



2024 年度志邦家居股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20232868D-03

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 8 月 5 日

发行人及评级结果	志邦家居股份有限公司	AA/稳定
本次债项评级结果	AA	
发行要素	拟发行金额为总额不超过人民币 67,000.00 万元（含本数），发行期限为 6 年，每年付息一次、到期归还本金和最后一年利息。募集资金拟用于清远智能生产基地（一二期）建设项目、数字化升级项目以及补充流动资金。	
评级观点	中诚信国际肯定了志邦家居股份有限公司（以下简称“志邦家居”或“公司”）在定制家居行业中具有较高的市场地位和品牌知名度，产品类型完善、渠道布局多元化，产能利用率较高、收入规模持续增长、业务盈利能力和经营获现水平较好，以及债务水平较低等因素对公司整体信用实力提供有力支撑。同时，中诚信国际关注到家居行业竞争较为激烈、房地产行业景气度波动对定制家居行业产生一定影响，应收类账款规模较大、回款进度和减值损失计提情况值得关注，以及经销商数量多且分布广泛、运营管理存在一定难度等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，志邦家居股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素： 市场占有率显著提升、品牌地位进一步提高、公司收入和盈利水平大幅提升且具有持续性。 可能触发评级下调因素： 品牌形象严重受损、应收类款项损失幅度大幅高于预期、市场占有率大幅下滑，盈利能力大幅恶化、债务规模快速攀升、财务杠杆水平明显上升、偿债能力明显弱化、资产质量明显恶化。	

正面

- 公司在定制家居行业中市场地位和品牌知名度较高
- 产品类型完善，渠道布局多元化
- 产能利用率较高，收入规模持续增长，业务盈利能力和经营获现水平较好，债务水平较低

关注

- 家居行业竞争较为激烈，房地产行业景气度波动对定制家居行业产生一定影响
- 大宗业务对房地产企业的应收类账款规模较大，结算回款进度和减值损失计提情况值得关注
- 经销商数量多且分布广泛，运营管理存在一定难度

项目负责人：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

项目组成员：梁子秋 zqliang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

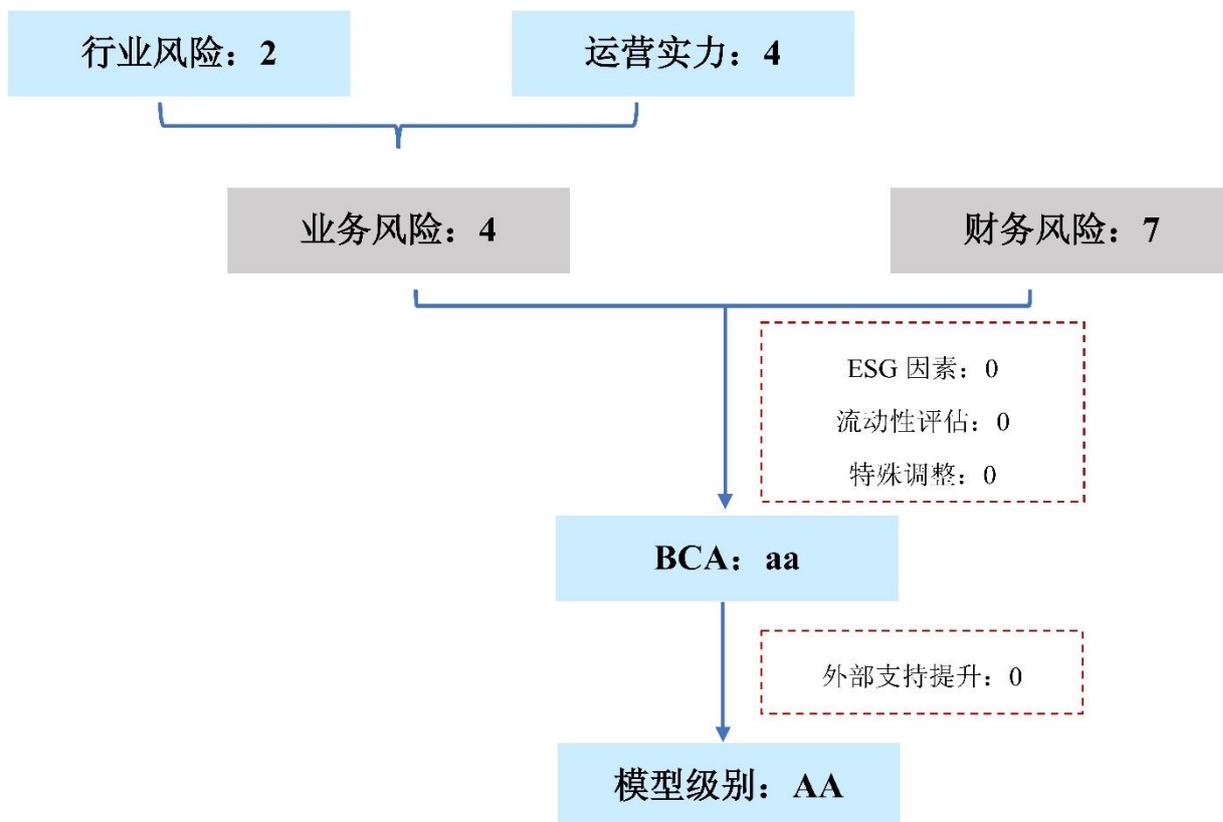
财务概况

志邦家居（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
资产总计（亿元）	52.98	57.81	63.87	56.98
所有者权益合计（亿元）	25.91	28.79	32.88	33.48
负债合计（亿元）	27.07	29.02	30.99	23.50
总债务（亿元）	8.28	8.89	8.40	8.62
营业总收入（亿元）	51.53	53.89	61.16	8.20
净利润（亿元）	5.06	5.37	5.95	0.47
EBIT（亿元）	5.70	6.12	6.35	--
EBITDA（亿元）	7.25	8.09	8.37	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	4.96	7.66	7.56	-5.74
营业毛利率（%）	36.24	37.69	37.07	37.22
总资产收益率（%）	10.75	11.05	10.43	--
EBIT 利润率（%）	11.05	11.36	10.38	--
资产负债率（%）	51.10	50.20	48.52	41.24
总资本化比率（%）	24.22	23.59	20.35	20.48
总债务/EBITDA（X）	1.14	1.10	1.00	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	40.65	42.01	66.53	--
FFO/总债务（X）	0.87	0.88	1.11	--

注：1、中诚信国际根据志邦家居提供的其经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度、2022 年度、2023 年年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用 2023 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

● 评级模型

志邦家居股份有限公司评级模型打分(TY_2024_04_2024_01)



注:

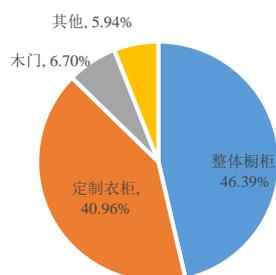
调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

方法论: 中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2024_04

发行人概况

公司前身为成立于1998年的合肥志邦厨柜厂，由孙志勇、许帮顺等自然人出资组建。2005年4月，合肥志邦厨饰有限公司（以下简称“志邦有限”）注册成立，后经多次增资扩股，志邦有限于2012年6月整体变更为股份有限公司，并于2017年6月在上交所挂牌上市，股票代码：603801.SH。目前，公司的主营业务为整体厨柜、定制衣柜等定制家居产品的设计、研发、生产、销售和安装服务，2023年实现营业总收入61.16亿元。

图1：2023年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图2：近年来收入走势



资料来源：公司年报及一季报，中诚信国际整理

产权结构：截至2024年3月31日，公司股本为43,654.78万元。孙志勇、许帮顺通过直接持股和间接支配¹而合计控制公司43.68%的表决权股份，为公司控股股东、实际控制人²，截至本报告出具日，公司法定代表人是孙志勇。

表1：截至2023年末公司主要子公司（亿元、%）

全称	简称	持股比例	2023年末		2023年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
合肥志邦家居有限公司	合肥家居公司	100.00	29.53	18.71	28.50	4.82
合肥志邦家具销售有限公司	合肥销售公司	100.00	1.31	0.21	2.89	-0.004
安徽志邦全屋定制有限公司	安徽定制公司	100.00	8.36	4.97	14.49	1.12

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

本次债券概况

公司拟发行可转债总额不超过人民币67,000.00万元，发行期限为6年，每年付息一次、到期归还本金和最后一年利息。募集资金拟用于清远智能生产基地（一二期）建设项目（以下简称“清远一二期项目”）、数字化升级项目以及补充流动资金，募集资金拟使用规模分别为4.16亿元、0.84亿元和1.70亿元。

¹ 孙志勇直接持有公司20.86%的股份，并通过持有安徽谨志企业管理有限公司（以下简称“安徽谨志”）45.50%股权而间接控制公司1.57%的表决权股份；许帮顺直接持有公司20.25%的股份，并通过持有安徽谨兴企业管理有限公司（以下简称“安徽谨兴”）48.33%股权而间接控制公司1.00%的表决权股份。

² 2012年8月，孙志勇、许帮顺两人签订了《共同控制协议书》，协议约定：“双方按照公司章程的规定向股东大会或董事会提出约定的提案或临时提案时，事先均应协商一致；双方将保证在公司股东大会会议或董事会会议中行使表决权时采取相同的意思表决；若双方内部无法达成一致意见，应按照孙志勇的意见进行表决；该一致行动协议期限自本协议签订之日起至公司上市之日起3年”。2017年4月，孙志勇、许帮顺签订《共同控制协议书之补充协议》，约定一致行动的期限于原共同控制协议到期之日起延长7年，即公司上市之日起10年。

本期债券附有转股价格向下修正、发行人赎回选择权、投资人回售选择权等条款。

本期债券发行后将在短期内推升资产负债率，但转股后或有助于优化公司资本结构。

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年二季度中国经济呈现出边际放缓趋势，内需趋弱的压力仍待缓解，但稳增长政策效应持续释放或将支撑下半年经济边际回升，深化改革有利于中长期经济增长中枢的稳定和提升。

详见《2024 年二季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11296?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，房地产景气度波动对定制家居行业产生一定影响；定制家居行业竞争激烈，头部企业凭借品牌、研发设计、全品类布局、渠道控制等优势有望获得更多终端客户资源，未来行业集中度或将有所提升。

定制家居行业与房地产市场关联紧密，房地产行业景气度对定制家具行业产生一定影响。近年来受房地产市场持续低迷影响，家具制造业行业增长承压。国家统计局数据显示，2023 年全国规模以上家具制造业企业营业收入同比下降 4.4%，利润总额同比下降 6.6%。

随着家居行业从基于新房的增量市场，向以老房为主的存量市场转变，以二次装修改造为代表的存量市场，将成为家居市场的重要驱动力。另外，国内定制家居理念的接受程度逐步提高，满足消费者一站式购齐的整体家居模式成为重要的产业形态。在上述消费趋势的刺激下，定制家居企业从单一产品品类向多样化产品品类持续发展，头部品牌厂商具备明显优势，通过商业模式的革新突破，在竞争中占得先机。未来，定制家居行业的竞争焦点在品牌价值的提升、产品服务的研发创新和渠道效率的优化。定制家居行业将逐步整合，终端客户资源将逐步向头部企业集中，市场化驱动下，将进一步加快尾部出清速度，行业分散的竞争格局将趋于集中。

运营实力

中诚信国际认为，志邦家居具备较高的品牌知名度和市场地位、完善的品类布局和多元化的销售渠道；基于品牌和规模优势，具有一定的采购议价能力；但公司经销商运营管理、未来区域拓展、大宗业务回款情况和供应链管理效率提升情况值得关注。

公司具有较高品牌知名度和市场地位，完善的产品品类布局和较强的研发设计实力有利于公司推进整家定制。

公司在定制家居行业排名前列，志邦品牌曾获得“中国厨卫百强-厨柜领军企业 10 强”、“中国厨柜十大品牌”、“中国家居产业领军品牌”等荣誉称号，居“2023 中国定制家居百强榜单”（整家定制 TOP20）第 4 位，在定制家居行业拥有较高的知名度和市场地位。公司率先采用直播等线上营销方式向线下引流，多元化的营销手段有利于提升其品牌知名度。

公司近年来持续扩充产品品类，从核心单品类厨柜拓展至定制厨柜、定制衣柜和木门三大主营产品，并于 2023 年新推出定制卫浴新品类，此外，公司配备从外部采购的系统门窗、软体家具、

家电家配等产品，品类布局完善。

公司研发以产品品类扩展和新材料为主。为适应市场需求变化和提升产品质量，公司持续加强研发投入，近年来研发投入占营业收入的比例在 5%~6%。截至目前，公司及控股子公司共拥有现行有效专利权 331 项。同时，在应用设计领域，公司获得“中国优秀工业设计奖”、“中国厨柜行业时尚设计金奖”、“中国厨柜行业产品原创设计金奖”等，整体研发设计实力较强。完善的品类布局和较强的研发设计实力有利于公司推进整家定制，为业绩培育新的增长点。

公司近年来产能利用率维持较高水平，具有一定规模优势，但需关注新增产能释放情况。

生产方面，公司采取以自主生产为主、工序外包和 OEM 生产³为辅的生产模式。自主产能方面，目前公司在产状态的工厂共有 5 家⁴，均位于安徽省内，目前整体橱柜、定制衣柜产量居行业前列水平，具有一定规模优势。此外，公司新产线生产设备已达到行业内标杆水平，但部分老旧产线尚未完成智能化改造，工艺水平和生产效率仍有待提高。

公司采取以销定产的生产模式，库存水平较低。近年来，公司整体产销量保持上升态势，产能利用率和产销率维持较高水平，但各品类产销情况有所差异，其中，定制衣柜和木门受益于空白市场拓展和整家业务推进，2021 年以来产销量呈快速扩张趋势；整体厨柜 2022 年受线下消费受阻和房地产行业景气度较低影响，产销量小幅下滑，2023 年在大宗业务推动下销量回升。公司未来仍有较大规模产能在建，新增产能释放情况值得关注。

表 2：近年来公司主要产品生产及销售情况（套）

产品品类	计量单位	期间	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
整体厨柜	套	2023 年	540,000	492,086	530,454	91.13%	107.80%
		2022 年	540,000	478,047	463,223	88.53%	96.90%
		2021 年	540,000	493,895	476,909	91.46%	96.56%
定制衣柜	套	2023 年	520,000	516,030	516,477	99.24%	100.09%
		2022 年	520,000	460,523	460,497	88.56%	99.99%
		2021 年	440,000	390,193	391,250	88.68%	100.27%

注：2023 年部分产品产销率大于 100%主要是对存量产品的销售所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司与主要材料供应商建立长期稳定合作关系，具有一定的采购议价能力，但供应链管理效率仍有一定提升空间。

公司材料采购成本占营业成本的比重超过 70%，主要采购产品包括板材、台面、五金、厨房电器、配套家居、辅材等品类。为保障板材供应的稳定性并管控其价格波动风险，公司与数家国内外板材供应商建立战略合作关系，采购集中度高，公司凭借规模优势将板材采购单价控制在业内较低区间，拥有一定议价能力。公司采购市场知名品牌的五金品类，一般与主要五金产品供应商签订长期合作协议。2023 年板材市场低迷，加之公司订单规模优势及品牌影响，公司主要原材料采购单价有所降低。供应商方面，近年来公司主要供应商较为稳定，2023 年前五名供应商集中度为 17.22%。结算政策方面，公司与供应商的结算货币以人民币为主，结算方式包括现金和

³ 在公司自主产能满负荷运行状态下，部分订单采用工序外包或 OEM 生产。

⁴ 庐阳一厂主要负责仓储和部分大宗业务订单的生产，庐阳二厂和双凤二厂负责衣柜类产品生产，双凤一厂负责整装业务订单和厨柜类产品生产，下塘工厂负责木门产品和部分工程业务订单生产。

承兑汇票，结算账期一般在 35~60 天，个别新品类或小众产品的采购则采取预付款方式。中诚信国际认为，公司板材和五金的供应商集中均偏高，但在规模化采购中取得一定议价能力，此外材料价格变化对公司采购成本的影响值得关注。

公司已初步建立涵盖采购、仓储、物流、计划、品控等维度的完整供应链物流体系，并在提高原材料使用效率、提高交付质量等方面取得一定成效，但在数字化和流程工艺标准化等方面仍有待进一步提升。

公司的销售渠道布局较为多元化，但在国内各区域发展较不均衡，高能级城市市场占有率仍有待提升；此外，经销商运营管理、未来区域拓展和大宗业务回款结算进度值得关注。

销售定价方面，公司参考竞品价格调整产品出厂价，产品单价受结构调整和市场竞争影响有所波动。公司业务类型包括零售、大宗、海外三个板块，其中零售业务以经销为主，直营为辅。

表 3：近年来公司主营业务收入按销售渠道划分情况（亿元、%）

渠道类型	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
直营销售	3.22	65.80	3.97	67.49	4.70	67.99
经销销售	28.30	34.33	29.00	34.82	31.24	35.04
大宗业务	16.51	38.49	16.57	40.53	20.09	37.68
海外销售	0.60	-4.86	1.13	12.05	1.50	18.20
合计	48.64	37.34	50.67	38.74	57.53	38.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

经销方面，公司招商以“一城一商”为主，深度参与经销门店管理，制定经销商返利政策，并动态调整合作经销商。截至目前，公司拥有各品类经销商超 2,900 家，已在全国部署超过 4,000 多个经销网点，涵盖省会及以下各线城市，其中五六线城市收入占比超过 50%，受地域布局限制和各品类配套销售比率较低影响，经销门店单店店效与行业龙头相比仍有较大提升空间。公司与经销商结算方式主要为全额预付款后提货。整体来看，公司已与主要经销商建立长期稳定合作关系，但经销商作为公司重要销售渠道，数量众多同时地域分布较广，存在一定管理难度，如果经销商违反合作协议的约定，在销售价格、售后服务等方面未按公司要求经营或经销商自身出现经营风险，将对公司的品牌产生不利影响。

公司的直营门店均位于合肥。近年来，公司积极丰富产品品类并深挖客户需求，直营店店效快速提升，但直营门店数量较少，占主营业务收入的比重较低。

公司门店目前主要位于主流建材商圈和中高端核心卖场⁵，未来公司店态逐步向“橱衣木成”融合演变，有助于提升客单价；同时重点提升社区门店稠密度，着重发挥社区门店的引流功能。此外，公司完善整装渠道的布局，加强与家装公司的合作，2023 年整装渠道收入⁶同比增加约 34%。

大宗模式下，公司合作客户以优质房地产企业和建筑企业为主，近年来其收入规模呈增长态势，为加强业务风险防控能力，公司积极与信用状况优质的客户开展合作。公司部分订单采用代理商模式运营，该模式下，代理商统筹物流、安装并向下游房企催款等，公司负责送货并向代理商支

⁵ 全国性和区域性家居卖场门店包括但不限于居然之家、红星美凯龙、富森美家居等。

⁶ 整装渠道收入按照类别计入直营销售和经销销售。

付服务费。付款结算比例取决于合同履行进度，通常客户下单后支付货款 0~10%，到货结算货款至 60~70%，安装验收后结算货款至 80~85%，竣工结算货款至 95~97%，质保到期结算货款至 100%。**中诚信国际关注到**，公司注重对下游客户信用风险和付款能力的评判，但与民营房企合作较多，业务集中度较高，且部分民营房企已出现违约情况，回款和结算进度较为缓慢，下游客户的回款结算情况值得关注。

表 4：2023 年公司大宗业务前五大客户情况（万元）

客户	企业性质	金额	占营业收入比例
绿地控股集团股份有限公司及子公司（以下简称“绿地控股”）	混合所有制	23,429.31	3.83%
中国保利集团有限公司及子公司（以下简称“保利集团”）	国企	14,994.14	2.45%
中海地产集团有限责任公司及子公司（以下简称“中海集团”）	国企	12,015.04	1.96%
龙湖集团控股有限公司及子公司（以下简称“龙湖”）	民企	8,781.82	1.44%
中骏集团控股有限公司及子公司（以下简称“中骏集团控股”）	民企	6,707.77	1.10%
合计	—	65,928.07	10.78%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司海外业务拓展主要通过海外加盟商和地产商合作，海外客户类型以企业为主，海外销售区域覆盖澳大利亚、美国、加拿大、中东、东南亚等地区，受益于市场拓展，近年来收入规模快速提升。2022 年以来，公司加强面向东南亚、中东零售消费者的宣传力度，并在泰国、新加坡、马来西亚、马尔代夫和科威特等地开设店面，海外销售收入保持良好增长态势。

公司销售以境内为主，华东区域收入贡献约占境内收入的 50%，其中合肥、上海、南京等城市收入贡献较高。受市场开拓策略影响，公司在国内各区域的业务发展水平较不均衡，在高能级城市的市场占有率较低，在低能级城市市场地位和经营业绩较高，部分经济发达城市的渠道布局仍有待提升。中诚信国际将对公司未来区域的拓展情况保持关注。

在建项目围绕公司主业，项目资金平衡情况值得关注。

公司在建项目主要为产能新扩建。此次债券发行的募投项目共包含清远智能生产基地（一二期）建设项目⁷（以下简称“清远一二期项目”）和数字化升级项目。公司在建项目所需资金主要通过自有资金及银行贷款解决。清远一二期项目预计将新增 7.2 万套整体橱柜和 37.8 万套定制衣柜产能，志邦家居“4.0 智能工厂”项目预计将新增 6 万套橱柜和 10.6 万套衣柜产能。中诚信国际将对项目的资金平衡情况和新增产能市场消纳情况保持关注。

表 5：截至 2023 年末公司主要在建、拟建项目情况（亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	资金来源
清远志邦智能制造项目	12.00	3.30	募集资金、自有资金
志邦家居“4.0 智能工厂”项目	14.86	1.04	自有资金、银行贷款
配套产业园项目	12.10	5.30	自有资金、银行贷款
合计	36.96	9.64	—

注：清远志邦智能制造项目中，一二期为本次募投项目，投产时间受募集资金到位情况有所变化，三四期为远期规划。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，公司具备较好的盈利能力，规模扩张带动资产总额增长，较强的业务盈利能力和经营获现

⁷ 2021 年 7 月 28 日，公司公告称公司与广州（清远）产业转移工业园管理委员会签订了投资协议书，投资项目名称为清远志邦智能制造项目。

能力对偿债提供一定保障，整体偿债指标表现较好；但应收类账款减值损失计提和资金回收情况值得关注。

盈利能力

公司收入和盈利规模持续提升，以经营性业务利润为主的利润结构较优，盈利能力较强，但对大宗业务应收类账款减值损失计提的充分性值得关注。

公司收入来源主要为整体厨柜、定制衣柜、木门等产品的生产和销售，其中整体厨柜收入占比 50% 左右。近年来受益于衣柜市场拓展和整家业务推进，定制衣柜及木门收入呈增长态势，带动主营业务收入规模逐年增加。近年来公司主营业务毛利率保持在较高水平，其中木门业务受益于产销量扩大后，规模效应显现，以及推行降本增效，毛利率上升明显。2024 年 1~3 月，公司实现营业总收入 8.20 亿元，较上年同期增长 1.77%；当期毛利率为 37.22%，较去年同期微增。

表 6：近年来公司主要板块收入与毛利率情况（亿元、%）

产品类型	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
整体厨柜	29.34	40.50	27.37	41.27	28.38	40.93
定制衣柜	17.60	34.43	21.03	38.52	25.05	37.97
木门	1.70	13.04	2.28	10.37	4.10	20.98
主营业务收入/营业毛利率	48.64	37.34	50.67	38.74	57.53	38.22

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

期间费用方面，公司利用各类传播媒介加大品牌促销推广力度，并向大宗业务代理商支付代理费用，故销售费用投入较多；2023 年，管理费用随公司股权激励而增加；研发支出主要系公司积极开发新品类和新材料所形成的投入；存款所产生的利息收入可覆盖利息费用等其他支出，使得近年来财务费用持续为负。上述因素叠加收入规模增长，使得近年来公司期间费用率有所波动。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润，近年来在业务规模扩大带动下逐年增长。公司信用减值损失和资产减值损失主要为对下游房地产企业及其采购平台计提的应收类账款减值损失，对利润总额形成一定侵蚀，需对公司应收类账款减值损失计提的充分性保持关注。从盈利指标来看，得益于业绩水平增长，近年来公司的利润总额和 EBIT 均呈增长态势，盈利水平持续提升。受下游消费需求和市场竞争变化等因素影响，EBIT 利润率有所波动，但整体业务盈利能力较强。2024 年 1~3 月，股权激励影响下管理费用增加，公司利润总额同比减少 24.63%。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.1~3
期间费用率	24.49	25.24	24.43	34.17
经营性业务利润	6.03	6.55	7.84	0.29
资产减值损失	0.43	0.37	1.22	-0.46
信用减值损失	0.12	0.47	0.81	0.28
利润总额	5.50	5.77	6.22	0.49
EBIT	5.70	6.12	6.35	--
EBIT 利润率	11.05	11.36	10.38	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产和负债随业务规模增长而扩张，负债率持续压降，杠杆水平适中；债务规模较低，但结

构有待改善；同时需对应收类款项减值计提和资金回收情况保持关注。

近年来公司总资产在业务扩张的带动下持续增长。公司流动资产以货币资金、应收账款、合同资产和存货等为主，符合其行业特征。交易性金融资产主要为公司购买的银行、证券理财产品；货币资金保持在一定规模，截至 2024 年 3 月末，受限货币资金合计 1.59 亿元；一年内到期的非流动资产以大额定期存款为主。

近年来公司大宗业务规模扩张使得应收账款以及由应收款形成的合同资产规模增长较快，截至 2023 年末账龄在一年以内的应收账款（含合同资产）余额占比为 69.73%，整体账龄较长。坏账计提方面，2023 年末应收账款（含合同资产）整体坏账计提比例为 32.97%，单项计提比例为 76.37%。同期末应收账款（含合同资产）余额前五名中已有部分企业被列为失信企业，前五名应收账款（含合同资产）余额占比为 14.94%。此外，截至 2023 年末，公司其他应收款主要为前期对阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”）、重庆金科房地产开发有限公司（以下简称“重庆金科”）的保证金，合计 1.07 亿元，两家企业均为失信企业，因公司对阳光城相关资产进行保全，公司对阳光城其他应收款坏账计提比例约为 50%。**中诚信国际认为**，应收类账款规模较高且部分下游客户为失信企业，未来减值损失计提和资金回收情况值得关注。2024 年 3 月末，因部分订单完成客户验收结算，合同资产规模下降使得总资产小幅下降，资产结构基本保持稳定。

表 8：截至 2024 年 3 月末公司应收账款和合同资产前十大企业情况（亿元）

应收对象	应收款	1 年以内	1-2 年	2 年以上
绿地控股及其子公司	2.31	1.84	0.40	0.07
龙湖集团及其子公司	0.75	0.58	0.08	0.09
保利集团及其子公司	0.74	0.51	0.19	0.04
阳光城控股及其子公司	0.53	0.03	0.07	0.42
时代中国控股及其子公司	0.40	0.13	0.14	0.13
中骏集团控股及其子公司	0.37	0.33	0.03	0.02
中海集团及其子公司	0.37	0.35	--	0.02
美的置业及其子公司	0.36	0.35	0.01	--
新城控股及其子公司	0.34	0.25	0.08	--
金地集团及其子公司	0.32	0.19	0.13	--
合计	6.48	4.56	1.14	0.78

注：表中应收款含合同资产和应收账款。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司非流动资产主要包括固定资产和其他非流动资产。固定资产规模变化不大；其他非流动资产以大额定期存款和抵债房产为主，近年来规模有所波动，截至 2023 年末，公司抵债房产合计 3.82 亿元，房产处置情况值得关注。

公司总负债以经营性负债为主，主要包括材料采购应付款、应付大宗业务代理商的款项、以及加盟商预付款和缴纳的押金保证金等，近年来随业务增长整体有所扩张。债务方面，公司融资主要为补充和储备公司流动资金，债务规模较低，但债务基本为短期债务，期限结构有待改善。

所有者权益方面，近年来受益于利润积累，公司所有者权益规模逐年增长。近年来，公司分红占当期归属于上市公司普通股股东净利润的比例维持在 35% 以上。受利润累积和债务规模控制影响，资产负债率持续降低，财务杠杆水平适中。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	6.68	7.05	8.63	5.11
应收账款	1.47	2.07	2.25	3.24
合同资产	9.35	10.04	12.71	9.00
流动资产	27.87	29.57	34.69	27.54
非流动资产	25.11	28.23	29.18	29.44
总资产	52.98	57.81	63.87	56.98
短期借款	2.95	3.67	1.30	2.35
应付票据	3.16	5.08	5.77	4.45
应付账款	4.85	5.80	5.91	3.38
其他应付款	4.58	6.18	7.26	6.99
总负债	27.07	29.02	30.99	23.50
短期债务/总债务	75.01	99.40	84.75	79.53
总债务	8.28	8.89	8.40	8.62
股本	3.12	3.12	4.37	4.37
未分配利润	14.22	17.73	21.51	21.98
所有者权益合计	25.91	28.79	32.88	33.48
资产负债率	51.10	50.20	48.52	41.24
总资本化比率	24.22	23.59	20.35	20.48

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

公司经营获现能力较强，能够满足外部投资需求，整体偿债指标表现较好。

受益于产品销售较旺，近年来公司经营活动净现金保持较大规模流入，但由于季节性结算因素影响，2024 年 1~3 月经营活动净现金流为净流出；因公司持续投资生产基地建设项目，投资活动净现金流呈净流出态势；筹资活动方面，在融资借款、债务到期、分配股利等因素共同作用下，近年来公司筹资活动净现金流有所波动。公司整体经营获现能力较强，能够满足投资需求。

偿债指标方面，受债务规模变化影响，经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息的保障能力有所波动，但得益于公司较强的经营获现能力和盈利能力，整体偿债指标表现较好。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2021	2022	2023	2024.1~3
经营活动净现金流	4.96	7.66	7.56	-5.74
投资活动净现金流	-5.16	-4.43	-4.36	2.96
筹资活动净现金流	1.79	-4.33	-3.07	1.51
非受限货币资金/短期债务	0.91	0.52	0.89	0.75
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务	0.77	0.85	1.04	--
总债务/EBITDA	1.14	1.10	1.00	--
EBITDA 利息保障倍数	40.65	42.01	66.53	--
FFO/总债务	0.87	0.88	1.11	--

注：因缺乏 2024 年一季度部分数据，故相关指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计为 3.03 亿元，主要为受限的信用证、票据、保证金及大额存单等。截至 2024 年 3 月末，公司实际控制人孙志勇和许帮顺累计质押股数 14,300,000 股，占其直接所持公司股份的比例为 7.97%。

截至 2024 年 3 月末，公司存在与阳光城⁸和重庆金科⁹的合同纠纷案件，已对阳光城和重庆金科的诉讼计提坏账准备，诉讼进展和公司资金回收情况值得关注。同期末公司无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021 年~2024 年 4 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测¹⁰

假设

——预计 2024 年志邦家居销售业绩提升推动收入规模和盈利水平进一步增长。

——预计 2024 年志邦家居能够维持良好的结算条件，并保持较强的经营获现能力，对产能改扩建所需的投资支出形成一定覆盖。

——预计 2024 年志邦家居获现水平、FFO、EBITDA 对债务本息覆盖倍数将维持稳定。

预测

表 11：预测情况表（%、X）

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率	23.59	20.35	19.00~20.35
总债务/EBITDA	1.10	1.00	1.00~1.10

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，志邦家居的流动性较强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

公司保持了较强的经营获现能力，合并口径现金及等价物储备尚可，2023 年末，非受限货币资金、理财产品和定期存款合计约为 11 亿元，能够对公司短期债务形成较好覆盖。截至 2024 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 36.37 亿元，其中已使用额度为 8.25 亿元。同时，公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

公司资金流出主要用于材料采购、支付代理商费用、购建固定资产以及债务还本付息。2024 年内到期的债务规模为 7.07 亿元，非受限货币资金可对其提供一定保障。2021~2023 年各年度分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出在 2 亿元左右。综上所述，公司资金平衡状况良好，流动性较强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

⁸ 因阳光城未按约定期限返还战略合作协议项下资金，公司向法院诉请求阳光城偿还 1 亿元资金和资金占用费 3,589,166.67 元，并按照年利率 10% 的标准向原告支付违约金，直至实际清偿之日止。截至本报告出具日，该案一审胜诉，正处于强制执行中。

⁹ 因重庆金科未按约定期限返还战略合作协议项下的资金，公司诉请金科归还 10,000,000 元、资金占用费 1,400,000 元，诉请金科地产集团股份有限公司对上述债务承担连带清偿责任。截至本报告出具日，该案件一审胜诉，判决生效，公司已申请执行。

¹⁰ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析¹¹

中诚信国际认为，近年来公司积极履行环保责任，未发生重大安全生产事故，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境保护方面，公司履行环境保护、节能减排等生态保护工作，近年来未发生因排放不达标而收到处罚等事项。社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，持续加大“志多星”的招募工作，从高层、中层、新晋员工三层进行系统性人才补充，组建“后备人才池”。作为 A 股上市公司，公司建立了较为完善的内控体系和管理制度。资金管理方面，公司采用集中管理制度，每周对各子公司账面资金实施归集。财务管理方面，公司设立财务中心，下辖财经、成本管理、综合财经等二级部门，并由二级部门分别对加盟、零售、大宗业务、销售子公司、采购和生产等业务和业务主体进行财务核算和汇总。战略方面，公司将深耕主业、持续创新，以“实现人们对家的美好想象”为使命，以“成为中国家居行业的一流企业、成为全球家居行业的领先企业”为战略愿景，顺应客户需求的变化，在业务上持续追求稳中求进，加强产品竞争力、设计能力、整装能力，推动供应链变革，加速南方区域布局，升级数智化，并加强人才培养。

外部支持

公司实际控制人为自然人，对公司具有很强的支持意愿，但支持能力较弱。

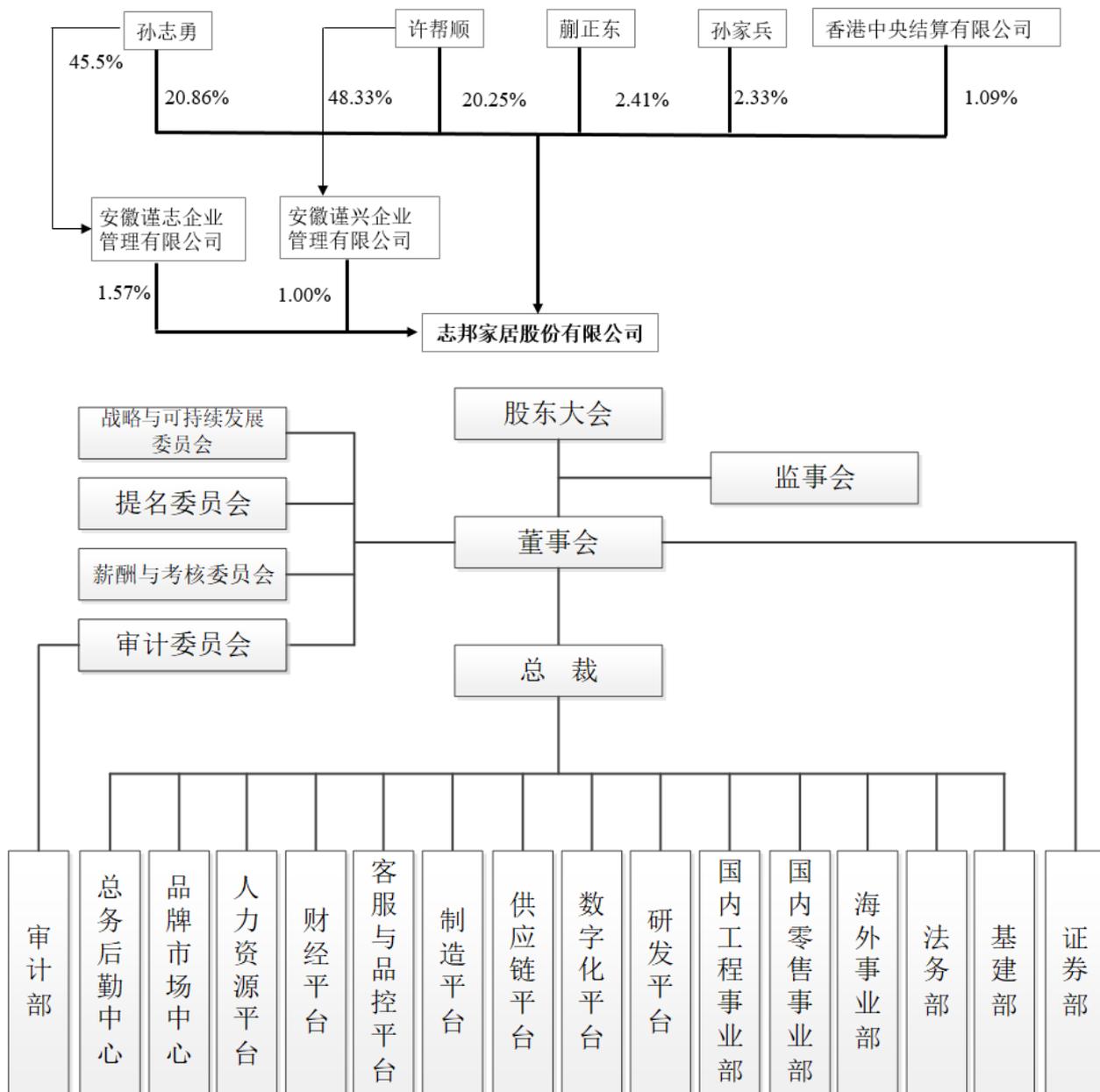
截至 2024 年 3 月 31 日，公司实际控制人孙志勇、许帮顺的直接持股比例分别为 20.86% 和 20.25%。公司是实际控制人的重要资产，实际控制人其他产业类资产规模较小，对公司的支持意愿很强。但同时，实际控制人在协调银行、金融机构介入续贷等方面的能力有限，对公司的支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定志邦家居股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2024 年度志邦家居股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券”的信用等级为 **AA**。

¹¹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

附一：志邦家居股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：志邦家居股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	66,777.25	70,475.40	86,279.75	51,137.94
应收账款	14,713.23	20,709.73	22,456.06	32,397.94
其他应收款	15,766.21	12,640.38	10,064.56	16,113.87
存货	38,764.99	30,505.58	22,044.37	23,061.86
长期投资	7,369.28	16,224.10	19,277.31	19,166.60
固定资产	146,459.90	149,139.08	144,955.90	141,046.63
在建工程	8,385.06	11,753.15	32,137.06	37,611.76
无形资产	23,164.68	25,504.37	26,155.42	25,799.62
资产总计	529,805.50	578,083.74	638,680.72	569,775.17
其他应付款	45,808.58	61,782.17	72,587.96	69,929.90
短期债务	62,103.94	88,321.25	71,196.25	68,557.95
长期债务	20,692.92	536.40	12,814.67	17,640.52
总债务	82,796.86	88,857.65	84,010.92	86,198.47
净债务	26,157.87	42,599.49	20,382.45	35,060.53
负债合计	270,707.28	290,205.60	309,858.02	235,003.17
所有者权益合计	259,098.22	287,878.14	328,822.70	334,771.99
利息支出	1,783.02	1,925.69	1,258.91	--
营业总收入	515,279.78	538,877.97	611,647.30	82,002.39
经营性业务利润	60,286.16	65,511.36	78,434.70	2,854.41
投资收益	-133.77	1,636.47	2,585.91	-39.66
净利润	50,552.11	53,727.44	59,506.60	4,722.13
EBIT	56,961.47	61,192.17	63,469.34	--
EBITDA	72,471.76	80,892.19	83,749.97	--
经营活动产生的现金流量净额	49,602.08	76,593.90	75,640.23	-57,403.08
投资活动产生的现金流量净额	-51,642.54	-44,320.93	-43,585.45	29,648.55
筹资活动产生的现金流量净额	17,934.49	-43,347.35	-30,658.44	15,089.30
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率（%）	36.24	37.69	37.07	37.22
期间费用率（%）	24.49	25.24	24.43	34.17
EBIT 利润率（%）	11.05	11.36	10.38	--
总资产收益率（%）	12.07	11.05	10.43	--
流动比率（X）	1.15	1.07	1.21	1.33
速动比率（X）	0.99	0.96	1.14	1.22
存货周转率（X）	9.17	9.70	14.65	9.13*
应收账款周转率（X）	39.07	30.43	28.34	11.96*
资产负债率（%）	51.10	50.20	48.52	41.24
总资本化比率（%）	24.22	23.59	20.35	20.48
短期债务/总债务（%）	75.01	99.40	84.75	79.53
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	0.58	0.84	0.89	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	0.77	0.85	1.04	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数（X）	27.82	39.77	60.08	--
总债务/EBITDA（X）	1.14	1.10	1.00	--
EBITDA/短期债务（X）	1.17	0.92	1.18	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	40.65	42.01	66.53	--
EBIT 利息保障倍数（X）	31.95	31.78	50.42	--
FFO/总债务（X）	0.87	0.88	1.11	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、因缺少 2024 年一季度现金流量表补充资料，部分指标无法计算；3、带“*”指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	现金周转天数	
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1] 除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。[2] 个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn