

金牌厨柜家居科技股份有限公司2022年公开发行人可转换公司债券信用评级报告

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。


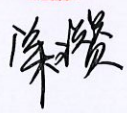
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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评级的变化情况。

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： 


金牌厨柜家居科技股份有限公司

2022年公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

个体信用状况	aa
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
评级日期	2022-08-12

评级观点

- 中证鹏元评定金牌厨柜家居科技股份有限公司（以下简称“金牌厨柜”或“公司”，股票代码 603180.SH）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，评定公司本次拟公开发行不超过 9.00 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司为国内定制家居知名企业，具有较强的市场竞争优势，盈利能力及获现能力良好；同时中证鹏元也关注到，行业竞争加剧下公司大宗业务毛利率有所下降，新增产能面临一定的产能消化风险，面临原材料价格上涨风险。

未来展望

- 公司在厨柜领域具有一定领先优势，同时不断向衣柜、木门、全屋定制及智能家居延伸，通过代理商模式开展大宗业务的风险可控，获现能力良好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

发行规模：不超过 9.00 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：按年计息，每年付息一次，到期归还未转股债券本金及最后一期利息；附债券赎回和回售条款

发行目的：用于金牌西部物联网智造基地项目（一期项目）

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.03	2021	2020	2019
总资产	41.31	45.16	34.86	26.76
归母所有者权益	24.55	24.11	18.26	12.11
总债务	5.59	5.35	3.51	5.03
营业收入	5.69	34.48	26.40	21.25
净利润	0.29	3.35	2.91	2.42
经营活动现金流净额	-5.04	4.03	6.73	4.02
销售毛利率	29.93%	30.48%	32.73%	35.84%
EBITDA 利润率	--	13.12%	14.45%	15.34%
总资产回报率	--	9.23%	10.78%	12.18%
资产负债率	40.36%	46.41%	47.39%	54.64%
净债务/EBITDA	--	-2.62	-2.72	-1.97
EBITDA 利息保障倍数	--	371.43	16.04	171.43
总债务/总资本	18.48%	18.11%	16.07%	29.29%
FFO/净债务	--	-26.82%	-26.42%	-35.72%
速动比率	0.97	0.99	1.00	1.17
现金短期债务比	2.33	3.53	4.14	6.66

注：2019-2021 年期间公司净债务为负

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

联系方式

项目负责人：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 公司为定制家居知名企业，具有较强的市场竞争优势。公司专注于高端整体厨柜，在国内具有较好的品牌知名度。近年产品品类不断丰富，覆盖整体厨柜、整体衣柜、木门、智能家居等领域，市场竞争优势较强。
- 公司近年经销门店扩张较快，业绩保持较快增长，获现能力良好。受益于定制家居市场需求快速增长及公司产能持续增长等因素，公司经销门店扩张较快，2019-2021 年营业收入和净利润持续增长，复合增长率分别为 27.36%、17.61%。同时公司以经销模式为主，大宗业务主要采用代理模式开展，主营业务获现能力良好。

关注

- 地产行业调控政策趋严下行业竞争加剧，大宗业务盈利能力有所下滑。近年受地产行业调控政策趋严、同业竞争加剧及原材料价格上升等因素综合影响，公司以代理模式开展的大宗业务毛利率有所下降。
- 公司新增产能面临一定的产能消化风险。公司主要在建及拟建项目未来投产的产能规模较大，受市场竞争及市场需求等因素影响可能面临一定的产能消化风险。
- 近期原材料价格上涨，公司面临一定的成本控制压力。近年公司材料占主营业务成本的比重均在 83.00%以上，其中板材、台板和五金配件是最主要的原材料，材料采购价格的变动对公司生产成本将产生较大影响。自 2021 年以来公司主要原材料价格有所上涨，面临一定的成本控制压力。

同业比较

	金牌厨柜	欧派家居	志邦家居	皮阿诺	我乐家居	索菲亚
总资产（亿元）	45.16	233.93	52.98	23.90	24.19	124.28
营业收入（亿元）	34.48	204.42	51.53	18.24	17.25	104.07
净利润（亿元）	3.35	26.64	5.06	-7.23	-1.62	1.54
销售毛利率（%）	30.48	31.62	36.24	33.96	41.32	33.21
资产负债率（%）	46.41	38.40	51.10	51.87	63.87	52.23

注：1、以上各指标均为 2021 年数据；2、欧派家居集团股份有限公司（简称“欧派家居”，股票代码“603833.SH”）、志邦家居股份有限公司（简称“志邦家居”，股票代码“603801.SH”）、广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司（简称“皮阿诺”，股票代码“002853.SZ”）、南京我乐家居股份有限公司（简称“我乐家居”，股票代码“603326.SH”）、索菲亚家居股份有限公司（简称“索菲亚”，股票代码“002572.SZ”）

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4	财务状况	初步财务状况	9/最小
	行业&运营风险状况	4/中等		杠杆状况	9/最小
	行业风险	4		净债务/EBITDA	9
	经营状况	3.45/中等		EBITDA 利息保障倍数	9
	公司规模	4		总债务/总资本	9
	产品、服务和技术	3		FFO/净债务	9
	品牌形象和市场份额	4		杠杆状况调整分	0
	经营效率	3		盈利状况	强
	业务多样性	3		盈利趋势与波动性	中等
					盈利水平
			流动性状况	6	
			流动性比率	6	
			获取流动性资源的能力	一般	
业务状况评估结果		4/中等	财务状况评估结果		9/最小
指示性信用评分					aa
调整因素	ESG 因素		0		
	重大特殊事项		0		
	补充调整		0		
个体信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
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-	2020-6-04	蒋申、邓艰	公司债券评级方法 (py_ff 2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx 2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2019-5-17	肖上贤、钟继鑫	公司债券评级方法 (py_ff 2017V1.0) 、 企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx 2019V1.0)	阅读全文

一、发行主体概况

公司的前身为厦门市建潘装饰工程有限公司，于1999年1月成立，设立时注册资本为100万元，系由自然人温桂华、潘孝贞分别出资60万元、40万元设立。1999年12月，公司名称变更为厦门市建潘卫厨有限公司。2011年11月28日，经股东会决议，公司将截至2011年9月30日经审计的净资产折为股份5,000万股，整体变更为厦门金牌厨柜股份有限公司。

2017年5月，公司公开发行（A股）股票1,700万股（股票简称“金牌厨柜”，股票代码“603180.SH”），共募集资金4.73亿元，扣除发行费用后募集资金净额为4.25亿元，其中新增注册资本（股本）1,700.00万元。上市后，公司通过实施股权激励计划、利润分配、转增资本，以及公司发行的“金牌转债¹”自2020年6月19日起至2020年12月4日摘牌日期间完成转股，转股完成后，公司注册资本由9,451.73万元增加至10,326.00万元。2020年10月，公司名称由“厦门金牌厨柜股份有限公司”变更为现名。

因2021年5月完成利润分配及转增股本进行权益分派，公司注册资本增加至14,456.40万元。公司于2021年6月完成非公开发行股票1,001.75万股，募集资金净额为2.86亿元，使得公司注册资本增加至15,458.16万元。2021年9月末，因部分股权激励对象考核未达标及离职，公司回购注销19.89万股已授予但尚未解除限售的限制性股票。截至2022年3月末，公司总股本和注册资本均为15,438.27万元。

截至2022年3月末，公司第一大股东建潘集团持有公司41.48%的股权，系公司控股股东。一致行动人温建怀先生与潘孝贞先生分别直接持有公司11.69%、6.97%的股份，加上通过建潘集团间接持有公司的41.48%股份，合计控制公司60.15%的股份，为公司的实际控制人，公司股权结构图详见附录二。截至2022年8月8日，公司控股股东建潘集团、一致行动人温建怀先生与潘孝贞先生已质押公司股份数量分别为2,540.93万股、839.00万股、380.00万股，分别占各自持有股份数的39.67%、46.48%、35.31%，控股股东及一致行动人合计未解押股权质押数量占公司总股份的比重为24.37%。值得注意的是，股票的价格波动受到宏观经济、行业政策、企业经营业绩、股市的流动性、投资者风险偏好等因素综合影响，公司股票存在一定的公允价值波动风险及交易风险。公司控股股东及一致行动人股票质押比例较高，面临一定的股票质押风险。

表1 截至2022年3月末公司前十大股东明细（单位：%、股）

股东名称	股东性质	持股比例	报告期末持股数量	股份质押数量
厦门市建潘集团有限公司	境内非国有法人	41.48	64,044,322	20,809,282
温建怀	境内自然人	11.69	18,049,784	7,730,000
潘孝贞	境内自然人	6.97	10,761,403	3,250,957

¹ 金牌转债全称为2019年厦门金牌厨柜股份有限公司公开发行可转换公司债券。

温建北	境内自然人	3.08	4,759,055	0
潘美玲	境内自然人	2.46	3,805,214	2,200,000
中国建设银行股份有限公司—华夏兴和混合型证券投资基金	其他	2.36	3,650,920	0
交通银行—华夏蓝筹核心混合型证券投资基金(LOF)	其他	1.93	2,979,285	0
中国建设银行股份有限公司—华夏新兴消费混合型证券投资基金	其他	1.33	2,047,847	0
潘宜琴	境内自然人	1.28	1,983,124	0
温建河	境内自然人	1.28	1,981,968	420,000
合计	-	73.88	114,062,922	34,410,239

注：前十大股东持股加总数不等于合计数主要系四舍五入差异
资料来源：公司 2022 年一季报，中证鹏元整理

公司主营业务为整体厨柜、整体衣柜和定制木门等全屋定制家具、智能家居产品的研发、设计、生产、销售、安装，致力于为消费者提供高品质、个性化的定制家居综合服务。公司自成立以来，专注于整体厨柜行业，2016年起开始经营整体衣柜业务，2018年起开始经营定制木门业务。当前公司主要产品包括整体厨柜、整体衣柜和定制木门等定制家具产品。截至2022年3月末，公司纳入合并范围内子公司共32家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：金牌厨柜家居科技股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过9.00亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券期限为6年；本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格的向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，且同时不得低于最近一期经审计的每股净资产

以及股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的本期债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券：（1）在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时；

债券回售条款：（1）有条件回售条款。本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、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而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算；本期债券最后两个计息年度，债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；（2）附加回售条款。若本期债券募集资金投资项目的实施情况与募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。本期债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本期债券向公司原 A 股股东实行优先配售，向公司原 A 股股东优先配售的比例提请公司股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。公司原 A 股股东享有优先认购权之外的余额以及公司原 A 股股东放弃优先认购权的部分，采用网下对机构投资者发售及/或通过上海证券交易所交易系统网上定价发行的方式进行，余额由承销机构包销。具体发行方式，由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士与本次发行的保荐机构（主承销商）协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过9.00亿元（含），扣除发行费用后的净额用于投资金牌西部物联

网智造基地项目（一期项目）。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
金牌西部物联网智造基地项目（一期项目）	101,854.21	90,000.00	88.36%
合计	101,854.21	90,000.00	88.36%

资料来源：《金牌厨柜家居科技股份有限公司公开发行可转换公司债券预案》，中证鹏元整理

1、项目基本情况

本期债券募投项目为金牌西部物联网智造基地项目（一期项目），项目将在四川省成都市新建生产基地，项目拟选址于四川省成都市双流区西南航空港经济开发区，用地面积约200亩，新建整体厨柜、整体衣柜及木门产品等全品类生产线。项目计划总投资10.19亿元，其中拟用本期债券募集资金投入9.00亿元。本期债券募投项目实施主体为公司的全资子公司成都金牌厨柜家居科技有限公司（简称“成都金牌”），项目建设周期约为30个月。

2、项目审批情况

截至本评级报告出具日，本期债券募投项目的项目用地的土地使用权招拍挂程序正在启动，根据公司提供的相关文件，西南航空港经济开发区管理委员会将积极支持该项目参与目标地块的土地招拍挂工作；该项目已取得成都市双流区发展和改革局出具的《四川省固定资产投资项目备案表》，备案号：川投资备【2020-510122-21-03-495836】FGQB-0440号，以及成都市双流生态环境局出具的《关于成都金牌厨柜家居科技有限公司金牌西部物联网智造基地项目环境影响报告表的批复》（成双环承诺环评审[2022]47号）。

3、项目经济效益情况

根据公司2022年6月8日公告的《2022年度公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，本期债券募投项目建成达产后预计内部收益率（税后）为15.37%，投资回收期（税后）为6.99年，达产后预计年均可实现销售收入16.63亿元。但值得注意的是，受项目建设进度、行业发展趋势、行业竞争格局、产品技术水平发生更新迭代和客户需求等因素综合影响，项目投产后能否消化新增产能、实现预期收益均存在不确定性。

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年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手

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。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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，严重拖累固定资产投资增长。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。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。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年财政在落实减税降费的基础上实现了一定增收，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年上半年，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上半年GDP同比增长2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入10.52万亿元，扣除留抵退税因素后增长3.3%，按自然口径计算下降10.2%；同期全国一般公共预算支出12.89万亿元，同比增长5.9%。

下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政

策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

行业环境

近年定制家居景气度承压，行业内上市公司营业收入增速有所波动；作为地产后周期行业，中短期内由于存在交房缺口，新房装修需求仍有支撑，将带动定制家居行业发展；存量房翻新需求、二手房再装修市场需求可观，定制家居仍有增量市场空间

定制家居行业规模不断扩张，但增速有所放缓。定制家居行业是家具制造业的分支，随着行业生产能力提升、消费升级趋势加强及消费者个性化需求增加，近年定制家居行业规模不断扩张，目前，“大家居”经营理念已成为定制家居多数企业的经营共识，定制家居行业开始由最初的定制厨柜、定制衣柜等领域，逐步拓展至卧室、书房、客厅、餐厅等。根据华经产业研究院、奥维云网等数据统计，2016至2021年我国定制家居市场规模从约1,982亿元迅速增至4,189亿元，年复合增速为16.15%，但同比增速呈放缓趋势，主要系随着地产行业调控政策收紧以及人口红利的逐步减弱，新房销售套数出现下降，地产红利的逐步消退。以9家定制家居上市样本公司²的数据进行估算，近年上市定制家居公司样本营业收入增速有所波动，其中2020年受疫情影响增速下降明显，2021年因消费复苏及低基数效应影响而增速较高。

图1 近年我国定制家居行业规模及同比增速

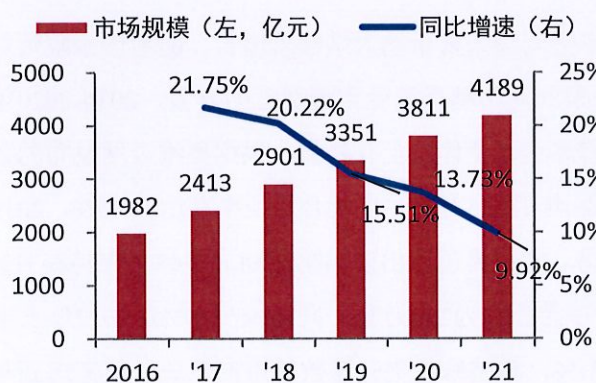
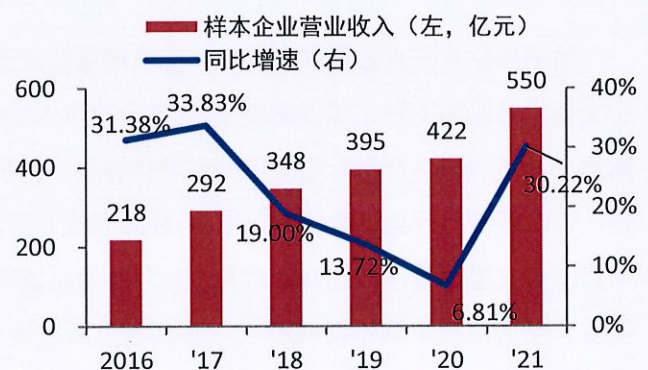


图2 9家定制家居上市样本企业营业收入及同比增速



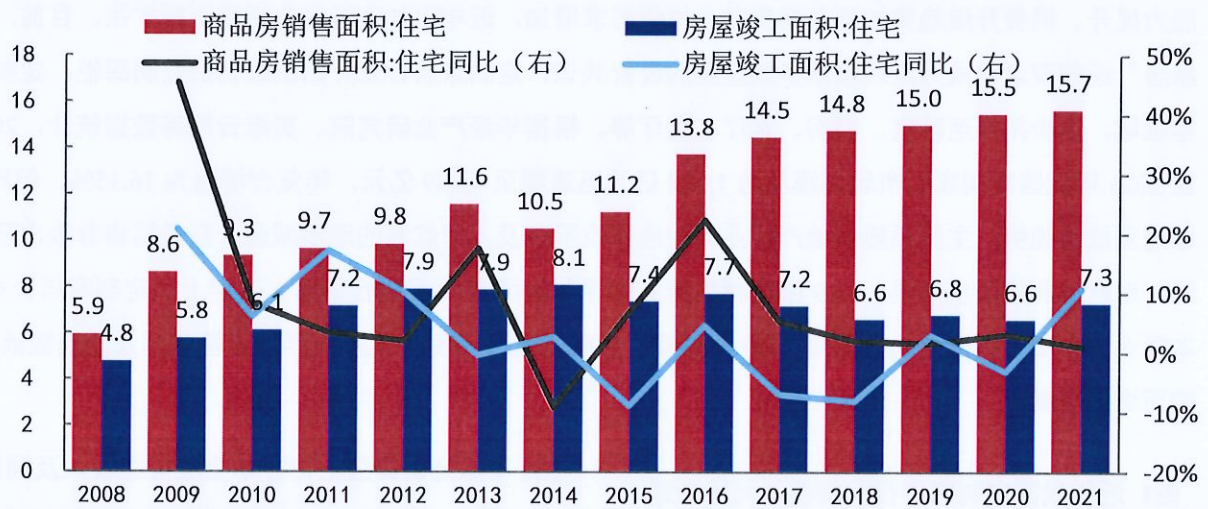
资料来源：公开资料，wind，中证鹏元整理

29家定制家居上市企业包括：欧派家居、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、广州好莱客创意家居股份有限公司（简称“好莱客”）、金牌厨柜、广东顶固集创家居股份有限公司（简称“顶固集创”）、我乐家居、皮阿诺。

定制家居作为家具行业的子行业，属于后地产周期行业，与地产行业发展情况具有高度相关性，产品销售周期滞后于房地产销售周期，新房销售和存量翻新对定制家居行业的发展有重要影响。

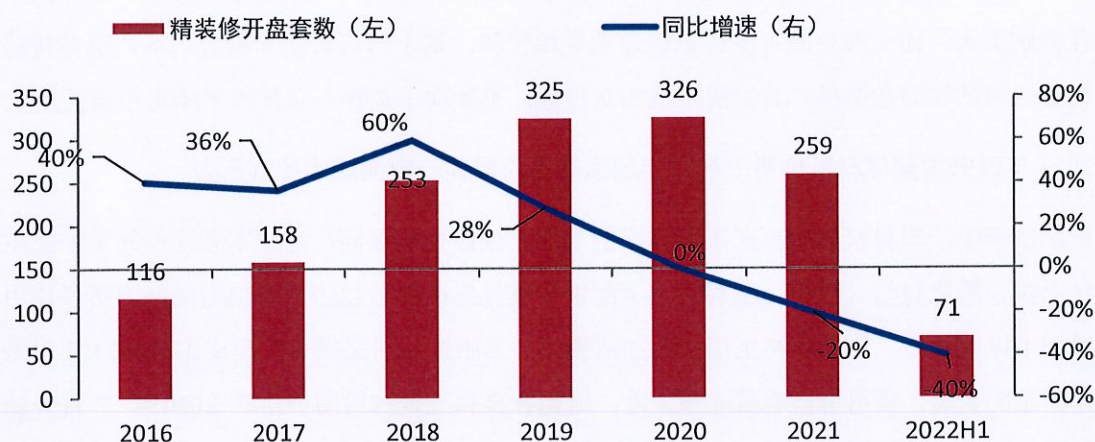
中短期来看，交房缺口释放潜力使得定制家居需求有支撑。自2016年国内房地产调控以来，房地产景气度承压，对定制家居的新房装修需求形成一定不利影响。但从新房开工至竣工通常为2-3年，近年来受地产开发商融资监管趋严影响，地产商逐步提升期房项目比例并拉长房屋交付周期，以缓解地产商本身的现金流压力。以商品房住宅累计销售面积与竣工面积之差为测算口径，2017-2021年我国累计积累了46.97亿平方米的交房缺口，这部分缺口将在未来期间竣工交房。考虑到交房缺口仍有释放潜力，随着未来房屋竣工，新房装修总需求中短期内仍有支撑，有望带动定制家居行业短期市场行情。

图3 近年商品房住宅销售面积与住宅房屋竣工面积之差维持在较高水平（单位：亿平方米）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

精装修住宅开盘数量短期承压，但长期精装渗透率空间较大将带动大宗需求增长。随着国家政策对于全装房鼓励与支持，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，2016-2020年期间来我国精装房开盘套数整体呈现增长态势，精装修渗透率整体呈上升趋势。根据奥维云网发布的数据，中国精装房开盘套数从2016年的116万套提升至2020年的326万套，年复合增长率高达29.48%，2019年我国精装房渗透率已提升至32%，2020年受疫情影响，精装渗透率出现小幅波动，整体仍保持在31%左右。受房地产市场不景气影响，2021年中国精装房开盘套数为259万套，同比减少20%；2022年上半年，我国精装修开盘套数仅为70.5万套，同比下降40.21%，精装修住宅开盘数量短期承压。但考虑到与发达国家80%以上的精装渗透率相比，我国精装市场渗透率仍处于低位，未来B端大宗交易渠道需求稳定广阔。

图4 近年我国住宅精装修开盘套数（单位：万套）


资料来源：奥维云网，中证鹏元整理

长期来看，在坚持“房住不炒”基调的背景下，房地产调控政策仍将继续，房地产景气度或承压。考虑到城市化水平与人口增长速度，住宅数量增速或将逐步降低，新房装修需求占比下降，楼市正逐步迈入“存量时代”，未来存量房的翻新需求占比将逐步提升，未来翻新需求将成为定制家居行业重要的需求来源。根据产业信息网统计数据，约80.00%的消费者选择在初次装修后5-15年进行二次装修，而在2005-2015年期间，我国住宅销售面积由4.96亿平方米增长至11.24亿平方米，年复合增长率达9.52%，大量的存量房存在着翻新装修的需求。同时，国家也开始重视老旧小区居民的居住环境改善情况，2021年《政府工作报告》提出，新开工改造城镇老旧小区5.3万个。老旧小区改造以及二手房交易，将带来业主重新装修的契机，并给定制家居行业带来增量市场空间。

行业高毛利率吸引上游、成品家具企业进入，竞争加剧下行业集中度有望提升；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，龙头企业仍具有竞争优势

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使用偏好等推动下，近年定制家居行业快速发展，但行业进入门槛相对较低，毛利率较高，2016-2021年我国定制家居行业上市公司平均毛利率高达37.14%。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。同时自2017年以来越来越多的定制家居品牌公司成功上市，并且借助资本市场加速渠道布局、整合产业链、延伸品类，定制家居行业已进入渠道、品类、产能快速扩张时期，头部企业之间竞争加剧，抢占中小企业市场份额。当前，新媒体、整装、拎包入住等多种消费模式兴趣，致使渠道流量碎片化。在多渠道的精细化运营及流量转化能力表现优秀的全国性公司将拉开与区域性中小品牌的差距，有望使得行业集中度进一步上升。

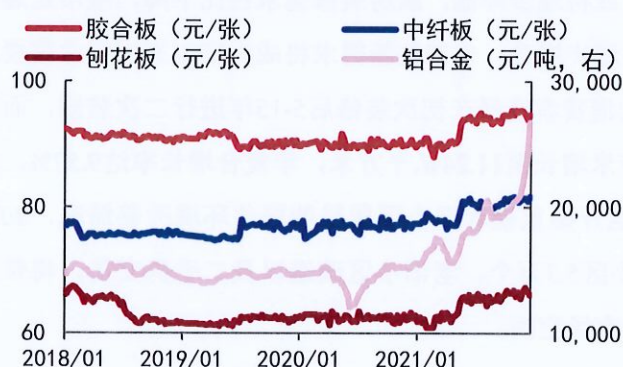
房企风险暴露，通过大宗业务传导至定制家居行业，但对以经销收入为主的头部企业影响较小，而中尾部企业大力发展大宗业务，受波及程度大。2021年下半年以来，多家房企先后爆出流动性风险事件，

部分定制家居企业被爆持有的相关房企商票逾期，规模体量处于中部、尾部的部分企业，扩张大宗业务寻求收入增长，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。而头部企业占据经销渠道的规模优势，基于门店数量和稳定的客户群体优势，以及盈利、现金流回款等商业考量，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。

2021年以来主要原材料价格上涨，定制家居企业面临一定的成本控制压力

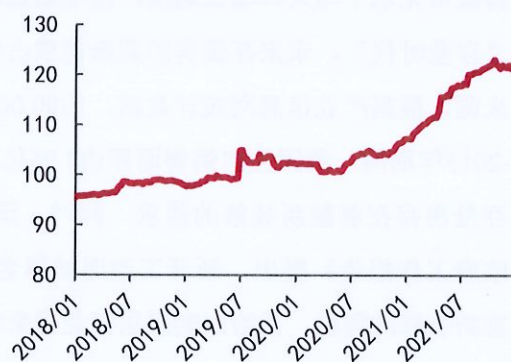
受疫情影响，原材料成本存在不同幅度的上涨，侵蚀企业利润。定制家居行业处于中游生产制造环节，从上游采购原材料（板材、铝材、五金配件）进行生产制造后由下游渠道交付消费者使用，在整个生产过程中以销定产，产品价格采用成本加成模式，其中原材料采购为主要成本。2021年以来，受国际输入型通胀的影响，板材价格明显同步上涨，而铝合金和五金材料的价格从2020年7月开始就持续攀升。长期来看，定制家居的销售与定价模式决定了成本波动并不会对毛利率产生太大影响，但是短期内，由于订单的价格调整存在滞后性，原材料成本的上升会压缩企业的利润空间。

图5 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6 五金材料价格指数上升明显



资料来源：wind，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

1、公司治理

公司根据《公司法》《证券法》等法律法规以及其他有关规定，制定了《公司章程》，规范公司的组织与行为。股东大会是公司的权力机构。公司设董事会，对股东大会负责。公司董事会由七名董事组成，其中独立董事三人。董事会设董事长一人、副董事长一人，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，每届任期三年，董事任期届满，可连选连任。董事可以由总裁或者其他高级管理人员兼任，但兼任总裁或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的二分之一。

公司设监事会。监事会由三名监事组成，监事会设主席一人。监事会主席由全体监事过半数选举产

生。监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于三分之一。

公司设总裁1名、副总裁若干名，均由董事会聘任或解聘。

2、公司管理

公司结合实际情况，设立厨柜事业中心、衣柜全屋事业中心、精装事业中心、大营销中心、研发设计中心、行政职能中心、制造中心等职能部门，并制订了相应的岗位职责，各职能部门之间职责明确，相互牵制。公司已建立健全一系列内部控制制度，涵盖了财务管理、生产管理、物资采购、产品销售、行政管理、信息安全等生产经营全过程。截至2022年3月末，公司组织架构图见附录三。

公司共同实际控制人温建怀和潘孝贞分别担任公司董事长和副董事长，温建怀先生和潘孝贞先生皆为公司创始人，均具备丰富的行业从业经验及管理经验。

3、公司发展战略和未来规划

公司将进一步在专业化领域拓展自身的竞争力，在国内和国际两个市场深耕，着手于大家居战略，从整体厨柜向整体衣柜、定制木门、再向智能家居、整装领域拓展，打造未来家居生态圈。

六、经营与竞争

公司主营业务为整体厨柜、整体衣柜和定制木门等全屋定制家具产品的研发、设计、生产、销售、安装及售后等整体服务。从收入构成来看，公司主营业务收入以整体厨柜和整体衣柜为主，其中整体厨柜是公司主营业务收入的最主要来源，近年主营业务收入占比均在73.00%以上。受益于经营积累及产能扩张，近年公司收入规模持续增长，2019-2021年公司营业收入的年均复合增长率为27.36%，其中整体厨柜与整体衣柜销售收入的年均复合增长率分别为17.99%、61.88%，近年公司向整体衣柜领域拓展较快。此外，公司木门收入增长较快，但规模仍相对较小，其他家居品类主要为卫浴阳台、智能家居、厨电以及家品等，目前规模亦较小，未来随着新拓品类的全面发展，有望为公司业绩增长提供保障。

近年公司主营业务毛利率有所下降，主要系原材料价格持续上涨，毛利率较低的大宗业务占比有所提升，同时公司衣柜、木门等新业务品类仍处于产能爬升、渠道建设扩张阶段，固定成本支出和生产损耗较大，导致毛利率相对较低。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
整体厨柜	3.82	29.40%	24.80	30.31%	20.73	32.85%	17.82	36.50%
整体衣柜	1.52	28.90%	8.00	28.90%	4.99	29.65%	3.05	26.83%
木门	0.17	5.17%	0.84	4.42%	0.25	0.34%	0.08	10.60%

其他家居品类	0.01	2.69%	0.16	10.10%	0.07	13.80%	0.00	24.41%
合计	5.51	28.49%	33.81	29.23%	26.04	31.88%	20.95	34.99%

注：上表中合计数不完全等于各项目加总数主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是国内定制家居行业的知名企业，在品牌、渠道、研发设计等方面具备一定的竞争优势

公司自成立之初即专注于高端整体厨柜，经过多年发展积累，不断地推进高端整体厨柜产品定制化服务，有效提升了公司的品牌知名度。公司现拥有“金牌厨柜”、“金牌衣柜”、“金牌木门”、“MALIO玛尼欧”、“智小金”及“金牌G9高定”等品牌。公司“金牌厨柜”品牌被认定为“中国驰名商标”，是中国整体厨柜的领军品牌，在国内享有较高知名度。2022年4月，经全国工商联家具装饰业商会认证，公司在福建省行业排名首位；公司2013年至2022年连续多年蝉联“中国房地产500强首选厨柜品牌”，2019年以来公司陆续被评为“中国房地产500强首选定制家居品牌”、“中国房地产500强首选智能家居品牌”、“中国房地产500强首选木门品牌”。

在销售模式方面，公司形成了包括经销模式、大宗模式、境外销售和直营模式等在内的多元化渠道模式，截至2021年末拥有超过3,000家经销商门店，在6家可比上市定制家居企业³中在门店数量上处于中等水平。

研发设计方面，公司主导起草了《家用厨房设备》《家具工业术语》等6项国家标准、《住宅整体厨房》《家具生产安全规范-自动封边机作业要求》等4项行业标准，以及《定制家居产品安装服务规范》《家居用缓冲型暗铰链》《家居用缓冲型抽屉导轨》等8项行业团体标准。公司积极开展产学研合作，与多家科研院所、研究机构等建立战略合作关系，公司研发设计能力受到社会各界的广泛认可，曾荣获中国设计红星奖、中国专利奖、“金勾奖”、福建省百万职工五小创新大赛奖、厦门专利奖、海峡杯工业设计奖等奖项。

公司以经销销售为主，近年大宗业务和境外业务收入增长较快；公司主要通过代理商模式开展大宗业务，大宗业务风险可控

公司的产品主要包括整体厨柜、整体衣柜等，采用以经销商销售为主，以大宗业务和境外销售为辅的复合销售模式。经销商销售模式是公司最主要的销售模式，在主营业务收入中占比最高，近年来均占50.00%以上，但随着大宗模式下业务收入快速增长，近年公司经销模式销售占比整体有所下降。在毛利率方面，近年公司经销模式下毛利率维持相对稳定，大宗模式的毛利率整体均有所下滑，境外模式的毛利率波动明显。近年受地产行业调控趋严、行业竞争加剧、原材料价格上涨等因素综合影响，公司以代理模式开展的大宗业务毛利率下降较快，使得公司毛利率有所下降。

³ 其余5家可比上市公司分别为欧派家居、索菲亚、志邦家居、我乐家居、皮阿诺。

表4 公司主营业务收入分模式情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
经销模式	3.01	34.94%	18.78	35.33%	14.09	35.42%	12.98	34.39%
直营模式	0.28	64.61%	1.92	67.12%	1.91	65.77%	2.37	71.31%
大宗模式	1.78	12.08%	11.45	13.33%	8.93	18.54%	5.05	19.95%
境外模式	0.43	27.78%	1.64	26.48%	1.08	36.61%	0.55	30.94%
其他	0.00	4.53%	0.02	-5.75%	0.04	15.20%	-	-
合计	5.51	28.49%	33.81	29.23%	26.04	31.88%	20.95	34.99%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

经销模式下，公司选择具有品牌意识、市场运作经验、资金实力雄厚、信誉良好的经销商与之签订加盟经销协议，授权其在特定区域范围内销售金牌厨柜、衣柜、木门产品，拓展营销网点。目前公司的销售网络基本覆盖全国各省、直辖市和自治区。近年来公司经销模式的收入保持较快增长，主要是随着公司品牌认可度的持续提升以及继续加快专卖店渠道布局，公司“金牌厨柜”、“金牌衣柜”和“金牌木门”的专卖店数量均有所增长，2019-2021年期间公司合计门店数（含直营及在建）由2,144家上升至3,062家，其中金牌衣柜门店数近年增长较快，期间新开店645家。公司下属经销商开设的专卖店接收客户订单后，将经客户确认的销售订单发送至公司，经销商一般按照结算价格向公司支付全部货款（除个别符合授信的客户外），公司即开始根据订单组织生产。公司完成产品生产后，将产品运送至经销商对应的物流公司指定的交货地点或选择自提产品，即确认销售收入，因此经销模式下公司业务回款良好。

直营店由公司直接管理，近年来直营模式收入占比持续下降，主要原因系直营模式公司需要承担的店铺租金、销售人员薪酬等运营成本较高，因此公司在部分地区以加盟店替代了直营店，近年公司直营店面数有所下降所致。截至2021年末，公司拥有直营店面数31家。

在大宗业务模式方面，公司主要由工程代理商承接房地产公司大宗业务，公司进行生产并销售予工程代理商，并由工程代理商实施项目安装落地等后续服务，因此公司开展的大宗业务风险较低。近年来国家鼓励精装房政策带动大宗业务需求上涨，公司积极拓展大宗业务，提升战略集采的范围，发展工程代理商的数量和质量，同时注重风险管理，公司大宗业务模式销售增长明显，2019-2021年公司大宗业务的收入年均复合增长率达到50.58%。其中，2021年受房地产市场景气度及市场竞争加剧影响，公司大宗模式业务毛利率下降明显。

在海外销售模式下，公司针对不同海外市场采取差异化战略，通过海外新设子公司、优化商业模式、完善供应链布局等举措，近年境外销售业务收入逐年上升，收入占比从2019年的2.64%上升至2022年1-3月的7.85%，2019-2021年收入复合增长率达到72.09%。2020年公司境外模式的毛利率较高主要系公司于2020年1月在美国通过新加坡子公司新设了比斯坎湾橱柜有限责任公司，直接对外销售产品而销售单价较高，此外公司于2020年在澳大利亚拓展了定制化零售模式，非标系数较高，销售单价较高，上述原因

共同致公司境外业务毛利率有所提升；2021年，因境外业务客户由零售为主转向为大宗客户，叠加疫情影响下海运成本上涨，公司境外业务毛利率同比下降。

因公司下游经销商客户较为分散，2019-2021年及2022年1-3月公司前五大客户销售额占年度营业收入的比重分别为7.50%、8.49%、7.43%和8.97%，客户集中度不高。

表5 公司近年来不同品牌门店数一览（单位：家）

门店类型	上期末数量	期间新开	期间关闭	期末数量
2021年				
经销店	2,462	659	90	3,031
其中：金牌厨柜	1,554	192	57	1,720
金牌衣柜	722	220	23	919
金牌木门	181	217	10	388
金牌厨柜整装馆	5	30	-	35
直营店	31	-	-	31
合计	2,493	659	90	3,062
2020年				
经销店	2,095	492	132	2,462
其中：金牌厨柜	1,510	135	91	1,554
桔家衣柜	520	235	33	722
桔家木门	63	126	8	181
桔家云整装	2	3	-	5
直营店	49	-	11	31
合计	2,144	492	143	2,493
2019年				
金牌厨柜	1,413	154	8	1,559
桔家衣柜	337	190	7	520
桔家木门	9	54	0	63
桔家云整装	0	2	0	2

注：1、2021年，公司对品牌进行升级，原“桔家衣柜”、“桔家木门”、“桔家云整装”分别升级为“金牌衣柜”、“金牌木门”、“金牌整装馆”；2、2019年，公司未公告不同品牌的经销店家数及直营店家数。

资料来源：公司 2019-2021 年年报，中证鹏元整理

近年公司扩产加快，主要产品产能利用率维持在较高水平；受市场竞争及市场需求等因素影响，在建及拟建产能或将存在一定的产能消化风险，且面临一定的资本性开支压力

公司生产模式主要为以销定产，通过公司的智能制造系统与大规模敏捷制造技术相结合，将订单进行模块化拆分，单一车间生产固定模块、多个车间配合生产，提高单一生产线的标准化水平，实现大规模定制。整体厨柜和定制木门采取标准件和非标准件相结合的大规模定制生产模式，整体衣柜非标准化板件较多。公司目前主要拥有厦门、江苏泗阳两个生产基地，同时拟发行本期债券募集资金在成都新建

生产基地。子公司江苏金牌厨柜有限公司（下称简称“江苏金牌”）占公司60%左右的产值，主要负责生产江浙沪、华北、东北、湖南以及湖北的订单，由母公司统一分配订单。随着公司IPO、金牌转债募投项目⁴建成并逐步投产，近年公司主要产品品类整体厨柜、整体衣柜及定制木门的扩产加快带动产能规模持续增长，其中公司2021年末整体厨柜、整体衣柜年产能分别为2019年末的2.65倍、2.19倍。

从产能利用率来看，受益于公司业务规模扩大、销售持续增长，近年整体厨柜和整体衣柜的产能利用率整体维持在较高水平，其中2020年受疫情及新建产能爬坡综合影响，公司整体厨柜业务产能未利用充分。2022年一季度，公司厨柜、衣柜及木门业务产能利用率均利用不充分，主要系受国内部分地区疫情反复及行业季节性因素共同影响所致。从产销情况来看，由于公司主要生产整体厨柜、整体衣柜和定制木门等定制化产品，采用以销定产的模式，产销率较高。2022年一季度，受国内部分地区疫情反复带来交货安装延迟影响，公司厨柜业务产销率仅为85.20%。

表6 公司近年来主要产品产能及产销情况

产品	项目	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
整体厨柜	产能（万套）	17.88	71.50	51.42	27.00
	实际产量（万套）	16.09	83.38	48.59	31.23
	其中：自产产量（万套）	13.91	77.69	44.22	31.23
	外协产量（万套）	2.18	5.69	4.37	-
	产能利用率	77.83%	108.66%	86.01%	115.65%
	销量（万套）	13.71	82.71	48.61	31.21
	产销率	85.20%	99.20%	100.03%	99.94%
整体衣柜	产能（万套）	6.58	26.30	18.86	12.00
	实际产量（万套）	4.63	26.84	18.34	11.22
	产能利用率	70.43%	102.05%	97.23%	93.52%
	销量（万套）	4.47	26.84	18.32	11.21
定制木门	产销率	96.44%	100.02%	99.91%	99.87%
	产能（万樘）	4.16	9.60	3.00	0.80
	实际产量（万樘）	1.62	11.79	2.38	0.54
	其中：自产产量（万樘）	1.04	5.15	2.21	0.54
	外协产量（万樘）	0.57	6.64	0.17	-
	产能利用率	25.05%	53.61%	73.71%	68.03%
	销量（万樘）	1.61	11.81	2.35	0.53
	产销率	99.78%	100.19%	98.96%	97.37%

⁴ 公司2017年IPO募投项目包括江苏金牌年产6万套整体厨柜扩建项目、江苏金牌年产7万套整体厨柜建设项目；研发中心建设项目、信息化建设项目；三期项目工程（含厂房及配套设施）。金牌转债募投项目包括厦门金牌厨柜股份有限公司同安四期项目1#、2#、4#、5#厂房建设项目；江苏金牌厨柜有限公司二期工程项目3#、5#厂房建设项目。

注：各产品的产能为公司自身的产能；产量包含自身生产产品的产量和外协产量，产能利用率=自产产量/产能，产销率=销量/实际产量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建项目包括成都工厂、泗阳三期项目、设备安装等项目，本期募集项目即为四川成都工厂⁵的一期项目，江苏泗阳三期项目为公司在江苏泗阳生产基地的新建项目，设备安装项目主要是各生产线需安装调试的设备。未来随着在建及拟建项目的投产，公司整体衣柜、整体厨柜等的产能将进一步增长，但受市场竞争及市场需求等因素影响，或将存在一定的产能消化风险。此外，在考虑扣除使用募集资金后，2021年末公司主要在建及拟建项目尚需以自有资金投入的规模仍较大，面临一定的资本性开支压力。

表7 截至2021年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计投入占预算比例	资金来源
厦门同安二期项目	8,055.60	87.49%	募投、自筹
厦门同安四期项目	50,000.00	40.29%	募投、自筹
江苏泗阳一期项目	1,475.00	9.17%	自筹
江苏泗阳三期项目	45,000.00	22.39%	自筹
四川成都工厂	120,000.00	0.05%	募投、自筹
设备安装	-	-	募投、自筹
合计	224,530.60	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料占营业成本比重较高，供应商集中度较低，近年原材料价格上行，公司面临一定的成本控制压力

公司各产品生产过程中的成本包括材料、人工和制造费用，其中材料占比最高，近年材料占主营业务成本的比重均在83.00%以上，材料采购价格的变动对公司生产成本将产生较大影响。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
材料	19.98	83.52%	14.96	84.31%	11.58	85.02%
人工	2.39	9.97%	1.58	8.92%	1.17	8.62%
费用	1.56	6.51%	1.20	6.77%	0.87	6.36%
合计	23.92	100.00%	17.74	100.00%	13.62	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产所需原材料主要包括板材、台板和五金配件等，由采购供应部负责统一采购执行。公司制定了完善的供应商管理体系，对供应商选择、招标采购流程等各方面做出严格规定，以保障采购材料的

⁵四川成都工厂的预计总投资额为12亿元，其中一期项目总投资额为10.19亿元。

质量符合公司规定。公司与主要供应商建立了紧密的战略合作关系，签订框架合同，根据实际需要下单。公司与原材料供应商通常主要采取先收货后付款的结算方式，按月结算，以电汇或承兑汇票支付，供应商一般会给予公司1-3个月左右的信用期。

从具体采购品种看，公司主要采购板材、台板、电器、水槽等产品，其中板材和台板是公司最主要的原材料。2021年以来，主要原材料价格上行，公司面临一定的成本控制压力。

表9 公司主要原材料采购情况

年度	类别	原材料名称	单位	采购数量(万)	单价(元)	采购金额(万元)	占原材料采购总额比例
2022年 1-3月	板材	刨花板	平方米	207.39	27.93	5,791.34	13.59%
		中纤板	平方米	94.94	35.42	3,363.21	7.89%
	台板	石英石毛板	片	8.96	494.81	4,431.10	10.40%
		人造石毛板	片	1.75	366.65	643.11	1.51%
	五金	抽屉	个	12.96	65.31	846.40	1.99%
		拉篮	个	5.80	145.66	844.29	1.98%
		拉手	支	76.20	13.36	1,017.69	2.39%
	电器	烟机及灶	台	1.17	797.09	932.28	2.19%
	水槽	水槽	个	2.03	220.11	447.61	1.05%
	2021年	板材	刨花板	平方米	1,254.66	26.35	33,054.87
中纤板			平方米	468.00	33.51	15,681.96	6.30%
台板		石英石毛板	片	77.77	445.72	34,664.16	13.93%
		人造石毛板	片	17.12	272.83	4,671.47	1.88%
五金		抽屉	个	76.20	57.68	4,395.36	1.77%
		拉篮	个	39.41	138.98	5,477.38	2.20%
		拉手	支	499.93	13.03	6,515.00	2.62%
电器		烟机及灶	台	8.56	574.75	4,917.17	1.98%
水槽		水槽	个	11.60	193.82	2,248.57	0.90%
2020年		板材	刨花板	平方米	1,034.92	25.40	26,284.55
	中纤板		平方米	417.04	35.13	14,649.79	7.72%
	台板	石英石毛板	片	67.48	459.37	30,999.44	16.33%
		人造石毛板	片	20.86	303.33	6,326.63	3.33%
	五金	抽屉	个	59.61	59.74	3,561.42	1.88%
		拉篮	个	44.52	113.26	5,041.94	2.66%
		拉手	支	426.28	11.07	4,718.23	2.49%
	电器	烟机及灶	台	7.74	619.33	4,794.90	2.53%
	水槽	水槽	个	10.61	188.42	1,999.46	1.05%
	2019年	板材	刨花板	平方米	878.70	25.09	22,050.25
中纤板			平方米	280.80	33.37	9,371.44	6.84%

台板	石英石毛板	片	56.15	496.5	27,879.37	20.35%
	人造石毛板	片	12.91	302.59	3,906.96	2.85%
五金	抽屉	个	50.44	64.06	3,230.91	2.36%
	拉篮	个	35.84	124.06	4,446.62	3.25%
	拉手	支	238.12	10.96	2,609.08	1.90%
电器	烟机及灶	台	8.93	538.92	4,811.45	3.51%
水槽	水槽	个	9.09	188.19	1,710.25	1.25%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于公司拥有数量较多的合格资质供应商可供选择，同时采购产品较多样，公司供应商集中度较低，2019-2021年和2022年1-3月前五名供应商采购额占年度采购总额的比例分别为19.33%、19.21%、18.46%和18.53%。

表10 公司近年来前五大供应商采购情况（单位：万元）

期间	序号	供应商名称	明细	金额	占比
2022年 1-3月	1	江苏吉福新材料股份有限公司	板材/辅材/耗材	2,626.20	6.16%
		连云港宁丰木业有限公司	板材		
	2	淮北宁丰木业有限公司	板材	1,744.29	4.09%
		河南宁丰木业有限公司	板材		
		菏泽市宁丰木业有限公司	板材		
	3	百隆家具配件(上海)有限公司	五金	1,329.90	3.12%
	4	厦门市宝树万国工贸有限公司	铝材、耗材、五金	1,170.42	2.75%
	5	广东中旗新材料科技有限公司	台板	1,025.05	2.41%
	合计			7,895.85	18.53%
2021年 年度	1	江苏吉福新材料股份有限公司	板材/辅材/耗材	14,835.03	5.96%
		连云港宁丰木业有限公司	板材		
	2	淮北宁丰木业有限公司	板材	9,028.75	3.63%
		菏泽市宁丰木业有限公司	板材		
		河南宁丰木业有限公司	板材		
	3	百隆家具配件(上海)有限公司	五金	8,650.39	3.48%
	4	广东中旗新材料科技有限公司	台板	6,976.22	2.80%
	5	厦门福丽人装饰材料有限公司	板材	6,435.59	2.59%
	合计			45,925.98	18.46%
2020年 年度	1	江苏吉福新材料股份有限公司	板材/辅材/耗材	12,085.73	6.37%
	2	福人木业（福州）有限公司	板材	6,281.21	3.31%
		福建福人家居科技有限公司	板材		
	3	百隆家具配件(上海)有限公司	五金	6,170.63	3.25%
	4	广东中旗新材料科技有限公司	台板	6,032.19	3.18%
	5	厦门福丽人装饰材料有限公司	板材	5,890.33	3.10%
	合计			36,460.08	19.21%

2019年 度	1	江苏吉福新材料股份有限公司	板材/辅材/耗材	7,033.63	5.13%
	2	广东中旗新材料科技有限公司	台板	5,723.10	4.18%
	3	连云港宁丰木业有限公司	板材	4,901.72	3.58%
	4	福人木业(福州)有限公司	板材	4,642.54	3.39%
		福建福人家居科技有限公司	板材		
	5	福人木业(莆田)有限公司	板材	4,179.15	3.05%
	宁波市万茂电器有限公司	电器			
		合计		26,480.14	19.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019-2021年及2022年1-3月公司合并范围变化情况如下表所示。

表11 2019-2021年、2022年1-3月合并报表范围子公司变化情况

时间	子公司名称	变动方向	变动原因
2019年	宿迁瑞渝投资合伙企业（有限合伙）	增加	新设
	JPND SINGAPORE PTE.LTD.	增加	新设
2020年	Biscayne Cabinetry Inc	增加	新设
	厦门智小金智能科技有限公司	增加	新设
	厦门市橙鸟美家科技有限公司	增加	新设
	金功夫（厦门）信息科技有限公司	增加	新设
	厦门转吧数字文化传播有限公司	增加	新设
	成都金牌厨柜家居科技有限公司	增加	新设
	成都金之桔家居有限公司	增加	新设
	长沙金之桔家居有限公司	增加	新设
	深圳智小金智能科技有限公司	增加	新设
	厦门金功夫安装服务有限公司	减少	注销
2021年	江苏绿享环保科技有限公司	增加	新设
	玛尼欧电器科技有限责任公司	增加	新设
	青岛金之桔家居有限公司	增加	新设
	宁波金之桔家居有限公司	增加	新设
	厦门乐开智居科技有限公司	增加	新设
	沈阳金之桔家居有限公司	增加	新设

	GoldenHome Malaysia SDN.Bhd	增加	新设
	广州金之桔家居有限公司	增加	新设
	Biscayne Woodworking Inc	增加	新设
	天津金之桔家居有限公司	增加	新设
	点金新型材料研究院（厦门）有限公司	增加	新设
	厦门行志远投资合伙企业（有限合伙）	增加	新设
	上海建潘厨卫有限公司	减少	注销
	陕西建潘厨卫有限公司	减少	注销
2022年1-3月	厦门金牌厨柜客先达物流服务有限公司	增加	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，以现金类资产、存货和厂房设备等经营性资产为主，整体资产质量较好

受经营积累、融资规模增加等因素影响，近年公司资产规模持续增长。

近年公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据和应收款项融资款）持续增长，主要系公司主营业务收现能力较好，及公司完成可转债、非公开发行股票融资。截至2021年末，公司货币资金中有0.03亿元的保函保证金使用受限。2021年末，公司交易性金融资产主要由银行理财产品、证券公司资管产品和信托产品组成，期末余额为9.57亿元。2021年末，公司现金类资产占比合计为40.02%，占比较高。

因公司的绝大部分工程客户、经销商和直营客户大多按“先款后货”的方式销售，因此公司近年应收账款余额占总资产比重较低。公司存货主要包括原材料与库存商品。随着生产经营规模的扩大，公司储备的原材料增加，公司存货规模亦有所增长，2022年3月末账面价值为5.37亿元，较2019年末增加121.19%。由于公司主要采用以销定产的生产模式，产销率较高，公司存货周转较快且存货跌价准备规模较小。

公司固定资产包括房屋及建筑物、机器设备、电子设备和其他设备，随着公司经营规模的不断扩大，产能不断提高，公司固定资产账面价值逐年增加。截至2022年3月末，公司主要在建工程包括泗阳三期项目和设备安装项目，泗阳三期项目为公司在江苏泗阳生产基地的新建项目；近年公司在建工程余额有所波动，主要系项目建设完成逐步转固影响。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.82	11.67%	7.60	16.83%	4.68	13.42%	6.62	24.73%
交易性金融资产	7.01	16.96%	9.57	21.18%	9.04	25.94%	4.80	17.92%

应收账款	1.28	3.10%	0.90	1.99%	0.52	1.50%	0.38	1.42%
存货	5.37	13.01%	4.71	10.43%	2.99	8.59%	2.43	9.08%
流动资产合计	20.69	50.08%	24.76	54.82%	18.84	54.04%	15.28	57.11%
固定资产	12.62	30.56%	12.40	27.45%	8.65	24.81%	6.60	24.65%
在建工程	1.62	3.92%	1.69	3.74%	2.61	7.48%	1.91	7.15%
非流动资产合计	20.62	49.92%	20.40	45.18%	16.02	45.96%	11.48	42.89%
资产总计	41.31	100.00%	45.16	100.00%	34.86	100.00%	26.76	100.00%

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

盈利能力

近年公司收入规模持续增长，来自收益相关的政府补助对利润形成了一定补充，但大宗业务毛利率有所下降，且销售费用对利润形成一定侵蚀

公司的营业收入主要来源于整体厨柜、整体衣柜的生产销售。受益于公司上市及发行可转债融资后产能的逐步扩张，叠加整体橱柜、整体衣柜市场需求保持快速增长，近年公司收入规模持续增长，2019-2021年复合增长率为27.36%。毛利率方面，因大宗业务毛利率有所下降且相关业务收入占比上升，同时公司的业务种类不断扩张，衣柜、木门等新业务品类仍处于产能爬升、渠道建设扩张阶段，固定成本支出较大，导致近年毛利率整体有所下降。

公司来自收益相关的政府补助对利润形成一定补充，但公司期间费用规模较大，其中销售费用占比较高，对利润形成一定侵蚀。公司近年其他收益主要由与收益相关的政府补助构成，2019-2021年其他收益占利润总额的比重分别为13.87%、11.74%、12.90%，对公司利润形成了一定补充。公司销售费用主要包括工资薪酬和广告宣传费等，根据公司与经销商的合作模式，经销商负责在代理区域内进行品牌宣传，公司负责全国性的广告投放，因此公司广告宣传费用规模较高。受毛利率有所下降影响，公司2019-2021年EBITDA利润率亦有所下降。同时受融资用于项目建设、新增产能爬坡等因素影响，总资产规模快速增长导致总资产回报率有所下降，未来需关注公司在建项目的收益率实现情况。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）

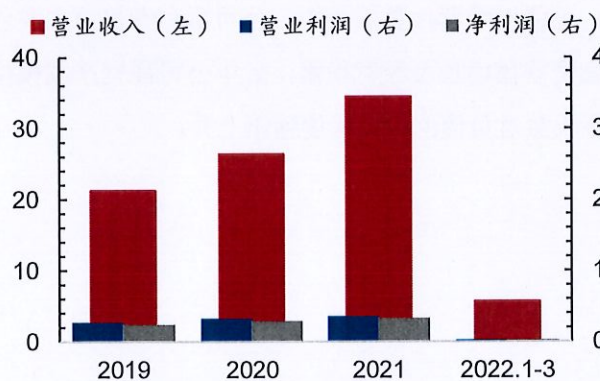
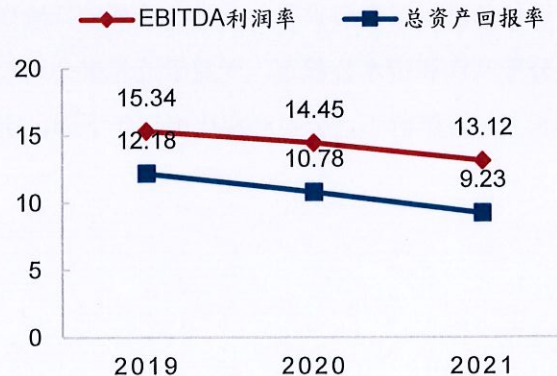


图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



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

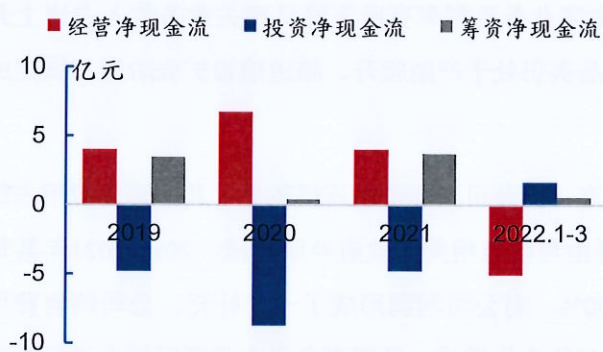
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务现金生成能力较强，但未来面临一定的资本性开支压力

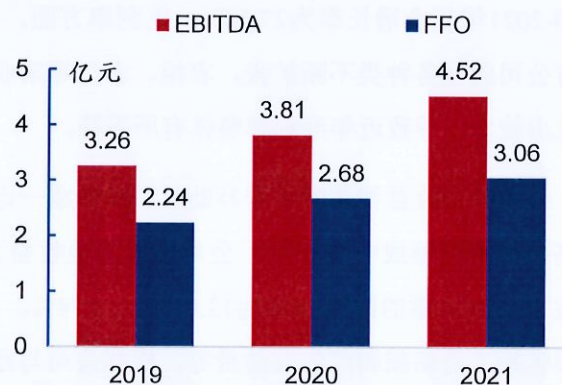
得益于公司经营业绩不断增长，同时公司对客户大多采用先收款后发货、对供应商采取先收货后付款的结算方式，2019-2021 年公司经营活动现金保持净流入。受近年公司项目建设投入资金较大及理财产品申购赎回等因素影响，2019-2021 年投资活动现金持续大额净流出。因 2019 年公司发行可转债募集资金、2021 年公司非公开发行股票募集资金到账，2019 年、2021 年公司筹资活动表现为净流入。截至 2022 年 3 月末，公司主要的在建及拟建项目尚需自筹资金规模较大，未来面临一定的资本性开支压力。随着业务规模增长，经营相对稳定，近年公司 FFO 及 EBITDA 均表现持续增长。

图 9 公司现金流结构



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

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况

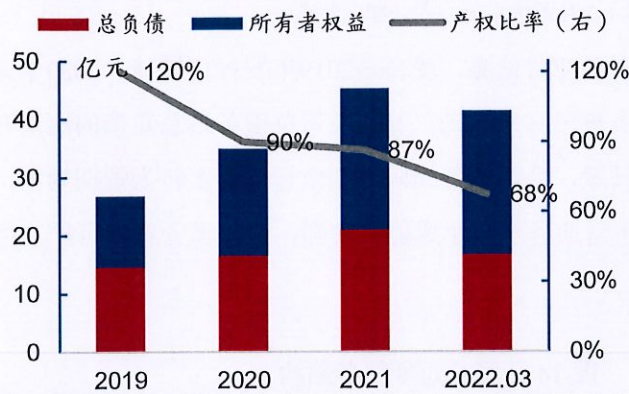


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

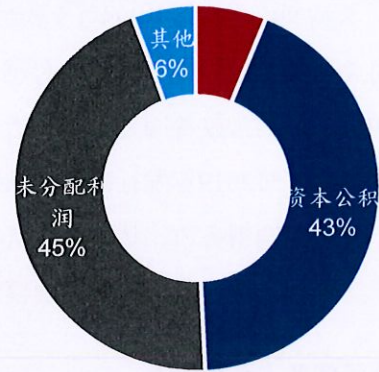
资本结构与偿债能力

近年公司负债规模持续增长，整体债务压力可控，杠杆指标状况表现良好

近年随着经营规模扩张，公司负债规模持续增长，负债以经营性负债为主。公司所有者权益主要包括未分配利润和资本公积等，受益于近年来公司权益融资规模增加及经营积累，近年公司净资产规模持续增长。综合影响下，公司产权比率逐年下降，所有者权益对负债的保障程度逐年上升。

图 11 公司资本结构


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

图 12 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


注：红色指实收资本，为 6%；上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债结构以短期负债为主。近年来公司短期借款持续增加，主要系公司的商业承兑汇票和银行承兑汇票增加所致。公司应付票据主要为银行承兑汇票，近年来有所波动。受公司业务规模不断扩大，采购规模有所增长下，公司应付账款持续增加。因 2020 年起施行新收入准则，公司将预收款项重分类至合同负债及其他应付款、其他流动负债，2020 年末公司预收款项降至 0。公司合同负债为预收货款，公司销售结算方式以先款后货为主，由于从客户下单到产品交付存在一定周期，因此公司合同负债占比较高；2021 年末公司合同负债账面余额有所增长，主要系公司销售规模有所增长。2019 年末，公司应付债券余额为 3.23 亿元，系公司于 2019 年 12 月公开发行可转换公司债券；随着公司可转债完成转股，2020 年末公司应付债券余额降为 0 元。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.95	23.67%	3.33	15.89%	1.33	8.05%	0.55	3.77%
应付票据	1.27	7.61%	1.61	7.70%	2.18	13.21%	1.25	8.52%
应付账款	4.53	27.20%	7.02	33.51%	5.63	34.06%	4.46	30.53%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3.03	20.71%
合同负债	3.03	18.20%	4.15	19.82%	3.46	20.94%	0.00	0.00%
流动负债合计	15.86	95.16%	20.16	96.19%	15.89	96.21%	11.03	75.41%

⁶ 截至 2021 年末，公司短期借款中期末已贴现未到期的商业承兑汇票为 0.96 亿元；短期借款中公司作为出票人，子公司江苏金牌作为收款人向银行贴现期末未到期的银行承兑汇票 2.37 亿元。

应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3.23	22.09%
非流动负债合计	0.81	4.84%	0.80	3.81%	0.63	3.79%	3.60	24.59%
负债合计	16.67	100.00%	20.96	100.00%	16.52	100.00%	14.62	100.00%

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

公司总债务包括短期借款、应付票据、长期借款和应付债券，受公司 2019 年发行可转债、2020 年完成转股和新增短期借款等因素影响，近年公司总债务规模有所波动，导致公司总债务占总负债的比重亦有所波动。因公司 2019 年发行的可转债 2020 年完成转股，公司债务期限结构由长期为主转为短期为主，2021 年末公司短期债务占比达 96%，但考虑到公司主营业务现金生成能力较强，整体债务压力可控。但若本期债券发行成功，公司总债务规模将大幅增加。

图 13 公司债务占负债比重

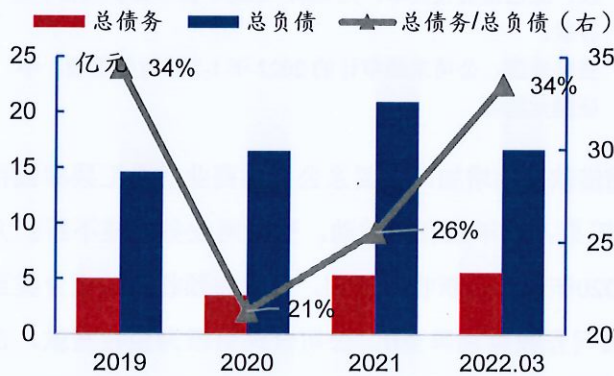
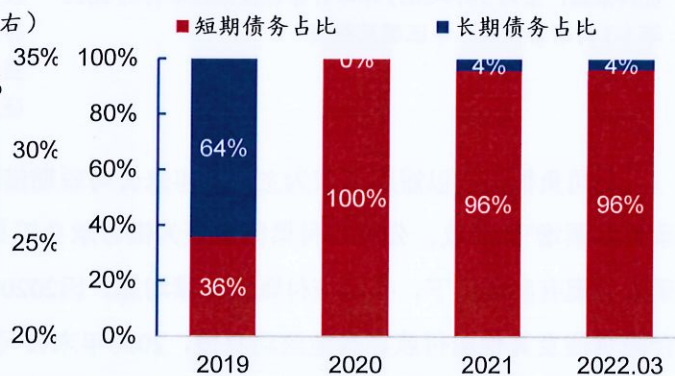


图 14 公司长短期债务结构



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

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

近年公司资产负债率持续下降，主要系公司 2019 年发行可转换公司债券逐步完成转股、2021 年非公开发行股票募集资金到账所致。若本期债券发行成功，以募集资金上限 9.00 亿元以及 2021 年末资产、负债规模静态测算，公司资产负债率将大幅提升至 55.32%。由于公司盈余现金规模较大，2019-2021 年净债务为负数，盈利对债务利息偿付的保障程度高，总债务在总资本比重近年有所波动，公司杠杆状况指标表现较好。

表 14 公司杠杆状况指标

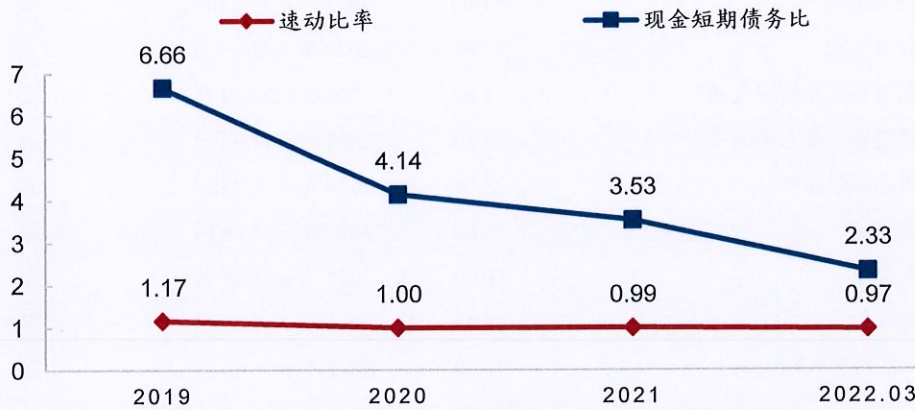
指标名称	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
资产负债率	40.36%	46.41%	47.39%	54.64%
净债务/EBITDA	--	-2.62	-2.72	-1.97
EBITDA 利息保障倍数	--	371.43	16.04	171.43
总债务/总资本	18.48%	18.11%	16.07%	29.29%
FFO/净债务	--	-26.82%	-26.42%	-35.72%

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

近年来公司速动比率和现金短期债务比呈现下降趋势，但速动比率均接近于 1.00、现金短期债务比

水平较好。同时公司作为上市公司，融资渠道多样，融资弹性尚可。

图 15 公司流动性比率情况



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

八、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8月1日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司存在一定的对外担保，或有负债风险较为可控

截至2022年3月31日，公司对外担保金额为868.92万元，均系为工程代理商在销售公司产品时，为其向客户开具的投标、预付款、履约、质量等保函。公司要求工程代理商提供反担保，反担保措施包括但不限于房产抵押、动产质押、实际控制人及配偶连带担保等双方协商认可的方式。由于公司对外担保主体数量较多，被担保主体较为分散，且金额相对不大，公司对外担保或有负债风险可控。

表15 截至 2022 年 3 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
北京维力沃贸易有限公司	37.42	2022年7月31日	是
深圳市禹宸装饰建材有限公司	10.00	2023年4月12日	是
深圳市利鼎丰建筑科技有限公司	185.00	2022年7月6日	是
深圳市利鼎丰建筑科技有限公司	200.90	2023年1月25日	是
北京中宇伯澜商贸有限公司	102.20	2022年5月10日	是



北京中宇伯澜商贸有限公司	51.40	2022年5月10日	是
北京中宇伯澜商贸有限公司	44.31	2022年8月3日	是
杭州瑞仁家居用品有限公司	67.55	2022年9月10日	是
杭州瑞仁家居用品有限公司	51.00	2022年7月23日	是
三亚得宝工程实业有限公司	33.60	2022年4月29日	是
深圳市科比家居配套设备工程有限公司	1.68	2023年9月4日	是
深圳市科比家居配套设备工程有限公司	7.12	2023年6月30日	是
重庆智联美悦家居用品有限公司	25.00	2024年6月25日	是
北京维力沃贸易有限公司	1.60	2022年6月16日	是
北京维力沃贸易有限公司	10.00	2022年6月16日	是
杭州瑞仁家居用品有限公司	6.44	2024年5月30日	是
深圳市金睿雅智能家居科技有限公司	33.70	2022年6月30日	是
合计	868.92	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、抗风险能力分析

近年定制家居景气度承压，作为地产后周期行业，尽管地产调控政策趋严对行业需求带来一定不利影响，但中短期内由于存在交房缺口，新房装修需求仍有支撑，将带动定制家居行业发展；存量房翻新需求、二手房再装修市场需求可观，定制家居仍有增量市场空间。受疫情影响，定制家具行业原材料成本存在不同幅度的上涨，侵蚀家居企业利润；行业竞争加剧，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。公司是国内定制家居行业的知名企业，产品品类较为齐全，覆盖整体厨柜、整体衣柜等领域，主要产品产能规模及销售门店数量在上市公司同业中的中等水平，具有较好的品牌知名度。受益于定制家居市场需求快速增长等因素，近年公司营业收入和净利润持续增长，公司获现能力良好。

同时，中证鹏元也关注到，随着地产行业调控政策趋严及行业竞争加剧，近年公司大宗业务盈利能力有所下滑，公司主要的在建及拟建项目尚需自筹资金规模较大，未来面临一定的资本性开支压力，产能存在消化风险，同时公司控股股东及一致行动人股票质押比例较高，存在一定的股票质押风险。整体而言，公司抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付资金将主要来源于本期债券募投项目收益、公司日常经营活动产生的现金流等。

首先，本期债券募投项目金牌西部物联网智造基地项目达产后预计年均可实现销售收入16.63亿元，

所得税后财务内部收益率为15.37%，投资回收期为6.99年。但中证鹏元注意到，受项目建设进度、市场需求、行业竞争以及公司未来发展状况等因素影响，项目能否按预期完工及投产后能否实现预期的收入存在不确定性。

其次，2019-2021年及2022年1-3月公司分别实现营业收入21.25亿元、26.40亿元、34.48亿元和5.69亿元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为24.49亿元、30.91亿元、39.62亿元和5.16亿元，公司主营业务表现较好，日常经营活动产生的现金流能够为本期债券能偿付提供一定保障。但中证鹏元也关注到，公司在建及拟建项目规模较大，需关注未来新增产能消化情况，在行业竞争加剧下，公司面临盈利能力或将下降风险。

此外，本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

最后，作为上市公司，公司必要时可通过资本市场等渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

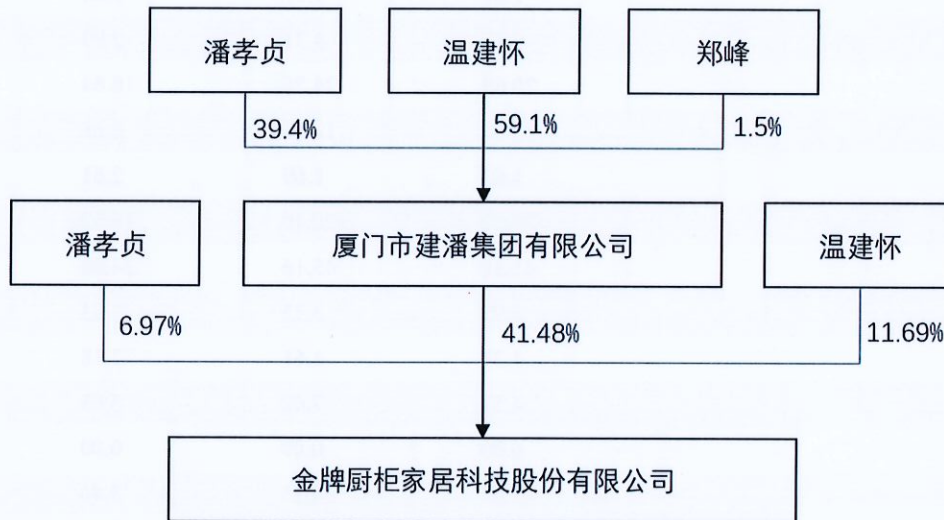
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

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	4.82	7.60	4.68	6.62
交易性金融资产	7.01	9.57	9.04	4.80
存货	5.37	4.71	2.99	2.43
流动资产合计	20.69	24.76	18.84	15.28
固定资产	12.62	12.40	8.65	6.60
在建工程	1.62	1.69	2.61	1.91
非流动资产合计	20.62	20.40	16.02	11.48
资产总计	41.31	45.16	34.86	26.76
短期借款	3.95	3.33	1.33	0.55
应付票据	1.27	1.61	2.18	1.25
应付账款	4.53	7.02	5.63	4.46
预收款项	0.00	0.00	0.00	3.03
合同负债	3.03	4.15	3.46	0.00
流动负债合计	15.86	20.16	15.89	11.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	3.23
非流动负债合计	0.81	0.80	0.63	3.60
负债合计	16.67	20.96	16.52	14.62
总债务	5.59	5.35	3.51	5.03
归属于母公司的所有者权益	24.55	24.11	18.26	12.11
营业收入	5.69	34.48	26.40	21.25
净利润	0.29	3.35	2.91	2.42
经营活动产生的现金流量净额	-5.04	4.03	6.73	4.02
投资活动产生的现金流量净额	1.68	-4.77	-8.72	-4.79
筹资活动产生的现金流量净额	0.59	3.72	0.42	3.48
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	29.93%	30.48%	32.73%	35.84%
EBITDA 利润率	--	13.12%	14.45%	15.34%
总资产回报率	--	9.23%	10.78%	12.18%
资产负债率	40.36%	46.41%	47.39%	54.64%
净债务/EBITDA	--	-2.62	-2.72	-1.97
EBITDA 利息保障倍数	--	371.43	16.04	171.43
总债务/总资本	18.48%	18.11%	16.07%	29.29%
FFO/净债务	--	-26.82%	-26.42%	-35.72%
速动比率	0.97	0.99	1.00	1.17
现金短期债务比	2.33	3.53	4.14	6.66

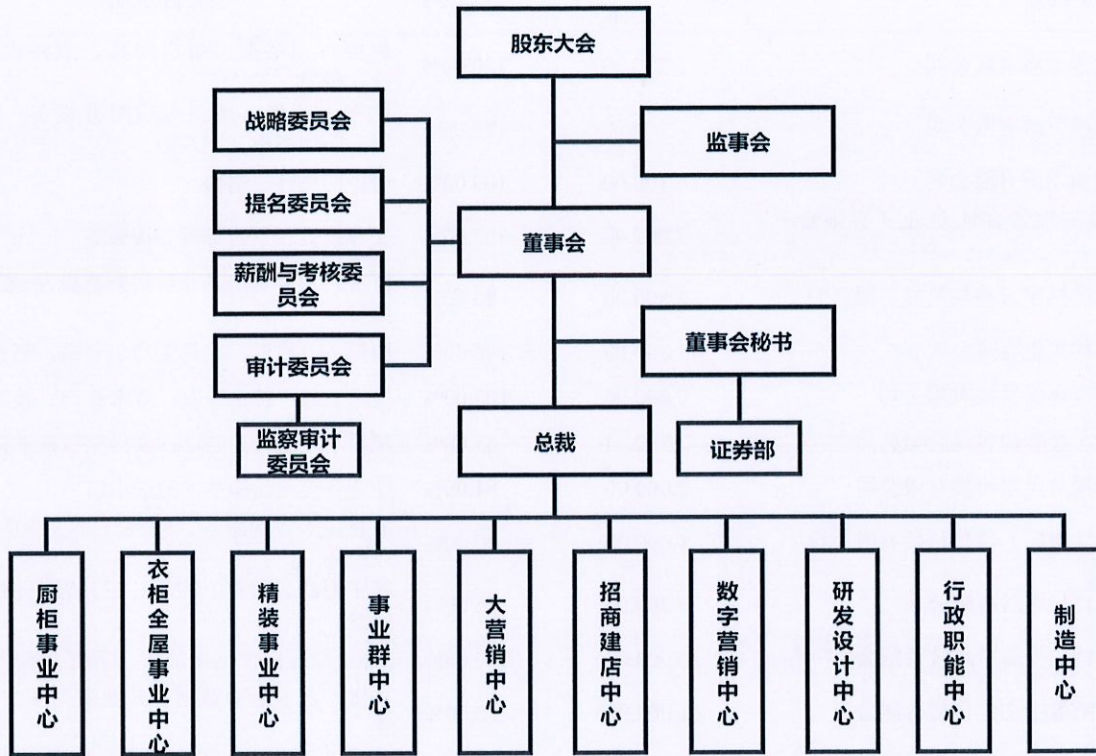
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 截至 2022 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本/股本	持股比例	主营业务
福州建潘卫厨有限公司	250.00	100.00%	厨柜、卫浴柜、厨房用具、卫浴设备的设计、批发
杭州建潘卫厨有限公司	100.00	100.00%	批发、零售；厨卫专用配套设备、家用电器、整体厨柜、卫浴柜
无锡建盈卫厨有限公司	100.00	100.00%	厨柜的设计、销售
宿迁瑞渝投资合伙企业（有限合伙）	5,000.00	100.00%	实业投资、企业管理咨询服务
厦门金牌桔家云整装科技有限公司	2,800.00	80.00%	厨房、卫生间用具及日用杂货批发；家用电器批发
江苏金牌厨柜有限公司	13,000.00	100.00%	橱柜、卫浴柜、家具生产、安装、销售
江苏绿享环保科技有限公司	5,000.00	100.00%	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流
厦门智小金智能科技有限公司	2,352.94	85.00%	家用制冷电器具制造、家用空气调节器制造
厦门市橙鸟美家科技有限公司	2,000.00	81.00%	经营各类商品和技术的进出口
金功夫（厦门）信息科技有限公司	1,000.00	90.00%	信息技术咨询服务、软件开发、信息系统集成服务
成都金之桔家居有限公司	200.00	55.00%	家居用品、厨柜、衣柜、卫浴洁具的设计、批发
成都金牌厨柜家居科技有限公司	20,000.00	100.00%	厨柜、木门、智能家居、卫浴柜的研发设计
厦门转吧数字文化传播有限公司	1,000.00	55.00%	文化、艺术活动策划；其他未列明文化艺术业
长沙金之桔家居有限公司	200.00	55.00%	家居用品、厨房设备及厨房用品、陶瓷、玻璃器皿销售
深圳智小金智能科技有限公司	2,000.00	85.00%	信息系统集成、信息技术咨询
厦门乐开智居科技有限公司	350.00	58.65%	技术服务、技术开发、技术咨询
青岛金之桔家居有限公司	200.00	55.00%	家具销售、建筑装饰材料销售
宁波金之桔家居有限公司	200.00	55.00%	家居用品销售、厨具用具及日用杂品批发、厨具用具及日用杂品零售
广州金之桔家居有限公司	200.00	55.00%	卫生陶瓷制品销售、日用玻璃制品销售
天津金之桔家居有限公司	200.00	55.00%	家居用品销售、家用电器销售
沈阳金之桔家居有限公司	200.00	55.00%	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包
玛尼欧电器科技有限责任公司	5,000.00	100.00%	家用电器销售、家用电器安装服务
点金新型材料研究院（厦门）有限公司	2,000.00	65.00%	新材料技术研发、工程和技术研究和试验发展
厦门金牌厨柜客先达物流服务有限公司	1,000.00	100.00%	装卸搬运、家具安装和维修服务
厦门行志远投资合伙企业（有限合伙）	200.00	0.01%	以自有资金从事投资活动
JPND SINGAPORE PTE.LTD	6,261,242.58 美元	100.00%	家居生产制造、销售、研发，家居配套产品销售
MIG S.R.L	2.70 万美元	100.00%	咨询服务及产品研发
GOLDEN HOME INTERNATIONAL INC.	50,000 股	100.00%	制造业

GOLDEN HOME AUSTRALIA PTY LTD	100 万澳元	100.00%	第三方市场与品牌服务、客户、管理服务、 营销建材总代表；建材贸易、小型增补返 修。
Biscayne Woodworking Inc	20,000 股	100.00%	商业
GoldenHome Malaysia SDN.Bhd	1,115,160 林吉 特	60.00%	商业
Biscayne Cabinetry Inc	50,000 股	100.00%	商业

资料来源：公司提供

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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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、债务人个体信用状况符号及定义

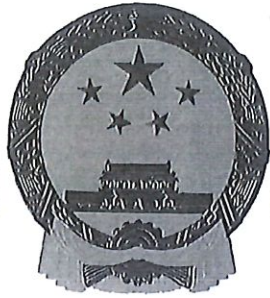
符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。

b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司（非上市）
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督委员会商事主体信用信息公示平台（网址：<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告，商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



此复印件仅供
金牌厨柜 使用
再复印无效

登记机关



2018 年 11 月 05 日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日




SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	汪永乐	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030218070004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2018-07-22			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030218070004	2018-07-22	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	




SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	邹火雄	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030219080005	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2019-08-10			



登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030219080005	2019-08-10	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	