

2019 年广州好莱客创意家居股份有限公司  
可转换公司债券  
2020 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員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：

谭璇



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【162】号 02

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：  
蒋申 何卫平

电话：  
0755-82872532

邮箱：  
jiangsh@cspengyuan.co  
m

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  
评级方法已披露于中证  
鹏元官方网站。

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](http://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 2020 年跟踪信用评级报告

|            | 本次跟踪评级结果        | 上次信用评级结果        |
|------------|-----------------|-----------------|
| 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       | 2020 年 6 月 17 日 | 2019 年 9 月 29 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 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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：公司产品品类持续扩张，衣柜整体产能利用率保持较高水平；公司经营活动现金生成能力较强；公司整体负债水平较低。同时中证鹏元也关注到定制家居行业竞争较激烈，COVID-19 疫情导致家居消费需求短期抑制；公司收入增长承压，抗风险能力有待加强；公司产能实际投放速度放缓，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：

- 公司产品品类持续扩张，衣柜整体产能利用率保持较高水平。2019 年，公司新增门窗品类。截至 2019 年末，公司整体衣柜及配套家具柜体、橱柜、木门和门窗的产能分别达 1,173.00 万平方米、3.58 万套、5.75 万樘和 72.00 万平方米；其中，整体衣柜及配套家具柜体产能利用率维持在 80%以上，保持较高水平。
- 公司经营活动现金生成能力较强。公司采用定制的生产经营模式，以“先收款后发货”方式为主，有较强的经营活动现金生成能力，2019 年收现比为 1.11，经营活动产生的现金净流入 4.03 亿元。
- 公司整体负债水平较低。2019 年末，公司资产负债率为 30.62%，负债以经营性债

务为主；有息债务为 5.39 亿元，全部为可转债账面价值的负债部分及应计利息。综合来看，公司整体负债水平较低，偿债压力不大。

## 关注：

- **定制家居行业竞争较激烈，COVID-19 疫情导致家居消费需求短期抑制。**我国定制家居行业整体呈现“大行业、小公司”的特点。2019 年，定制家居行业集中度 CR6 为 25.15%，竞争较激烈。COVID-19 疫情爆发，新房销售的短期暂停抑制了家居消费需求，复工时间的推迟、社区的严防严控阻碍了现有家居订单的生产、安装维护，定制家居行业经营压力短期增大。
- **公司收入增长承压，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。受房地产市场变化、行业竞争加剧的影响，2019 年公司收入增长承压；2020 年一季度，公司当季收入同比下降 48.30%，同行业来看增速排名为 9 家上市公司第八，公司抗风险能力有待加强。2020 年 3 月中下旬，公司生产基地基本复工、线下门店恢复营业，未来需持续关注公司零售业务的恢复情况。
- **公司产能实际投放速度放缓，计划新增产能能否顺利消化存在不确定性。**截至 2019 年末，公司主要在建产能项目预计总投资 16.07 亿元，2020 年公司计划投入 7.35 亿元、2021 年计划投入 0.12 亿元，暂无其他产能新增计划。公司在建产能实际投放进度放缓，一方面，受疫情影响公司在建产能项目完工时间延后，国外设备到位、调试时间延迟；另一方面，公司根据市场情况调整产能投放节奏。公司在建项目的收益能否达到预期、新增产能是否能顺利消化均存在不确定性。

## 主要财务指标（单位：万元）

| 项目            | 2020 年 3 月 | 2019 年     | 2018 年     | 2017 年     |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 总资产           | 345,681.53 | 370,930.97 | 287,750.55 | 251,433.03 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 247,172.48 | 254,933.80 | 231,011.31 | 205,870.35 |
| 有息债务          | 53,877.78  | 53,108.61  | 0.00       | 0.00       |
| 资产负债率         | 27.88%     | 30.62%     | 19.72%     | 18.12%     |
| 流动比率          | 3.96       | 3.17       | 2.70       | 3.63       |
| 速动比率          | 3.60       | 2.94       | 2.56       | 3.51       |
| 营业收入          | 18,739.35  | 222,514.80 | 213,268.70 | 186,324.76 |
| 营业利润          | -1,064.58  | 41,464.01  | 41,131.22  | 41,073.50  |
| 净利润           | -1,984.44  | 35,534.32  | 38,223.57  | 34,799.84  |
| 综合毛利率         | 35.09%     | 40.06%     | 39.56%     | 38.34%     |

|               |            |           |           |           |
|---------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 总资产回报率        | -          | 12.96%    | 17.12%    | 19.95%    |
| EBITDA        | -          | 53,164.59 | 53,487.53 | 45,753.66 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -          | 41.99     | -         | -         |
| 经营活动现金流净额     | -16,260.00 | 40,266.80 | 47,217.01 | 40,335.58 |

注：2017-2018 年公司利息费用为 0.00 元，EBITDA 利息保障倍数无法计算。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，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，截至2019年12月31日，本期债券尚未使用的募集资金合计23,942.16万元，其中存放于募集资金存放专项账户的余额为4,942.16万元，尚未归还的用于闲置募集资金现金管理的余额为19,000.00万元。

## 二、发行主体概况

2019年6月-2020年3月末，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化。2019年11月4日，公司董事会审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的方案》，同意公司以1.50亿元至3.00亿元自有资金通过集中竞价的交易方式回购公司发行的人民币普通股（A股）股票，回购期限自董事会审议通过回购股份方案之日起12个月内。截至2020年5月末，公司已累计回购股份1,046.06万股，占公司总股本比例为3.38%，购买的最高价为18.20元/股，最低价为13.49元/股，支付的金额为15,405.37万元（不含印花税、佣金等交易费用）。

根据公司公告，本期债券转股起始日为2020年2月12日，该日起至2020年3月31日，本期债券累计共有4.70万元已转换为公司股票，累计转股数为2,820股，占可转债转股前公司已发行股份总额的0.0009%。

截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本为30,960.35万元。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2020年3月末，公司前十大股东明细如表1所示，公司前十大股东均无股份质押情况。

2020年5月12日，公司2019年年度股东大会审议通过了关于《关于公司2019年度利润分配的预案》，公司拟向全体股东每10股派发现金股利3.65元（含税）。本次利润分配为差异化分红，截至2020年5月末公司累计已回购的1,046.06万股不参与利润分配；故公司拟向股东派发现金股利10,918.73万元，占公司2019年度归属于上市公司净利润的比例为29.95%。根据募集说明书的发行条款约定，本期债券发行后若公司发生派送红股、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）、配股以及派发现金股利等情况应调整本期债券转股价格。根据公司公告，自2020年6月5

日起，本期债券调整后的转股价格为 16.27 元/股。

表1 截至2020年3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% |
| 广州好莱客创意家居股份有限公司回购专用证券账户                | 943.50    | 3.05%  |
| 青岛国信资本投资有限公司                           | 692.04    | 2.24%  |
| 香港中央结算有限公司                             | 547.21    | 1.77%  |
| 山东省国有资产投资控股有限公司                        | 469.43    | 1.52%  |
| 詹绵阳                                    | 453.53    | 1.46%  |
| 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              | 430.53    | 1.39%  |
| 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%  |
| 朱钢                                     | 188.90    | 0.61%  |
| 合计                                     | 24,868.78 | 80.34% |

资料来源：公司 2020 年一季报，中证鹏元整理

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。2019 年，公司注销 1 家子公司、新设 1 家子公司。如下表所示：

表2 2019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 |
|-----------|--------------|------|------|------|
| 好莱客投资有限公司 | 8,500.00 万港币 | 100% | 投资公司 | 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 |
|--------------|----------|------|------|-------------|
| 广东定家网络科技有限公司 | 1,000.00 | 100% | 制造业  | 注销          |

资料来源：公司 2019 年报，中证鹏元整理

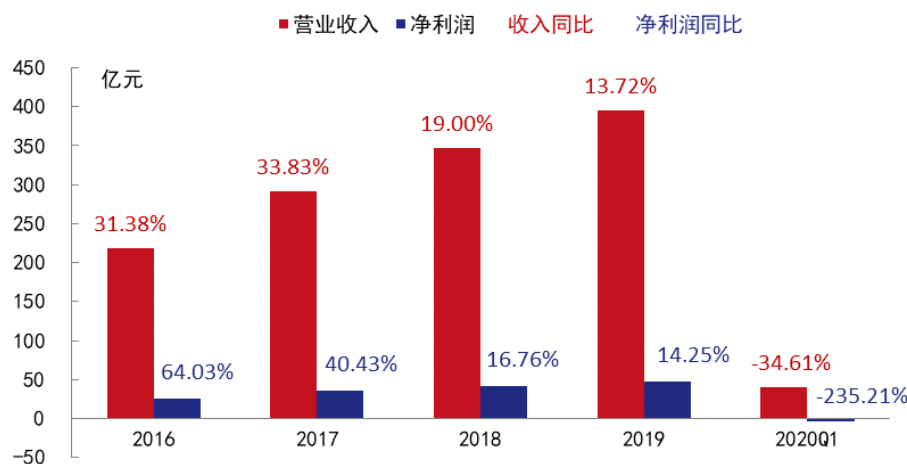
### 三、运营环境

近年，定制家居行业景气度承压，行业内上市公司平均收入增速表现为大幅放缓；长期来看，定制家居行业市场规模仍有扩增空间

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，2019年我国家具制造业营业收入为7,117.20亿元，同比增速为1.50%，增速大幅放缓。受COVID-19疫情因素影响，2020年1-3月，家具制造业营业收入为1,176.90亿元，同比减少23.70%，主要系企业复工时间延迟及家居消费需求抑制所致。

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。伴随着房地产经济的繁荣、城镇化的快速推进，定制家居行业经历了从无到有的进程。2018年以来，地产红利的逐步消退、行业竞争的激烈，致使定制家居行业收入增速放缓。以定制家居9家上市公司<sup>1</sup>每年收入之和、净利润之和为定制家居行业收入、盈利的代理变量，测算2018-2019年，定制家居行业营业收入增速均低于20%。2020年一季度，受COVID-19疫情影响，定制家居行业收入、利润同比大幅下滑。

图1 定制家居行业高增速时代迎来拐点，2018-2019年行业营业收入增速低于20%



资料来源：Wind，中证鹏元整理

但行业增速的放缓并不等同于行业规模已经饱和。根据中国产业信息网《2019年上半年我国定制家具渗透率、价格战情况、研发投入、盈利质量及行业主流趋势分析》，目前我国定制家居占家具行业收入的比例在30%左右，而发达国家位于60%到70%之间，定制家居行业渗透率仍有增长空间。

**2020年一季度，COVID-19疫情爆发，家居消费需求短期抑制；长期来看，精装修市场扩容可能推动定制家居大宗业务需求提升，同时翻新需求持续推动行业增长**

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，住宅装修需求对定制家居行业的发展有重要影响。住宅装修需求源自新房销售、翻新需求两大方面。

2020年一季度，COVID-19疫情爆发，房地产行业供需端受较大冲击。2018年四季度以来，住宅销售表现疲弱；2019年下半年，住宅销售小幅修复，房企加大推盘力度、以价

<sup>1</sup> 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“金牌厨柜”）、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”）。

换量，市场成交主力的三四线城市呈现一定的韧性。随棚改货币化安置时滞效应的消散，2020年房地产销售预期有一定的回落，疫情的爆发加重了房地产全年销售端的压力。2020年1-3月，住宅销售面积累计同比下降25.90%；疫情的爆发同样递延了复工时间，2020年1-3月，住宅新开工面积、住宅竣工面积累计同比分别下降26.90%、16.20%。短期来看，新房销售的暂停、家居卖场延期营业抑制了家居消费需求，复工时间的推迟、社区的严防严控阻碍了现有家居订单的生产、安装维护，定制家居行业经营压力短期增大，但随复工复产节奏的推进，行业短期经营压力将逐步缓解。

图2 COVID-19 疫情爆发，住宅销售、新开工及竣工情况受较大冲击

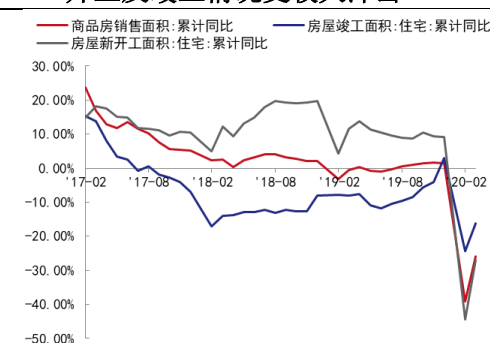
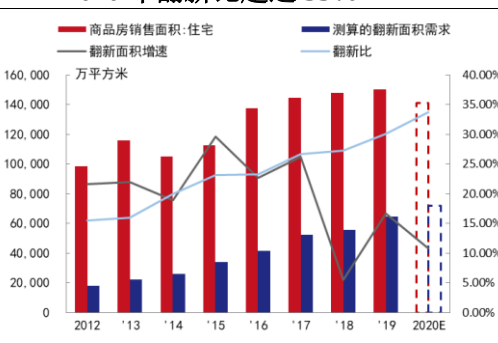


图3 翻新需求持续推动行业增长，预计2020年翻新比超过33%



注 1：翻新比=翻新面积/（新售面积+翻新面积）；

注 2：2020 年住宅销售面积增速按-6%测算，测算详见专题研究《COVID-19 疫情持续，楼市政策如何发力？——短期注重流动性，长期关注投资和销售端》20200224；

注 3：翻新需求假设每隔 10 年住宅需要重新装修，每年有 90%居民有翻新需求，且每年度新增居民翻新需求分三年消化，即第一、二、三年分别翻新 30%、30%和 30%；即 2020 年翻新面积需求=2010 年住宅销售面积\*30%+2009 年住宅销售面积\*30%+2008 年住宅销售面积\*30%。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

长期来看，房地产景气度虽持续下行，但翻新需求、精装修需求的大规模放量仍在路上。奥维云网地产大数据监测显示，我国精装修渗透率<sup>2</sup>处于上升通道，2018年全国精装修商品住宅开盘规模增幅近60%，达到253万套，市场渗透率达28%；预计2019年精装修数量在330-350万套左右，渗透率可达30-32%。但对比海外北美（80%）、欧洲（86%）、日本（84%）等地区来看，我国精装修渗透率仍有较大提升空间。从精装房配置品来看，橱柜等硬装的配置率较高，均在95%以上，利好定制家居行业的大宗业务发展。从政策方面来看，2016年以来各省精（全）装修政策推广较大，2017年住建部在《建筑业发展十三五规划》中明确提出了2020年新开工全装修成品住宅面积达30%的战略目标。目前一、二线城市精装比例较高，政策层面的利好伴随三四线城市精装修市场的扩容，定制家居行业大宗业务需求有较大提升空间。翻新需求方面，一般而言，住宅每隔8-12年需要重新装修。根据中证鹏元测算，预计2020-2021年我国住宅翻新需求为71,652.55万平方米、82,826.97万

<sup>2</sup> 精装修渗透率=精装修销售数量/（精装修销售数量+毛坯房销售数量）。

平方米，翻新需求增速在10%左右波动；但翻新比逐年增长，预计2020年超过33%，翻新需求持续推动定制家居行业增长。

**定制家居行业集中度较低，竞争较激烈；行业内短期大宗提量能够为收入提供支撑，但长期仍需关注零售模式渠道的拓展**

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。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，企业竞争较激烈。2019年，定制家居行业集中度CR6<sup>3</sup>为25.15%，同比提升2.52个百分点。

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，结合标准件生产，布局精装修市场、海外市场；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O2O渠道，加大营销推广力度。

近年定制家居各企业均进行了产品扩张，以丰富产品内容、提升客单值，增强企业抗风险能力。从定制衣柜生产向定制橱柜生产扩张（索菲亚、好莱客）、定制橱柜向定制衣柜扩张（欧派家居、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居、皮阿诺等），到卫浴、木门、五金等多品类扩张（欧派家居、索菲亚、顶固集创等），新扩张的品类能够共享企业原有的销售渠道，以支撑企业收入的增长。

随着精装修渗透率的不断提升，大宗业务为定制家居行业短期内重要的增长策略。受益于订单批量生产的特性，短期内大宗业务提量较快，能够为定制家居企业收入的增长提供支撑。2019年，定制家居各企业大宗业务同比增速均高于其营业收入增速。其中，同比增速最快的是我乐家居，同比增速达170.54%。受产能限制，2017-2018年我乐家居战略收缩大宗业务，2019年随产能释放，其大宗业务大幅放量。不能忽视的是，房地产企业的高议价能力对定制家居行业的营运效率造成了负面影响。近年定制家居各企业应收款项周转天数呈现不同程度的增长，营运效率承压。

长期来看，零售业务是定制家居企业的重要“城池”。目前定制家居企业的销售模式仍集中于线下，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。近年定制家居企业陆续上市后，持续扩张渠道。但随着行业进入者数量的增多，传统扩张方式的边际红利减弱。

面对传统渠道的发展瓶颈，定制家居行业发力零售渠道变革，引入线上销售、新零售

<sup>3</sup> 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%。

门店、整装等多种零售模式。欧派家居、尚品宅配、好莱客等引入了整装模式，与家装公司、线上家装平台合作，开辟新渠道，将家装流量进行转化，为自身门店进行引流，各家企业的整装业务模式存在差异。

表3 各家企业的整装业务模式存在差异

| 项目   | 欧派家居                                             | 尚品宅配                                                             | 好莱客                           |
|------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|-------------------------------|
| 模式内容 | 公司负责提供产品生产制造以及营销支持培训，家装公司负责提供定制家居设计安装服务和家装设计落地施工 | HOMKOO 整装云平台向会员企业提供销售设计、虚拟装修、供应链管理、中央调度四大系统，协助采购主辅材，解决家装企业采购管理问题 | 进驻家装渠道，于 2019 年尝试经营推进，以引入线上客流 |
| 合作方  | 各地规模较大、口碑较好的优质家装公司                               | 中小家装公司、自营（广州、佛山、成都）                                              | 与齐家网共同出资成立 Nola 品牌            |

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

2020年一季度，受疫情影响复工时间递延，多家企业采取直播的方式进行线上营销，但行业内对于此类线上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，短期大宗提量能够为收入提供支撑，但长期来看零售模式下多销售渠道的拓展也日趋重要。

## 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。公司维持以经销为主的零售销售模式，2019年确认营业收入22.25亿元，同比增长4.34%，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。2019年，公司新增门窗品类，产品品类趋于丰富。整体来看，2019年公司综合毛利率为40.06%，维持较高水平。

2020年一季度，国内COVID-19疫情全面爆发，公司面临复工复产时间推迟、家居卖场延期营业等难题，公司经营以零售业务为主，受到较大冲击。2020年1-3月，由于湖北汉川基地受到COVID-19疫情较大影响，公司木门产品基本处于停产状态；公司当季营业收入实现1.87亿元，同比下降48.30%，同行业来看增速排名为9家上市公司第八。公司线下门店已于2020年3月中下旬陆续恢复营业，各项线下服务于4月恢复正常，未来需持续关注公司零售业务的恢复情况。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 分产品       | 2020 年 1-3 月 |        | 2019 年     |        | 2018 年     |        |
|-----------|--------------|--------|------------|--------|------------|--------|
|           | 收入           | 毛利率    | 收入         | 毛利率    | 收入         | 毛利率    |
| 整体衣柜及配套家具 | 16,530.72    | 40.11% | 201,997.36 | 42.93% | 205,826.43 | 40.94% |

|        |           |         |            |        |            |         |
|--------|-----------|---------|------------|--------|------------|---------|
| 橱柜     | 1,280.98  | 26.78%  | 6,978.80   | 27.87% | 2,470.43   | 28.57%  |
| 木门     | 174.68    | -1.30%  | 3,880.27   | 12.96% | 707.95     | -40.08% |
| 门窗     | 350.08    | 23.89%  | 5,480.79   | -2.82% | 0.00       | 0.00%   |
| 主营业务收入 | 18,336.46 | 36.93%  | 218,337.22 | 40.77% | 209,004.81 | 40.52%  |
| 其他业务收入 | 402.89    | -48.79% | 4,177.58   | 3.13%  | 4,263.89   | -7.20%  |
| 合 计    | 18,739.35 | 35.09%  | 222,514.80 | 40.06% | 213,268.70 | 39.56%  |

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

**2019年，公司产品品类持续扩张，衣柜整体产能利用率保持较高水平；公司在建产能实际投放速度放缓，新增产能能否顺利消化存在不确定性**

公司主要产品为整体衣柜及配套家具，近两年主要扩张橱柜、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“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，产品重点定位中高端客户群。

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。截至2019年末，公司整体衣柜及配套家具柜体产能为1,173.00万平方米，同比减少的原因系公司将部分衣柜产能转换为生产橱柜所致。公司整体产能利用率保持较高水平，2019年公司整体衣柜及配套家具柜体的产能利用率为87.79%，同比增长6.31个百分点。公司橱柜、木门和门窗品类仍处于经营初期，产能利用率不高。2020年一季度，公司各产品的产能利用率均不高，一方面系一季度是定制家居行业的销售淡季，另一方面系疫情因素影响所致。

从公司产品具体产销量情况来看，受益于公司“以销定产”的定制模式，公司产品产销率保持较高水平。

**表5 公司各产品产能及产销情况**

| 产品          | 项目     | 单位   | 2020年1-3月 | 2019年    | 2018年    |
|-------------|--------|------|-----------|----------|----------|
| 整体衣柜及配套家具柜体 | 产能     | 万平方米 | 213.27    | 1,173.00 | 1,204.20 |
|             | 产量     | 万平方米 | 80.68     | 1,029.78 | 981.18   |
|             | 销量     | 万平方米 | 81.84     | 1,024.04 | 982.17   |
|             | 产能利用率% | -    | 37.83%    | 87.79%   | 81.48%   |
|             | 产销率%   | -    | 101.44%   | 99.44%   | 100.10%  |
| 橱柜          | 产能     | 万套   | 0.65      | 3.58     | 0.63     |
|             | 产量     | 万套   | 0.24      | 1.74     | 0.22     |
|             | 销量     | 万套   | 0.24      | 1.46     | 0.22     |
|             | 产能利用率% | -    | 36.36%    | 48.60%   | 35.59%   |

|    |        |      |         |        |         |
|----|--------|------|---------|--------|---------|
|    | 产销率%   | -    | 103.02% | 83.91% | 97.73%  |
| 木门 | 产能     | 万樘   | 1.20    | 5.75   | 0.49    |
|    | 产量     | 万樘   | 0.10    | 2.42   | 0.49    |
|    | 销量     | 万樘   | 0.09    | 2.41   | 0.47    |
|    | 产能利用率% | -    | 8.33%   | 42.09% | 100.00% |
|    | 产销率%   | -    | 90.00%  | 99.59% | 95.92%  |
| 门窗 | 产能     | 万平方米 | 18.00   | 72.00  | -       |
|    | 产量     | 万平方米 | 0.47    | 9.99   | -       |
|    | 销量     | 万平方米 | 0.40    | 9.64   | -       |
|    | 产能利用率% | -    | 2.61%   | 13.88% | -       |
|    | 产销率%   | -    | 86.10%  | 96.50% | -       |

资料来源：公司提供

截至2019年末，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9.97亿元。其中，惠州生产基地（三期）已接近完工；从化基地项目主体建筑工程拟于2019年12月末完工，根据公司公告，公司拟调整从化生产基地项目的设备购置进度，产能释放时间延期至2020年12月；汉川定制家居工业4.0制造基地项目为本期债券募投项目，值得注意的是该项目位于湖北省孝感市汉川市，受COVID-19疫情影响，募投项目于2020年3月湖北全面解禁后才逐步复工，完工时间延迟。

就公司全部在建项目情况来看，2020年公司计划投入7.35亿元、2021年计划投入0.12亿元，暂无其他产能新增计划。公司在建产能实际投放进度放缓，一方面，2020年一季度疫情因素致使复工时间延迟，公司在建产能项目完工时间延后，国外设备到位、调试时间也受此影响延迟；另一方面，随地产红利逐步消退、行业竞争趋于激烈，近年定制家居行业收入增速明显放缓，公司根据市场情况调整产能投放节奏。综合来看，公司在建项目的收益能否达到预期、新增产能是否能顺利消化均存在不确定性。

**表6 截至2019年末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             | 已投资              | 产品种类  | 资金来源             |
|------------------------------|-------------------|------------------|-------|------------------|
| 从化生产基地                       | 55,063.00         | 23,773.01        | 衣柜    | 2017 非公开发行股票募集资金 |
| 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         | 53,967.14        | 衣柜和木门 | 本期债券募集资金         |
| 惠州生产基地（三期）                   | 28,075.96         | 22,008.83        | 门类及配套 | 自筹资金             |
| <b>合计</b>                    | <b>160,652.85</b> | <b>99,748.98</b> | -     | -                |

注：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；

资料来源：公司提供

公司维持以经销为主的零售销售模式，结算方式未变化；2019年公司扩增门窗品类，独立于橱衣木产品传统渠道，公司产品趋于丰富；公司产品销售价格仍较高，客户分散

2019年，公司仍采取“经销为主，直营和大宗客户为辅”的销售模式。公司销售侧重零售战略，采用经销商销售、直营销两种模式，2019年公司零售收入合计21.17亿元，占公司营业收入的96.95%。公司经销商销售的结算模式未变化，货款结算仍采用“先收款后发货”方式。一般而言，从公司接受订单到发货共需要20天左右。2019年经销商销售收入20.28亿元，占主营业务收入的比重为92.90%。

直营店销售方面，公司在广州、上海、无锡分别设立了分公司，截至2019年末，公司运营的直营店共17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。2019年，公司直营店实现产品销售收入8,828.49万元，同比下降8.44%，主要系当年公司关闭了4家直营店所致；公司直营模式毛利率69.31%，保持较高水平。

大宗客户销售方面，公司直接对接楼盘项目，以直营的方式开展。2019年，公司大宗客户的结算方式也未变化，由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后排单生产。公司大宗客户销售模式收入持续增长，2019年，公司对接楼盘数量超过140个，集中于华南区域（广州市、深圳市）。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企业相比，公司大宗客户销售业务毛利率较高。

2019年，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。瀚隆门窗原经营模式是OEM代工，门窗产品均销售给关联方雷拓公司。2019年下半年，瀚隆门窗变更经营模式，独立对接门窗销售渠道，实现自产自销。2019年，公司实现门窗收入5,502.57万元，毛利率为-2.82%，尚未实现盈利。

表7 公司产品收入按销售模式分类情况（单位：万元）

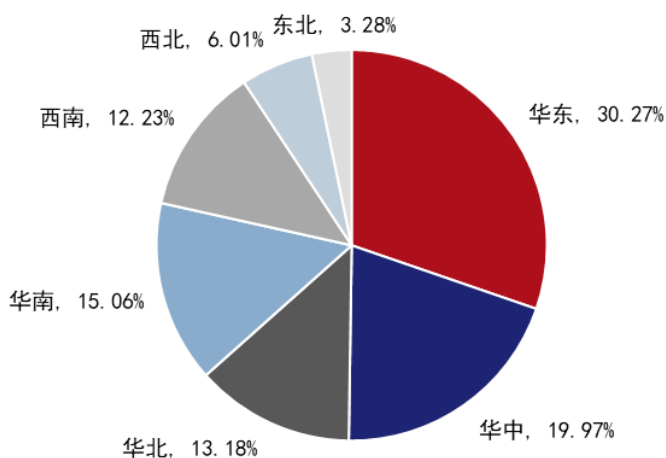
| 模式   | 2020 年 1-3 月 |         | 2019 年     |        | 2018 年     |        |
|------|--------------|---------|------------|--------|------------|--------|
|      | 收入           | 毛利率     | 收入         | 毛利率    | 收入         | 毛利率    |
| 经销商  | 16,396.58    | 37.47%  | 202,843.95 | 40.78% | 199,232.43 | 39.72% |
| 直营   | 774.42       | 68.65%  | 8,828.49   | 69.31% | 9,642.56   | 56.99% |
| 大宗客户 | 789.15       | 27.81%  | 1,162.21   | 28.99% | 129.82     | 30.37% |
| 其他   | 376.30       | -32.81% | 5,502.57   | -2.82% | -          | -      |
| 合计   | 18,336.46    | 36.93%  | 218,337.22 | 40.77% | 209,004.81 | 40.52% |

注：合计数有四舍五入的差异；其他渠道指的是瀚隆门窗产品以及 Nola 系列产品。

资料来源：公司提供

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，2019年，公司销售收入的区域分布保持稳定。2019年华东地区销售收入占比为30.27%，该地区营业收入实现6.61亿元，同比增长12.29%，但毛利率36.24%，同比减少3.63个百分点，主要系门窗业务集中于华东地区，其毛利率偏低所致。

图4 2019 年公司销售收入的区域分布保持稳定，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

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。2019年，公司整体衣柜及配套家具产品均价小幅下降，系公司产品结构变化，定位于中端价格的新产品“原态K板”销量大幅增长所致。

表8 公司产品销售均价情况

| 项目        | 单位    | 2019 年   | 2018 年    |
|-----------|-------|----------|-----------|
| 整体衣柜及配套家具 | 元/平方米 | 197.26   | 209.56    |
| 橱柜        | 元/套   | 4,780.00 | 11,280.51 |
| 木门        | 元/樘   | 1,607.40 | 1,506.29  |
| 门窗        | 元/平方米 | 568.55   | -         |

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

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。2019年、2020年1-3月，公司前五大客户销售收入占主营业务收入的比重分别为6.59%、7.00%。

2019年，公司扩门店策略较稳健，新开门店速率放缓，持续布局下沉市场，但获客效应较弱；公司通过线上直播、家装合作以实现多元渠道获客，需关注公司未来新零售模式

### 的实际经营表现

公司扩门店策略较稳健。2019年末，公司门店数量合计1,795家，同比增长1.64%，公司新开门店速率放缓。2019年，公司超过350家门店完成大家居改造，门店内上样品类趋于丰富。2019年，定制家居行业扩门店策略的获客效应表现较弱，公司谨慎扩张，单店收入整体与上年持平。2020年一季度，公司门店数量维持增长，未来仍需关注公司单店收入的表现情况。

**表9 公司门店数量及单店收入情况（单位：家、万元/家）**

| 项 目         | 2020 年 1-3 月 | 2019 年 | 2018 年 |
|-------------|--------------|--------|--------|
| 门店数量        | 1,834        | 1,795  | 1,766  |
| 其中：经销商专卖店数量 | 1,812        | 1,778  | 1,745  |
| 直营店数量       | 22           | 17     | 21     |
| 单店收入        | 9.36         | 117.92 | 118.28 |
| 经销商专卖店单店收入  | 9.05         | 114.09 | 114.17 |
| 直营单店收入      | 35.20        | 519.32 | 459.17 |

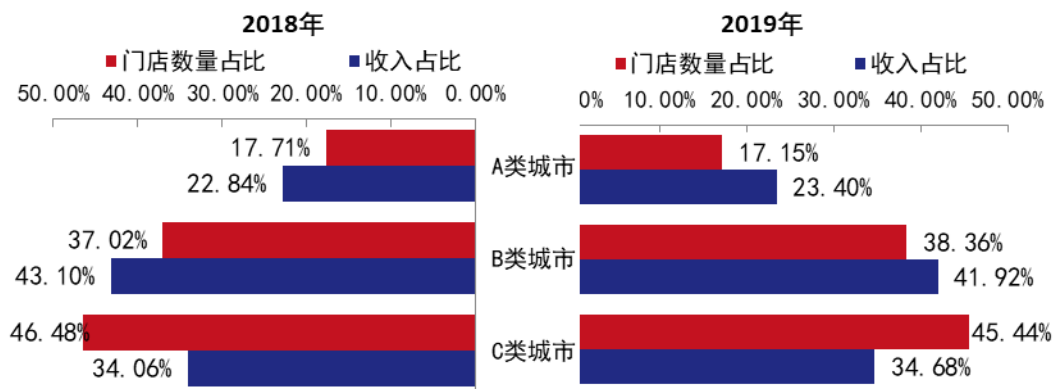
注：单店收入=（经销模式收入+直营模式收入）/门店数量；经销商单店收入=经销模式收入/经销商专卖店数量；直营单店收入=直营模式收入/直营店数量；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

分城市类型来看，2019年，公司持续加强线下销售网络，对下沉市场（地级市、县级市及以下城市）的经销商进行了小范围的优化调整，并持续采取下沉市场的布局扩张战略。2019年，公司在各类城市的门店分布、收入结构较为平衡。

从新开门店情况来看，2019年公司集中于B类城市（地级市）新开门店，B类城市经销专卖店数量净增加36家。但公司新门店业绩爬坡期在6-9个月，B类城市门店数量的增长并未立即带来收入的增长，因此2019年公司B类城市收入占比小幅下降。从经销商平均开店情况来看，2019年，A城市经销商平均拥有6-7个专卖店，B、C类城市经销商平均拥有1-2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，但仍有一定开发潜力。

图5 2019 年公司新开门店集中于 B 类城市，受新店业绩爬坡影响 B 类城市收入占比下降



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

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。

线上渠道方面，2019年，公司在天猫的整体流量排名提升，订单转化率约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。2020年一季度，考虑到疫情因素影响，公司加大线上营销力度，已在淘宝、快手、抖音和自营平台等多渠道启动直播带货，累积直播场次超100场，总观看人数超2,800万人。同时，公司与互联网健康运动软件Keep、网易家居达成合作，旨在通过跨界传播，提升“好莱客”品牌知名度。目前公司线上销售模式仍以线下引流为主，未来需持续关注公司线上订单转化情况。

家装渠道方面，2019年，公司与齐屹科技（开曼）有限公司（以下简称“齐屹科技”）合作成立“Nola”品牌，为“好莱客”品牌定位的延展和补充，定位于年轻消费者。公司与齐屹科技的合作旨在利用家装渠道，拓展公司产品的消费群体。目前“Nola”品牌已进入招商拓展阶段，并于2019年11月正式开始营业，未来需关注公司多种新零售模式的实际经营表现。

**公司单位产品成本呈下降趋势，原材料采购结构相对稳定，不存在对单一供应商的依赖风险**

2019年，公司各产品的生产成本结构较稳定，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、橱柜的直接材料占比约70%，原材料对公司产品质量和生产成本有较大影响。公司木门的成本结构有较大差异，直接材料约占产品成本的48%，主要原因是木门工艺与橱柜、衣柜产品工艺有所差异，木门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。

2019年，整体衣柜及配套家具产品的规模效应显现，原材料成本摊薄，单位成本同比下降9.06%。2019年，公司新品类橱柜和木门逐步上量后，单位成本同比均呈现大幅下降。

**表10 公司各产品生产成本构成情况**

| 项目        | 单位    | 2019 年   | 2018 年   |
|-----------|-------|----------|----------|
| 整体衣柜及配套家具 | 元/平方米 | 112.57   | 123.78   |
| 橱柜        | 元/套   | 3,447.74 | 8,057.26 |
| 木门        | 元/樘   | 1,399.04 | 2,109.98 |
| 门窗        | 元/平方米 | 584.60   | -        |

注：各产品单位成本用“产品生产成本/产品销量”计算。

资料来源：公司2018-2019年报，中证鹏元整理

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，2019年公司采购结算周期无变化，平均为45天左右，账期一般不超过60天。

2019年，公司原材料采购结构未发生重大变化，板材、五金配件仍是公司最主要的原材料。近年，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。此外，随公司橱柜产品产销量的扩增，公司增加了对厨电、橱柜和台面等橱柜产品配套原材料的采购；2019年，公司新增玻璃门样式，增加了对玻璃的采购。

**表11 公司主要原材料采购情况**

| 名称   | 单位             | 2019 年         |                | 2018 年         |                |
|------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|      |                | 采购量            | 采购单价<br>(元/单位) | 采购量            | 采购单价<br>(元/单位) |
| 板材   | m <sup>2</sup> | 17,266,824.90  | 25.82          | 18,170,839.95  | 28.52          |
| 铝型材  | kg             | 2,945,359.79   | 18.62          | 2,733,203.09   | 16.81          |
| 五金配件 | 件              | 337,695,974.64 | 0.49           | 398,413,432.63 | 0.31           |
| 装饰膜  | 码              | 2,171,821.43   | 13.48          | 2,545,568.55   | 10.53          |
| 百叶板  | 片              | 55,986.00      | 6.51           | 80,350.00      | 9.74           |
| 包装材料 | 个              | 59,652,170.70  | 0.91           | 57,396,045.24  | 1.14           |
| 封边条  | 米              | 99,659,105.00  | 0.43           | 96,528,188.00  | 0.42           |
| 厨电   | 套              | 6,833.00       | 895.47         | 5,402.00       | 690.49         |
| 厨配   | 个              | 29,708.00      | 207.03         | 11,582.00      | 272.44         |
| 橱柜台面 | 套              | 10,050.00      | 1,173.67       | 4,347.00       | 1,611.65       |
| 玻璃   | m <sup>2</sup> | 232,375.03     | 43.27          | 0.00           | 0.00           |

注：采购额不含税。

资料来源：公司提供

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。2019年、2020年1-3月，公司前五大供应商采购金额<sup>4</sup>分别为29,326.72万元、2,580.07万元，占采购总额的24.25%、25.62%，不存在对单一供应商依赖的风险。

## 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2018-2019年审计报告，以及未经审计的2020年一季报。2019年，公司合并报表范围子公司增加1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。2020年3月末公司总资产规模为34.57亿元，较2018年末增长20.13%。随公司持续进行产能扩建，公司非流动资产规模持续扩大。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目             | 2020年3月           |                | 2019年             |                | 2018年             |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
| 货币资金           | 23,810.55         | 6.89%          | 50,702.22         | 13.67%         | 45,911.12         | 15.96%         |
| 交易性金融资产        | 100,000.00        | 28.93%         | 102,078.99        | 27.52%         | 0.00              | 0.00%          |
| 存货             | 13,600.23         | 3.93%          | 13,368.94         | 3.60%          | 7,392.63          | 2.57%          |
| 其他流动资产         | 7,849.38          | 2.27%          | 6,609.22          | 1.78%          | 87,978.10         | 30.57%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>151,579.49</b> | <b>43.85%</b>  | <b>178,012.86</b> | <b>47.99%</b>  | <b>145,059.52</b> | <b>50.41%</b>  |
| 固定资产           | 100,827.44        | 29.17%         | 102,328.24        | 27.59%         | 56,504.69         | 19.64%         |
| 在建工程           | 57,526.77         | 16.64%         | 55,488.89         | 14.96%         | 62,515.95         | 21.73%         |
| 无形资产           | 16,808.25         | 4.86%          | 16,968.14         | 4.57%          | 15,564.26         | 5.41%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>194,102.04</b> | <b>56.15%</b>  | <b>192,918.11</b> | <b>52.01%</b>  | <b>142,691.03</b> | <b>49.59%</b>  |
| <b>资产总额</b>    | <b>345,681.53</b> | <b>100.00%</b> | <b>370,930.97</b> | <b>100.00%</b> | <b>287,750.55</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

<sup>4</sup> 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。

流动资产方面，截至2020年3月末，公司货币资金2.38亿元，较2019年末下降53.04%，主要系公司于春节前后支付供应商款项、回购公众股所致。截至2020年3月末，公司有13.15万元支付宝保证金使用受限，规模较小。交易性金融资产主要为公司购买的理财产品，截至2020年3月末为10.00亿元，其中4.40亿元为公司使用2017年非公开发行股票及2019年公开发行可转债募集资金购买的理财产品。公司目前对委托理财主要进行额度管理，自有资金委托理财最高额度为10.00亿元，募集资金委托理财额度为6.50亿元。截至2019年末，公司存货1.34亿元，同比增长80.84%，主要原因是公司扩张了橱柜、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2019年末，公司其他流动资产大幅下降，主要系根据最新会计准则，公司将理财产品重分类至交易性金融资产所致。

非流动资产方面，公司固定资产主要系厂房和机器设备，2019年末公司固定资产10.23亿元，同比增长81.10%，主要系公司湖北生产基地一期工程部分完工、惠州生产基地（三期）大部分完工和总部大楼装修工程完工转固所致。受此影响，2019年末公司在建工程小幅下降至5.55亿元。2019年末，公司无形资产账面价值为1.70亿元，主要为土地使用权、专利权和软件等。

整体来看，公司持续进行产能扩建，非流动资产持续扩大，公司资产规模随之增长；2020年3月末，货币资金和理财产品占资产的比重达35.82%，占比较大，公司资产质量较好。

## 资产运营效率

### 公司应收账款回款能力较强，运营效率较好

2019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。2019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，但仍为行业内较快水平。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。2019年，公司在建工程持续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73.72天，较上年增长14.62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，应收账款回款能力较强。2019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。2019年，公

司应收账款周转天数、预收账款周转天数均小幅延长。

从整体资产运营效率来看，受公司产能逐步完工转固、营业收入增速持续放缓的影响，2019年公司固定资产周转效率大幅下降，总资产周转天数延长。

**表13 公司主要运营效率指标（单位：天）**

| 项目       | 2019 年 | 2018 年 |
|----------|--------|--------|
| 应收款项周转天数 | 3.47   | 1.82   |
| 预收账款周转天数 | 19.47  | 17.06  |
| 存货周转天数   | 28.02  | 17.50  |
| 应付款项周转天数 | 73.72  | 59.11  |
| 净营业周期    | -42.23 | -39.79 |
| 流动资产周转天数 | 261.34 | 257.47 |
| 固定资产周转天数 | 128.49 | 88.23  |
| 总资产周转天数  | 532.83 | 455.07 |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司收入增长承压，抗风险能力有待加强；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。公司维持以经销为主的零售销售模式，2019年确认营业收入22.25亿元，同比增长4.34%，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。2020年一季度，国内COVID-19疫情全面爆发，公司面临复工复产时间推迟、家居卖场延期营业等难题，受到较大冲击；湖北汉川基地受影响较大，公司木门产品基本处于停产状态；公司当季营业收入实现1.87亿元，同比下降48.30%，同行业来看增速排名为9家上市公司第八，公司抗风险能力有待加强。

公司盈利能力持续较好。2019年公司综合毛利率为40.06%，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42.93%，为行业内较高水平；其他业务主要为培训费、引流费等非产品销售业务，毛利率持续较低，对公司综合毛利率的影响较小。

期间费用方面，2019年，公司期间费用率为22.22%，较上年提升1.20个百分点，主要源于公司管理费用的增长。2019年，公司加大线上营销，线下广告投放较为谨慎，广告宣传费0.98亿元，同比下降16.20%。未来仍需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，公司净利润实现3.55亿元，基本与上年持平；2020年1-3月，公司净利润为-1,984.44万元，同比下降123.66%，近三年来首次呈现亏损。截至2020年5月末，国内疫情

已基本得到控制，国内现有确诊病例小于100人；公司线下门店于2020年3月中下旬陆续恢复营业，各项线下服务于4月恢复正常，未来需持续关注公司零售业务的恢复情况。

**表14 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目      | 2020年1-3月 | 2019年      | 2018年      |
|---------|-----------|------------|------------|
| 营业收入    | 18,739.35 | 222,514.80 | 213,268.70 |
| 营业利润    | -1,064.58 | 41,464.01  | 41,131.22  |
| 其他收益    | 277.38    | 1,601.59   | 719.54     |
| 投资收益    | -32.04    | -138.38    | -168.22    |
| 营业外收入   | 146.61    | 281.22     | 5,429.51   |
| 利润总额    | -2,229.77 | 41,717.47  | 46,164.26  |
| 净利润     | -1,984.44 | 35,534.32  | 38,223.57  |
| 综合毛利率   | 35.09%    | 40.06%     | 39.56%     |
| 期间费用率   | 46.08%    | 22.22%     | 21.03%     |
| 营业利润率   | -5.68%    | 18.63%     | 19.29%     |
| 总资产回报率  | -         | 12.67%     | 17.12%     |
| 净资产收益率  | -         | 14.55%     | 17.50%     |
| 营业收入增长率 | -48.30%   | 4.34%      | 14.46%     |
| 净利润增长率  | -154.16%  | -7.04%     | 9.84%      |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金生成能力较强，外部融资需求较小

受益于公司“以销定产”、“款后生产”的业务模式，公司有较强的经营活动现金生成能力，2019年收现比为1.11。2019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。2019年，公司橱柜、木门及门窗等新品类的产量持续扩增，标准件生产增加，存货小幅增长，存货对公司营运资本的占用增大，致使公司经营活动现金流净额小幅下降，但表现仍较好。

2019年公司投资性活动现金流持续呈现大额流出，主要系2019年公司持续进行产能扩建项目资本投入、购买齐屹科技流通股并且新增购买理财产品所致。2019年，公司理财资金投出净额为2.59亿元。筹资活动方面，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。2019年，公司可转债发行成功，使得筹资活动产生的现金净流入3.54亿元。

2020年1-3月，一季度销售淡季叠加疫情影响，导致公司经营活动产生的现金净流出1.63亿元，公司现金及现金等价物净减少2.69亿元。

**表15 公司现金流情况（单位：万元）**

| 项目                   | 2019 年            | 2018 年            |
|----------------------|-------------------|-------------------|
| 收现比                  | 1.11              | 1.16              |
| 净利润                  | 35,534.32         | 38,223.57         |
| 非付现费用                | 11,296.53         | 7,847.82          |
| 非经营损益                | -2,410.25         | -1,611.06         |
| FFO                  | 44,420.60         | 44,460.33         |
| 营运资本变化               | -4,575.56         | 1,953.35          |
| 其中：存货减少（减：增加）        | -6,296.04         | -2,340.22         |
| 经营性应收项目的减少（减：增加）     | -1,973.07         | -1,697.40         |
| 经营性应付项目的增加（减：减少）     | 3,693.55          | 5,990.97          |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>40,266.80</b>  | <b>47,217.01</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-70,825.13</b> | <b>-32,329.15</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>35,442.89</b>  | <b>-16,580.71</b> |
| 现金及现金等价物净增加额         | 4,843.25          | -1,692.85         |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，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，实际偿债压力不大

公司负债以经营性负债为主。2019年，随公司可转债的成功发行，公司负债总额达11.36亿元，同比增长100.21%。2020年3月末，公司支付供应商货款后应付账款减少，负债总额下降至9.64亿元。得益于公司自身经营积累，2020年3月末公司所有者权益总额为24.93亿元，较2018年末增长7.92%。2020年3月末，产权比率为38.65%，所有者权益对负债的保障程度较高。

**表16 公司资本结构情况（单位：万元）**

| 指标名称    | 2020 年 3 月 | 2019 年     | 2018 年     |
|---------|------------|------------|------------|
| 负债总额    | 96,369.44  | 113,594.96 | 56,739.24  |
| 所有者权益总额 | 249,312.09 | 257,336.01 | 231,011.31 |
| 产权比率    | 38.65%     | 44.14%     | 24.56%     |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，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，账龄主要在1年以内。2020年3月末，随着公司对供应商货款的结算，公司应付账款下降至2.00亿元。2020年3月末，依据最新会计准则，公司将预收款项重分类至合同负债，金额为1.03亿元。随着公司业绩规模增长，应交税费稳步增长。

非流动负债方面，随2019年公司可转债的发行成功，公司非流动负债规模大幅增长。

截至2020年3月末，公司应付债券账面价值为5.37亿元，全部为公司可转债金融负债成分；可转债权益成分公允价值为1.03亿元，计入其他权益工具。

**表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2020年3月          |                | 2019年             |                | 2018年            |                |
|----------------|------------------|----------------|-------------------|----------------|------------------|----------------|
|                | 金额               | 比例             | 金额                | 比例             | 金额               | 比例             |
| 应付账款           | 19,961.22        | 20.71%         | 29,269.84         | 25.77%         | 25,352.52        | 44.68%         |
| 预收款项           | 0.00             | 0.00%          | 13,232.75         | 11.65%         | 10,832.87        | 19.09%         |
| 合同负债           | 10,296.88        | 10.68%         | 0.00              | 0.00%          | 0.00             | 0.00%          |
| 应交税费           | 1,919.95         | 1.99%          | 5,447.13          | 4.80%          | 5,494.05         | 9.68%          |
| 其他应付款          | 896.23           | 0.93%          | 4,440.01          | 3.91%          | 8,477.13         | 14.94%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>38,282.80</b> | <b>39.73%</b>  | <b>56,073.35</b>  | <b>49.36%</b>  | <b>53,722.60</b> | <b>94.68%</b>  |
| 应付债券           | 53,709.79        | 55.73%         | 53,003.61         | 46.66%         | 0.00             | 0.00%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>58,086.65</b> | <b>60.27%</b>  | <b>57,521.61</b>  | <b>50.64%</b>  | <b>3,016.64</b>  | <b>5.32%</b>   |
| <b>负债总额</b>    | <b>96,369.44</b> | <b>100.00%</b> | <b>113,594.96</b> | <b>100.00%</b> | <b>56,739.24</b> | <b>100.00%</b> |
| 其中：有息债务        | 53,877.78        | 55.91%         | 53,108.61         | 46.75%         | 0.00             | 0.00%          |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

2019年末，公司有息债务为5.39亿元，全部为可转债账面价值的负债部分及应计利息。整体来看，公司偿债压力不大。2019年，公司利息费用合计1,266.03万元，规模不大。截至2020年3月末，公司流动资金充足，无银行授信。

偿债能力指标方面，2019年末公司资产负债率为30.62%，整体负债水平较低。公司现金充足，货币资金及理财资金占资产的比重较大，流动资产对流动负债的覆盖程度较高。2019年，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表现提升，公司盈利对债务的保障程度有所降低。

**表18 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2020年3月 | 2019年     | 2018年     |
|---------------|---------|-----------|-----------|
| 资产负债率         | 27.88%  | 30.62%    | 19.72%    |
| 流动比率          | 3.96    | 3.17      | 2.70      |
| 速动比率          | 3.60    | 2.94      | 2.56      |
| EBITDA（万元）    | -       | 53,164.59 | 53,487.53 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -       | 41.99     | -         |
| 负债总额/EBITDA   | -       | 2.14      | 1.06      |
| 经营性净现金流/流动负债  | -       | 0.72      | 0.88      |

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月13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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 七、评级结论

2019年，公司新增门窗品类，公司橱衣木产品品牌为“好莱客”，门窗产品品牌为“雷拓V12”，衣柜整体产能利用率保持较高水平；公司经营活动现金生成能力较强；公司整体负债水平较低，偿债压力不大。

同时中证鹏元也关注到定制家居行业竞争较激烈，COVID-19疫情导致家居消费需求短期抑制；2019年公司收入增长承压，2020年一季度公司木门产品受疫情影响基本处于停产状态，公司抗风险能力有待加强；受疫情爆发、市场表现影响，公司在建产能实际投放速度放缓，公司计划新增产能能否顺利消化存在不确定性。

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）   | 2020 年 3 月 | 2019 年     | 2018 年     | 2017 年     |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金          | 23,810.55  | 50,702.22  | 45,911.12  | 47,545.82  |
| 交易性金融资产       | 100,000.00 | 102,078.99 | 0.00       | 0.00       |
| 其他流动资产        | 7,849.38   | 6,609.22   | 87,978.10  | 105,027.50 |
| 固定资产          | 100,827.44 | 102,328.24 | 56,504.69  | 48,028.19  |
| 在建工程          | 57,526.77  | 55,488.89  | 62,515.95  | 28,425.74  |
| 总资产           | 345,681.53 | 370,930.97 | 287,750.55 | 251,433.03 |
| 短期借款          | 0.00       | 0.00       | 0.00       | 0.00       |
| 应付账款          | 19,961.22  | 29,269.84  | 25,352.52  | 16,973.60  |
| 应付债券          | 53,709.79  | 53,003.61  | 0.00       | 0.00       |
| 负债总额          | 96,369.44  | 113,594.96 | 56,739.24  | 45,562.67  |
| 有息债务          | 53,877.78  | 53,108.61  | 0.00       | 0.00       |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 247,172.48 | 254,933.80 | 231,011.31 | 205,870.35 |
| 营业收入          | 18,739.35  | 222,514.80 | 213,268.70 | 186,324.76 |
| 营业利润          | -1,064.58  | 41,464.01  | 41,131.22  | 41,073.50  |
| 净利润           | -1,984.44  | 35,534.32  | 38,223.57  | 34,799.84  |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -16,260.00 | 40,266.80  | 47,217.01  | 40,335.58  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -4,794.94  | -70,825.13 | -32,329.15 | -71,554.42 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -5,839.13  | 35,442.89  | -16,580.71 | 53,118.49  |
| 财务指标          | 2020 年 3 月 | 2019 年     | 2018 年     | 2017 年     |
| 应收账款周转天数      | -          | 3.47       | 1.82       | 1.13       |
| 预收账款周转天数      | -          | 19.47      | 17.06      | 19.79      |
| 存货周转天数        | -          | 28.02      | 17.50      | 16.17      |
| 应付账款周转天数      | -          | 73.72      | 59.11      | 46.70      |
| 净营业周期         | -          | -42.23     | -39.79     | -29.41     |
| 流动资产周转天数      | -          | 261.34     | 257.47     | 240.06     |
| 固定资产周转天数      | -          | 128.49     | 88.23      | 91.32      |
| 总资产周转天数       | -          | 532.83     | 455.07     | 394.77     |
| 综合毛利率         | 35.09%     | 40.06%     | 39.56%     | 38.34%     |
| 期间费用率         | 46.08%     | 22.22%     | 21.03%     | 16.87%     |
| 营业利润率         | -5.68%     | 18.63%     | 19.29%     | 22.04%     |
| 总资产回报率        | -          | 12.96%     | 17.12%     | 19.95%     |
| 净资产收益率        | -          | 14.55%     | 17.50%     | 21.63%     |
| 营业收入增长率       | -48.30%    | 4.34%      | 14.46%     | 30.02%     |
| 净利润增长率        | -154.16%   | -7.04%     | 9.84%      | 37.95%     |

|               |        |           |           |           |
|---------------|--------|-----------|-----------|-----------|
| 资产负债率         | 27.88% | 30.62%    | 19.72%    | 18.12%    |
| 流动比率          | 3.96   | 3.17      | 2.70      | 3.63      |
| 速动比率          | 3.60   | 2.94      | 2.56      | 3.51      |
| EBITDA（万元）    | -      | 53,164.59 | 53,487.53 | 45,753.66 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -      | 41.99     | -         | -         |
| 负债总额/EBITDA   | -      | 2.14      | 1.06      | 1.00      |
| 经营性净现金流/流动负债  | -      | 0.72      | 0.88      | 0.91      |

注：2017-2018 年公司利息费用为 0.00 元，EBITDA 利息保障倍数无法计算。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，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         | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$        |
| 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        | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$ |
| 有息债务          | 其他流动负债 + 应付债券                                                                               |
| EBITDA        | 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销                                                 |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$                                     |
| 产权比率          | 负债总额 / 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          | 流动资产合计 / 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。 |