

2019 年广州好莱客创意家居股份有限公司
可转换公司债券 2019 年
跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【1036】号 01

债券简称：好客转债

债券剩余规模：
6.30 亿元

债券到期日期：2025 年
8 月 1 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
及回售条款

分析师

姓名：
高怡 钟继鑫

电话：
0755-82871645

邮箱：
gaoy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2019 年广州好莱客创意家居股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 首次信用评级结果 |
|------------|-----------------|------------------|
| 本期债券信用等级 | AA | AA |
| 发行主体长期信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2019 年 9 月 29 日 | 2018 年 10 月 31 日 |

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广州好莱客创意家居股份有限公司（以下简称“好莱客”或“公司”，股票代码：603898.SH）及其 2019 年 8 月 1 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：2018 年公司新增橱柜、木门及门窗品类，产能的提升可支撑业务扩张；公司盈利能力较好，回款能力较强，经营活动现金流表现较好；公司资本实力持续增强，整体负债水平较低。同时中证鹏元也关注到商品房销售增速放缓，定制家居行业景气度承压；公司收入同比增速大幅放缓，未来增长承压，公司抗风险能力有待加强；公司产能持续扩张，计划新增产能能否顺利消化存在不确定性等风险因素。

正面：

- 2018 年公司新增橱柜、木门及门窗品类，产能的提升可支撑业务扩张。2018 年起，公司逐步新增橱柜、木门和门窗等品类。截至 2018 年末，公司整体衣柜及配套家具、橱柜和木门的产能分别达 1,204.20 万平方米、0.63 万套和 0.49 万樘，产能的提升可支撑业务扩张；其中，整体衣柜及配套家具产能同比增长 21.19%。
- 公司盈利能力较好，回款能力较强，经营活动现金流表现较好。公司采用定制的生产经营模式，2018 年公司综合毛利率达 39.56%，表现持续较高。公司以“先收款后发货”方式为主，2018 年收现比为 1.16，回款能力较强；2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.72 亿元，表现较好。

- **公司资本实力持续增强，整体负债水平较低。**得益于公司自身经营积累，2019年6月末公司所有者权益总额为23.40亿元，较2017年末增长13.65%。2019年6月末，公司资产负债率为18.01%，以经营性负债为主，整体负债水平较低。

关注：

- **商品房销售增速放缓，定制家居行业景气度承压。**由于大众“买房→装修→买家居”的消费习惯，商品房销售情况和翻新情况对定制家居行业的发展有重要影响。2018年，全国商品房销售面积增速下降6.4个百分点至1.3%；一线城市房价收入比明显下降，二、三线城市仍保持增长态势，全国房地产市场呈现持续分化态势；此外，商品房翻新需求虽持续增长但影响有限，定制家居行业景气度承压。
- **公司收入同比增速大幅放缓，未来增长承压，公司抗风险能力有待加强。**与同行业上市公司相比，公司业务规模处于中间水平，与龙头企业相比公司收入规模方面存在一定差距。随着房地产景气度下行和定制家居行业市场竞争加剧，2019年1-6月，公司营业收入实现9.38亿元，同比增长3.86%，增速大幅放缓，主要原因系门店客流量下降，收入未来增长承压；公司持续探索新零售模式以拓宽获客渠道，未来抗风险能力有待加强。
- **公司产能持续扩张，计划新增产能能否顺利消化存在不确定性。**截至2019年6月末，公司主要在建产能项目为从化生产基地项目、惠州生产基地三期工程及本期债券募投项目等，预计总投资16.07亿元；此外，公司尚有部分装修工程等工程项目处于建设中。2019年下半年公司计划投入4.14亿元，2020年计划投入5.88亿元，公司计划新增产能规模较大，在建产能项目的收益能否达到预期、新增产能是否能顺利消化存在不确定性。

主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年6月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 总资产 | 285,348.58 | 287,750.55 | 251,433.03 | 157,203.16 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 231,046.02 | 231,011.31 | 205,870.35 | 115,866.81 |
| 资产负债率 | 18.01% | 19.72% | 18.12% | 26.29% |
| 流动比率 | 2.66 | 2.70 | 3.63 | 2.15 |
| 速动比率 | 2.44 | 2.56 | 3.51 | 2.02 |
| 营业收入 | 93,752.83 | 213,268.70 | 186,324.76 | 143,302.82 |
| 营业利润 | 17,714.14 | 41,131.22 | 41,073.50 | 28,848.38 |
| 净利润 | 14,474.14 | 38,223.57 | 34,799.84 | 25,226.54 |

| | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 综合毛利率 | 39.39% | 39.56% | 38.34% | 39.98% |
| 总资产回报率 | - | 17.12% | 19.95% | 21.58% |
| EBITDA | 22,525.71 | 53,487.53 | 45,753.66 | 33,354.72 |
| 经营活动现金流净额 | 12,072.86 | 47,217.01 | 40,335.58 | 36,502.94 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年8月1日发行6年期6.30亿元公司债券，募集资金计划全部用于汉川定制家居工业4.0制造基地项目。

根据公司公告，2019年9月16日，公司将发行本期债券收到的募集资金62,204.99万元（含银行利息，扣除发行费用914.17万元）以增资的方式分别转入子公司湖北好莱客创意家居有限公司（以下简称“湖北好莱客”）的2个募集资金专用账户，其中20,000.00万元计入湖北好莱客注册资本，42,204.99万元计入其资本公积，增资资金由湖北好莱客专户存储，全部用于本期债券募投项目的实施。截至2019年9月16日，本期债券募集资金专户余额为62,204.99万元。

二、发行主体概况

2018-2019年6月末，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化。2018年3-10月，鉴于激励对象12人因个人原因离职，公司对已获授但尚未解锁的限制性股票合计27.40万股进行回购。

2018年10月29日，公司决定终止实施2016年及2017年限制性股票激励计划，并回购注销161人已授予但尚未解锁的全部限制性股票，共计471.85万股，2019年5月8日完成注销程序。

截至2019年6月末，公司注册资本和实收资本为30,960.07万元。公司控股股东仍为沈汉标；实际控制人为沈汉标和王妙玉夫妇，二者为一致行动人，分别持有公司41.06%和26.09%股权。沈汉标现担任公司董事长兼总经理；王妙玉曾任公司董事、监事，现在公司无任职。截至2019年6月末，公司前十大股东明细如下表所示，公司前十大股东无股份质押情况。

表1 截至2019年6月末公司前十大股东明细（单位：万股）

| 股东名称 | 持股数量 | 比例 |
|-----------------|-----------|--------|
| 沈汉标 | 12,712.13 | 41.06% |
| 王妙玉 | 8,076.60 | 26.09% |
| 青岛国信资本投资有限公司 | 954.04 | 3.08% |
| 詹绵阳 | 481.76 | 1.56% |
| 山东省国有资产投资控股有限公司 | 469.43 | 1.52% |

| | | |
|--|------------------|---------------|
| 朱钢 | 419.84 | 1.36% |
| 建投拓安（安徽）股权投资管理有限公司—中德制造业（安徽）投资基金（有限合伙） | 354.92 | 1.15% |
| 北信瑞丰基金—平安银行—长安国际信托—长安信托一定增长信汇智集合资金信托计划 | 291.12 | 0.94% |
| 招商银行股份有限公司—光大保德信优势配置混合型证券投资基金 | 286.26 | 0.92% |
| 平安证券股份有限公司约定购回式证券交易专用证券账户 | 257.53 | 0.83% |
| 合计 | 24,303.63 | 78.51% |

资料来源：公司 2019 年半年报

公司主要从事板式全屋定制家居及其配套家具的设计、研发、生产和销售。2018 年，公司注销 1 家子公司、设立新增 2 家子公司。如下表所示：

表2 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 | 合并方式 |
|----------------|----------|------|------|------|
| 湖北好莱客门窗有限责任公司 | 5,000.00 | 100% | 制造业 | 新设 |
| 瀚隆门窗（杭州）有限责任公司 | 6,667.00 | 60% | 制造业 | 新设 |

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 | 不再纳入合并报表的原因 |
|----------------|-----------|------|------|-------------|
| 宁波好莱客柯乐美门业有限公司 | 10,000.00 | 60% | 制造业 | 注销 |

资料来源：公司 2018 年审计报告

三、运营环境

2018年，家具制造业、定制家居行业收入增速大幅放缓，但定制家居行业市场规模仍有持续发展空间，渗透率有望提升

作为传统轻工制造行业之一，近十年家具制造行业发展趋缓。根据国家统计局数据显示，2018年我国家具制造业主营业务收入为7,011.90亿元，按可比口径计算增速为4.30%，近年家具制造行业收入规模持续增长，但增速明显放缓。

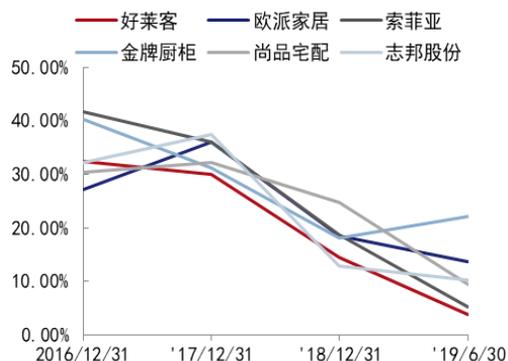
定制家居行业是家具制造业的分支，最早起源于欧美国家，2000年左右在我国兴起，属于家具制造领域的新兴产业，为资本密集型产业。目前，“大家居”经营理念已成为定制家居多数企业的经营共识，定制家居行业开始由最初的定制橱柜、定制衣柜等领域，逐步拓展至卧室、书房、客厅、餐厅等。受房地产行业景气度下行的冲击，近年行业内各家上市公司的营业收入同比增速呈现不同程度的下降。2019年上半年，随着定制家居上市公司的战略调整，各家企业的营业收入同比增速出现一定分化。

就市场规模来看，定制家居行业仍有持续发展空间。根据智研咨询数据，2015年我国定制橱柜产量为1,375万套，渗透率为55%，市场规模1,092亿元，2017年中国建筑装饰协会公布定制橱柜市场规模为1,300亿元。定制衣柜方面，2017年定制衣柜市场规模826亿元，两者合计定制家居行业整体规模超过2,100亿元。根据中国产业信息网《2017年中国定制家居行业发展现状分析及未来发展前景预测》，目前我国定制家居占家具行业收入的比例在20%左右，而发达国家位于60%到70%之间，我国定制家居行业渗透率增长空间较大。

图1 近十年家具制造业收入持续增长，但增速明显下滑



图2 近年定制家居上市公司营业收入同比增速放缓



注：家具制造业主营业务收入为国家统计局公布的规模以上工业企业数据，其增速均按可比口径计算。2018年数据与上年公布的同标数据有不可比因素，原因系规模以上工业企业调查范围定期更新、国家统计局对不符合标准的企业进行了清理、跨地区跨行业重复统计数据被剔除所致。

资料来源：国家统计局、Wind，中证鹏元整理

2018年以来房地产市场持续分化，商品房销售走弱，定制家居行业景气度承压

定制家居是后地产周期行业，产品销售周期滞后于房地产销售周期。从需求来看，由于大众“翻新→装修→换家居”和“买房→装修→买家居”的消费习惯，商品房翻新和新房销售对定制家居行业的发展有重要影响。当前新房销售走弱，翻新需求虽持续增长但影响有限，高速扩张的定制家居行业景气度承压。

新房销售方面，自2016年10月国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市陆续推出了住房限购限贷政策，2018年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，采用因城施策、分类指导策略。2018年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，带动全国商品房销售面积同比增幅回落；2018年，全国商品房销售面积同比增长1.3%，较上年下滑6.4个百分点。从房价收入比情况来看，2018年，一线城市房价收入比明显下降，二、三线城市仍保持增长态势，全国房地产市场呈现持续分化态势。进入2019年以来，全国商品房销售情况仍持续走弱，商品房销售面积累计同比持续为负。

图3 2018年一线城市商品房销售情况趋
稳，二、三线城市明显降温

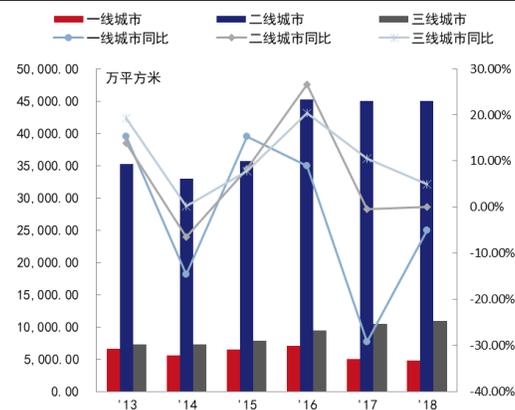
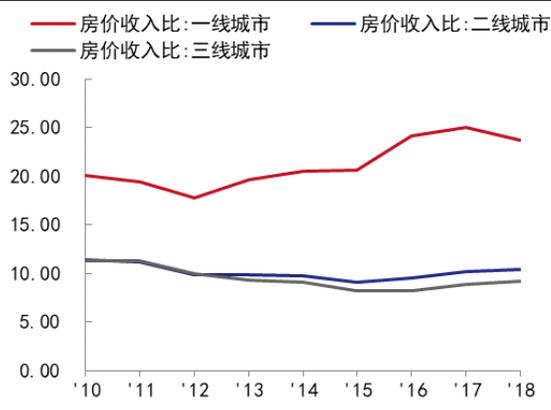


图4 2018年一线城市房价收入比明显下降，
二、三线城市仍保持增长态势



注：数据分别选取“40大中城市商品房销售面积”、“50大中城市房价收入比”，按一二三线城市分类，房价收入比=（住宅成交均价*人均住宅建筑面积）/（人均可支配收入*住房公积金修正系数）。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

商品房翻新方面，房地产市场翻新需求逐步增加。根据华泰证券研究所的测算方法，测算商品房翻新面积，假设2010年以后住宅进入翻新周期，第一、二、三年分别翻新30%、30%和40%，同时考虑到硬体家具更新周期为10年，故根据1999-2008年商品房销售面积推算出2011-2018年翻新需求面积，测算出的翻新需求逐年增加¹。2018年用此方法测算的商品房翻新需求为67,740.19万平方米，2011-2018年复合增长率为20.71%。近年翻新需求持续增长，但值得注意的是，从测算面积来看，商品房翻新需求远小于新房销售需求，当前商品房翻新对定制家居行业发展的影响有限。

定制家居行业竞争较激烈，企业通过大力拓展销售渠道提升零售竞争力

我国定制家居行业集中度较低，整体呈现“大行业、小公司”的特点。2018年定制家居行业集中度CR6²为22.63%，主要原因系我国定制家居消费者需求差异分化，高中低端产品需求不一。行业进入门槛较低，中小企业较多，消费者可选择产品较多，故企业竞争较激烈。

定制家居企业提升竞争力的方式主要有：拓展产品品类，发展多品类产品生产，向全屋定制领域发展；拓展业务类型，大力发展大宗业务、海外销售业务，布局非零售市场、海外市场，寻求业务新增长点；扩张经销渠道，增加经销商专卖店、直营店开店数量；增加线上引流渠道，加大营销推广力度。以上方式中，渠道营销对企业发展的影响最为重要，

¹ 2011年翻新面积需求=2001年商品房销售面积*30%+2000年商品房销售面积*30%+1999年商品房销售面积*40%；2018年翻新面积需求=2008年商品房销售面积*30%+2007年商品房销售面积*30%+2006年商品房销售面积*40%；其他年份以此类推。

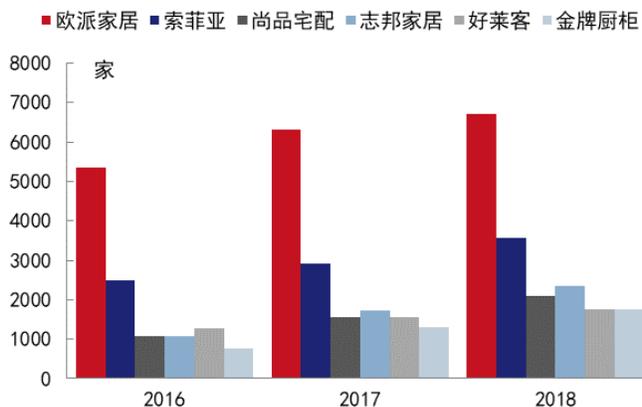
² CR6是行业前六名企业的营业收入占定制家居行业主营业务收入的百分比，假设定制家居行业主营业务收入=家具制造业主营业务收入*20%。

企业竞争以“渠道为王”。

定制家居企业的销售模式集中于线下，多以经销商为主、以直营为辅，通过终端门店的广覆盖、高渗透来满足终端消费者个性、专属的家居需求。近三年定制家居企业陆续上市后，持续扩张渠道，经销及直营门店数量持续增加。2018年门店数量增速最快的是索菲亚，同比增速达21.85%。目前欧派家居的门店数量最多，2018年末有6,708家，主要系欧派家居子品牌较多，不同品牌的门店运营相对独立。

此外，近年定制家居企业也致力于扩张线上渠道，由“天猫”引流消费者扩张至“抖音”、“小红书”等互联网新渠道的营销投放，行业内对于此类新零售模式的运营仍处于探索阶段。综上，定制家居行业竞争激烈，企业重点关注销售渠道建设，销售网络布局日趋重要。

图5 2018年定制家居行业上市公司门店数量同比增加



资料来源：各公司招股说明书、各公司2017-2018年报，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司是一家主营定制家居的上市公司，主要从事板式全屋定制家居及其配套家具的设计、研发、生产和销售。2018年及2019年1-6月，公司分别实现营业收入21.33亿元、9.38亿元，分别同比增长14.46%、3.86%，受房地产市场变化、行业竞争加剧的影响，公司门店客流量下降，收入增速大幅放缓。整体衣柜及配套家具仍为公司主要产品，2018年以来，公司新增橱柜、木门和门窗品类。公司其他业务系为经销商提供的培训、建店设计、主动营销（商学院）服务等，规模较小。

从毛利率水平上看，2018年公司综合毛利率达39.56%，公司采用定制的生产经营模式，综合毛利率持续较高。其他业务毛利率近年持续为负，主要原因是2017年后，建店部、商学院等部门作为单独市场化部门运作，使得相关销售费用调整为其他业务成本。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 分产品 | 2019年1-6月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|--------------|-----------|---------|------------|---------|------------|---------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 主营业务收入 | 92,048.62 | 40.21% | 209,004.81 | 40.52% | 183,136.93 | 39.63% |
| 其中：整体衣柜及配套设施 | 86,143.03 | 42.39% | 205,826.43 | 40.94% | 183,136.93 | 39.63% |
| 橱柜 | 2,540.44 | 32.06% | 2,470.43 | 28.57% | 0.00 | 0.00% |
| 木门 | 1,497.88 | 4.81% | 707.95 | -40.08% | 0.00 | 0.00% |
| 门窗 | 1,867.27 | -20.88% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 其他业务收入 | 1,704.21 | -4.52% | 4,263.89 | -7.20% | 3,187.83 | -35.49% |
| 合计 | 93,752.83 | 39.39% | 213,268.70 | 39.56% | 186,324.76 | 38.34% |

注：整体衣柜行业的销售淡季为1-2季度，下半年为销售旺季。

资料来源：公司提供

跟踪期内公司产品品类扩张，产品销售规模持续扩大、产品均价维持较高水平

公司主要产品为整体衣柜及配套设施，2018年起，逐步扩张橱柜、木门和门窗等品类。公司橱衣木产品品牌为“好莱客”，门窗产品品牌为“好莱客×雷拓v12”。公司定制衣柜产品是基于消费者空间布局、风格样式、环保健康等多方面的个性化需求，进行量身定做、个性化设计、标准化和规模化生产。公司产品重点定位中高端客户群，原创开发设计了仿古雕系列、欧陆精品系列、原态产品系列等高端系列产品以及以红白松为代表的中端系列产品。

从公司产品具体产销量情况来看，2018年公司产品品类扩张，新增橱柜、木门产品；2019年1-6月，新增门窗产品。由于公司采用以销定产的定制模式，公司产品产销率水平较高。整体衣柜及配套设施作为公司的传统产品，2018年产销率超过100%，产销量同比持续增长。橱柜、木门及门窗作为新增品类，2019年上半年产销率分别为97.99%、101.10%和89.50%。

表4 2017-2019年6月公司各产品产销情况

| 产品 | 项目 | 2019年1-6月 | 2018年 | 2017年 |
|---------------------|-----|-----------|---------|---------|
| 整体衣柜及配套设施 (万平方米) | 产量 | 421.61 | 981.18 | 848.18 |
| | 销量 | 422.18 | 982.17 | 849.07 |
| | 产销率 | 100.14% | 100.10% | 100.11% |
| 橱柜(万套) | 产量 | 0.43 | 0.22 | - |
| | 销量 | 0.42 | 0.22 | - |
| | 产销率 | 97.99% | 97.73% | - |
| 木门(万樘) | 产量 | 0.91 | 0.49 | - |
| | 销量 | 0.92 | 0.47 | - |
| | 产销率 | 101.10% | 95.92% | - |

| | | | | |
|----------|-----|--------|---|---|
| 门窗（万平方米） | 产量 | 4.57 | - | - |
| | 销量 | 4.09 | - | - |
| | 产销率 | 89.50% | - | - |

资料来源：公司提供

产品销售价格主要受原材料价格、客户结构、产品营销等影响，由于公司整体衣柜为个性化定制产品，每平方米均价较高。2018年至2019年上半年，公司整体衣柜及配套家具产品均价小幅下降，但表现仍较高。

表5 公司产品销售均价情况

| 项目 | 单位 | 2019年1-6月 | 2018年 | 2017年 |
|-----------|-------|-----------|-----------|--------|
| 整体衣柜及配套家具 | 元/平方米 | 204.04 | 209.56 | 215.69 |
| 橱柜 | 元/套 | 6,050.58 | 11,280.51 | - |
| 木门 | 元/樘 | 1,628.14 | 1,506.29 | - |
| 门窗 | 元/平方米 | 456.55 | - | - |

注：2018年橱柜均价异常较高，主要系2018年公司橱柜销售数量较少、易受订单价格影响所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司维持以经销为主的销售模式，受门店客流量下降影响，2018年公司单店收入同比小幅下降；公司与齐屹科技达成战略合作以实现多元渠道获客，需关注公司未来新零售模式的实现情况

2018年，公司仍采取“经销为主，直营和大宗客户为辅”的销售模式。经销商销售模式是在指定的区域内，公司授权符合要求的经销商按照公司要求开设“好莱客”品牌专卖店，并建立销售、设计、安装及售后服务体系，开展“好莱客”品牌全屋配套式销售的销售模式；直营模式是指公司自主经营“好莱客”品牌专卖店并开展对应经营业务；大宗客户模式是指公司向房地产或装修工程企业等大宗客户开展品牌定制家居产品销售。2018年，公司新增橱柜、木门品类，品牌仍为“好莱客”，橱衣木类产品共享销售渠道。

经销商销售模式为公司主力发展的零售业务销售模式，2018年经销商销售收入19.92亿元，占主营业务收入的比重为95.32%。公司对经销商销售模式下的货款结算一般采用“先收款后发货”方式，公司在收到经销商交纳的全部货款后才排单生产，并发货至经销商指定的短驳物流站点，取得货物承运单即确认收入，货物从短驳物流站运输至终端客户的运输费用及相关责任由经销商承担。个别情况下，经销商如面临临时资金紧张等因素，经公司规定审批流程批准后，公司可先进行排单生产，但一般发货前经销商需交纳全部货款。一般而言，从公司接受订单到发货共需要20天左右。

直营店销售模式方面，公司在广州、上海分别设立了分公司，截至2018年末，公司运营的直营店共21家。直营店减少了中间代理的流通和销售环节，因此该模式毛利率较高，

但管理效率相对较低。直营模式的结算方面，公司设计师在上门量尺和设计产品方案前，顾客需要交纳订金，待最终设计方案经客户确认并签订合同后，顾客需要交纳剩余的全部货款，公司才进行排单生产。2018年，公司直营店实现产品销售收入9,642.56万元，同比下降8.73%，主要系当年公司关闭了1家直营店所致；公司直营模式毛利率56.99%，同比下降9.29个百分点。

大宗客户销售模式方面，随着国内房屋精装修比率提高，公司组建了工程配套团队，未来可能增加与大型房地产精装修项目的合作。结算方式上，公司提供一定的赊销期，客户需要先预付一定比例的合同款，然后根据工程进度结算除保修金外的剩余合同款，待工程验收后，通常情况下，工程客户保留5%左右的合同款作为质保金，待工程验收完工后1-2年支付给公司。公司大宗客户销售模式收入持续增长，2019年上半年，公司开发房地产楼盘数量共计54个，与万科、碧桂园、恒大、保利、富力、中海等头部开发商均已形成合作。此外，由于公司采用直营的模式开展大宗客户销售，与行业内采用工程代理商模式的同类型企业相比，公司大宗客户销售业务毛利率较高。但考虑到该模式下，公司自主承担工程投标、人工、物流等费用，公司大宗客户业务净利率水平实际与行业一致。

2019年1-6月，公司新增门窗品类，销售渠道独立于橱衣木产品，目前经营范围集中于杭州地区。2018年12月，公司的全资孙公司湖北好莱客门窗有限责任公司与浙江雷拓家居有限公司（以下简称“雷拓公司”）合资设立控股子公司瀚隆门窗（杭州）有限责任公司（以下简称“瀚隆门窗”）经营金属门窗加工制造业务，目前瀚隆门窗处于试经营阶段。2019年1-6月，瀚隆门窗主要经营模式是OEM代工，门窗产品均销售给关联方雷拓公司。2019年1-6月，公司实现门窗收入1,867.27万元，毛利率为-20.88%。2019年下半年，公司持续优化经营，计划开拓门窗自主销售渠道。

表6 2017-2019年6月公司产品收入按销售模式分类情况（单位：万元）

| 模式 | 2019年1-6月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|-----------|------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 经销商 | 85,354.37 | 40.66% | 199,232.43 | 39.72% | 172,568.22 | 37.99% |
| 直营 | 4,026.96 | 60.28% | 9,642.56 | 56.99% | 10,564.86 | 66.28% |
| 大宗客户 | 800.03 | 33.16% | 129.82 | 30.37% | 3.85 | 16.46% |
| 其他 | 1,867.27 | -20.88% | - | - | - | - |
| 合计 | 92,048.62 | 40.21% | 209,004.81 | 40.52% | 183,136.93 | 39.63% |

注：合计计数有四舍五入的差异；其他收入为门窗销售渠道收入。

资料来源：公司提供

2018年末，公司拥有经销商超过1,100家；经销商专卖店和直营店数量分别为1,745家和21家，分别同比增长17.19%、-4.5%。2019年上半年，公司将6家直营店转变为经销模式，

直营店数量下降。新品类方面，截至2019年6月30日，公司橱柜上样门店接近700家，木门上样门店超过500家。

2018年，公司整体单店收入较上年小幅下降。由于新门店从设立到正常运营一般需9个月左右，存续1年以上的门店收入变化（以下简称“同店增长”）能够更加客观反映行业终端情况的变化。剔除工程订单、新开经销商专卖店贡献的收入数据之后，2018年经销商专卖店同店增长约13%，其中客单值增加约10%，客户数量基本持平。2018年，公司直营单店收入同比下降4.38%，主要系门店客流量下降所致。2019年1-6月，公司营业收入同比增长3.86%，受客流量下降影响，公司收入增速放缓，但门店数量仍保持一定增长，未来需关注公司单店收入的表现情况。

表7 公司门店数量及单店收入情况（单位：家、万元/家）

| 项目 | 2019年6月 | 2018年 | 2017年 |
|-------------|---------|--------|--------|
| 门店数量 | 1,818 | 1,766 | 1,511 |
| 其中：经销商专卖店数量 | 1,803 | 1,745 | 1,489 |
| 直营店数量 | 15 | 21 | 22 |
| 单店收入 | 49.16 | 118.28 | 121.20 |
| 经销商专卖店单店收入 | 47.34 | 114.17 | 115.90 |
| 直营单店收入 | 268.46 | 459.17 | 480.22 |

注：单店收入=（经销模式收入+直营模式收入）/门店数量；经销商单店收入=经销模式收入/经销商专卖店数量；直营单店收入=直营模式收入/直营店数量；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

渠道分化背景下，公司于2017年末提出加快开拓新零售渠道，通过社群营销、电商平台、内容平台、家装等多元渠道获取流量。

2018年，公司在天猫的整体流量排名提升，订单转化率超过10%；此外，公司加大对互联网平台的精准营销，形成微信自媒体、“抖音”为主，“小红书”、“知乎”为辅的多渠道综合分发体系。2018年公司广告宣传费为1.17亿元，同比增加35.15%。

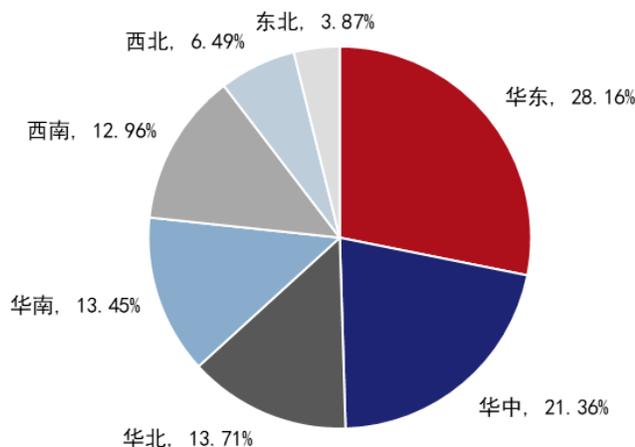
2019年4月，公司与齐屹科技签订了《战略合作框架及交叉持股投资协议》，开展定制家居领域深度战略合作，利用齐屹科技旗下的“齐家网”互联网家装平台，打造前端流量和供应链交付的更紧密对接机制，为客户提供更好的一站式消费体验，实现流量入口和供应链交互的完整闭环。双方计划进行股权绑定并成立合资公司，推出定位于年轻一代的新品牌，通过线上营销拓宽获客渠道，未来需关注公司新零售模式的实现情况。

2018年受三四线城市房地产市场影响，公司B、C类城市门店数量、收入增速放缓，但公司仍持续采取下沉市场的布局扩张战略，未来需关注公司下沉市场的经销商盈利情况

公司主要销售区域集中在经济较发达的华东地区、华中地区，符合行业特点。2018

年华东地区销售收入占比为28.16%，华中地区销售收入占比为21.36%。

图6 2018年公司销售收入主要集中于华东、华中地区



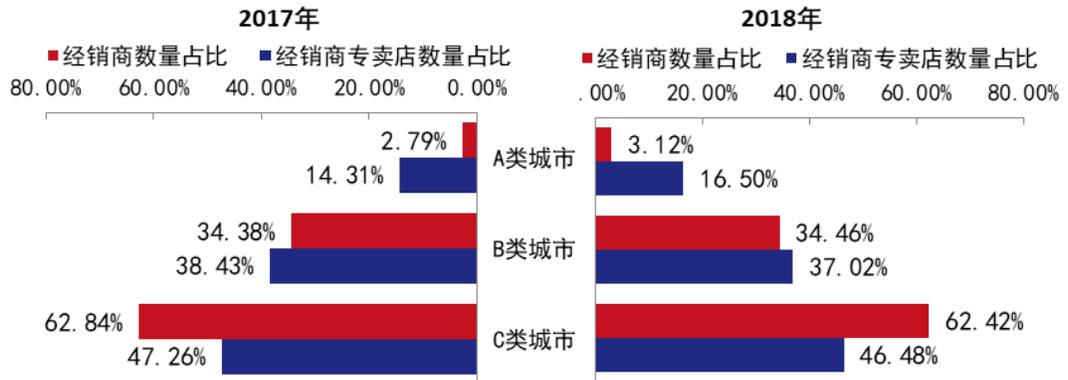
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司不断加强销售网络，对下沉市场（地级市、县级市及以下城市）的经销商进行优化调整，并持续采取下沉市场的布局扩张战略。

直营店来看，公司直营店全部分布于A类城市（省会及副省会城市）。经销商专卖店来看，得益于2016-2017年公司对A类城市经销商的优化策略取得良好成效，2018年省会经销商优化调整带来的业绩提升效应得以释放，A类城市经销商及经销商专卖店数量增长速度高于其他类城市。2018年，三至五线城市专卖店数量在房地产显性红利消退过后，增长相对放缓；2018年，公司B类城市（地级市）、C类城市（县级市及以下）的经销商专卖店数量占比均呈现小幅下降。公司计划对下沉市场开展更深入细致的工作，对B类城市、C类城市的经销商进行优化调整。

从经销商平均开店情况来看，2018年，A、B和C类城市平均每个经销商分别拥有6-7个、1-2个和1个专卖店，B类和C类城市每个经销商平均拥有的经销商专卖店数量仍远小于A类城市。三至五线城市的市场相对较小，仍有一定开发潜力。2019年1-6月，公司对B、C类城市持续进行布局扩张策略，B、C类城市经销商专卖店数量持续增长，A类城市门店数量基本与2018年末持平，未来仍需关注公司下沉市场的经销商盈利情况。

图7 2018年A类城市经销商及其专卖店数量占比提升，其他城市数量占比均下降



注：A类城市代表省会及副省会城市、B类城市代表地级市、C类城市代表县级市及以下。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从不同城市的收入情况来看，2018年，A类、B类和C类城市的销售收入分别占比为22.84%、43.10%和34.06%，与上年相比变化不大。2018年，随A类城市经销商专卖店的扩增、直营店数量的减少，A类城市的单店收入有所摊薄；随B类、C类城市经销商及经销商专卖店优化策略的提升，B、C类城市的单店收入均小幅提升。客户结构方面，整体衣柜作为终端耐用消费品，更换周期8-10年，公司客户相对分散。2018年，公司前五大客户销售收入占主营业务收入的比重分别为6.67%。此外，正常情况下，公司提供五年保修、终身维护的产品保修政策。

公司主要供应商较为稳定，单位产品成本呈下降趋势，未来仍需关注板材价格上升对成本的影响

公司各产品的生产成本主要由直接材料、人工成本和制造费用构成，整体衣柜及配套产品的直接材料占比约70%，原材料对公司产品质量和生产成本有较大影响。对此，公司建立了采购管理体系，提高原材料利用率，并改变细分产品结构。采购方面，公司设置供应链管理中心，负责集中采购，通过总部集中采购以提升议价空间，尽可能降低采购成本。

自2018年起，子公司惠州好莱客进行自主采购。为保证公司生产经营有序进行，公司设定安全库存，并结合订单情况进行采购。原材料利用方面，公司通过改进生产线和规模效益，提高生产效率和材料利用率；改变细分产品结构方面，公司根据市场需求，掩门类、无门类的衣柜产品有所增长，相比移门类产品，掩门制作工艺简单，对材料消耗少、人工和制造费用相对较低，但此节约成本的方式取决于客户需求。2018年以来，公司掩门类、无门类产品占比提升，单位成本进一步下降。

表8 2017-2019年6月公司整体衣柜及配套家具生产成本构成情况（单位：元/平方米）

| 项目 | 2019年1-6月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|---------|-----------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 单位产品成本 | 117.56 | 100.00% | 123.78 | 100.00% | 130.22 | 100.00% |
| 其中：直接材料 | 86.32 | 73.43% | 94.14 | 76.05% | 99.35 | 76.29% |
| 直接人工 | 15.17 | 12.90% | 14.36 | 11.60% | 16.57 | 12.72% |
| 制造费用 | 16.06 | 13.66% | 15.28 | 12.34% | 14.31 | 10.99% |

资料来源：公司提供

2018年，公司新增橱柜、木门的生产品类。橱柜与整体衣柜及配套产品的成本结构类似，直接材料占单位产品成本的70%以上。2018年，公司木门的成本结构有较大差异，直接材料占单位产品的46.51%，主要原因是木门工艺与橱柜、衣柜产品工艺有所差异，其产线独立于公司传统产线，故此公司新购置了生产设备，计提了较大规模的折旧。

表9 2018年公司新增品类生产成本构成情况

| 项目 | 橱柜（单位：元/套） | | 木门（单位：元/樘） | |
|---------|------------|---------|------------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 单位产品成本 | 8,057.26 | 100.00% | 2,109.98 | 100.00% |
| 其中：直接材料 | 5,802.82 | 72.02% | 981.35 | 46.51% |
| 直接人工 | 1,254.73 | 15.57% | 391.78 | 18.57% |
| 制造费用 | 999.71 | 12.41% | 736.85 | 34.92% |

资料来源：公司提供

采购方面，公司采购分为重要物料、一般物料、辅助物料。其中，重要物料包括板材、封边条、装饰膜、百叶板、五金导轨、滑轮、铰链等，一般物料包括包装材料、设备配件、装修材料、生产辅料，辅助物料包括印刷品、劳保用品、零星工具。

公司原材料采购主要来自国内供应商，采购结算周期平均为45天左右，账期一般不超过60天，公司能获取一定的供应商账期，有利于缓解公司的资金压力。考虑到公司定制的生产经营模式对原材料稳定性、质量和可靠性要求较高，给公司的采购议价带来一定的挑战。

表10 2017-2019年6月公司主要原材料采购情况（单位：万元）

| 名称 | 2019年1-6月 | 2018年 | 2017年 |
|------|-----------|-----------|-----------|
| 板材 | 21,708.02 | 51,823.24 | 44,297.18 |
| 铝型材 | 3,449.60 | 4,594.51 | 6,396.55 |
| 五金配件 | 6,438.00 | 12,350.82 | 10,433.58 |
| 装饰膜 | 1,437.97 | 2,680.48 | 2,969.06 |
| 百叶板 | 16.23 | 78.26 | 211.92 |
| 包装材料 | 2,317.09 | 6,543.15 | 5,993.03 |

| | | | |
|-----------|------------------|------------------|------------------|
| 封边条 | 1,734.26 | 4,054.18 | 3,374.57 |
| 厨电 | 295.11 | 373.00 | - |
| 厨配 | 185.89 | 315.54 | - |
| 橱柜台面 | 341.18 | 700.58 | - |
| 合计 | 37,923.35 | 83,513.77 | 73,675.89 |

注：采购额不含税；其他原材料还有水电费用等。

资料来源：公司提供

公司整体衣柜的原材料中板材占比最大，是公司最主要的原材料。2018年以来，公司主要采购板材市场价格较为稳定。随公司业务量的扩增，板材采购量的提升，公司对供应商议价能力提升，公司板材的采购单价小幅下降。未来仍需关注板材等原材料价格变动对公司成本的影响。2018年，公司采购的原材料百叶板采购数量大幅下降，主要原因是公司生产百叶板样式的整体衣柜数量减少，其采购量与公司当年订单类型有关。

公司针对生产所需的重要原材料，一般选取几家供应商并与之建立稳定的合作关系。2018年，公司前五大供应商采购金额³为30,656.46万元，占采购总额的30.66%，较上年减少1.26个百分点，不存在对单一供应商依赖的风险。

公司近年产能规模持续提升，整体产能利用率保持较高水平，未来新增产能规模较大，新增产能能否顺利消化存在不确定性

公司主要生产基地有4个，分别位于广州经济技术开发区、广州市从化区、惠州市和湖北汉川市，主要产品为衣柜、橱柜、门类及相关配套。2018年随着公司惠州生产基地（一期和二期）投产，公司产能继续提升。截至2018年末，整体衣柜及配套家具产能达到1,204.20万平方米，同比增长21.19%；新增木门产能0.49万樘。公司根据实际经营情况，通过控制设备购买及运营逐步调整新增产能的释放节奏。2019年1-6月，公司新增品类的产能逐步释放。

公司整体产能利用率保持较高水平，2018年公司整体衣柜及配套的产能利用率为81.48%，较上年下降3.88个百分点，其中惠州三期工程未能完全投产，惠州三期工程为惠州生产基地的仓库及发货区，对公司产能利用率有一定影响。公司橱柜、木门和门窗品类尚处于经营初期，产能利用率不高。此外，1-2季度是定制家居行业的销售淡季，随着下半年进入销售旺季，产能利用率有望提高。

表11 2017-2019年6月公司各产品产能利用情况

| 产品 | 项目 | 2019年1-6月 | 2018年 | 2017年 |
|---------------------|----|-----------|----------|--------|
| 整体衣柜及配套家具 (万平方米) | 产能 | 519.80 | 1,204.20 | 993.62 |
| | 产量 | 421.61 | 981.18 | 848.18 |

³ 采购金额按供应商同一控制的企业合并口径统计，为不含税金额。

| | | | | |
|----------|-------|--------|---------|--------|
| | 产能利用率 | 81.11% | 81.48% | 85.36% |
| 橱柜（万套） | 产能 | 1.79 | 0.63 | - |
| | 产量 | 0.43 | 0.22 | - |
| | 产能利用率 | 23.94% | 35.59% | - |
| 木门（万樘） | 产能 | 1.66 | 0.49 | - |
| | 产量 | 0.91 | 0.49 | - |
| | 产能利用率 | 54.82% | 100.00% | - |
| 门窗（万平方米） | 产能 | 21.50 | - | - |
| | 产量 | 4.57 | - | - |
| | 产能利用率 | 21.26% | - | - |

注：因四舍五入产能利用率尾数存在差异。

资料来源：公司提供

截至2019年6月末，公司主要在建产能项目为从化生产基地、惠州生产基地三期工程及本期债券募投项目等，主要在建产能项目预计总投资16.07亿元，已投资7.14亿元。其中，从化生产基地主要为定制家居智能生产建设项目，实施主体为子公司广州从化好莱客家居有限公司，受土地进度交付缓慢、地块平整工作复杂等原因，该项目于2018年5月启动建设，较原定开始时间推迟半年。截至2019年6月末，从化生产基地项目已投资14,166.74万元，预计完工时间延期至2019年12月。

除上述项目外，公司尚有部分装修工程等工程项目处于建设中，就公司全部在建项目情况来看，2019年下半年公司计划投入4.14亿元、2020年计划投入5.88亿元。中证鹏元注意到公司在建产能项目规模较大，受行业竞争、市场需求变动或者宏观经济形势变化的影响，新增产能能否顺利消化及经济效益能否达到预期均存在不确定性。

表12 公司主要在建产能项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 2018年末已投资 | 2019年6月末已投资 | 产品种类 |
|------------------------------|-------------------|------------------|------------------|-------|
| 从化生产基地 | 55,063.00 | 9,155.77 | 14,166.74 | 衣柜 |
| 湖北生产基地之一：“汉川定制家居工业4.0制造基地项目” | 77,513.89 | 21,083.77 | 36,013.85 | 衣柜和木门 |
| 惠州生产基地（三期） | 28,075.96 | 20,093.77 | 21,175.57 | 门类及配套 |
| 合计 | 160,652.85 | 50,333.31 | 71,356.16 | - |

注1：本期债券募投项目“汉川定制家居工业4.0制造基地项目”系湖北生产基地的第一期工程；

注2：已投资额按实际支付的投资金额填列，2018年审计报告、2019年半年报中在建工程科目按照完工进度计提的账面价值，与本表存在一定差异。

资料来源：公司提供

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广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，以及未经审计的2019年半年报。2018年，公司合并报表范围子公司增加2家、注销1家，具体见表2。

资产结构与质量

随产能持续扩建，公司非流动资产大幅增长；货币资金和理财产品占总资产的比重仍较大，公司资产质量较好

近年，受产能持续扩建的影响，公司总资产规模持续增长。2019年6月末公司总资产规模为28.53亿元，较2017年末增长13.49%。随公司持续进行产能扩建，公司非流动资产规模大幅增长。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年6月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 36,261.80 | 12.71% | 45,911.12 | 15.96% | 47,545.82 | 18.91% |
| 存货 | 10,704.80 | 3.75% | 7,392.63 | 2.57% | 5,138.26 | 2.04% |
| 其他流动资产 | 71,216.68 | 24.96% | 87,978.10 | 30.57% | 105,027.50 | 41.77% |
| 流动资产合计 | 124,759.52 | 43.72% | 145,059.52 | 50.41% | 159,995.54 | 63.63% |
| 固定资产 | 59,160.04 | 20.73% | 56,504.69 | 19.64% | 48,028.19 | 19.10% |
| 在建工程 | 75,702.62 | 26.53% | 62,515.95 | 21.73% | 28,425.74 | 11.31% |
| 无形资产 | 16,322.24 | 5.72% | 15,564.26 | 5.41% | 8,336.41 | 3.32% |
| 非流动资产合计 | 160,589.06 | 56.28% | 142,691.03 | 49.59% | 91,437.49 | 36.37% |
| 资产总额 | 285,348.58 | 100.00% | 287,750.55 | 100.00% | 251,433.03 | 100.00% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理

流动资产方面，近年公司货币资金持续下降，截至2019年6月末，公司货币资金3.63亿元，较2017年末下降23.73%，主要是公司持续进行资本投入进行产能扩张所致；2019年6月末，公司有6.00万元支付宝保证金使用受限，受限货币资金规模较小。2018年及以前，受益于公司“个性化定制（以销定产或JIT）”的生产模式，公司存货规模相对较小；2019年6月末，公司存货1.07亿元，较2017年末增长108.34%，主要原因是2018年起公司扩张了橱柜、木门和门窗品类，这些品类均可以进行部分标准件的生产，因此公司在安全库

存的范围内提高了存货占比。截至2018年末，公司其他流动资产8.80亿元，其中购置的理财产品8.40亿元，主要投资于上海浦东发展银行、中信银行的结构性理财产品等，年化收益率在4.15%-4.25%，期限均为90天。跟踪期内公司理财产品规模持续减小，理财产品到期后陆续进行资本投入。

非流动资产方面，公司固定资产主要系厂房和机器设备，2018年末公司固定资产5.65亿元，同比增长17.65%，主要系公司多项装修工程完工、设备完成调试转固所致；2018年末，在建工程6.25亿元，同比增长119.93%，主要系公司持续进行产能扩建，先后投资建设惠州好莱客二期、三期建造工程、新总部大楼装修工程、从化好莱客定制家居智能生产建设项目、湖北好莱客一期建设项目等。2018年末，公司无形资产账面价值为1.56亿元，主要新增的是湖北好莱客用于厂房建设的土地使用权。

整体来看，2018年以来公司持续进行产能扩建，非流动资产大幅增长，公司资产规模随之增长；货币资金和理财产品占资产的比重仍较大，公司资产质量较好。

资产运营效率

公司运营资本管理能力增强，运营效率较好

2018年，公司净营业周期仍为负数，运营资本管理能力持续较强。公司采取“个性化定制（以销定产或JIT）”的生产模式，存货规模相对较小，周转效率相对较高。2018年，公司扩张橱柜、木门等产品品类，该品类可以部分生产标准件，公司在安全库存的范围内提高了存货占比，存货周转天数小幅增加。公司生产模式对供应商供货的可靠性和及时性要求较高，公司有一定议价能力，供应商通常给予公司1-2个月的信用期。2018年，公司在建工程大额投入导致应付工程款增加，公司应付款项周转天数延长至59.11天，较上年增长12.41天。

公司产品生产周转速度较快，产品销售方式一般采用“先收款后发货”方式，在收到经销商交纳的全部货款后才排单生产。2018年，针对信用情况较好的经销商，公司允许预收部分款项后开始生产，货物交付后进行尾款支付；此外，2018年，公司大宗客户销售业务规模增长，该模式下公司提供给工程客户一定的赊销期。受上述因素影响，2018年，公司应收账款周转天数小幅延长、预收账款周转天数缩短。

从整体资产运营效率来看，受公司持续进行产能扩建、营业收入增速放缓的影响，2018年公司流动资产周转效率下降、固定资产周转效率上升，总资产周转天数延长。

表14 公司主要运营效率指标（单位：天）

| 项目 | 2018年 | 2017年 |
|----------|---------------|---------------|
| 应收款项周转天数 | 1.82 | 1.13 |
| 预收账款周转天数 | 17.06 | 19.79 |
| 存货周转天数 | 17.50 | 16.17 |
| 应付款项周转天数 | 59.11 | 46.70 |
| 净营业周期 | -39.79 | -29.41 |
| 流动资产周转天数 | 257.47 | 240.06 |
| 固定资产周转天数 | 88.23 | 91.32 |
| 总资产周转天数 | 455.07 | 394.77 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年以来公司收入增速明显放缓，未来增长承压；公司综合毛利率持续较高，盈利能力较好

近年，公司营业收入增速明显放缓。2018年及2019年1-6月，公司分别实现营业收入21.33亿元、9.38亿元，分别同比增长14.46%、3.86%。与定制家居行业其他上市公司相比，2019年上半年公司收入同比增速较低。9家上市公司⁴中，皮阿诺同比增速达25.24%，表现最高，其次是我乐家居，同比增速达22.94%。主要原因：一方面，考虑到工程订单的资金占用，公司对于大宗业务的增长较为谨慎，而其他上市公司工程订单数量增幅较大；另一方面，受房地产市场变化、行业竞争加剧影响，公司零售业务门店客流量下滑，未来公司收入增长承压。

整体衣柜及配套家具仍为公司营业收入的主要来源，2018年以来公司新增橱柜、木门和门窗品类，未来随新品类产量的扩增，公司收入仍具有一定增长动力。公司近年持续进行资本投入、扩建产能，需关注在建产能后续消化压力。2018年，公司综合毛利率为39.56%，表现持续较高。其中，随业务规模的扩大、规模效应持续显现，整体衣柜及配套家具毛利率提升至40.94%，为行业内较高水平；其他业务毛利率持续为负，对公司综合毛利率的影响较小。

期间费用方面，2018年，公司期间费用率为18.52%，较上年提升1.65个百分点，主要源于公司销售费用的增长。2018年，公司广告宣传费1.17亿元，同比增加35.15%。未来需

⁴ 9家上市公司全称和简称分别为：欧派家居集团股份有限公司（简称“欧派家居”）、索菲亚家居股份有限公司（简称“索菲亚”）、广州尚品宅配家居股份有限公司（简称“尚品宅配”）、志邦家居股份有限公司（简称“志邦股份”）、好莱客、厦门金牌厨柜股份有限公司（简称“金牌橱柜”）、广东顶固集创家居股份有限公司（简称“顶固集创”）、南京我乐家居股份有限公司（简称“我乐家居”）、广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司（简称“皮阿诺”）。

关注公司持续加大品牌宣传、新零售营销模式拓展等投入后，期间费用对公司利润的侵蚀情况。

2019年1-6月，公司利润总额为1.78亿元，同比下降18.63%，主要系公司于上年同期收到汉川产业扶持资金4,514万元计入营业外收入，扣除该项补助后公司利润总额基本与上年同期持平。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年1-6月 | 2018年 | 2017年 |
|---------|-----------|------------|------------|
| 营业收入 | 93,752.83 | 213,268.70 | 186,324.76 |
| 营业利润 | 17,714.14 | 41,131.22 | 41,073.50 |
| 其他收益 | 906.61 | 719.54 | 1,087.59 |
| 投资收益 | 1,574.11 | 3,658.54 | 2,258.95 |
| 营业外收入 | 66.10 | 5,429.51 | 227.50 |
| 利润总额 | 17,760.94 | 46,164.26 | 40,753.39 |
| 净利润 | 14,474.14 | 38,223.57 | 34,799.84 |
| 综合毛利率 | 39.39% | 39.56% | 38.34% |
| 期间费用率 | 18.73% | 18.52% | 16.87% |
| 营业利润率 | 18.89% | 19.29% | 22.04% |
| 总资产回报率 | - | 17.12% | 19.95% |
| 净资产收益率 | - | 17.50% | 21.63% |
| 营业收入增长率 | 3.86% | 14.46% | 30.02% |
| 净利润增长率 | -20.09% | 9.84% | 37.95% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理

现金流

公司业务回款能力较强，经营活动现金流表现较好，外部融资需求较小

2018年公司营业收入回款情况表现较好，收现比较高。2018年，随公司在建的产能扩建工程、门店装修工程转固，公司非付现费用增加；此外，公司应付工程款项增加，减少占用公司运营资本，公司经营活动现金流净额同比增长，经营支出压力较小。

2018年公司投资性活动现金流持续呈现大额流出，主要系公司为了扩大生产经营规模，购建房屋建筑物、机器设备、土地等，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金5.55亿元。2018年，公司理财资金净收回1.90亿元，致使公司投资活动产生的现金流量净流出3.23亿元，较上年收窄。

公司融资方式以权益融资为主，目前公司尚能通过自有资金、权益融资实现资金平衡。2018年，公司筹资活动现金流入主要为2018年度授予的223.50万股限制性股票及相关溢

价，筹资活动现金流出主要系用于分配股利、回购限制性股票。

表16 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年1-6月 | 2018年 | 2017年 |
|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 收现比 | 1.08 | 1.16 | 1.15 |
| 净利润 | 14,474.14 | 38,223.57 | 34,799.84 |
| 非付现费用 | 4,855.15 | 7,847.83 | 5,101.55 |
| 非经营损益 | -1,244.16 | -1,611.05 | -1,845.79 |
| FFO | 18,085.13 | 44,460.35 | 38,055.60 |
| 营运资本变化 | -6,213.90 | 1,953.35 | 2,133.91 |
| 其中：存货减少（减：增加） | -3,312.17 | -2,340.22 | 42.69 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | -3,085.91 | -1,697.40 | 644.10 |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | 184.18 | 5,990.97 | 1,447.12 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 12,072.86 | 47,217.01 | 40,335.58 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -3,275.15 | -32,329.15 | -71,554.42 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -18,389.89 | -16,580.71 | 53,118.49 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -9,592.17 | -1,692.85 | 21,899.65 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体负债水平较低

公司负债主要为经营性负债，随着生产经营规模的扩大，负债总额逐年增长，2019年6月末为5.14亿元，较2017年末增长12.78%。得益于公司自身经营积累，2019年6月末公司所有者权益总额为23.40亿元，较2017年末增长13.65%。2019年6月末，产权比率为22.24%，所有者权益对负债的保障程度较好。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2019年6月 | 2018年 | 2017年 |
|---------|------------|------------|------------|
| 负债总额 | 51,385.76 | 56,739.24 | 45,562.67 |
| 所有者权益总额 | 233,962.82 | 231,011.31 | 205,870.35 |
| 产权比率 | 22.24% | 24.56% | 22.13% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理

流动负债方面，公司无短期借款。应付账款主要为应付供应商的原材料采购款及设备工程款等，账龄主要为1年以内。2019年6月末，公司应付账款达2.73亿元，较2017年末增长60.56%，主要系随公司在建工程大额投入导致的应付工程款项增加。公司销售结算模式以“先收款后发货”为主，预收账款主要为预收货款，由于公司订单周转较快，预收款项规模不大，且随公司在手订单情况有所波动。随着公司业绩规模增长，应交税费稳步增长。

2019年6月末，公司其他应付款为0.41亿元，较2017年末下降59.04%，主要系公司终止实施2016年及2017年限制性股票激励计划，回购注销161人已授予但尚未解锁的全部限制性股票所致。非流动负债方面，公司非流动负债占比较小，其中递延收益全部系与资产相关的政府补助。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年6月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 |
| 应付账款 | 27,252.52 | 53.04% | 25,352.52 | 44.68% | 16,973.60 | 37.25% |
| 预收款项 | 7,673.51 | 14.93% | 10,832.87 | 19.09% | 9,377.80 | 20.58% |
| 应交税费 | 5,165.91 | 10.05% | 5,494.05 | 9.68% | 5,082.23 | 11.15% |
| 其他应付款 | 4,149.00 | 8.07% | 8,477.13 | 14.94% | 10,129.49 | 22.23% |
| 流动负债合计 | 46,836.11 | 91.15% | 53,722.60 | 94.68% | 44,128.72 | 96.85% |
| 递延收益 | 3,113.76 | 6.06% | 1,880.78 | 3.31% | 1,389.63 | 3.05% |
| 非流动负债合计 | 4,549.66 | 8.85% | 3,016.64 | 5.32% | 1,433.96 | 3.15% |
| 负债总额 | 51,385.76 | 100.00% | 56,739.24 | 100.00% | 45,562.67 | 100.00% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，中证鹏元整理

截至2019年6月末，公司流动资金充足，无有息债务，亦无银行授信。

偿债能力指标方面，2018年末资产负债率为19.72%，整体负债水平较低。随公司持续进行产能扩建，现金持续支出，公司流动资产下降；公司在建工程大额投入导致应付工程款项增加，流动负债规模增长，流动资产对流动负债的覆盖程度下降。2018年以来，公司收入及利润增速放缓，经营负债规模持续扩大，负债总额/EBITDA持续提升，公司盈利对债务的保障程度有所降低。

表19 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2019年6月 | 2018年 | 2017年 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 18.01% | 19.72% | 18.12% |
| 流动比率 | 2.66 | 2.70 | 3.63 |
| 速动比率 | 2.44 | 2.56 | 3.51 |
| EBITDA（万元） | 22,525.71 | 53,487.53 | 45,753.66 |
| 负债总额/EBITDA | - | 1.06 | 1.00 |
| 经营性净现金流/流动负债 | - | 0.88 | 0.91 |
| 经营性净现金流/负债总额 | - | 0.83 | 0.89 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，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2016年1月1日至报告查询日（2019年9月17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

2018年起公司逐步新增橱柜、木门及门窗品类，公司橱衣木产品品牌为“好莱客”，门窗产品品牌为“好莱客×雷拓v12”，产能的提升可支撑业务扩张；公司盈利能力较好，回款能力较强，经营活动现金流表现较好；公司资本实力持续增强，整体负债水平较低。

同时中证鹏元也关注到商品房销售增速持续放缓，定制家居行业景气度承压；受门店客流量下降影响，公司收入同比增速大幅放缓，未来增长承压，公司抗风险能力有待加强；公司产能持续扩张，计划新增产能能否顺利消化存在不确定性等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

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：万元） | 2019年6月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金 | 36,261.80 | 45,911.12 | 47,545.82 | 25,646.17 |
| 其他流动资产 | 71,216.68 | 87,978.10 | 105,027.50 | 54,744.73 |
| 固定资产 | 59,160.04 | 56,504.69 | 48,028.19 | 46,498.27 |
| 在建工程 | 75,702.62 | 62,515.95 | 28,425.74 | 9,305.80 |
| 总资产 | 285,348.58 | 287,750.55 | 251,433.03 | 157,203.16 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 27,252.52 | 25,352.52 | 16,973.60 | 12,834.70 |
| 应交税费 | 5,165.91 | 5,494.05 | 5,082.23 | 2,818.35 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总负债 | 51,385.76 | 56,739.24 | 45,562.67 | 41,336.35 |
| 所有者权益合计 | 233,962.82 | 231,011.31 | 205,870.35 | 115,866.81 |
| 营业收入 | 93,752.83 | 213,268.70 | 186,324.76 | 143,302.82 |
| 营业利润 | 17,714.14 | 41,131.22 | 41,073.50 | 28,848.38 |
| 净利润 | 14,474.14 | 38,223.57 | 34,799.84 | 25,226.54 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 12,072.86 | 47,217.01 | 40,335.58 | 36,502.94 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -3,275.15 | -32,329.15 | -71,554.42 | -67,287.71 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -18,389.89 | -16,580.71 | 53,118.49 | 3,147.66 |
| 财务指标 | 2019年6月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
| 应收账款周转天数 | - | 1.82 | 1.13 | 0.98 |
| 预收账款周转天数 | - | 17.06 | 19.79 | 13.95 |
| 存货周转天数 | - | 17.50 | 16.17 | 18.37 |
| 应付账款周转天数 | - | 59.11 | 46.70 | 42.58 |
| 净营业周期 | - | -39.79 | -29.41 | -23.23 |
| 流动资产周转天数 | - | 257.47 | 240.06 | 185.32 |
| 固定资产周转天数 | - | 88.23 | 91.32 | 110.15 |
| 总资产周转天数 | - | 455.07 | 394.77 | 343.35 |
| 综合毛利率 | 39.39% | 39.56% | 38.34% | 39.98% |
| 期间费用率 | 18.73% | 18.52% | 16.87% | 18.95% |
| 营业利润率 | 18.89% | 19.29% | 22.04% | 20.13% |
| 总资产回报率 | - | 17.12% | 19.95% | 21.58% |
| 净资产收益率 | - | 17.50% | 21.63% | 23.95% |
| 营业收入增长率 | 3.86% | 14.46% | 30.02% | 32.44% |
| 净利润增长率 | -20.09% | 9.84% | 37.95% | 55.30% |
| 资产负债率 | 18.01% | 19.72% | 18.12% | 26.29% |

| | | | | |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 流动比率 | 2.66 | 2.70 | 3.63 | 2.15 |
| 速动比率 | 2.44 | 2.56 | 3.51 | 2.02 |
| EBITDA（万元） | 22,525.71 | 53,487.53 | 45,753.66 | 33,354.72 |
| 负债总额/EBITDA | - | 1.06 | 1.00 | 1.24 |
| 经营性净现金流/流动负债 | - | 0.88 | 0.91 | 0.89 |
| 经营性净现金流/负债总额 | - | 0.83 | 0.89 | 0.88 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年半年报，2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|----------|---|
| 应收账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$ |
| 存货周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$ |
| 应付账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$ |
| 净营业周期 | 应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数 |
| 预收账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年预收账款合计} + \text{上年预收账款合计}) / 2] \}$ |
| 流动资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$ |
| 固定资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$ |
| 总资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$ |
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 期间费用率 | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营业利润率 | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 净资产收益率 | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$ |
| 总资产回报率 | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| EBITDA | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| 产权比率 | $\text{负债总额} / \text{所有者权益}$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 流动比率 | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$ |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 营业收入增长率 | $(\text{本年营业收入} - \text{上年营业收入}) / \text{上年营业收入} \times 100\%$ |
| 净利润增长率 | $(\text{本年净利润} - \text{上年净利润}) / \text{上年净利润} \times 100\%$ |

附录三 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、债务人主体长期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、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。 |