



2019年广州好莱客创意家居股份有限公司 公开发行可转换公司债券2022年跟踪评级 报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2019年广州好莱客创意家居股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 好客转债 | AA | AA |

评级观点

- 中证鹏元维持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）主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“好客转债”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司家居产品品类丰富，新渠道拓展取得一定成效，公司经营活动现金生成能力较强。同时中证鹏元也关注到公司零售渠道盈利能力有所下滑，外延并购效果不佳，拖累公司整体经营业绩等风险因素。

未来展望

- 长期来看公司下游需求仍较好，且公司产品品类丰富，零售渠道是公司经营业绩的主要来源，具有较强的经营现金生成能力。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月27日

联系方式

项目负责人：谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：何佳欢
 hejh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2022.3 | 2021 | 2020 | 2019 |
|---------------|--------|---------|---------|----------|
| 总资产 | 52.47 | 54.63 | 51.65 | 37.09 |
| 归母所有者权益 | 26.72 | 26.44 | 26.39 | 25.49 |
| 总债务 | -- | 14.78 | 8.21 | 5.31 |
| 营业收入 | 6.15 | 33.71 | 21.83 | 22.25 |
| 信用减值损失 | -0.08 | -2.45 | -0.02 | -0.02 |
| 资产减值损失 | 0.03 | -1.92 | -0.01 | -0.06 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 14.16 | 13.86 | 39.45 |
| 净利润 | 0.55 | 0.02 | 2.70 | 3.55 |
| 经营活动现金流净额 | -0.89 | 2.96 | 5.56 | 4.03 |
| 销售毛利率 | 35.77% | 33.94% | 36.70% | 40.06% |
| EBITDA 利润率 | -- | 19.71% | 20.14% | 22.45% |
| 总资产回报率 | -- | 0.80% | 7.68% | 12.96% |
| 资产负债率 | 45.71% | 48.61% | 44.88% | 30.62% |
| 净债务/EBITDA | -- | 0.36 | -1.09 | -1.89 |
| 总债务/总资本 | -- | 34.49% | 22.39% | 17.11% |
| FFO/净债务 | -- | 155.37% | -41.89% | -28.94% |
| 速动比率 | 0.98 | 0.94 | 0.99 | 2.94 |
| 现金短期债务比 | 2.66 | 1.63 | 4.94 | 1,455.55 |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司家居产品品类丰富，新渠道拓展取得一定成效。**公司拥有橱衣木、门窗、成品配套等全品类，整体衣柜产品仍是公司收入和利润的主要来源，受益于公司“大家居”战略及整装渠道拓展，2021年橱柜、成品配套收入增长很快。
- **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，零售渠道以“先款后货”方式为主，有较强的经营活动现金生成能力，近年公司经营活动净现金流持续为正。

关注

- **定制家居行业竞争激烈，公司零售渠道盈利能力有所下滑。**公司经营受地产调控、行业竞争、上游原材料涨价影响较大，经销及直营模式下销售毛利率持续下降。
- **外延并购效果不佳，拖累公司整体经营业绩。**由于恒大集团等客户债务违约，公司持有恒大集团的应收款项、相关存货、并购湖北千川门窗有限公司（以下简称“湖北千川”）形成商誉均出现减值，2021年共确认信用减值损失和资产减值损失合计 4.37 亿元，归母净利润、扣非归母净利润大幅下降。考虑恒大集团债务危机尚未妥善解决，上述应收款项及商誉仍存在减值可能。

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|-----------------|--------------------|
| 工商企业通用信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2021V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法 | cspy_ff_2019V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
|----------|-----------|------|----------|---------------|------|
| 业务状况 | 行业风险 | 4 | 财务状况 | 杠杆状况 | 很小 |
| | 经营状况 | 中等 | | 净债务/EBITDA | 6 |
| | 经营规模 | 4 | | EBITDA 利息保障倍数 | 7 |
| | 产品、服务和技术 | 3 | | 总债务/总资本 | 7 |
| | 品牌形象和市场份额 | 4 | | FFO/净债务 | 7 |
| | 经营效率 | 4 | | 杠杆状况调整分 | -1 |
| | 业务多样性 | 3 | | 盈利状况 | 中 |
| | | | 盈利趋势与波动性 | 表现不佳 | |
| | | | 盈利水平 | 4 | |
| 业务状况评估结果 | | 强 | 财务状况评估结果 | | 较小 |
| 指示性信用评分 | | | | | aa |
| 调整因素 | | 无 | 调整幅度 | | 0 |
| 独立信用状况 | | | | | aa |
| 外部特殊支持调整 | | | | | 0 |
| 公司主体信用等级 | | | | | AA |



历史评级关键信息

| 主体评级 | 债项评级 | 评级日期 | 项目组成员 | 适用评级方法和模型 | 评级报告 |
|-------|------|------------|---------|--|----------------------|
| AA/稳定 | AA | 2021-6-9 | 谢海琳、何佳欢 | 工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0) | 阅读全文 |
| AA/稳定 | AA | 2018-10-31 | 桑竹、宋根南 | 公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 制造业企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0) | 阅读全文 |

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|------|-----------|-----------|----------|----------|
| 好客转债 | 6.30 | 6.03 | 2021-6-9 | 2025-8-1 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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2020年12月31日，除永久性补充流动资金部分外本期债券募集资金已全部使用完毕，募集资金专户已注销。

三、发行主体概况

2021年共有549股“好客转债”转换为公司股票，截至2021年末公司总股本变更为311,277,084股。2021年年初至今，公司董监高人员发生变动，马娜、林昌胜辞去副总经理职务，李新航辞去独立董事职务，袁英红担任公司独立董事。

公司控股股东仍为沈汉标，实际控制人为一致行动人沈汉标和王妙玉夫妇，分别持有公司40.84%和25.95%股份。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2022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。

表1 截至2022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 | 40.84 |
| 王妙玉 | 8,076.60 | 25.95 |
| 山东省国有资产投资控股有限公司 | 469.43 | 1.51 |
| 詹绵阳 | 379.31 | 1.22 |
| 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 | 1.14 |
| 中泰证券资管—兴业银行—中泰星信1号集合资产管理计划 | 252.00 | 0.81 |
| 中泰证券资管—兴业银行—中泰星信2号集合资产管理计划 | 250.04 | 0.80 |
| 蔡楚芳 | 233.25 | 0.75 |
| 郭良如 | 219.29 | 0.70 |
| 香港中央结算有限公司 | 148.48 | 0.48 |
| 合计 | 23,095.45 | 74.20 |

资料来源：公司2022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。2021年，公司合并范围新增1家子公司、减少1家子公司，如下表所示。截至2021年末，公司合并范围子公司共14家，明细如附录四。

表2 2021年公司合并报表范围变化情况

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 合并方式 |
|---------------|------|----------|------|------|
| 广州好莱客集成家居有限公司 | 100% | 2,000 万元 | 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 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 不再纳入的原因 |
|-----------------|------|--------|------|---------|
| 广州好莱客健康科技发展有限公司 | 100% | 100 万元 | 制造业 | 注销 |

资料来源：公司 2021 年年报

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资

基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

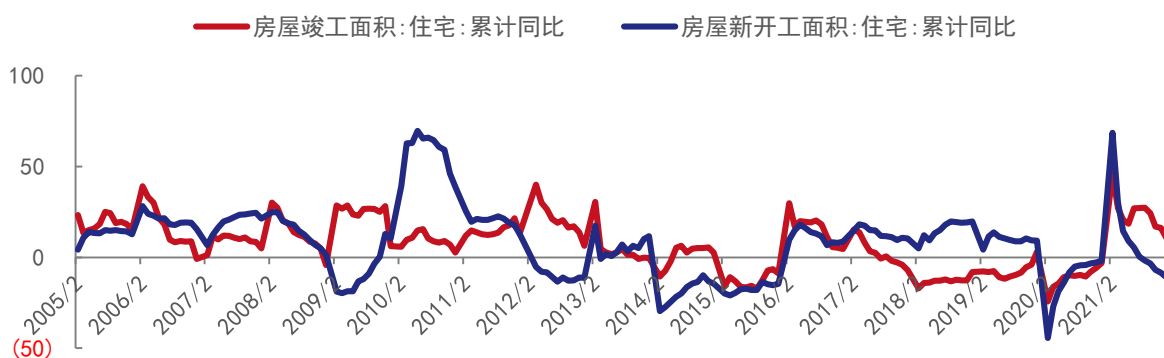
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

定制家居行业需求短期受房地产调控影响，长期仍有增长空间；需求结构上，三四线城市或成为行业新的业绩增长点

2021年以来地产调控政策加码，作为后地产周期行业，短期来看定制家居行业将受到不利影响。2020年下半年至2021年年初，随着疫情逐渐得到控制，各行各业复工复产效果明显，住宅新开工和竣工面积同比增速大幅同步提升，预计2022年进入精装阶段需求会释放一定的定制家居需求，但会受到居民消费能力下降的不利影响。2021年二季度以来，各地限购限售政策加码，贷款收紧，市场整体表现为供需双方同时收缩。开发商融资难、回款慢，一方面减少拿地，另一方面延长付款周期，表现为房屋新开工面积增速下滑幅度明显大于竣工面积增速下滑幅度。

图1 住宅竣工面积增速与新开工面积增速出现新剪刀差



资料来源：wind，中证鹏元整理

长期来看，精装房渗透率的提高和存量房市场带来的翻新需求为定制家居行业贡献增量，家具制造业营收也将保持平稳增速，或将继续高于商品房销售面积同比增速，剪刀差将持续存在。近年来，得益于国家政策对于全装房的鼓励与支持，以及精装房/全装房拎包入住带来的便利越来越受到消费者的喜爱，我国精装房渗透率逐年提升。根据中国产业信息网数据，中国精装房开盘套数从2015年的82万套提升至2020年的325.5万套，渗透率达到30%。目前房地产新房市场正在萎缩，行业逐渐步入存量房时代。

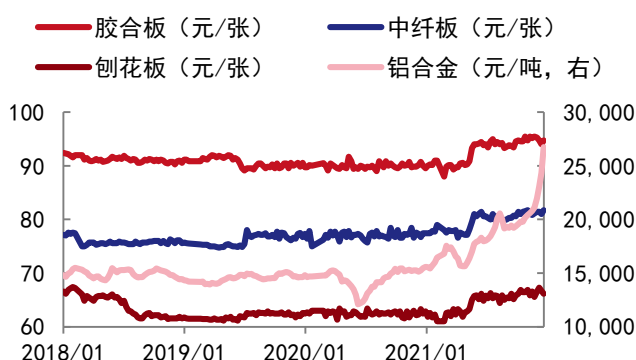
我们按照10-15年为一个翻新周期，则2005-2010年所销售的住宅目前正面临老房翻新的局面，对应时段内我国住宅销售套数年复合增长率高达15.8%。未来5年内，存量房对精装修的市场需求或将模仿该曲线持续增长。

未来定制家居企业需要建设多元化的销售渠道，三四线城市或成为新的业绩增长点。定制家居虽然在产品形态上有别于传统成品家具，但在销售模式上依然与成品家具类似，依靠区域经销商渠道拓展。随着新兴渠道的崛起，定制家居行业渠道发生变革，客流分化明显，产品供需结构发生显著变化，定制家居企业开始向下游延伸，除了家居卖场、建材城以外，电商、整装、体验展厅成为渠道多元化建设的新选择。渠道的多元化也将倒逼定制家居企业在品类研发和品牌建设上提升竞争力。近几年，在我国城镇化进程持续推进的背景下，人们生活水平及物质需求稳步提升，三四线城市消费升级趋势显现，全国性家具企业也正在加快三四线城市招商和门店布局。

原材料成本上升，对企业盈利稳定性造成不利影响

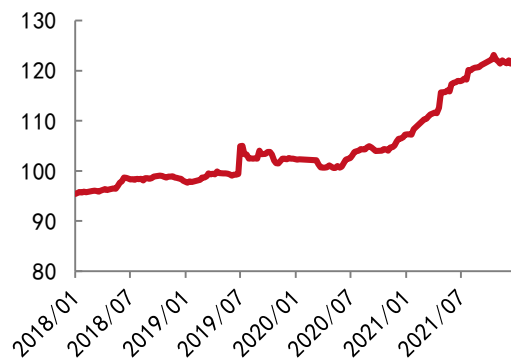
受疫情影响，原材料成本存在不同幅度的上涨，侵蚀企业利润。定制家居行业处于中游生产制造环节，从上游采购原材料（板材、铝材、五金配件）进行生产制造后由下游渠道交付消费者使用，在整个生产过程中以销定产，产品价格采用成本加成模式，其中原材料采购为主要成本。在过去的几年，原材料中三大板材的价格没有明显波动，但是进入2021年以来，受国际输入型通胀的影响，板材价格明显同步上涨，而铝合金和五金材料的价格从2020年7月开始就持续飙升。长期来看，定制家居的销售与定价模式决定了成本波动并不会对毛利率产生太大影响，但是短期内，由于订单的价格调整存在滞后性，原材料成本的上升依然会压缩企业的利润空间；再叠加人民收入在疫情中减少的影响，同样会阻碍行业收入的稳定增长。

图2 主要原材料价格均有不同幅度上涨



资料来源: wind, 中证鹏元整理

图3 五金材料价格指数上升明显



资料来源: wind, 中证鹏元整理

行业高毛利率吸引上游、成品家具企业进入，竞争加剧；房企风险暴露对大宗业务扩张较快的中尾部定制家居企业影响较大，龙头企业仍具有优势

定制家居是家具行业消费升级的典型代表，行业发展迅速，集中度高。受中国居民可支配收入提高、消费结构升级以及在中国居民的实木情节推动下，定制家居行业快速发展。同时行业进入门槛低，毛利率高，2016年-2021年我国定制家居行业上市公司平均毛利率高达37.14%，其中2021年我乐家居以41.32%的水平排名第一。该细分行业的高成长性、优质盈利性吸引了上游企业、成品家具企业的进入，但随着越来越多的定制家居品牌公司成功上市，定制家居行业已进入渠道、品类、产能快速扩张时期，行业竞争加剧，销售渠道被多元化截流，行业增速有所放缓。2021年定制家居行业逆势增长，平均增长率较上年增加22.33个百分点，高于家居制造业平均增长率8.22个百分点，行业规模在家具制造业中占比相对稳定，在我国上市公司中约为45%。但定制家居的行业集中度仍高于传统家具制造业，2016-2021年定制家居行业CR4平均保持在76%以上，龙头公司在技术、产品、市场和品牌效应上优势明显。

图 4 2021 年定制家居行业营收增速高于行业均值

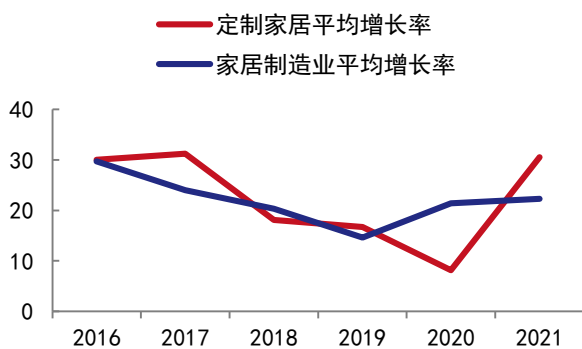
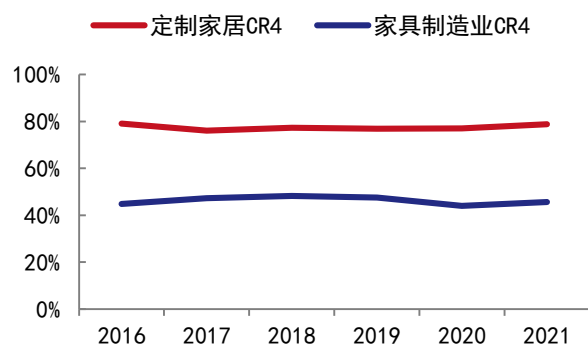


图 5 定制家居行业集中度稳定且高于传统家具制造业



资料来源：wind，中证鹏元整理

注：定制家居上市公司包括：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌橱柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺、顶固集创；剔除了 2018 年上市的梦天家居和匠心家居。

房企风险暴露，通过大宗业务传导至定制家居行业，但对以经销收入为主的头部企业影响较小，而中尾部企业大力发展大宗业务，受波及程度大。2021年下半年以来，蓝光发展、阳光100、恒大集团、花样年等房企先后爆出流动性风险事件，并伴随地产美元债大跌，多个房企主体评级被下调，部分定制家居企业被爆持有的恒大商票逾期。过去十年，欧派家居等头部企业牢牢占据经销渠道的规模优势，在业绩增长驱动下虽然也有动力尝试发展大宗业务，但基于门店数量和稳定的客户群体优势，以及盈利、回款等商业考量，其发展步伐相对稳健，更倾向于选择与负债水平相对不高的房企合作。如欧派家居很早就与恒大在内的众多房企建立了战略合作，但与恒大及融创落地的合同体量占比很小；反观规模体量处于中部、尾部的企业，更有动力弯道超车，扩张大宗业务寻求收入增长实现阶级跨越，展业过程中必然面临牺牲一部分利润、现金流甚至给予房企更多让利的情况，此类企业在房企风险暴露时，首当其冲受到影响，大宗业务占比高、合作房企负债率高的企业影响更大。

五、经营与竞争

公司主要从事板式全屋定制家居及其配套家具的生产、销售。2021年公司整体销售收入保持增长，木门、橱柜、成品配套等延展品类增速较高。2020年起，受疫情等因素影响，市场竞争更加激烈，公司在基材升级成本上升的趋势下继续维持出厂价格稳定政策，加之毛利率相对较低的橱柜等产品在整体产品结构中占比增加，2021年公司的主营业务毛利率为34.52%，同比下降3.13个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2022年1-3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|---------------|------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 整体衣柜 | 34,405.87 | 37.68% | 203,712.77 | 37.22% | 175,279.95 | 40.53% |
| 木门 | 17,672.50 | 37.05% | 84,455.97 | 34.40% | 11,203.88 | 32.17% |
| 橱柜 | 4,281.30 | 33.27% | 20,979.36 | 26.60% | 13,752.54 | 25.28% |
| 成品配套 | 2,801.74 | 26.72% | 13,567.72 | 22.24% | 8,797.11 | 26.54% |
| 门窗 | 605.41 | -27.69% | 6,058.27 | 0.29% | 4,675.81 | 0.35% |
| 主营业务收入 | 59,766.83 | 36.00% | 328,774.10 | 34.52% | 213,709.29 | 37.65% |
| 其他业务收入 | 1,755.31 | 27.88% | 8,321.96 | 11.03% | 4,620.87 | -7.52% |
| 合计 | 61,522.14 | 35.77% | 337,096.05 | 33.94% | 218,330.16 | 36.70% |

资料来源：公司提供

公司持续进行多渠道布局并取得一定成效，目前收入仍以零售业务为主但盈利下滑

渠道发展上，除传统的经销渠道以外，公司在拎包、家装、整装、新零售、外贸等新渠道都有布局与发展。公司针对旧改局改市场成立“呼呼莱装”新品牌，针对精装后拎包入住市场成立“莱住”新品牌，好莱客艺术整装大家居业务通过开设加盟店和与当地装企合作的方式拓展业务，经过3年的发展已进驻80多个城市。

传统的门店拓展方面，自2018年橱柜、木门等延展品类上市后，公司新开门店及原有门店均按照大家居标准布局和升级改造，考虑消费者一站式购齐需求增加，大家居门店渗透率有望持续提升。另一方面，考虑线上导流/引流获取客流量逐渐取得成效，门店的服务半径扩大，公司在高线城市通过推行城市运营平台的方式加密网点，以分销形式分摊当地经销商的经营压力，同时继续推进空白城市的门店覆盖，积极下沉覆盖三四线城市的网点。截至2022年3月末，公司门店数量为2,068家，较2020年末净增51家。

表4 公司门店数量及单店收入情况（单位：家、万元/家）

| 项目 | 2022年一季度 | 2021年 | 2020年 |
|-------------|----------|-------|-------|
| 门店数量 | 2,068 | 2,033 | 2,017 |
| 其中：经销商专卖店数量 | 2,040 | 2,006 | 1,992 |
| 直营店数量 | 28 | 27 | 25 |

| | | | |
|-------------|--------------|---------------|--------------|
| 单店收入 | 21.04 | 125.08 | 99.63 |
| 经销商专卖店单店收入 | 20.30 | 122.67 | 97.56 |
| 直营单店收入 | 74.59 | 303.89 | 264.70 |

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；2020年经销商、直营店门店数量统计口径已包含湖北千川，但收入口径只包含湖北千川2020年12月收入，导致数据可比性不强。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

经营成果方面，公司目前仍以零售模式（经销、直营）为主，零售订单稳定增长，受益于公司“大家居”战略，橱柜、木门、成品配套的占比不断上升，目前公司零售终端客单价在3-4万元区间，保持10%以上的增速，但由于在基材升级成本上升的情况下价格维持稳定，经销、直营业务的毛利率均有不同程度地下降。大宗业务方面，湖北千川于2020年11月30日并表，2021年实现收入7.71亿元，带动大宗业务收入占比上升16.74个百分点至22.52%。

表5 公司产品收入按销售模式分类情况（单位：万元）

| 模式 | 2022年1季度 | | | 2021年 | | | 2020年 | | |
|--------------|------------------|----------------|---------------|-------------------|----------------|---------------|-------------------|----------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 零售业务： | | | | | | | | | |
| 经销 | 41,420.85 | 69.30% | 34.04% | 246,075.74 | 74.85% | 33.79% | 194,332.41 | 90.93% | 37.34% |
| 直营 | 2,088.58 | 3.49% | 56.45% | 8,205.04 | 2.50% | 58.69% | 6,617.56 | 3.10% | 63.62% |
| 工程业务： | | | | | | | | | |
| 大宗业务 | 16,205.71 | 27.11% | 38.51% | 74,026.66 | 22.52% | 34.36% | 12,348.49 | 5.78% | 29.60% |
| 其他 | 51.69 | 0.09% | -0.19% | 466.66 | 0.14% | 16.99% | 410.83 | 0.19% | 9.66% |
| 合计 | 59,766.83 | 100.00% | 36.00% | 328,774.10 | 100.00% | 34.52% | 213,709.29 | 100.00% | 37.65% |

注：合计数有四舍五入的差异；其他类2020年起指的是Nola系列产品。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客户结构方面，定制家居整体作为终端耐用消费品，更换周期8-10年，公司客户相对分散。2021年前五名客户销售额49,684.62万元，占年度销售总额15.11%。

整体衣柜仍是公司盈利的主要来源，橱柜、木门、成品配套收入增长很快，门窗业务经营不佳

分产品来看，整体衣柜是公司收入和盈利的主要来源，公司积极推进产品升级、新品上市，衣柜营业收入同比增长16.22%，但毛利率同比下降；公司贯彻大家居战略，加大营销力度，同时木门受益于湖北千川并表，橱柜、木门、成品配套营收分别增长52.55%、653.81%和54.23%，随着公司各大生产基地生产步入正轨，橱柜和木门的生产效率也有所提升，毛利率均有提升，成品配套的毛利率下降为让利终端所致。

门窗为公司2019年新增产品品类，销售渠道独立于橱衣木产品，目前经营主体是瀚隆门窗（杭州）有限责任公司（以下简称“瀚隆门窗”），经营范围集中于杭州地区，2021年门窗销售收入虽有增长但市场拓展成效不及预期，而固定成本较高，导致其经营效果不佳，2022年一季度为经营淡季，毛利率为-27.69%。

公司产品销售价格变动主要受原材料价格、产品结构、客户结构、市场竞争、营销策略等因素影响，

整体衣柜、橱柜售价较为平稳，木门销售均价同比下降17.96%。

表6 公司产品销售均价情况

| 项目 | 单位 | 2021年 | 2020年 |
|------|-------|----------|----------|
| 整体衣柜 | 元/平方米 | 178.83 | 179.43 |
| 橱柜 | 元/套 | 4,554.49 | 4,553.82 |
| 木门 | 元/樘 | 1,305.64 | 1,591.46 |
| 门窗 | 元/平方米 | 861.77 | 802.03 |

注：上表整体衣柜的销售均价=整体衣柜产品收入/整体衣柜及配套家具柜体，与2021年跟踪评级报告数据有差异，主要是口径差异。2021年跟踪评级报告中，整体衣柜及配套家具的销售均价=（整体衣柜产品收入+成品配套产品收入）/整体衣柜及配套家具柜体。资料来源：公司提供，中证鹏元整理

湖北千川并表后大宗业务贡献了较多增量收入，但受下游大客户风险事件影响，相关应收及存货已计提大规模减值，预计湖北千川实现业绩承诺压力较大

2020年11月，公司以自有资金70,000万元收购骆正任等人持有的湖北千川51%股权，将湖北千川纳入合并范围，本次并购形成商誉4.88亿元。湖北千川主要从事成套实木门、实木复合门等家居门类产品的生产销售，产品销售渠道以工程客户为主、经销商为辅，主要客户为恒大集团等房企。

2021年下半年以来，恒大集团债务风险持续发酵，导致公司及湖北千川承接的该客户及其关联公司的部分建筑装饰工程不能按时回收到期应收款项，公司对其应收账款、应收票据、合同资产以及存货出现了明显的减值迹象，公司按照会计准则计提了信用减值损失和资产减值损失。截至2021年末，公司对该客户的应收账款、应收票据17,184.55万元、24,909.06万元，计提信用减值损失8,592.28万元、12,454.53万元；存货5,826.24万元，计提资产减值损失2,913.12万元。2021年湖北千川确认信用减值损失2.32亿元、确认资产减值损失0.92亿元，主要与恒大业务相关。根据公司与湖北千川原股东的业绩承诺约定，湖北千川2021年度和2022年度应实现的平均净利润（扣除非经常性损益前后归属母公司净利润孰低）不低于1.8亿元，目前来看湖北千川实现业务承诺的压力仍较大。

表7 湖北千川经营财务指标（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | 2020年 |
|------|-------|-------|
| 总资产 | 14.68 | 14.71 |
| 营业收入 | 7.73 | 0.64 |
| 净利润 | -1.30 | 0.10 |

资料来源：公司2020年、2021年年度报告，2020年数据营业收入、净利润为12月单月数据，中证鹏元整理

公司出于对恒大集团的风险评估，已大幅减少与恒大集团的业务往来，目前公司仍与恒大集团有少量业务往来，已转为现款现货结算方式为主。公司明确了以央企、国企为核心，以优质民营企业为辅的客户结构。根据公司公告，公司及子公司湖北千川近期已先后中标了万科、中建、越秀、招商、华润、龙湖等多家优质地产商的集采，但目前业绩暂未释放。

受产能爬坡影响，公司整体产能利用率不高，但主要产品产销情况表现较好；基材价格涨幅较大，

影响公司盈利

公司拥有广州萝岗、广州从化、广东惠州、湖北汉川、浙江杭州、湖北红安、四川成都七大生产基地。萝岗、从化、惠州、汉川四大基地主要负责生产板式家具；杭州基地负责生产金属门窗；红安基地、成都基地负责生产木门。本期债券募投项目汉川定制家居工业4.0制造基地项目、惠州生产基地（三期）投产且产能逐步释放，公司整体衣柜及配套家具柜体、橱柜均有大幅增长。木门产能增长则主要源于湖北千川并表。此外，公司产能统计口径会根据生产设备承载力、订单量/预算订单量和生产排班等进行调整，综合考虑市场需求及订单规模，公司门窗产能下降至16.98万平方米/年。受制于定制家居行业竞争激烈，下游需求景气度不足及达产率影响，公司整体产能利用率不高。受益于公司“以销定产”的定制模式，公司产品产销率相对较高。

表8 公司各产品产能及产销情况

| 产品 | 项目 | 单位 | 2022年1-3月 | 2021年 | 2020年 |
|-------------|-------|------|-----------|----------|----------|
| 整体衣柜及配套家具柜体 | 产能 | 万平方米 | 302.00 | 1,663.00 | 1,230.00 |
| | 产量 | 万平方米 | 172.00 | 1,151.59 | 980.76 |
| | 销量 | 万平方米 | 175.52 | 1,139.13 | 976.89 |
| | 产能利用率 | - | 56.95% | 69.25% | 79.74% |
| | 产销率 | - | 102.05% | 98.92% | 99.61% |
| 橱柜 | 产能 | 万套 | 2.00 | 11.00 | 4.50 |
| | 产量 | 万套 | 1.17 | 4.71 | 3.07 |
| | 销量 | 万套 | 1.07 | 4.60 | 3.02 |
| | 产能利用率 | - | 58.50% | 42.82% | 68.22% |
| | 产销率 | - | 91.45% | 97.66% | 98.37% |
| 木门 | 产能 | 万樘 | 31.74 | 129.78 | 12.25 |
| | 产量 | 万樘 | 8.94 | 81.45 | 9.25 |
| | 销量 | 万樘 | 14.72 | 64.69 | 7.04 |
| | 产能利用率 | - | 28.17% | 62.76% | 75.51% |
| | 产销率 | - | 164.65% | 79.42% | 76.11% |
| 门窗 | 产能 | 万平方米 | 4.25 | 16.98 | 30.00 |
| | 产量 | 万平方米 | 0.62 | 6.65 | 6.72 |
| | 销量 | 万平方米 | 0.62 | 7.03 | 5.83 |
| | 产能利用率 | - | 14.59% | 39.16% | 22.40% |
| | 产销率 | - | 100.00% | 105.71% | 86.76% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料、人工成本、制造费用占总成本的比例分别为66.95%、11.42%、18.30%，同比分别增长57.29%、70.08%、73.42%。公司生产所需的主要材料包括板材、五金配件、封边条、包装材料等，2021年除封边条外，其他主要材料的采购均价均有不同幅度上涨，其中板材采购单价涨幅不大，但由于板材是构成公司产品最重要的材料之一，2021年板材采购额占材料采购总额的比重上升3.07个百分点至

51.82%，仍对公司盈利造成不利影响。

表9 公司主要材料采购单价及采购额占比

| 材料名称 | 单位 | 单价（元/单位） | 单价同比变动 | 年度采购总额（万元） | 占采购总额比重 |
|-----------|----|----------|---------|-------------------|---------------|
| 板材 | m2 | 23.52 | 1.34% | 66,617.47 | 51.82% |
| 五金配件 | 件 | 0.71 | 20.34% | 27,502.72 | 21.40% |
| 封边条 | 米 | 0.64 | -28.09% | 8,726.63 | 6.79% |
| 包装材料 | 个 | 0.96 | 7.87% | 7,450.22 | 5.80% |
| 玻璃 | m2 | 70.9 | 31.39% | 3,425.51 | 2.66% |
| 合计 | | | | 113,722.55 | 88.47% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告、经广东司农会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告以及未经审计的2022年1-3月财务报表。2021年公司合并报表范围子公司增加1家，减少1家，具体见表2。

资产结构与质量

公司资产规模保持稳定，但受大客户风险事件影响，应收款项、存货、商誉均有计提减值，未来仍存在减值可能

跟踪期内，公司总资产规模基本保持稳定，以厂房及生产设备、存货及现金类资产为主。流动资产方面，截至2022年3月末公司货币资金5.07亿元，有0.63亿元使用受限，其中司法冻结资金26.00万元。交易性金融资产主要为公司购买的理财产品。截至2021年末公司持有恒大集团的应收票据和应收账款按50%计提减值损失后，对其应收账款和应收票据净额分别为8,592.27万元、12,454.53万元，考虑到恒大集团债务危机尚未妥善解决，上述应收款项仍存在减值可能。截至2021年末公司存货同比增长，主要是并表湖北千川而新增大宗业务发出商品所致，公司与恒大相关的存货按50%计提存货跌价损失后净额为2,913.12万元。2021年度公司合同资产同比增长主要是新增大宗业务进度款所致。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|---------|---------|-------|-------|--------|-------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 5.07 | 9.65% | 5.31 | 9.71% | 6.44 | 12.47% |
| 交易性金融资产 | 4.21 | 8.02% | 6.01 | 11.00% | 2.00 | 3.87% |
| 应收票据 | 1.67 | 3.18% | 1.88 | 3.45% | 5.40 | 10.45% |

| | | | | | | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| 应收账款 | 2.37 | 4.52% | 1.88 | 3.45% | 1.54 | 2.99% |
| 存货 | 7.84 | 14.94% | 7.87 | 14.40% | 6.29 | 12.19% |
| 合同资产 | 1.71 | 3.25% | 1.80 | 3.29% | 0.35 | 0.68% |
| 流动资产合计 | 23.87 | 45.50% | 25.81 | 47.25% | 23.36 | 45.22% |
| 投资性房地产 | 1.71 | 3.25% | 1.32 | 2.42% | 0.05 | 0.09% |
| 固定资产 | 16.92 | 32.25% | 17.42 | 31.88% | 17.35 | 33.58% |
| 无形资产 | 1.99 | 3.80% | 2.02 | 3.70% | 2.03 | 3.93% |
| 商誉 | 4.01 | 7.65% | 4.01 | 7.35% | 4.88 | 9.45% |
| 非流动资产合计 | 28.60 | 54.50% | 28.82 | 52.75% | 28.29 | 54.78% |
| 资产总计 | 52.47 | 100.00% | 54.63 | 100.00% | 51.65 | 100.00% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

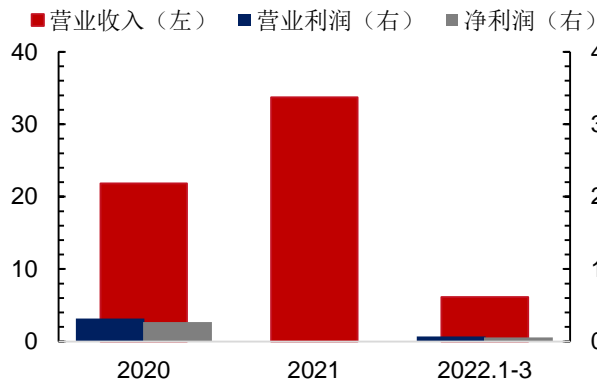
非流动资产方面，截至2021年末公司投资性房地产同比大幅增加，主要是新增出租房产所致。固定资产主要系厂房和机器设备，无形资产主要为土地使用权、专利权和软件等，变动不大。商誉为并购湖北千川形成，2021年因持有恒大集团商票出现违约，公司计提商誉减值准备0.87亿元，账面价值为4.01亿元。

截至2021年末公司受限资产主要为货币资金、固定资产和无形资产，期末账面价值2.34亿元，占总资产规模的4.28%。

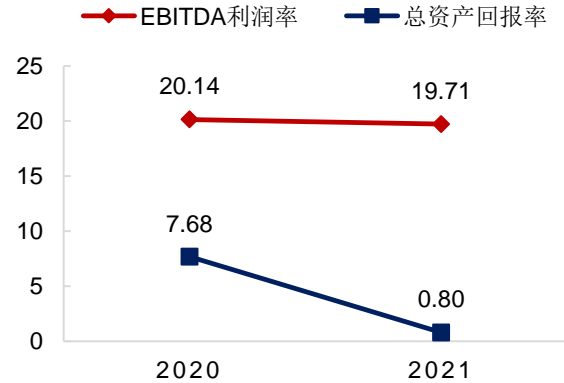
盈利能力

受行业竞争激烈等因素影响，公司盈利水平持续下降，并购的湖北千川业绩不佳，拖累了公司整体经营表现

跟踪期内，定制家居行业需求整体受房地产调控影响较大，同时随着全品类、大家居及整装概念兴起，定制家居行业上游行业及成品家具企业入局加剧了行业竞争，2021年公司营收虽高速增长，但由于继续采取让利经销商政策，导致销售毛利率同比下降2.76个百分点。2021年公司期间费用率保持在20.99%，同比略有下降但仍较高。由于恒大集团等客户债务违约，公司持有恒大集团的应收款项、相关存货，并购湖北千川形成商誉减值均出现减值，2021年共确认信用减值损失和资产减值损失合计4.37亿元，公司归母净利润、扣非归母净利润分别下降76.35%和83.94%，EBITDA利润率、总资产回报率均下降。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

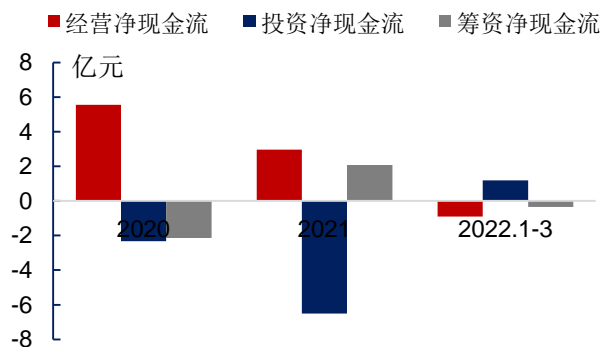
图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

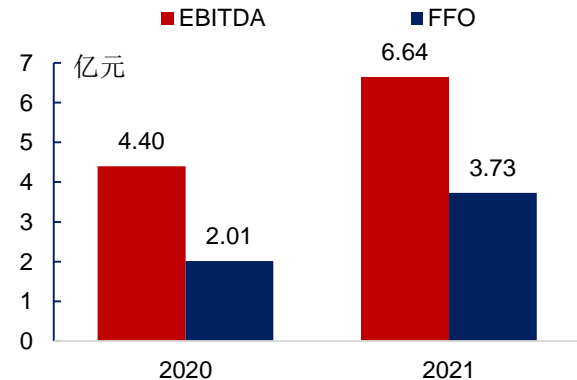
现金流

受大宗业务占比上升影响，公司经营活动净现金流同比下降，公司外部融资需求较小

基于定制家居行业零售渠道“先款后货”，且对上游供应商存在结算账期，公司零售板块现金流表现较好，但湖北千川并表后大宗业务占比上升，存货储备、应收款项规模上升均占用了公司较多营运资金，另外恒大集团等客户部分商票逾期，综合影响下公司经营净现金流规模同比下降。公司投资活动净现金流变动较大，主要是购回及赎回的理财产品规模变动。鉴于公司新建产能均已达到预定可使用状态，短期内暂无较大的资本支出需求。2021年公司筹资活动净现金流大幅增长，主要是取得短期借款，而上年同期支付回购公众股款项所致。

图 8 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


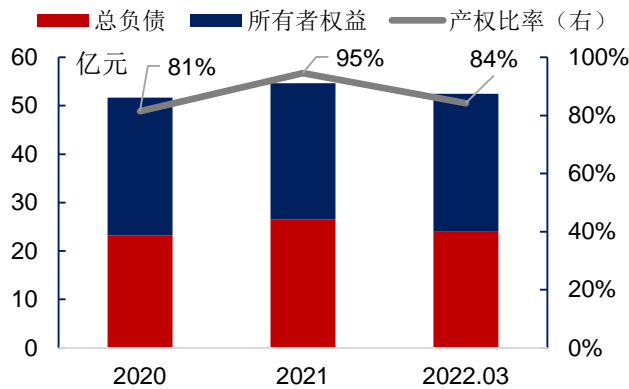
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，短期债务占总债务比重上升，整体偿债压力增加

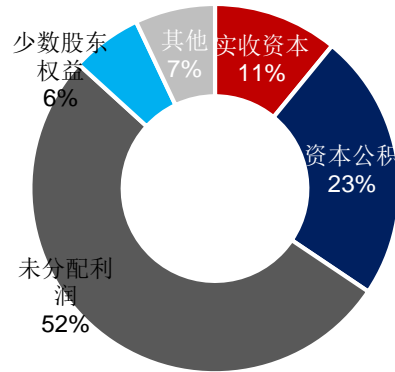
由于湖北千川并表，截至2021年末公司总负债同比增长，但所有者权益规模基本稳定，所有者权益对负债的保障程度下降。

图 10 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

湖北千川并表使得公司业务规模扩大的同时，负债规模也大幅增长。截至2021年末公司短期借款、合同负债、其他流动负债同比分别增长2,494.30%、5.13%、13.73%。公司应付账款同比下降22.30%，账期大部分在1年以内。截至2021年末公司其他应付款0.70亿元，同比降幅较大主要系偿还向自然人骆正任借款及支付股权收购款所致。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

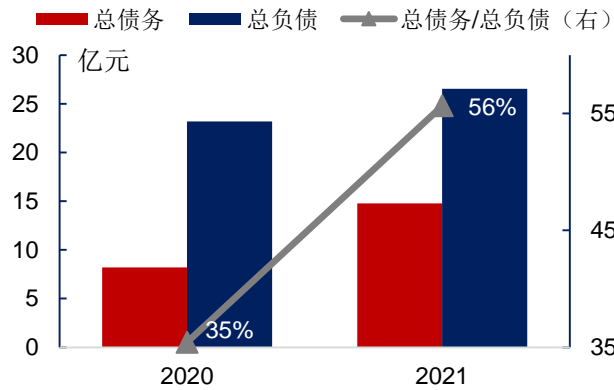
| 项目 | 2022 年 3 月 | | 2021 年 | | 2020 年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 3.00 | 12.51% | 3.69 | 13.89% | 0.14 | 0.61% |
| 应付票据 | 0.81 | 3.40% | 1.36 | 5.11% | 1.35 | 5.83% |
| 应付账款 | 3.00 | 12.51% | 4.21 | 15.87% | 5.42 | 23.40% |
| 合同负债 | 4.09 | 17.04% | 4.07 | 15.33% | 3.87 | 16.70% |
| 其他应付款 | 1.17 | 4.88% | 0.70 | 2.65% | 2.03 | 8.75% |
| 其他流动负债 | 3.07 | 12.78% | 3.18 | 11.97% | 2.79 | 12.05% |
| 流动负债合计 | 16.40 | 68.39% | 19.04 | 71.70% | 17.18 | 74.11% |
| 应付债券 | 5.68 | 23.69% | 5.62 | 21.14% | 5.34 | 23.05% |
| 租赁负债 | 1.11 | 4.63% | 1.08 | 4.09% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动负债合计 | 7.58 | 31.61% | 7.52 | 28.30% | 6.00 | 25.89% |
| 负债合计 | 23.98 | 100.00% | 26.56 | 100.00% | 23.18 | 100.00% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末，公司总债务为14.78亿元，以短期债务为主，主要包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他流动负债中的应收票据质押融资、租赁负债、应付债券。2021年末公司总债务同

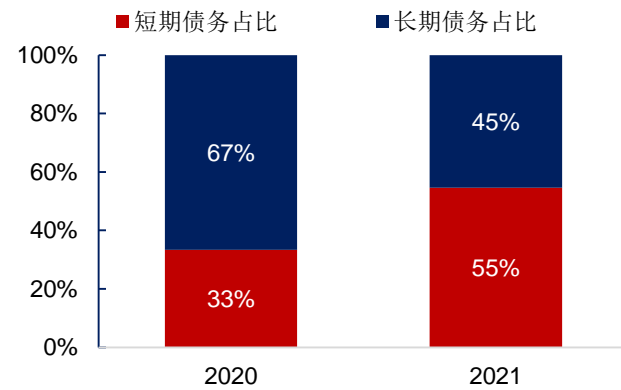
比增幅大主要系短期借款、票据质押融资、租赁负债增加所致。

图 12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，公司负债水平持续上升，且随着总债务规模的上升，公司总资本、FFO、EBITDA对债务的保障能力均有所下降。

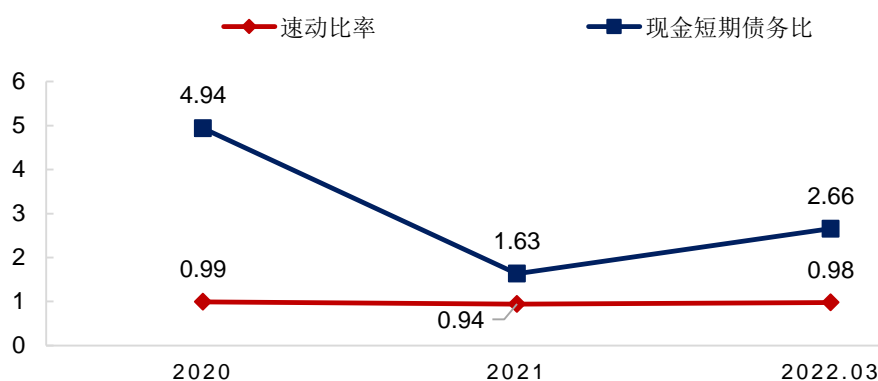
表12 公司杠杆状况指标

| 指标名称 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|---------|---------|---------|
| 资产负债率 | 45.71% | 48.61% | 44.88% |
| 净债务/EBITDA | -- | 0.36 | -1.09 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 14.16 | 13.86 |
| 总债务/总资本 | -- | 34.49% | 22.39% |
| FFO/净债务 | -- | 155.37% | -41.89% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金类资产充足，速动比率及现金短期债务比指标同比下降但仍表现较好。截至2021年末公司受限资产占总资产的4.28%，融资弹性尚可。

图 14 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、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2019年1月1日至报告查询日（2022年6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。从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月11日），子公司湖北千川未结清信贷信息中有7笔次级贸易融资担保，余额为1,514.67万元，授信机构为浙商银行股份有限公司。根据浙商银行股份有限公司武汉分行2022年6月15日出具的《情况说明》：由于融创集团在公开市场发生债务违约，其与湖北千川在该行开展的与融创集团业务相关的应收款链融资业务出现逾期未兑付情况，湖北千川的征信状况受此影响出现异常。截至2022年6月15日，湖北千川目前在该行已无逾期业务。

八、抗风险能力分析

公司拥有橱衣木、门窗、成品配套等全品类，整体衣柜产品仍是公司收入和利润的主要来源，受益于公司“大家居”战略及整装渠道拓展，橱柜、成品配套收入增长很快。由于定制家居行业竞争激烈，公司零售渠道盈利能力有所下滑；又因为恒大集团等客户债务违约，公司持有恒大集团的应收款项、相关存货、并购湖北千川形成商誉均出现减值，2021年归母净利润、扣非归母净利润大幅下降，考虑恒大集团债务危机尚未妥善解决，上述应收款项及商誉仍存在减值可能。虽然定制家居行业短期内可能受房地产调控影响较大，但长期来看精装房渗透率的提升和存量房市场带来的翻新需求将为定制家居行业贡献较多增量，且公司现金生成能力较强，近年经营活动净现金流持续为正。综上，公司抗风险能力尚可。

九、结论

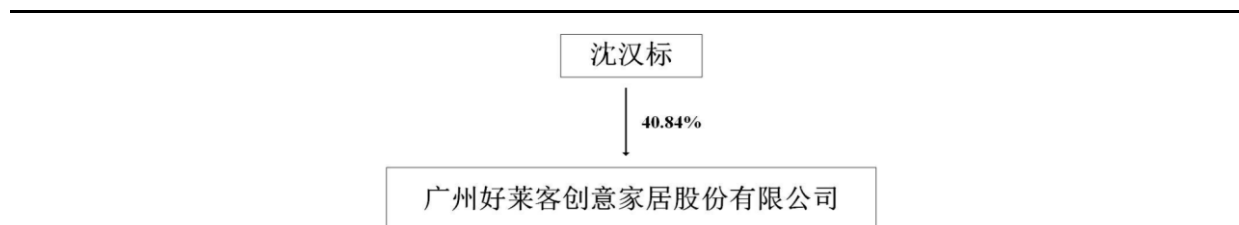
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 货币资金 | 5.07 | 5.31 | 6.44 | 5.07 |
| 存货 | 7.84 | 7.87 | 6.29 | 1.34 |
| 流动资产合计 | 23.87 | 25.81 | 23.36 | 17.80 |
| 固定资产 | 16.92 | 17.42 | 17.35 | 10.23 |
| 非流动资产合计 | 28.60 | 28.82 | 28.29 | 19.29 |
| 资产总计 | 52.47 | 54.63 | 51.65 | 37.09 |
| 短期借款 | 3.00 | 3.69 | 0.14 | 0.00 |
| 应付账款 | 3.00 | 4.21 | 5.42 | 2.93 |
| 合同负债 | 4.09 | 4.07 | 3.87 | 0.00 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.31 | 0.29 | 0.25 | 0.00 |
| 其他流动负债 | 3.07 | 3.18 | 2.79 | 0.01 |
| 流动负债合计 | 16.40 | 19.04 | 17.18 | 5.61 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 5.68 | 5.62 | 5.34 | 5.30 |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.13 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 7.58 | 7.52 | 6.00 | 5.75 |
| 负债合计 | 23.98 | 26.56 | 23.18 | 11.36 |
| 总债务 | -- | 14.78 | 8.21 | 5.31 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 26.72 | 26.44 | 26.39 | 25.49 |
| 营业收入 | 6.15 | 33.71 | 21.83 | 22.25 |
| 净利润 | 0.55 | 0.02 | 2.70 | 3.55 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -0.89 | 2.96 | 5.56 | 4.03 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 1.18 | -6.51 | -2.33 | -7.08 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -0.35 | 2.08 | -2.15 | 3.54 |
| 财务指标 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
| 销售毛利率 | 35.77% | 33.94% | 36.70% | 40.06% |
| EBITDA 利润率 | -- | 19.71% | 20.14% | 22.45% |
| 总资产回报率 | -- | 0.80% | 7.68% | 12.96% |
| 产权比率 | 84.20% | 94.60% | 81.43% | 44.14% |
| 资产负债率 | 45.71% | 48.61% | 44.88% | 30.62% |
| 净债务/EBITDA | -- | 0.36 | -1.09 | -1.89 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 14.16 | 13.86 | 39.45 |
| 总债务/总资本 | -- | 34.49% | 22.39% | 17.11% |
| FFO/净债务 | -- | 155.37% | -41.89% | -28.94% |
| 速动比率 | 0.98 | 0.94 | 0.99 | 2.94 |
| 现金短期债务比 | 2.66 | 1.63 | 4.94 | 1,455.55 |

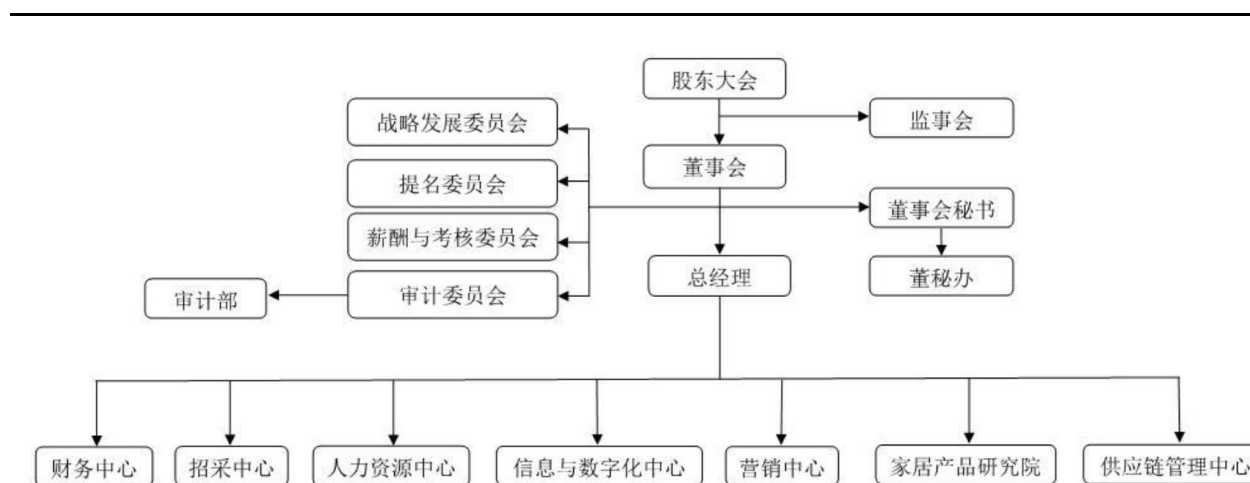
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司 2021 年年报

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 1 月 13 日）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

| 子公司名称 | 持股比例 (%) | 取得方式 |
|-----------------|----------|------|
| 惠州好莱客集成家居有限公司 | 100 | 设立 |
| 广州从化好莱客家居有限公司 | 100 | 设立 |
| 深圳前海好莱客投资有限公司 | 100 | 设立 |
| 湖北好莱客创意家居有限公司 | 100 | 设立 |
| 湖北好莱客门窗有限责任公司 | 100 | 设立 |
| 瀚隆门窗（杭州）有限责任公司 | 100 | 设立 |
| 好莱客投资有限公司 | 100 | 设立 |
| 广州好莱客集成家居有限公司 | 100 | 设立 |
| 广州好莱客家具安装服务有限公司 | 100 | 设立 |
| 湖北千川门窗有限公司 | 51 | 并购 |
| 成都市诺泰工程服务有限公司 | 51 | 并购 |
| 雅安市大千材料设备有限公司 | 51 | 并购 |
| 湖北弗洛克木品有限公司 | 51 | 并购 |
| 成都千川门窗有限公司 | 51 | 并购 |

资料来源：公司 2021 年年度报告

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出) |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流 (FCF) | 经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出 |
| 毛利率 | (营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA / 营业收入 × 100% |
| 总资产回报率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计 × 100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产 × 100% |
| 速动比率 | (流动资产-存货) / 流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 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。 |