
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受原材料及设备采购规模减少影响，跟踪期内公司资产负债率小幅下降，总债务/总资本指标小幅上

升但仍处于较低水平。受营收规模下滑与毛利率收缩影响，2025年公司EBITDA与FFO规模同比均出现减少，EBITDA利息保障倍数同比下滑明显，但EBITDA仍可对公司利息支出形成有效保障。

流动性方面，跟踪期内公司现金短期债务比整体有所下降，但账面现金类资产仍相对充裕，可对短期债务形成有效覆盖，即期偿付压力不大，且速动比率持续上升，公司整体流动性表现仍相对较好。

**图6 公司流动性比率情况**



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

## 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5月19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11日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

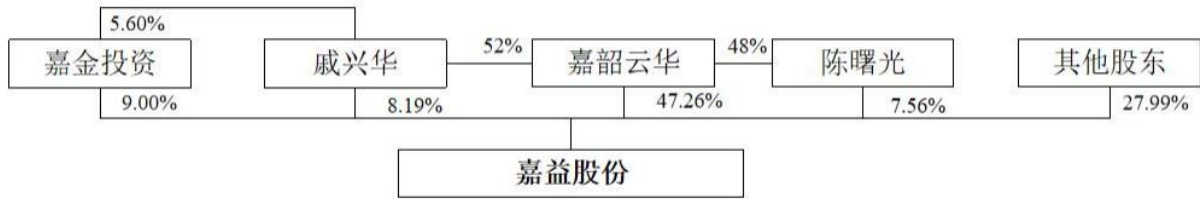
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	5.93	5.14	6.54	6.02
交易性金融资产	3.98	4.47	2.65	0.91
存货	2.80	3.02	4.08	1.76
流动资产合计	15.47	15.21	18.23	10.70
固定资产	8.82	8.70	7.09	3.43
非流动资产合计	10.76	10.83	10.15	5.74
资产总计	26.23	26.04	28.38	16.43
短期借款	0.81	0.88	0.29	0.30
应付账款	1.85	2.15	3.60	1.65
一年内到期的非流动负债	0.03	0.03	0.13	0.01
流动负债合计	3.77	4.18	5.33	3.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	3.49	3.44	3.25	0.00
非流动负债合计	3.93	3.78	3.40	0.03
负债合计	7.70	7.96	8.73	3.37
总债务	4.34	4.36	3.79	0.31
其中：短期债务	0.84	0.92	0.41	0.31
长期债务	3.50	3.44	3.38	0.00
所有者权益	18.53	18.08	19.65	13.06
营业收入	4.24	23.53	28.36	17.75
营业利润	0.63	4.94	8.63	5.46
净利润	0.61	4.37	7.33	4.72
经营活动产生的现金流量净额	0.72	8.11	4.97	5.77
投资活动产生的现金流量净额	0.22	-4.36	-6.27	-3.38
筹资活动产生的现金流量净额	-0.07	-5.19	1.66	-0.70
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	6.00	8.94	5.71
FFO（亿元）	--	4.99	7.90	5.03
净债务（亿元）	-5.48	-2.86	-3.23	-5.86
销售毛利率	25.48%	30.23%	37.67%	40.72%
EBITDA 利润率	--	25.50%	31.53%	32.17%
总资产回报率	--	18.98%	38.70%	39.37%
资产负债率	29.35%	30.57%	30.78%	20.51%
净债务/EBITDA	--	-0.48	-0.36	-1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	24.44	145.99	360.04
总债务/总资本	18.96%	19.42%	16.19%	2.33%
FFO/净债务	--	-174.43%	-244.90%	-85.96%

经营活动现金流净额/净债务	-13.21%	-283.47%	-153.85%	-98.57%
速动比率	3.36	2.92	2.65	2.68
现金短期债务比	11.80	8.45	18.29	21.20

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，中证鹏元整理

### 附录三 2025 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	注册地	主营业务
杭州镁歌贸易有限公司	2,500.00	100.00%	浙江杭州	批发贸易
浙江武义县汉歌工贸有限公司	500.00	100.00%	浙江武义	批发贸易
武义秦歌工贸有限公司	500.00	100.00%	浙江武义	制造业
Drink Tech Inc.	1,382.93	100.00%	美国	商业
CAYI HOLDINGS PRIVATE LIMITED	57,922.66	100.00%	新加坡	投资控股
CAYI TECHNOLOGY VIETNAM COMPANY	10,860.32	100.00%	越南北宁省	制造业
CAMET TECH MATERIALS PTE. LTD.	550.90	100.00%	新加坡	批发贸易

资料来源：公司 2025 年审计报告，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
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