



# CREDIT RATING REPORT

## 报告名称

# 顾家家居股份有限公司 主体与相关债项2020年度跟踪评级报告

## 目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
偿债能力



## 跟踪评级公告

大公报 SDB【2020】035 号

大公国际资信评估有限公司通过对顾家家居股份有限公司及“顾家转债”的信用状况进行跟踪评级，确定顾家家居股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“顾家转债”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇二〇年六月十八日





## 评定等级

### 主体信用

跟踪评级结果	AA	评级展望	稳定
上次评级结果	AA	评级展望	稳定

### 债项信用

债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
顾家转债	10.97	3+1+1	AA	AA	2019.6

### 主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2020.3	2019	2018	2017
总资产	112.54	122.60	105.00	65.61
所有者权益	64.96	63.01	50.11	40.26
总有息债务	17.15	19.53	21.33	2.02
营业收入	22.88	110.94	91.72	66.65
净利润	3.15	12.20	10.07	8.31
经营性净现金流	-4.01	21.24	10.10	11.45
毛利率	32.83	34.86	36.37	37.26
总资产报酬率	3.98	13.46	13.03	15.33
资产负债率	42.28	48.61	52.28	38.63
债务资本比率	20.89	23.66	29.85	4.78
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	14.52	30.36	305.42
经营性净现金流/总负债	-7.49	37.11	25.16	53.21

注: 公司提供了 2019 年财务报表和 2020 年 1~3 月财务报表, 天健会计师事务所对公司 2019 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年财务数据因会计政策变更采用 2019 年审计报告的追溯调整数据。2020 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 王 鹏

评级小组成员: 弓艳华 柳远征

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

## 主要观点

顾家家居股份有限公司(以下简称“顾家家居”或“公司”)主要从事软体家居的研发、生产和销售业务。跟踪期内公司仍为国内最大软体家具制造企业之一, 主要产品产销量保持增长, 产销率保持较高水平, 营业收入和净利润继续增长, 盈利能力不断增强; 公司融资渠道主要有银行借款及发行债券, 且公司为上市公司, 渠道较通畅, 仍具有良好的外部融资能力。但 2019 年以来, 公司部分原材料采购均价有所上升, 公司面临一定成本控制压力; 在建项目较多, 未来仍保持一定量的投资支出和融资需求; 且未分配利润占比相对较大, 若未来发生大比例的利润分配, 将不利于所有者权益结构的稳定。

## 优势与风险关注

### 主要优势/机遇:

- 受益于居民人均可支配收入的提高及城市化进程的推进, 国内家具市场需求较大;
- 公司为国内最大软体家居制造企业之一, 公司主要产品产销量保持增长, 产销率保持较高水平;
- 2019 年, 公司营业收入和净利润继续增长, 盈利能力不断增强;
- 公司融资渠道主要有银行借款及发行债券, 且公司为上市公司, 渠道较通畅, 仍具有良好的外部融资能力。

### 主要风险/挑战:

- 2019 年以来部分原材料采购均价有所上涨, 公司面临一定成本控制压力;
- 公司在建项目较多, 未来仍保持着一定量的投资支出和融资需求;
- 公司未分配利润占比相对较大, 若未来发生大比例的利润分配, 将不利于所有者权益结构的稳定。



## 评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《家庭用品制造企业信用评级方法》，版本号为 PF-JTYP-2020-V.3.1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
<b>要素一：偿债环境（12%）</b>	<b>5.08</b>
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	5.20
（三）区域环境	5.00
<b>要素二：财富创造能力（58%）</b>	<b>4.14</b>
（一）产品与服务竞争力	3.55
（二）盈利能力	5.25
<b>要素三：偿债来源与负债平衡（30%）</b>	<b>6.59</b>
（一）债务结构	5.66
（二）流动性偿债来源	6.80
（三）清偿性偿债来源	6.33
<b>调整项</b>	<b>-</b>
<b>主体信用等级</b>	<b>AA</b>

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

## 评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	顾家转债	AA	2019/06/13	郭增锦、弓艳华、柳远征	大公家庭用品制造企业信用评级方法	<a href="#">点击阅读全文</a>
AA/稳定	顾家转债	AA	2018/05/31	吴洁洁、弓艳华、华艾嘉	大公信用评级方法总论	<a href="#">点击阅读全文</a>



## 评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



## 跟踪评级说明

根据大公承做的顾家家居股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

## 跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
顾家转债	10.97	10.97	2018.09.12~ 2024.09.11	年产 80 万标准套 软体家具项目 (一期)	截至 2019 年 末累计投入 4.79 亿元

数据来源：根据公司提供资料整理

“顾家转债”自 2019 年 3 月 18 日起可转换为公司股份，转股期限自 2019 年 3 月 18 日至 2024 年 9 月 11 日。根据公司关于可转债转股暨股份变动的公告，截至 2020 年 3 月 31 日，累计有 298,000 元“顾家转债”已转换为公司股票，累计转股数为 8,016 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.0013%，尚未转股的可转债金额为 1,097,012,000 元，占可转债发行总量的 99.97%。

本期债券募集资金使用项目嘉兴王江泾年产 80 万标准套软体家具项目已于 2017 年 9 月开工建设，达纲时预计实现年产能 80 万标准套软体家具，原本预计于 2021 年底达纲，但由于部分用地取得时间因为政府土地指标调整延迟，导致项目施工进度较原计划滞后，公司将项目建设期延长至 2022 年 9 月 30 日。截至 2019 年末累计资金投入 4.79 亿元，投入进度为 44.06%。2019 年 10 月 16 日公司董事会审议通过《关于使用部分募集资金临时补充流动资金的议案》，同意公司使用募集资金 5.80 亿元临时补充流动资金，使用期限为自公司董事会审议通过之日起不超过 12 个月。截至 2019 年末，公司使用闲置募集资金暂时补充流动资金 5.80 亿元。

## 发债主体

公司注册地为浙江杭州市，前身为杭州庄盛家具制造有限公司（以下简称“庄盛家具”），成立于 2006 年 10 月 31 日，为由杭州阳光集团有限公司（以下简称“杭州阳光”）和 U. S. A. Messer High Speed Mechanism Ltd.（以下简称“U. S. A. MHSML”）共同出资设立的中外合资经营有限公司，初始注册资本为 2,400 万美元，持股比例分别为 35.00%和 65.00%，名称为梅赛尔御龙高速机械（杭州）有



限公司，2008 年 3 月 25 日更名为庄盛家具；2008 年 3 月，U. S. A. MHSML 将其对庄盛家具的全部出资义务共计 1,560 万美元转让给 TB Home Limited；2008 年 7 月，杭州阳光减资退出庄盛家具，TB Home Limited 成为庄盛家具的唯一股东，庄盛家具由中外合资企业变更为外商独资企业；2009 年 8 月，TB Home Limited 将其持有的庄盛家具 65% 的股权以 1,014 万美元价格转让给顾家控股有限公司，2010 年 3 月，顾家控股有限公司更名为顾家集团有限公司（以下简称“顾家集团”）；2010 年 12 月，庄盛家具吸收合并浙江顾家工艺沙发制造有限公司，注册资本增至 3,560 万美元；2011 年 7 月，庄盛家具通过增资形式引入新股东宁波双睿汇银股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“双睿汇银”）和 TBP First World International Limited（以下简称“TBP”），持股比例均为 1.00%；2011 年 12 月，庄盛家具更名为顾家家居，注册资本增加至 3.30 亿元，其中顾家集团持股比例为 63.70%，TB Home Limited 持股比例 34.30%，双睿汇银持股比例 1.00%，TBP 持股比例 1.00%；2016 年 10 月 14 日，顾家家居在上海证券交易所发行股票上市，股票代码为 603816。

2018 年 6 月，公司全资子公司顾家家居（宁波）有限公司以 6,500 万欧元收购纳图兹贸易（上海）有限公司（以下简称“纳图兹”）51% 的股权并完成工商变更，2018 年 11 月公司全资子公司杭州顾家寝具有限公司以人民币 42,429 万元获得泉州玺堡家居科技有限公司（以下简称“玺堡家居”）51.00% 股权并完成工商变更。玺堡家居做出业绩承诺，2019 年、2020 年、2021 年分别实现营业收入 100,000 万元以上、110,000 万元以上及 120,000 万元以上，净利润 5,500 万元以上、6,500 万元以上及 7,500 万元以上；若没有完成上述三年总计人民币 17,550 万元（三年总计税后净利润总额的 90%）净利润业绩承诺，将按照实际完成净利润比例做业绩补偿。玺堡家居上述业绩承诺尚在履行中。

截至 2020 年 3 月 31 日，公司注册资本 60,181 万元，顾家集团持股 44.31%，TB Home Limited 持股 26.34%；公司控股股东为顾家集团，法定代表人为顾江生；顾江生持有顾家集团 61.60% 股份，为顾家集团实际控制人，顾玉华和王火仙分别持有 TB Home Limited 60% 和 40% 股份，顾家家居的实际控制人为顾江生、顾玉华和王火仙<sup>1</sup>。

根据公司公告，截至 2020 年 5 月 12 日，顾家集团及其一致行动人合计持有公司总股本的 76.24%，累计质押公司股票 2.52 亿股，占顾家集团及其一致行动人共同持有公司股数的 54.88%，占公司总股本的 41.84%。其中顾家集团持有公司股票 2.97 亿股，占公司总股本的 49.30%，累计质押公司股票 1.76 亿股，占其所持有公司股数的 59.20%，占公司总股本的 29.18%；TB Home Limited 持有

<sup>1</sup> 顾玉华与王火仙为夫妻关系，顾江生为顾玉华和王火仙之子。



公司股票 1.58 亿股，占公司总股本的 26.34%，累计质押 0.76 亿股，占其所持有公司股份的 48.06%，占公司总股本的 12.66%。宁波梅山保税港区顾家投资管理有限公司持有公司股票 363.77 万股，占公司总股本的 0.60%，无股权质押。

公司根据《公司法》等有关法律法规的相关规定，建立了较为完善的法人治理结构。公司的最高权力机构是股东大会，股东大会下设董事会和监事会，董事会和监事会向股东大会负责，基本形成了股东会、董事会、监事会和经营管理层各司其责、协调运转、有效制衡的法人治理结构。公司不断规范和完善公司治理结构，组织机构较为健全。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 3 日，公司本部未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司仅发行过一期“顾家转债”，目前正常付息，尚未到期。

## 偿债环境

我国经济增速不断放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化，2020 年一季度受新型冠状病毒肺炎疫情影响，我国经济首次呈现负增长，但经济中长期高质量发展走势不会改变；近年来，随着人均可支配收入的提高，我国家具制造业收入和利润规模保持增长；家具制造企业经济实力、创新能力和品牌影响力较低，同质化现象比较严重；2020 年 2 月以来，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，家具制造业受到一定冲击。

### （一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新型冠状病毒肺炎疫情影响，经济增速转负，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，预计在逆周期调节政策的带动下，经济将会恢复增长，同时我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减





税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年一季度，受新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠肺炎疫情”）影响，我国 GDP 为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示出我国经济的巨大韧性和健康活力。

2020 年一季度以来，针对新冠肺炎疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲新冠肺炎疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府债务额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流动性合理宽裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，尤其通胀水平回落，政策边际空间充足，提质增效的财政政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳健康运行。

2020 年突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，



我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态，在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下，在逆周期调节政策的有力支持下，创新型经济将加速供给侧改革、产业升级和产业结构优化，区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大，预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

## （二）行业环境

近年来，随着城市化水平和人均可支配收入的提高，我国家具制造业收入和利润规模保持增长，国内家具市场需求较大；家具制造企业经济实力、创新能力和品牌影响力较低，同质化现象比较严重；2020年2月以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，家具制造业受到一定冲击。

家具制造业已成为我国国民经济中继食品、服装、家电后的第四大产业。近年来，受我国人均可支配收入和消费水平提高，我国家具行业规模和产值一直稳定增长。2019年，全国居民人均可支配收入30,733元，同比增长8.9%；全国人民人均消费支出为21,559元，同比增长5.5%；2019年末我国城镇化率为60.60%，同比增长1.02个百分点。2019年，社会消费品零售总额为411,649亿元，同比增长8.00%，在限额以上单位商品零售额中，家具类产品同比增长5.10%，增速同比下降5.03个百分点。根据国家统计局公布的数据，2019年家具制造业全年营业收入达到7,117.20亿元，同比增长1.50%，全年利润总额达到426.70亿元，同比增长10.80%。整体来看，随着人均可支配收入的提高和城市化的推进，我国家具制造业收入和利润规模保持增长，家居装饰及家具零售市场容量向好发展，国内家具市场需求较大。

我国是家具生产大国，行业集中度低，竞争激烈，2019年，我国家具行业规模以上企业达6,410家。相比于国际品牌家具企业，我国家具企业缺乏一定的经济实力、创新能力和品牌影响力，设计人才资源与产品研发不足，家具产品同质化现象比较严重；近年来，消费者在空间布局、功能性、家居风格等方面提出更为个性化的要求，未来具有设计、品牌和渠道优势的家居企业将更具竞争力。

2018年以来，家具制造业环保压力增大。我国于2018年1月开始实施《环境保护税法》，替代了从2003年开始实施的《排污费征收使用管理条例》，费改税后，征收强制性大大提高；原本的排污费的标准转为环保税的最低标准，地方政府可以在此标准的10倍范围内调节，标准大幅上升；环保税根据企业实际的排污浓度值决定减免标准；《环境保护税法》对家具制造企业提出了更高的环保要求。

2020年2月以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，家具制造业受到一定冲击。从供



应端来看，原材料供给受冲击较小，价格总体平稳。木材、板材未见明显断供，聚氨酯作为沙发和床类家具生产的重要原料，受石油价格影响，价格有所下滑；而设备、辅料厂商有序复工，整体影响不大。在消费端方面，下游市场短期严重下滑，抑制了家具需求。一季度除受房地产销售额同比下降影响之外、门店开放和人流限制也影响家具销售，对一季度甚至上半年的零售额均产生重大影响。展会的延期更进一步影响家具企业上半年订单。在进出口来看，近期新冠肺炎疫情在海外持续蔓延，家具出口可能在上半年持续承压。

## 财富创造能力

公司主要从事软体家居的研发、生产和销售业务，沙发的销售仍为收入和利润的主要来源；2019 年，公司营业收入和毛利润持续增长，由于部分床类产品均价下降及部分原材料成本上升，毛利率有所下降。

公司主要从事软体家居的研发、生产和销售业，其中沙发业务仍是公司的收入和利润。2019 年，公司经营规模持续扩大，营业收入和毛利润均有所增长，毛利率有所下降，但保持在较高水平。

从收入和毛利润构成来看，公司收入和利润的主要来源仍主要来自于沙发的销售。2019 年，公司营业收入和毛利润同比分别增长 20.95%和 15.92%；分板块来看，公司沙发板块营业收入和毛利润同比分别增长 13.35%和 5.43%，主要是公司 2018 年收购纳图兹等子公司后沙发产、销量增加所致；集成产品主要为茶几、电视柜、餐桌和餐椅等，其营业收入和毛利润分同比分别增长 18.39%和 7.42%<sup>22</sup>；公司床类产品主要为软床和床垫，由于公司床类业务发展较快，且将玺堡家居的床类产品业务收入纳入，公司床类产品 2019 年营业收入和毛利润同比分别增长 72.51%和 58.17%；公司其他业务主要包括红木家具、定制家具、信息技术服务等，2019 年以来，收入及毛利润持续增长。

从毛利率来看，由于床类产品均价下降及部分原材料成本上升，2019 年公司毛利率同比下降 1.52 个百分点。2019 年，公司沙发、集成产品及床类产品业务毛利率均持续下降。

<sup>22</sup> 2019 年集成产品收入同比时，同比所用的 2018 年集成产品的收入和毛利润数据已包括餐椅。

**表 2 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）**

项目	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	22.88	100.00	100.94	100.00	91.72	100.00	66.65	100.00
沙发	11.87	51.88	58.31	52.56	51.44	56.08	36.92	55.40
集成产品 <sup>3</sup>	3.81	16.64	19.06	17.18	12.92	14.09	9.78	14.68
床类产品	4.23	18.50	19.53	17.60	11.32	12.34	8.86	13.29
餐椅	-	-	-	-	3.18	3.47	2.64	3.96
其他	2.97	12.98	14.04	12.66	12.86	14.02	8.45	12.68
毛利润	7.51	100.00	38.67	100.00	33.36	100.00	24.83	6.75
沙发	3.70	49.25	18.91	48.90	17.94	53.75	13.46	3.21
集成产品	0.73	9.73	4.61	11.92	3.39	10.13	2.60	0.83
床类产品	1.27	16.95	6.84	17.69	4.33	12.98	3.39	0.95
餐椅	-	-	-	-	0.91	2.73	0.79	0.17
其他	1.81	24.07	8.31	21.49	6.81	20.41	4.60	1.58
毛利率	32.83		34.86		36.38		40.44	
沙发	31.16		32.43		34.87		40.98	
集成产品	19.19		24.19		26.20		30.76	
床类产品	30.09		35.05		38.23		42.41	
餐椅	-		-		28.51		35.00	
其他	60.87		59.19		52.95		55.28	

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情造成的需求下降影响，公司营业收入和毛利润同比分别下降 6.99%和 12.08%，毛利率同比下降 1.90 个百分点。分板块来看，由于销量下降，沙发收入和毛利润同比分别下降 16.10%和 24.11%，集成产品收入下降 5.93%，毛利润同比下降 29.81%<sup>4</sup>；床类产品收入同比增长 20.81%，毛利润同比下降 4.81%。同期，沙发、集成产品和床类产品的毛利率分别同比下降 3.29 个百分点、6.52 个百分点和 8.10 个百分点。

总体来看，沙发的销售仍是公司主要的收入和利润来源，2019 年，受益于主要产品的产、销量增加，公司营业收入和毛利润有所增长，毛利率略有下降但仍保持在较高水平；公司仍具有较强的盈利能力。

公司主要原材料包括皮革、海绵、板材和木料，2019 年以来板材、木材等原材料价格有所上涨，成本控制面临一定压力。

公司采购主要包括原材料的采购和集成产品采购，其中主要原材料包括皮革、海绵、板材和木料，以上合计占原材料采购总额的比例在 60%以上。2019 年，皮革、海绵采购均价分别同比下降 22.79%和 24.02%，板材和木材采购均价

<sup>3</sup> 从 2019 年起，餐椅收入和毛利润归入集成产品。

<sup>4</sup> 2020 年 1~3 月集成产品收入同比时，同比所用的 2019 年 1~3 月集成产品的收入和毛利润数据已包括餐椅。



同比分别上升 14.58%和 2.20%，板材和木材均价处于高位，公司仍面临一定的成本控制压力。2019 年，公司皮革和海绵采购数量分别同比下降 7.36%和 6.02%；由于床类产品产量大幅增加，板材和木材采购量分别同比上升 40.69%和 12.20%。2020 年 1~3 月，皮革采购均价同比上升 0.95%，采购数量同比下降 2.41%；海绵均价同比下降 24.63%，采购数量同比增长 18.64%；板材采购均价和采购数量同比分别增长 2.92%和 45.87%；木材均价同比下降 1.31%，采购数量同比增长 10.98%。

**表 3 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司主要原材料采购情况**

项目		2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
皮革	采购数量（万平方英尺）	1,619	9,025	9,742	7,078
	采购金额（万元）	17,275	83,456	116,685	80,084
	采购均价（元/平方英尺）	10.67	9.25	11.98	11.31
海绵	采购数量（万千克）	350	1,967	2,093	1,408
	采购金额（万元）	4,591	26,807	37,555	24,876
	采购均价（元/千克）	13.10	13.63	17.94	17.67
板材	采购数量（万平方米）	318	1,670	1,187	801
	采购金额（万元）	5,033	29,260	18,138	11,916
	采购均价（元/平方米）	15.84	17.52	15.29	14.87
木料	采购数量（万立方米）	0.91	5.98	5.33	5.09
	采购金额（万元）	2,535	16,609	14,483	12,294
	采购均价（元/立方米）	2,790	2,779	2,719	2,416

数据来源：根据公司提供资料整理

公司经营状况良好，与主要供应商形成了稳定的合作关系。公司与供应商按月结算，主要以电汇、银行承兑汇票或信用证形式进行结算，供应商一般会给予公司 1~2 个月的信用期，定价原则主要以市场价格为基础经双方协商确定。2019 年，公司从前五大供应商采购金额为 7.10 亿元，占公司年度采购总额比重为 14.08%，采购分布较分散。

公司为国内最大软体家居制造企业之一，随着产能扩大，市场地位将得到进一步巩固；2019 年，公司主要产品产销量有所上升，且产销率保持在较高水平。2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司主要产品产销率同比有所下降。

公司软体家居制造和销售业务发展较为成熟，是国内最大的软体家居制造企业之一。截至 2020 年 3 月末，公司共有 5 个家居制造工厂，分别为河北工厂、杭州下沙工厂、杭州江东工厂、嘉兴工厂及黄冈工厂（在建）；其中杭州下沙工厂已全部投入生产，产能为 45 万标准套/年；杭州江东工厂已于 2014 年投产，具有 97 万标准套的软体家具生产能力；河北工厂于 2013 年开始建设，于 2019 年 12 月末完工，产能为 30 万套/年；嘉兴工厂项目预计于 2022 年 9 月底前达纲，



达纲时预计实现年产能 80 万标准套软体家具，黄冈工厂项目预计于 2022 年 12 月未完工达产，产能为 60 万标准套。随着产能扩大，市场地位将得到进一步巩固。

2019 年公司主要产品产量和销量均保持增加，产销率保持在较高水平。在生产方面，2019 年，沙发产量同比增长 12.77%；由于公司收购子公司玺堡家居，床类产品产量同比增长 78.49%。销售方面，受益于产品市场较好且公司加大营销投入，2019 年，公司沙发销量同比增长 12.67%；床类产品销量同比增长 79.88%。产销率方面，2019 年，公司沙发、床类产品的产销率保持较高水平；价格方面，沙发销售均价同比上升 0.59%，床类产品均价同比下降 4.12%。

**表 4 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司主要产品产销情况**

主要产品		2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
沙发	产量（标准套）	297,361	1,578,406	1,399,631	1,014,080
	销量（标准套）	305,290	1,565,733	1,389,646	1,000,720
	产销率（%）	102.67	99.20	99.29	98.68
	销售均价（元/标准套）	3,888	3,724	3,702	3,690
床类产品	产量（标准套）	251,220	789,499	442,330	356,681
	销量（标准套）	190,619	784,539	436,135	347,332
	产销率（%）	75.88	99.37	98.60	97.38
	销售均价（元/标准套）	2,220	2,489	2,596	2,550

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~3 月，生产方面，沙发产量同比下降 6.36%；由于公司收购子公司玺堡家居，床类产品产量同比增长 127.95%；销售方面，公司沙发销量同比下降 18.73%；床类产品销量同比增长 45.19%。产销率方面，因新冠肺炎疫情导致的需求量下降，公司沙发和床类产品的产销率同比分别下降 15.62 个百分点和 43.25 个百分点；价格方面，公司沙发均价同比增长 3.24%，床类产品均价同比下降 16.79%。

公司不断进行原创设计和技术创新，建立了以原创设计研发为主、与国外设计师合作为辅的运作模式。截至 2020 年 3 月末，公司设计研发团队 1,000 余人，主要是长期以来自主培养的设计师，设计研发团队稳定且年龄结构比较合理。为获得最新的国际潮流信息，公司与意大利、法国、美国等国家多位设计师签署合同，同时定期派出部分设计师赴国外交流学习。公司积极参与国内设计学术研讨活动，与中国美术学院、杭州电子科技大学等高校开展设计学术交流，公司 2019 年获得关于沙发、床和椅子等产品外观设计专利、实用新型专利及发明专利等共计 400 余项。



公司在国内的门店数量仍较多，为产品的销售及后续服务提供了保障。公司境外销售业务占比较大，易受到海外市场经济发展状况影响。

公司销售分为境内销售和境外销售，公司境内销售主要采取“直营+特许经营”的销售模式，辅以电子商务、厂家直销等其他销售方式；境外销售主要采取 ODM 模式。

境内家居销售方面，特许经销商大部分为款到发货；2016 年之前，公司给予部分优质战略客户一定的信用期，2016 年以来，公司开始推进内销客户全款结算。公司直营模式采用“子公司-分公司”的管理模式，由公司下设的各地销售子公司直接投资设立直营门店，对各个直营门店采取纵向、统一的管理方式，由各地销售子公司负责其所处区域直营门店的选址、店面设计、员工培训等事宜，并承担盈亏。公司境内直营门店主要分布在杭州。公司特许经营模式是指公司将自己拥有的品牌、商标等以《经销合同》的形式授予特许经销商使用，并向特许经销商提供人员培训、经营管理等方面的指导和帮助，经销门店地址由经销商自行选择并经公司确认，经销商按照公司统一的门店装修标准进行装修，经销门店人员安排由经销商自行决定，经销门店的盈亏由经销商自行承担；特许经营模式有利于公司在资金投入较少的情况下，迅速拓展市场渠道，扩大公司品牌知名度。除直营模式和特许经销商模式外，公司销售渠道还包括电子商务和厂家直销等；电子商务方面，公司于 2011 年开始通过天猫、京东商城、1 号店等电子商务平台销售公司产品；公司厂家直销主要是对餐厅、酒店等直供客户提供定制化生产服务。境外家居销售方面，以 ODM 销售为主，ODM 模式是公司根据客户委托需求，进行产品的设计研发，并根据客户订单情况组织生产，贴牌出口销售给客户，公司对多数境外 ODM 客户采取“前 TT”结算；对少数重点境外 ODM 客户采取“后 TT+出口信用保险”结算，货物离岗前收取一定比例的定金（一般为 10%~30%左右），货物到港前客户需付清尾款，账期原则上不超过 90 天。外销业务的主要结算币种为美元，德国、法国的少量客户采用欧元结算。2019 年，公司境外销售金额为 46.08 亿元，占公司总销售金额的 41.53%。2020 年 1~3 月，公司境外销售额为 9.10 亿元，占公司总销售金额的 39.76%。公司海外业务主要来源为美国、加拿大等北美国家，销售额占比约为 65.00%，欧洲、亚太地区占比约 35.00%。公司境外销售业务占比较大，易受到海外市场经济发展状况影响。

2019 年新开店 1,554 家，关闭 1,144 家，2019 年末门店数量为 6,486 家，其中自主品牌 4,518 家，绝大部分为经销店；其他品牌 1,968 家。公司直营门店主要分布于杭州，直营门店以租赁为主，自持物业为辅。公司对直营店和经销店有严格的选址要求，门店大多位于当地核心商圈的优质地段。



## 偿债来源与负债平衡

公司偿债来源较为多元，融资渠道多元，外部融资能力强；2019 年公司营业收入和净利润继续增长，经营性净现金流流入规模大幅增加；公司可变现资产货币保有量较高，受限资产规模较小。

### （一）偿债来源

#### 1、盈利

2019 年，公司营业收入、毛利润均有所增长，毛利率有所下降，但仍保持较高水平，利润总额和净利润有所增长；期间费用对营业利润形成一定挤压。

2019 年，由于产品市场较好，公司销售规模增加，公司营业收入和毛利润分同比继续增长；毛利率同比下降 1.52 个百分点。

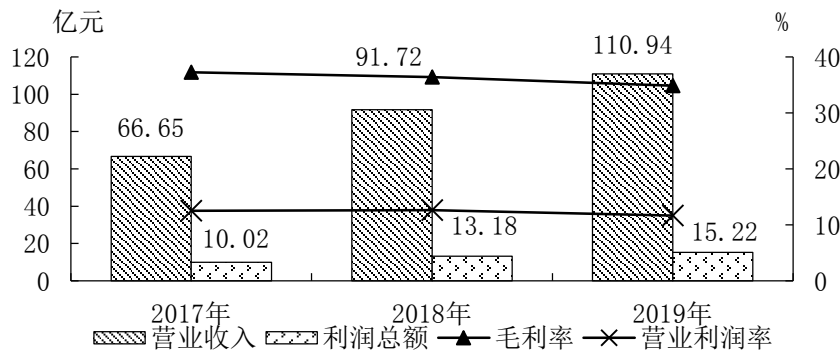


图 1 2017~2019 年公司收入及盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，由于业务规模扩大，公司期间费用同比增长 21.54%；期间费用主要为销售费用，同比增长 15.89%，主要由广告宣传等费用随销售规模增长所致；同期财务费用同比增长 0.79 亿元，主要由银行借款利息和可转债利息同比增加所致。2019 年，公司期间费用率同比增长 0.12 个百分点，对营业利润形成一定挤压。

表 5 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	4.00	20.73	17.89	13.97
管理费用	0.64	2.92	2.44	1.31
财务费用	0.10	1.04	0.25	0.48
研发费用	0.57	1.98	1.37	0.72
期间费用	5.30	26.68	21.95	16.48
期间费用/营业收入	23.16	24.05	23.93	24.73

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司投资收益为 1.40 亿元，同比增长 31.69%，主要来自于以公允





价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的投资收益及其他权益工具投资的股利收入；营业外收入 2.40 亿元，同比增长 35.30%，主要由产业扶持发展基金和地方政府财政奖励等政府补助增加所致；公司其他非经常损益金额较小。同期公司利润总额和净利润分别为 15.22 亿元和 12.20 亿元，同比增长 15.45%和 21.25%；公司总资产报酬率为 13.46%，同比增长 0.43 个百分点；净资产收益率为 19.37%，同比减少 0.72 个百分点。

2020 年 1~3 月，由于受新冠肺炎疫情影响造成的产品销量下降，公司实现营业收入和毛利润同比分别下降 6.99%和 12.08%；毛利率同比下降 1.90 个百分点；由于销售费用下降，公司期间费用同比下降 13.38%；同期，公司利润总额和净利润同比分别上升 6.81%和 5.77%；公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.98%和 4.85%，同比分别下降 0.01 个百分点和 0.69 个百分点。

综合来看，2019 年以来，公司盈利水平仍保持在较高水平，盈利能力仍较强。

## 2、现金流

2019 年，公司经营性现金流入同比大幅增加；公司在建项目较多，部分投资金额较大，未来仍保持着一定量的投资支出和融资需求。2020 年 1~3 月，经营性净现金流同比由净流入转为净流出。

2019 年，公司经营性净现金流同比大幅增加 10.14 亿元，主要由于公司利润规模增加和预收款项回款所致；现金回笼率 113.04%，同比增长 4.80 个百分点；投资性净现金同比由净流出转为净流入，主要是由公司除生产基础建设投资外，对外战略投资减少所致。

**表 6 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、倍）**

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流	-4.01	21.24	10.10	11.46
投资性净现金流	0.98	3.05	-19.85	-14.52
筹资性净现金流	-2.49	-10.46	15.87	0.37
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-11.82	16.61	20.28	316.64
经营性净现金流/流动负债	-10.03	52.50	33.01	53.41

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~3 月，由于上年末对经销商预收款项较大，因此本期现金流入较少，此外，本期公司加大了对供应商的支持，采购支出流出较多。公司经营性净现金流同比由净流入转为净流出，投资性现金流同净流入同比减少 0.45 亿元。

2019 年，由于公司经营性净现金流对债务及利息的保障程度继续下降，但仍处于较高水平；2020 年 1~3 月，经营性净现金流利息保障倍数由正转负。

**表7 截至2020年3月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	拟投资金额	建设周期	已投资金额	尚需投资金额
大江东产业集聚区二期扩建项目	1.98	2017.10~2021.02	1.08	0.90
年产80万标准套软体家具项目（一期）	13.81	2017.09~2022.09	5.34	8.47
顾家定制智能家居制造项目	10.07	2019.10~2023.12	0.96	9.11
华中（黄冈）基地年产60万标准套软体及400万方定制家居产品项目	15.00	2018.07~2022.12	3.93	11.07
顾家越南工厂	4.49	2019/11~2021/12	0.83	3.66
<b>合计</b>	<b>45.35</b>	<b>-</b>	<b>12.14</b>	<b>33.21</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

截至2020年3月末，公司主要在建项目5个，计划总投资45.35亿元，已投资12.14亿元，尚需投资33.21亿元。公司在建项目较多，部分投资金额较大，未来仍保持着一定量的投资支出和融资需求。

### 3、债务收入

公司融资渠道主要有银行借款及发行债券，且公司为上市公司，渠道较通畅，仍具有良好的外部融资能力。2019年以来，公司筹资性净现金流同比由净流入转为净流出。

公司融资渠道主要包括银行借款及发行债券，融资渠道较为多元化。2019年，公司筹资性净现金流为-10.46亿元，同比由净流入转为净流出；其中借款所收到的现金为13.35亿元，同比下降27.82%，主要由长期借款下降所致，公司融资渠道由2018年的银行借款和发行公司债为主转变为银行借款为主。2020年1~3月，公司筹资性现金流为-2.49亿元，同比由净流入转为净流出。

**表8 2017~2019年及2020年1~3月债务融资情况分析（单位：亿元）**

财务指标	2020年1~3月	2019年	2018年	2017年
筹资性现金流入	5.47	13.40	30.13	5.13
借款所收到的现金	5.46	13.35	18.50	0.70
筹资性现金流出	7.96	23.86	14.26	4.77
偿还债务所支付的现金	6.59	14.81	6.93	1.69

数据来源：根据公司提供资料整理

公司做为上市公司，具有一定资本市场融资能力，并与银行及非银行类金融机构保持良好合作关系，截至2020年3月末，公司合并口径获得的银行授信额度共计39.31亿元，较2019年3月末同比增长4.88%，未使用额度31.84亿元，授信较为充足。随着公司在建及拟建项目的投入，公司未来仍具有一定融资需求。

### 4、外部支持

公司所获政府补助在偿债来源构成中占一定比例，对偿债能力有所贡献。

2019年公司收到营业外收入中政府补助金额为2.34亿元，同比增加0.61



亿元；其他收益中政府补助金额为 0.29 亿元，同比增加 0.18 亿元。公司获得的政府补助主要为产业扶持发展基金和地方政府财政奖励。公司获得的外部支持在偿债来源构成中占一定比例，对公司偿债来源有所贡献。

### 5、可变现资产

2019 年以来，公司资产规模有所波动，仍以非流动资产为主，变现能力较强的货币资金规模仍较大，受限资产规模很小。

2019 年以来，公司资产规模有所波动，仍以非流动资产为主；2019 年末，公司总资产为 122.60 亿元，同比增长 16.76%，主要是货币资金等流动资产增长所致，流动资产在总资产中占比增长 2.79 个百分点至 49.87%。2020 年 3 月末，公司总资产为 112.54 亿元，较 2019 年末同比下降 8.21%，流动资产占比 46.94%，较 2019 年末下降 2.93%。

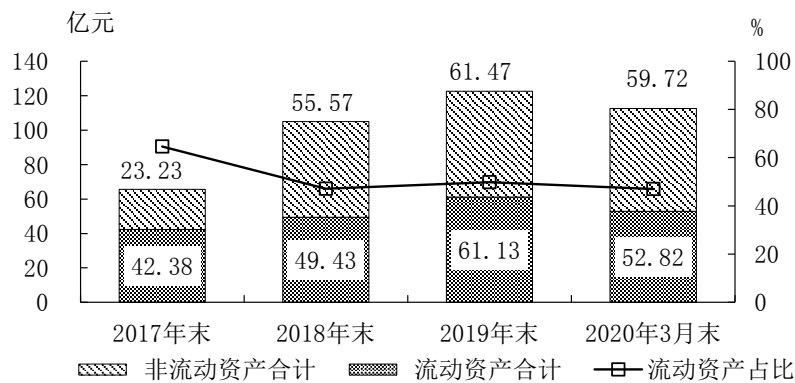


图 2 2017~2019 年及 2020 年 3 月末公司资产构成

数据来源：根据公司提供资料整理

公司的流动资产主要由货币资金、存货、应收账款和交易性金融资产等构成。

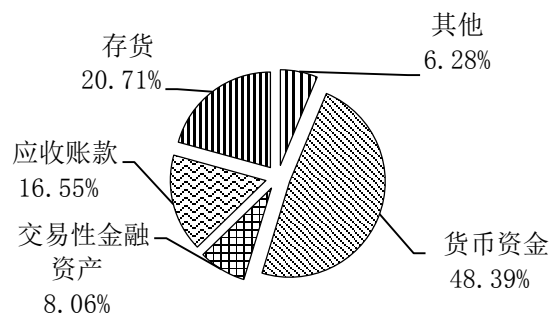


图 3 截至 2019 年末公司流动资产构成

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，公司货币资金为 15.92 亿元，同比增长 85.80%，主要由当年公司销售收入增加且回款较好所致；受限货币资金 0.83 亿元，主要为保证金；存货账面价值为 12.66 亿元，同比增长 8.93%，主要是公司规模扩张、备货增加所



致；其中库存商品账面价值 6.23 亿元，原材料账面价值 5.23 亿元。同期，公司应收账款账面价值为 10.12 亿元，同比增长 8.54%，期末累计坏账准备为 0.55 亿元。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内的账面余额占 97.25%，前五大欠款方应收账款账面余额为 3.87 亿元，占应收账款余额的比例为 36.30%，合计计提坏账准备为 0.20 亿元。同期公司交易性金融资产为 4.93 亿元，同比增加 3.17 亿元，公司交易性金融资产主要为信托计划投资，用以获得理财收益。

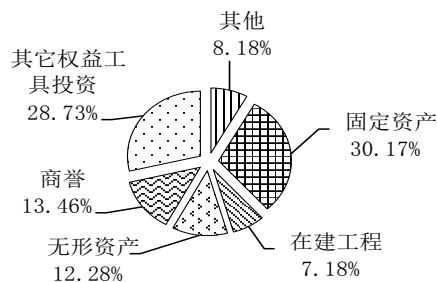
**表 9 截至 2019 年末公司应收账款前五名情况（单位：亿元、%）**

单位名称	款项性质	账面余额	占比	坏账准备
客户一	货款	1.62	15.22	0.08
客户二	货款	1.26	27.14	0.06
客户三	货款	0.43	7.06	0.02
客户四	货款	0.30	3.59	0.02
客户五	货款	0.25	1.79	0.01
合计		<b>3.87</b>	<b>36.30</b>	<b>0.20</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 3 月末，公司货币资金为 24.02 亿元，较 2019 年末下降 18.79%，主要由加大对供应商支持所致。存货为 11.41 亿元，较 2019 年末减少 9.87%；应收账款账面价值 9.10 亿元，较 2019 年末下降 10.05%，交易性金融资产为 3.83 亿元，较 2019 年末下降 22.31%，主要是赎回部分信托理财产品所致。其他主要流动资产较 2019 年末变化不大。

从资金运营效率来看，2019 年，公司存货周转天数为 60.49 天，同比下降 2.45 天，存货周转效率同比有所提升；应收账款周转天数为 31.55 天，同比增加 4.86 天，应收账款周转效率同比有所下降；2020 年 1~3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 70.49 天和 37.81 天，分别同比增加 11.33 天和 5.72 天，周转效率有所下降。



**图 4 截至 2019 年末公司非流动资产构成**

数据来源：根据公司提供资料整理



公司非流动资产主要由固定资产、其他权益工具投资、商誉、无形资产和在建工程等构成。

2019 年末，公司固定资产账面价值为 18.54 亿元，同比增长 27.22%，主要由年产 80 万标准套软体家具项目（一期）等在建工程转入所致；同期公司累计折旧为 8.35 亿元；期末减值准备 2.93 万元，公司固定资产主要为房屋和建筑物。同期公司新增其他权益工具投资 17.66 亿元，主要由于执行新金融工具准则由可供出售金融资产转入所致，公司其他权益工具投资较 2019 年初增长 9.18%。公司其他权益工具投资企业主要为上海云锋五新投资中心（有限合伙）（以下简称“云锋五新”）6.32 亿元、苏州工业园区睿灿投资企业（有限合伙）（以下简称“苏州睿灿”）5.00 亿元和北京居然之家家居连锁集团有限公司（以下简称“居然之家”）3.16 亿元。同期，公司商誉为 8.27 亿元，同比下降 0.73%，主要由收购纳图兹、玺堡家居及其他子公司时形成的商誉形成；商誉减值准备 0.06 亿元，全部为子公司班尔奇家具（上海）有限公司的商誉减值准备；同期公司无形资产账面价值为 7.55 亿元，同比增长 9.66%，公司无形资产主要为土地使用权和商标使用权，期末累计摊销 0.81 亿元，无减值准备。同期，公司在建工程为 4.42 亿元，同比增长 21.36%，主要来自年产 80 万标准套软体家具项目（一期）和华中（黄冈）年产 60 万标准套软体及 400 万方定制家居产品项目的新增。

截至 2020 年 3 月末，公司在建工程为 5.04 亿元，较 2018 年末增长 38.57%，主要是由于华中二基地、华中基地及江东二期扩建项目投资增加。根据新金融工具准则，公司年初财务报表科目中可供出售金融资产 17.34 亿元调整至其他权益工具投资；其他主要非流动资产科目较 2019 年末变化不大。

**表 9 截至 2020 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元、%）**

科目名称	账面价值	受限部分	受限部分占账面价值比重
货币资金	24.02	0.20	0.84
固定资产	18.18	1.59	8.75
无形资产	7.53	0.78	10.37
<b>合计</b>	<b>49.73</b>	<b>2.57</b>	<b>-</b>

资料来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产总额为 2.57 亿元，在总资产比重占比为 2.29%，占所有者权益比重为 3.96%。综合来看，公司受限资产规模很小，对资产流动性影响不大。



总体看，2019 年公司盈利能力有所增强，经营性净现金流大幅增加，仍能对债务和利息形成良好保障；2020 年 1~3 月，公司营业收入和净利润有所下降，经营性净现金流量同比由净流入转为净流出；公司清偿性偿债来源为可变现资产，货币保有量较高，受限资产规模仍较小。

偿债来源结构主要包括盈利、经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2019 年，公司营业收入、营业利润和净利润均有所提高，公司经营性现金流净流入规模同比大幅提高，仍能对债务和利息能够形成良好保障；2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情带来的销售规模下降影响，公司营业收入和净利润同比有所下降，经营性净现金流量同比由净流入转为净流出；2019 年以来，公司债务收入渠道仍较通畅，且能获得一定的外部支持。总的来看，公司经营性净现金流较为充足，融资渠道较为通畅，流动性偿债来源较为充足。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，货币保有量较高，受限资产规模仍很小；公司资产整体上变现能力较强。

## （二）债务及资本结构

2019 年以来，公司总负债波动下降，仍以流动负债为主，公司资产负债率和债务资本比率持续下降，保持较低水平。

2019 年以来，公司总负债波动下降，仍以流动负债为主，其中截至 2019 年末，公司总负债为 59.59 亿元，同比增长 8.56%；截至 2020 年 3 月末，公司负债为 47.58 亿元，较 2019 年末下降 20.16%，流动负债占比略有下降至 73.63%。从负债率来看，2019 年末，公司资产负债率为 48.61%，债务资本比率为 23.66%，同比分别下降 3.67 个百分点和 6.19 个百分点；2020 年 3 月末资产负债率和债务资本比率分别为 42.28%和 20.89%，均保持在较低水平。

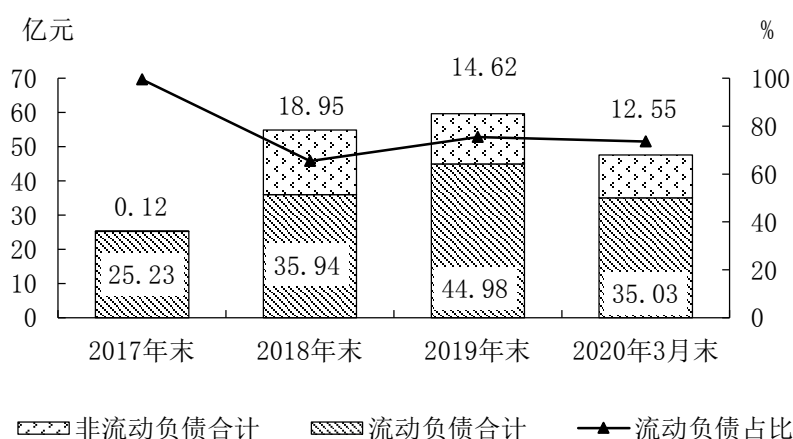
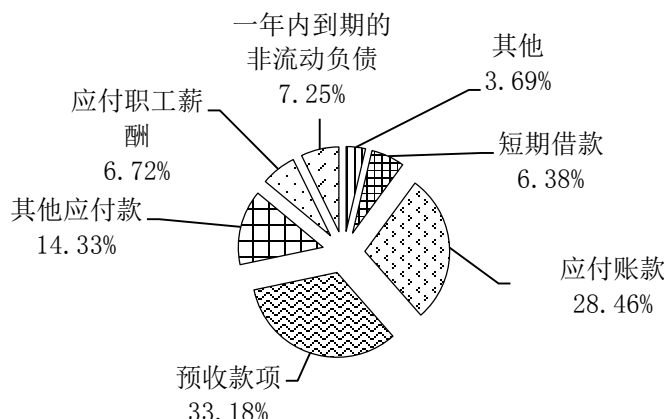


图 5 2017~2019 年及 2020 年 3 月末公司负债情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流

动负债、应付职工薪酬和短期借款等构成。



**图 6 截至 2019 年末公司流动负债构成**

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年末，公司预收款项为 14.92 亿元，同比增长 47.95%，主要由于公司销售规模扩大，预收货款增加所致；公司应付账款为 12.80 亿元，同比增长 42.41%；主要由于公司业务扩张，应付货款增加所致；其他应付款为 6.44 亿元，同比下降 33.39%，主要由于限制性股票回购义务应付款同比下降所致；一年内到期的非流动负债为 3.26 亿元，同比增加 2.74 亿元，主要由于一年内到期的长期借款转入所致。同期公司应付职工薪酬为 3.02 亿元，同比增长 11.94%。2019 年末，公司短期借款为 2.87 亿元，同比增加 1.67 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司预收款项为 9.00 亿元，较 2019 年末下降 24.95%，主要由春节前后订单陆续发货后预收款下降及销量同比下降所致。同期应付账款为 10.28 亿元，较 2019 年末下降 19.65%；其他应付款为 4.94 亿元，较 2019 年末下降 33.39%，主要由于限制性股票回购义务应付款同比下降所致；一年内到期的非流动负债为 4.02 亿元，较 2019 年末增长 23.15%；应付职工薪酬为 2.39 亿元，较 2019 年末下降 20.84%，短期借款为 1.88 亿元，较 2019 年末下降 34.63%。

公司非流动负债主要由应付债券、长期借款和递延所得税负债等构成；截至 2019 年末，公司应付债券 8.37 亿元，同比增长 7.51%，公司应付债券全部为公司发行的可转债。公司长期借款 4.74 亿元，同比下降 55.54%，主要由一年内到期的长期借款转入流动负债及公司为了降低资产负债率和期间费用提前偿还长期借款所致。公司长期借款主要为信用借款和质押及保证借款。同期公司递延所得税负债为 1.29 亿元，同比增加 0.92 亿元，主要由其他权益工具投资的公允价值变动导致的应纳税暂时性差异所致。

2020 年 3 月末，公司长期借款为 2.50 亿元，较 2019 年末下降 47.93%，主要由于一年内到期的部分转入流动负债所致。其他主要非流动负债科目均较



2018 年末变化不大。

2019 年以来，公司总有息债务有所下降，仍以长期有息债务规模为主，短期有息债务规模较小。

2019 年以来，由于公司提前偿还部分长期借款，公司总有息债务持续下降，仍以长期有息债务为主；其中长期有息债务持续下降；短期有息债务因短期借款及一年内到期的非流动负债增加增幅明显，2019 年末短期有息债务同比增加 3.55 亿元，2020 年 3 月末短期有息债务为 6.12 亿元，同比下降 4.56%；考虑到公司现金类资产充裕，短期有息债务金额不大，短期内偿债压力一般。

**表 10 2017~2019 年及 2020 年 3 月末公司有息债务及其占总负债比重情况（单位：亿元、%）**

项目	2020 年 3 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	6.12	6.42	2.87	2.02
长期有息债务	11.03	13.11	18.46	-
<b>总有息债务</b>	<b>17.15</b>	<b>19.53</b>	<b>21.33</b>	<b>2.02</b>
短期有息债务/总有息债务	35.70	32.85	13.45	100.00
总有息债务/总负债比重	36.05	32.77	38.85	7.98

数据来源：根据公司提供资料整理

从债务的期限结构来看，截至 2020 年 3 月末，公司在 1~2 年内到期的有息债务为 8.62 亿元，占总总有息债务的比例为 50.26%，有息债务期限结构较为合理，集中偿付压力一般。

**表 11 截至 2019 年 3 月末公司有息负债期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1, 2]年	(4, 5]年	合计
金额	6.12	2.49	8.53	17.15
占比	35.72	14.54	49.74	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

公司未分配利润占比相对较大，若未来发生大比例的利润分配，将不利于所有者权益结构的稳定。

2019 年末，受益于未分配利润的大幅增加，公司所有者权益为 63.01 亿元，同比增长 25.74%，其中归属于母公司所有者权益为 59.06 亿元，同比增长 26.27%；实收资本为 6.02 亿元，同比增长 39.89%，主要由资本公积转增股本所致；资本公积为 22.05 亿元，同比下降 5.09%；未分配利润 25.12 亿元，同比增长 36.33%，主要为净利润结转所致；总体来看，公司未分配利润金额较大，若未来发生大比例的利润分配，将不利于所有者权益结构的稳定。





公司盈利对利息覆盖程度有所下降，但仍对债务和利息提供较好的保障；公司经营性现金流净流入规模对债务级利息的保障程度仍较强，公司清偿性偿债来源为可变现资产，货币保有量较高，受限资产规模仍很小。

2019 年，由于公司总利息支出同比增幅较大，公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBIT 利息保障倍数分别为 12.90 倍和 14.62 倍，同比大幅下降，盈利仍能对利息形成良好保障；2020 年 1~3 月，EBIT 利息保障倍数为 13.21 倍。整体而言，公司盈利能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障。

从公司流动性偿债来源仍以盈利和经营性净现金流为主；经营性现金流净流入规模对债务及利息的保障程度仍较强；此外公司融资渠道多元，融资能力很强，银行授信充足，对流动性偿债来源形成有效补充；2019 年末，流动比率和速动比率分别为 1.36 倍和 1.08 倍，同比变化很小；2020 年 3 月末，流动比率和速动比率分别为 1.51 倍和 1.18 倍。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，货币保有量较高，受限资产规模仍很小。2019 年以来，公司资产负债率维持在 40.00%至 50.00%之间，债务资本比率保持在 20.00%至 25.00%之间。

## 偿债能力

公司主要从事软体家居的研发、生产和销售业务，公司收入和利润的主要来源仍主要来自于沙发的销售。随着人均可支配收入和城市化水平的提高，我国家具制造业收入和利润规模保持增长，国内家具市场需求较大，但 2020 年 2 月以来，受新冠肺炎疫情影响，家具制造业受到一定冲击。公司为国内最大软体家居制造企业之一，公司主要产品产销量保持增长，产销率保持较高水平；2019 年，公司营业收入和净利润继续增长，盈利能力不断增强，公司经营性净现金流净流入规模继续上升；仍对利息和债务形成良好保障；公司融资渠道主要有银行借款及发行债券，且公司为上市公司，渠道较通畅，仍具有良好的外部融资能力。公司可变现资产中，货币保有量较高，受限资产规模较小；但 2019 年来部分原材料采购均价有所上涨，公司面临一定成本控制压力；在建项目较多，未来保持着一定量的投资支出和融资需求，公司境外销售业务占比较大，易受到海外市场经济发展状况影响。2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入和净利润同比有所下降，经营性净现金流由净流入转为净流出；公司未分配利润占比相对较大，若未来发生大比例的利润分配，将不利于所有者权益结构的稳定。

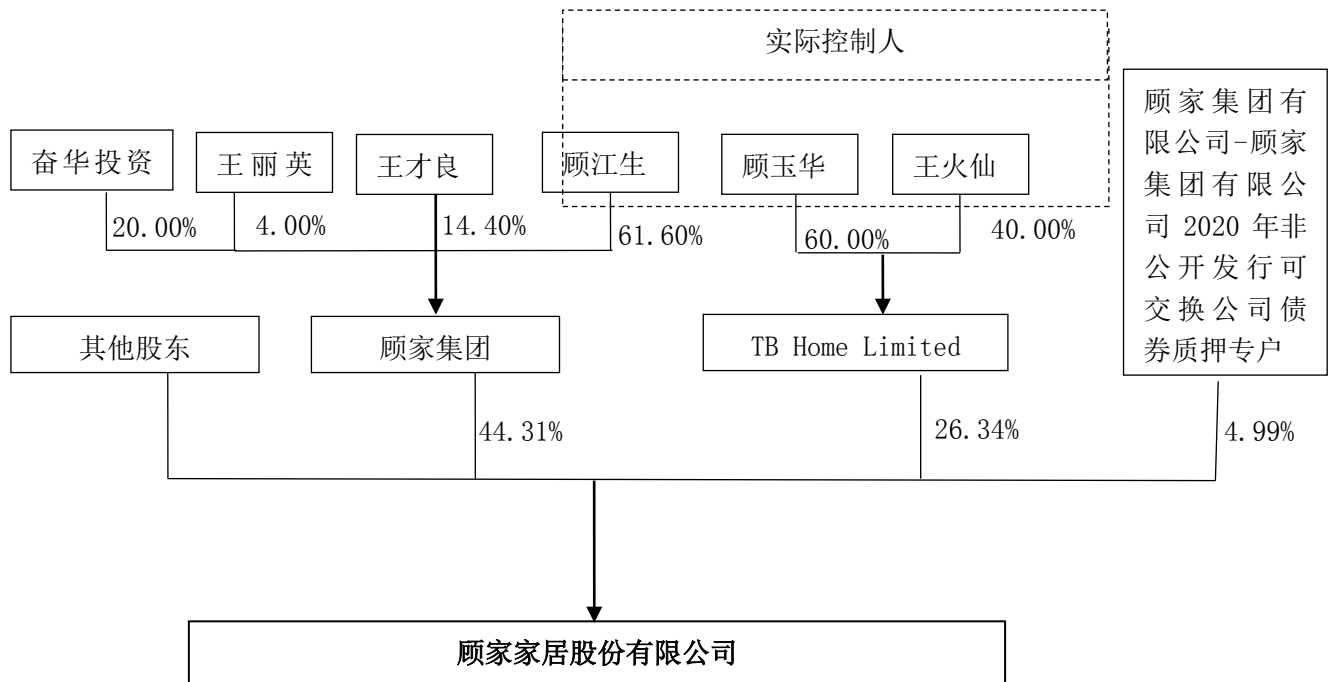
综合来看，公司的抗风险能力很强，偿债能力很强。

综合分析，大公对公司“顾家转债”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望稳定。



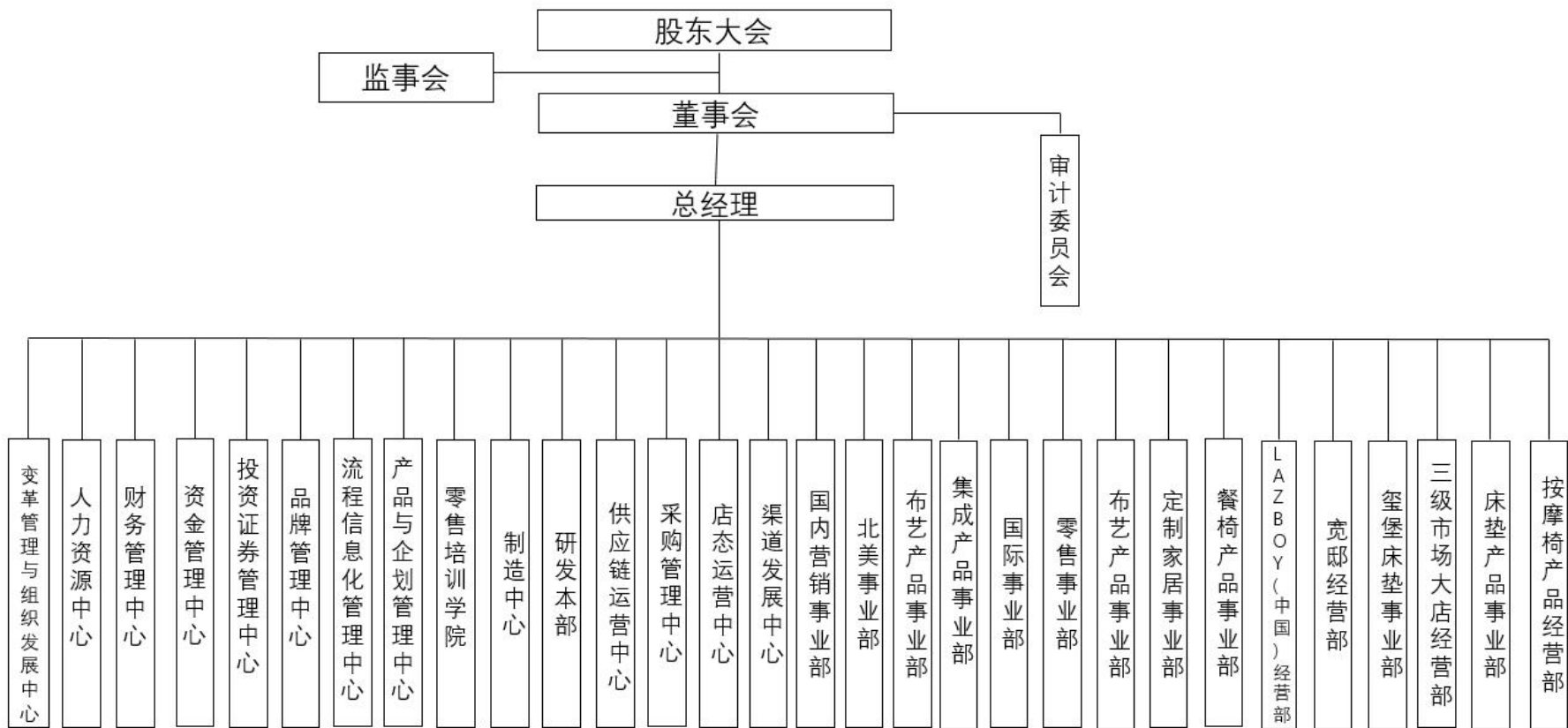
## 附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 年 3 月末顾家家居股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2020 年 3 月末顾家家居股份有限公司组织结构图





## 附件 2 主要财务指标

## 2-1 顾家家居股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
<b>资产类</b>				
货币资金	240,240	295,828	159,221	88,583
应收账款	91,026	101,195	93,234	42,767
其他应收款	14,156	14,609	14,432	6,184
预付款项	12,706	5,504	4,293	3,583
存货	114,110	126,611	116,235	87,836
流动资产合计	528,226	611,344	494,318	423,790
可供出售金融资产	-	-	173,394	52,088
固定资产	181,818	185,443	145,763	115,680
其他权益工具投资	177,368	176,567	-	-
在建工程	54,938	44,156	36,384	7,214
无形资产	75,349	75,476	68,828	22,186
商誉	82,730	82,730	83,335	-
非流动资产合计	597,161	614,654	555,685	232,302
<b>总资产</b>	<b>1,125,387</b>	<b>1,225,999</b>	<b>1,050,003</b>	<b>656,092</b>
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	21.35	24.13	15.16	13.50
应收账款	8.09	8.25	8.88	6.52
其他应收款	1.26	1.19	1.37	0.94
预付款项	1.13	0.45	0.41	0.55
存货	10.14	10.33	11.07	13.39
流动资产合计	46.94	49.87	47.08	64.59
可供出售金融资产	-	-	16.51	7.94
固定资产	16.16	15.13	13.88	17.63
其他权益工具投资	15.76	14.40	-	-
在建工程	4.88	3.60	3.47	1.10
无形资产	6.70	6.16	6.56	3.38
商誉	7.35	6.75	7.94	-
非流动资产合计	53.06	50.13	52.92	35.41
<b>负债类</b>				
短期借款	18,758	28,696	12,012	3,100
应付票据	2,322	2,856	11,510	17,119
应付账款	102,842	127,995	89,878	54,861
预收款项	90,035	149,216	100,856	96,008



## 2-2 顾家家居股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020年1~3月 (未经审计)	2019年	2018年 (追溯调整)	2017年 (追溯调整)
<b>负债类</b>				
其他应付款	49,376	64,437	96,735	57,634
一年内到期的非流动负债	40,152	32,605	5,168	-
流动负债合计	350,332	449,769	359,411	252,255
长期借款	24,962	47,447	106,726	-
应付债券	85,309	83,695	77,847	-
非流动负债合计	125,450	146,174	189,522	1,222
<b>负债合计</b>	<b>475,782</b>	<b>595,943</b>	<b>548,933</b>	<b>253,478</b>
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	3.94	4.82	2.19	1.22
应付票据	0.49	0.48	2.10	6.75
应付账款	21.62	21.48	16.37	21.64
预收款项	18.92	25.04	18.37	37.88
其他应付款	10.38	10.81	17.62	22.74
一年内到期的非流动负债	8.44	5.47	0.94	-
流动负债合计	73.63	75.47	65.47	99.52
长期借款	5.25	7.96	19.44	0.00
应付债券	17.93	14.04	14.18	0.00
非流动负债合计	26.37	24.53	34.53	0.48
<b>权益类</b>				
实收资本(股本)	60,163	60,181	43,022	42,814
资本公积	221,741	220,464	232,280	241,220
盈余公积	39,110	39,110	31,312	30,154
未分配利润	283,254	251,241	184,292	127,546
归属于母公司所有者权益	609,239	590,618	467,751	399,958
少数股东权益	40,366	39,437	33,320	2,657
<b>所有者权益合计</b>	<b>649,605</b>	<b>630,055</b>	<b>501,070</b>	<b>402,615</b>
<b>损益类</b>				
营业收入	228,772	1,109,359	917,212	666,544
营业成本	153,666	722,620	583,587	418,198
营业税金及附加	1,089	7,920	8,168	6,733



## 2-3 顾家家居股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020年1~3月 (未经审计)	2019年	2018年 (追溯调整)	2017年 (追溯调整)
<b>损益类</b>				
销售费用	39,959	207,316	178,897	139,733
管理费用	6,352	29,223	24,378	13,107
财务费用	971	10,437	2,529	4,825
研发费用	5,707	19,796	13,690	7,219
投资收益/损失	8,535	13,963	10,603	7,600
营业利润	28,653	129,187	115,828	83,598
营业外收支净额	12,758	23,030	16,017	16,650
利润总额	41,411	152,217	131,846	100,248
所得税费用	9,919	30,171	31,191	17,162
净利润	31,492	122,045	100,655	83,086
归属于母公司所有者的净利润	30,663	116,116	98,936	82,245
<b>占营业收入比 (%)</b>				
营业成本	67.17	65.14	63.63	62.74
营业税金及附加	0.48	0.71	0.89	1.01
销售费用	17.47	18.69	19.50	20.96
管理费用	2.78	2.63	2.66	1.97
财务费用	0.42	0.94	0.28	0.72
研发费用			1.49	1.08
投资收益/损失	3.73	1.26	1.16	1.14
营业利润	12.52	11.65	12.63	12.54
营业外收支净额	5.58	2.08	1.75	2.50
利润总额	18.10	13.72	14.37	15.04
所得税费用	4.34	2.72	3.40	2.57
净利润	13.77	11.00	10.97	12.47
归属于母公司所有者的净利润	13.40	10.47	10.79	12.34
<b>现金流量表</b>				
经营活动产生的现金流量净额	-40,113	212,414	100,950	114,550
投资活动产生的现金流量净额	9,782	30,502	-198,451	-145,230
筹资活动产生的现金流量净额	-24,918	-104,568	158,651	3,661



## 2-4 顾家家居股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020年1~3月 (未经审计)	2019年	2018年 (追溯调整)	2017年 (追溯调整)
<b>主要财务指标</b>				
EBIT	44,803	165,009	136,824	100,610
EBITDA	-	185,732	151,123	110,491
总有息债务	171,503	195,300	213,263	20,219
毛利率(%)	32.83	34.86	36.37	37.26
营业利润率(%)	12.52	11.65	12.63	12.54
总资产报酬率(%)	3.98	13.46	13.03	15.33
净资产收益率(%)	4.85	19.37	20.09	20.64
资产负债率(%)	42.28	48.61	52.28	38.63
债务资本比率(%)	20.89	23.66	29.85	4.78
长期资产适合率(%)	129.79	126.29	124.28	173.84
流动比率(倍)	1.51	1.36	1.38	1.68
速动比率(倍)	1.18	1.08	1.05	1.33
保守速动比率(倍)	0.80	0.77	0.49	0.47
存货周转天数(天)	70.49	60.49	62.94	67.23
应收账款周转天数(天)	37.81	31.55	26.69	20.76
经营性净现金流/流动负债(%)	-10.03	52.50	33.01	53.41
经营性净现金流/总负债(%)	-7.49	37.11	25.16	53.21
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-11.82	16.61	20.28	316.64
EBIT 利息保障倍数(倍)	13.21	12.90	27.48	278.10
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	14.52	30.36	305.42
现金比率(%)	79.50	76.73	49.19	47.05
现金回笼率(%)	91.11	113.04	108.24	113.45
担保比率(%)	-	-	-	-



### 附件 3 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) =  $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) =  $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) =  $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) =  $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数<sup>5</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数<sup>6</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 =  $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$

<sup>5</sup> 一季度取 90 天。

<sup>6</sup> 一季度取 90 天。





23. 可变现资产=总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
27. 长期资产适合率（%）=（所有者权益 + 非流动负债）/非流动资产 × 100%



## 附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。