



# 2019年广州好莱客创意家居股份有限公司 可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

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可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-6-9	2020-6-17

## 债券概况

**债券简称：**好客转债

**债券剩余规模：**6.03 亿元

**债券到期日期：**2025-8-1

**偿还方式：**对未转股债券按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

## 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

## 评级观点

- 中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广州好莱客创意家居股份有限公司（以下简称“好莱客”或“公司”，股票代码：603898.SH）及其 2019 年 8 月 1 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司家居产品品类丰富，并表湖北千川门窗有限公司（以下简称“湖北千川”）增厚了公司大宗业务经营业绩，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盈利能力有所下滑，公司产能实际投放速度放缓，计划新增产能能否顺利消化存在不确定性等风险因素。

## 未来展望

- 公司产品品类丰富，整体衣柜仍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，且公司并购湖北千川后，零售和大宗业务双渠道发展，有望持续增厚公司业绩。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	51.13	51.65	37.09	28.78
归母所有者权益	26.73	26.39	25.49	23.10
总债务	8.96	8.21	5.31	-
营业收入	5.68	21.83	22.25	21.33
净利润	0.58	2.70	3.55	3.82
经营活动现金流净额	-1.55	5.56	4.03	4.72
销售毛利率	32.68%	36.70%	40.06%	39.56%
EBITDA 利润率	--	20.14%	22.45%	20.95%
总资产回报率	--	7.68%	12.96%	17.12%
资产负债率	43.29%	44.88%	30.62%	19.72%
净债务/EBITDA	--	-1.09	-1.89	-0.91
EBITDA 利息保障倍数	--	13.86	39.45	--
总债务/总资本	23.60%	22.39%	17.11%	0.00%
FFO/净债务	--	-41.89%	-28.94%	-57.52%
速动比率	0.97	0.99	2.94	2.56
现金短期债务比	3.35	4.94	1,455.55	9,704.05

注：2018 年公司利息费用为 0.00 元，EBITDA 利息保障倍数无法计算  
资料来源：2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报，中证鹏元整理

## 优势

- **公司家居产品品类丰富，湖北千川并表带动公司大宗业务规模增长及盈利能力提升。**公司目前产品包括整体衣柜及配套家具柜体、橱柜、木门、门窗等，2020年公司整体衣柜收入及毛利润分别占公司营业收入、毛利润的80.28%和88.66%。公司目前仍以零售模式为主，但2020年11月湖北千川并表后，公司大宗业务收入占比及毛利率持续上升，有望持续增厚公司业绩。
- **公司经营活动现金生成能力较强。**公司采用定制的生产经营模式，以“先收款后发货”方式为主，有较强的经营活动现金生成能力，近年经营活动净现金流持续为正。

## 关注

- **定制家居行业竞争较激烈，加之疫情等因素影响，公司整体盈利能力下滑。**公司零售业务受行业竞争及疫情影响较大，2020年公司综合毛利率有所下降，净利润也明显下降。公司门窗业务2021年一季度业绩表现仍不佳，未来经营有待观察。
- **公司产能实际投放速度放缓，计划新增产能能否顺利消化存在不确定性。**公司在建的定制家居智能生产建设项目整体进度较原计划有所滞后，达到预定可使用状态时间延期至2021年12月。受下游需求及行业竞争激烈影响，公司在建项目的收益能否达到预期、新增产能是否能顺利消化均存在不确定性。

## 同业比较（单位：亿元、%）

指标	好莱客	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	皮阿诺	我乐家居
总资产	51.65	188.44	108.68	62.39	31.29	19.80
营业收入	21.83	147.40	83.53	65.13	14.94	15.84
净利润	2.70	20.63	12.24	1.01	2.16	2.20
销售毛利率	36.70	35.01	36.56	33.23	34.08	42.44
资产负债率	44.88	36.71	39.07	43.82	35.83	43.44

注：以上各指标均为2020年数据。

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_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

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年8月1日发行6年期6.30亿元公司债券，募集资金计划全部用于汉川定制家居工业4.0制造基地项目。2020年12月11日，公司召开第四届董事会第五次会议和第四届监事会第三次会议，2020年12月28日，公司召开2020年第三次临时股东大会，分别审议通过《关于部分募投项目结项并将节余募集资金永久性补充流动资金的议案》，公司已将2019年公开发行可转换公司债券募集资金中的14,927.81万元（含后续应付款项4,035.63万元及节余募集资金10,892.18万元，实际金额以资金转出当日专户余额为准）永久性补充流动资金，用于日常生产经营及业务发展。在募投项目结项并将节余募集资金永久性补充流动资金后，将以自有资金继续支付募投项目相关交易的合同尾款。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

公司经营范围发生变更。公司于2020年12月11日第四届董事会第五次会议、2020年12月28日2020年第三次临时股东大会审议通过了《关于变更经营范围暨修订公司章程的议案》，2021年1月公司完成经营范围变更和章程备案等手续。本次公司工商登记信息变更前后列示如下表所示。

**表1 跟踪期内公司经营范围变更情况**

变更事项	变更前	变更后
具体经营项目 备案	木质家具制造；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；家具零售；家具安装；家具设计服务；商品零售贸易（许可审批类商品除外）；货物进出口（专营专控商品除外）；室内装饰、装修；室内装饰设计服务。	家具制造；家具销售；家用电器制造；家用电器销售；家用电器安装服务；家用电器零配件销售；家具零配件生产；家具零配件销售；家居用品销售；建筑装饰材料销售；建筑材料销售；家具安装和维修服务；专业设计服务；平面设计；广告设计、代理；图文设计制作；室内空气污染治理；五金产品批发；五金产品零售；日用百货销售；日用家电零售；厨具、餐具及日用杂品批发；厨具、餐具及日用杂品零售；门窗销售；门窗制造加工；金属门窗工程施工；木材销售；木材加工；藤制品制造；藤制品销售；竹制品制造；竹制品销售；灯具销售；地板销售；林业产品销售；皮革制品销售；卫生洁具制造；卫生洁具销售；销售代理；国内贸易代理；建筑用木料及木材组件加工；楼梯制造；软件开发；软件销售；信息系统运行维护服务；信息技术咨询服务；互联网销售（除销售需要许可的商品）；货物进出口。

资料来源：公司公告

跟踪期内，公司发生回购股份及“好客转债”转股。2019年11月4日，公司董事会审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的方案》，同意公司以1.50亿元至3.00亿元自有资金通过集中竞价的交易方式回购公司发行的人民币普通股（A股）股票，回购期限自董事会审议通过回购股份方案之

日起 12 个月内。截至 2020 年 11 月 3 日，公司回购股份实施期届满，公司已通过集中竞价交易方式累计回购股份 11,115,580 股，占公司总股本比例为 3.5710%，购买的最高价为 19.62 元/股，最低价为 13.49 元/股，回购均价 14.77 元/股，支付的金额为 164,125,862.91 元（不含印花税、佣金等交易费用）。根据公司公告，“好客转债”转股期起止日为 2020 年 2 月 12 日至 2025 年 7 月 31 日，2020 年期间“好客转债”累计转股数为 1,675,849 股，截至 2020 年末公司累计发行股本总数 311,276,535 股，注册资本为 311,276,535.00 元。2021 年 1 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日，“好客转债”累计转股数为 183 股，截至 2021 年 3 月末公司累计发行股本总数为 311,276,718 股。

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% 股权。沈汉标现任公司董事长兼总经理；王妙玉曾任公司董事、监事，现在公司无任职。截至 2021 年 3 月末，公司前十大股东明细如表 2 所示，公司前十大股东均无股份质押情况。

**表2 截至2021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
广州好莱客创意家居股份有限公司回购专用证券账户	1,111.56	3.57
中国建设银行股份有限公司-中欧创业板两年定期开放混合型证券投资基金	576.65	1.85
山东省国有资产投资控股有限公司	469.43	1.51
中信银行股份有限公司-中欧睿见混合型证券投资基金	428.35	1.38
詹绵阳	415.81	1.34
招商银行股份有限公司-中欧嘉和三年持有期混合型证券投资基金	361.67	1.16
平安证券股份有限公司约定购回式证券交易专用证券账户	361.00	1.16
建投拓安（安徽）股权投资管理有限公司-中德制造业（安徽）投资者基金（有限合伙）	354.92	1.14
<b>合计</b>	<b>24,868.12</b>	<b>79.90</b>

资料来源：公司 2021 年一季报，中证鹏元整理

根据公司 2020 年 8 月 19 日发布的《广州好莱客创意家居股份有限公司 2020 年第一次临时股东大会决议公告》，选举沈汉标、沈竣宇、郭黎明为公司第四届董事会非独立董事，选举李新航、李胜兰为公司第四届董事会独立董事，选举李泽丽、郭继荣为监事。公司第四届董事会成员仍为 5 名，其中非独立董事、独立董事各变更 1 人，本次董事会成员变更超过三分之一。公司监事会成员变动 1 名。

2020 年 2 月 12 日，公司董事会聘任张正伟、张文伟、马娜为公司副总经理，任期自董事会审议通过之日起至第三届董事会届满之日止。2020 年 5 月 8 日，公司副总经理、董事会秘书邓涛离职，公司董事会秘书变更为甘国强。2020 年 8 月 19 日公司董事会换届选举，董事会新聘任沈竣宇为副总经理。2020 年 12 月 31 日及 2021 年 4 月 26 日，张文伟、马娜分别辞去副总经理职务。

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。2020 年，公司并购湖北千川及全资子公司共 5 家，新设子公司 2 家，合并范围新增 7 家子公司，如下表所示。

**表3 2020 年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖北千川门窗有限公司	51%	16,000	制造业	并购
成都市诺泰工程服务有限公司	51%	100	制造业	并购
湖北弗洛克木品有限公司	51%	600	制造业	并购
成都千川门窗有限公司	51%	10,000	制造业	并购
雅安市大千材料设备有限公司	51%	500	制造业	并购
广州好莱客健康科技发展有限公司	100%	1,000	制造业	新设
广州好莱客家具安装服务有限公司	100%	500	安装服务	新设

资料来源：公司 2020 年度报告，公开资料

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

#### 2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，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。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的

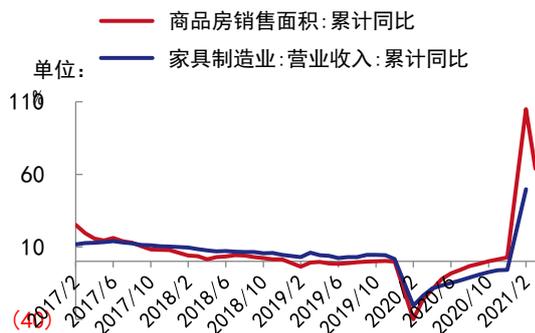
项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

## 行业及区域经济环境

**随着地产竣工加速，短期内定制家居需求有望得到集中释放；长期来看，存量房翻新需求、精装房渗透率提升，定制家居仍有增量市场空间**

我国家具行业与地产行业的关联度将逐渐减弱，未来有望保持平稳增速。近年来，作为房地产的下游行业，我国家具行业与房地产行业具有高度相关性。近年来，国内由于限购、限售等众多房地产调控政策的出台，商品房的销售面积增长速度呈现不断下降的态势，家具行业增速随之受到影响。未来几年，随着房地产红利的逐渐消退，存量房的翻新需求以及原有住房的家具更新需求也将成为驱动中国家具市场增长的主要力量，家具与地产行业的关联将弱化，家具零售额增速也将保持平稳增速。

图 1 家具行业与地产行业具有高度相关性



资料来源: wind

图 2 定制家居产业链



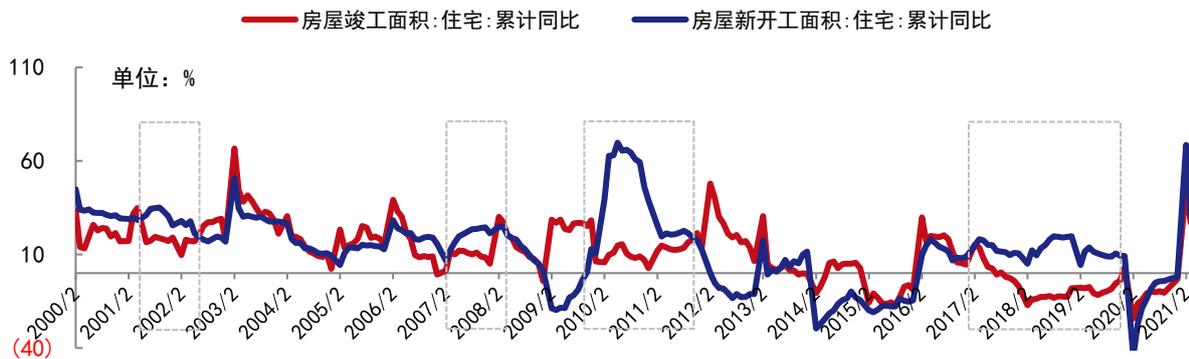
资料来源: 公开资料, 中证鹏元整理

近年来我国住房竣工面积相比新开工面积存在一定滞后性。国家统计局数据显示，近年来住宅竣工面积累计同比增速与新开工面积的累计同比增速存在较大的差值，2017-2020 年两者差值分别为前者低于后者 17.5 个、27.8 个、6.2 个和 3.0 个百分点。历史上，2001 年、2007 年及 2010 年均出现过相同情况，但两者差值均于次年迅速回补。根据万联证券观点，本轮竣工与新开工面积累计同比剪刀差持续时间较长，一方面，2016 年中央提出房地产去库存，同时一些热点城市又推行限购限售政策，房地产商为缓解库存压力，倾向于推迟竣工；另一方面，2017 年住建部发布的《建筑业发展十三五规划》明确提出 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，由于全装房施工周期更长，因而延缓了近年来住宅竣工进度。

2020 年疫情冲击使得地产竣工被延后，2021 年竣工加速叠加地产竣工与新开工增速缺口有望回补，家居需求有望得到集中释放。新冠疫情爆发之后，受工地停工影响，住宅竣工面积累计同比增速由

2019 年的正增长转为 2020 年初的负值，但随着疫情的进一步控制，工地开始复工，竣工不断推进，住宅竣工面积累计同比增速的跌幅逐步收窄至 2020 年 12 月的 -4.9%。商品房累计销售面积同比增速也修复至 2020 年 12 月的 2.6%，家具类 12 月当月零售额同比正增长。

**图 3 住宅竣工面积增速滞后于新开工面积增速**



资料来源：wind

迅速膨胀的存量房市场带来的翻新需求以及精装房渗透率的提高则为定制家居贡献源源不断的增量。近年来我国精装房开盘套数呈现高速增长态势，精装修渗透率逐年提升。近年来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。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 2019 年的 323 万套，CAGR 高达 40.88%，精装房的渗透率提升至 2019 年的 32%。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%。根据中国装修协会和中装新网数据，2019 年我国装修需求有 33.6% 源于存量房的装修，较 2014 年提升了 3 个百分点。

### 定制家居龙头企业市占率依然很低，未来有望通过渠道、品类、品牌的扩张抢占更多市场份额

定制家居是家具行业消费升级的典型代表，企业毛利率高。定制家居行业的上游是板材、铝材、五金材料等行业，下游则为渠道商以及终端消费者。上游的板材、五金配件等原料占定制家居企业的成本比例最高，定制家居企业处于行业的中游位置，承包从设计到生产制造再到直销，部分品牌力强的定制家居企业享受的产品溢价较高，因而盈利能力较强，从 2020 年定制家居上市公司毛利率中，我乐家居 42.44% 排名第一，尚品宅配 33.23% 最低。

对标海外市场，我国定制家居行业集中度仍有较大提升空间。2019 年，我国定制橱柜行业 CR5 为 16%，而欧洲橱柜行业的 CR5 早在 2015 年就已达到 35%；2017 年我国定制橱柜行业 CR3 仅为 15%（其中龙头欧派家居市占率为 10%），但是韩国橱柜市场的 CR3 在 2016 年就达到了 69%（其中龙头汉森的市占率达到 43%）。未来我国定制家居行业龙头有望凭借渠道、品牌、品类、规模等优势抢占更多市

场份额，行业集中度将进一步提升。

## 五、经营与竞争

公司是一家主营定制家居的上市公司，主要从事板式全屋定制家居及其配套家具的设计、研发、生产和销售。公司维持以经销为主的零售销售模式，受疫情影响，虽然橱柜、木门等业务规模大幅增长，但衣柜业务仍有下滑，2020年公司实现营业收入 21.83 亿元，同比下降 1.88%，分季度增速分别为-48.30%、-3.81%、7.53%、16.23%，疫情影响逐渐消退。

跟踪期内，由于公司加大了对经销商的扶持力度，衣柜、橱柜产品在多渠道进行让利，导致毛利率有所下滑；在木门品类上，公司通过并购湖北千川，公司自有品牌木门的生产效率有所提升，拉动木门单品类毛利率提升。综上，2020年公司综合毛利率小幅下降至36.70%。

2021年一季度公司延续2020年的扶持力度及价格稳定政策，综合毛利率同比下降3.68个百分点。另外，由于一季度为家居行业淡季，公司启用了汉川、从化新生产基地且惠州生产基地三期完工，带来制造成本和管理成本的提升，拉低了公司盈利水平。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
整体衣柜	32,162.42	35.65%	175,279.95	40.53%	193,893.75	43.79%
橱柜	3,541.28	19.96%	13,752.54	25.28%	6,978.80	27.87%
木门	16,589.03	34.86%	11,203.88	32.17%	3,880.27	12.96%
成品配套	2,277.70	24.25%	8,797.11	26.54%	8,096.75	22.37%
门窗	1,058.06	-1.07%	4,675.81	0.35%	5,480.79	-2.82%
<b>主营业务收入</b>	<b>55,628.49</b>	<b>33.25%</b>	<b>213,709.29</b>	<b>37.65%</b>	<b>218,337.22</b>	<b>40.77%</b>
<b>其他业务收入</b>	<b>1,152.12</b>	<b>5.08%</b>	<b>4,620.87</b>	<b>-7.52%</b>	<b>4,177.58</b>	<b>3.13%</b>
<b>合计</b>	<b>56,780.61</b>	<b>32.68%</b>	<b>218,330.16</b>	<b>36.70%</b>	<b>222,514.80</b>	<b>40.06%</b>

注：2019年统计为整体衣柜及配套服务，2020年及2021年一季度分拆为整体衣柜、成品配套，数据有略微差异，系四舍五入所致。整体衣柜行业的销售淡季为1-2季度，下半年为销售旺季。

资料来源：公司提供

**公司仍以零售业务为主，疫情影响下公司零售业务收入及盈利均下滑；湖北千川并表带动公司大宗业务收入规模持续扩大，毛利率持续提升**

销售模式方面，公司销售仍以零售模式（经销、直营）为主，但2020年11月30日并表湖北千川后，大宗业务占比持续上升，2020年、2021年一季度大宗客户业务占比分别为5.78%、27.46%。随着2021年起湖北千川全年收入并表，公司大宗业务规模有望持续扩大。在公司基材升级成本上升的情况下价格维持稳定，公司经销、直营业务的毛利率均持续下降。2021年一季度，毛利较高的湖北千川木门大宗业务收入占比持续上升，公司大宗客户业务毛利率随之提升至34.24%。

**表5 公司产品收入按销售模式分类情况（单位：万元）**

模式	2021年1季度			2020年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
<b>零售业务:</b>									
经销	38,733.60	69.63%	31.92%	194,332.41	90.93%	37.34%	202,843.95	92.90%	40.78%
直营	1,581.72	2.84%	56.93%	6,617.56	3.10%	63.62%	8,828.49	4.04%	69.31%
<b>工程业务:</b>									
大宗客户	15,277.41	27.46%	34.24%	12,348.49	5.78%	29.60%	1,162.21	0.53%	28.99%
其他	35.76	0.06%	-1.23%	410.83	0.19%	9.66%	5,502.57	2.52%	-2.82%
<b>合计</b>	<b>55,628.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>33.25%</b>	<b>213,709.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>37.65%</b>	<b>218,337.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.77%</b>

注：合计数有四舍五入的差异；其他渠道 2019 年指的是门窗和 Nola 系列产品；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

渠道拓展方面，公司继续通过铺设门店方式下沉经销网络，贴近终端客户，截至2021年3月末公司门店数量已扩充至2,056家。在疫情影响下，公司大力拓展线上渠道，通过直播等方式拓展新零售渠道，但线上引流效果仍待观察。

**表6 公司门店数量及单店收入情况（单位：家、万元/家）**

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
<b>门店数量</b>	<b>2,056</b>	<b>2,017</b>	<b>1,795</b>
其中：经销商专卖店数量	2,029	1,992	1,778
直营店数量	27	25	17
<b>单店收入</b>	<b>19.61</b>	<b>99.63</b>	<b>117.92</b>
经销商专卖店单店收入	19.09	97.56	114.09
直营单店收入	58.58	264.70	519.32

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，导致数据存在失真。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售区域方面，公司销售区域以华东和华中为主，2020年两者销售收入占比分别为30.71%、19.27%，华东地区销售收入基本与2019年持平，而武汉地区受疫情影响最为严重，导致2020年华中地区销售收入4.12亿元，同比下降5.52%，华东及华中区域销售毛利率分别同比下降3.63个和5.06个百分点。

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。2020年公司前五名客户销售额1.40亿元，占年度销售总额 6.57%，同比持平。公司采购的主要原材料中板材、五金配件采购金额合计占比约70%，上述产品市场供应较为充足，前五名供应商采购额 2.95亿元，占年度采购总额 24.32%，同比持平。

**整体衣柜经营业绩有所下滑但仍是公司盈利的主要来源，橱柜、木门大宗业务收入增长很快，门窗业务经营有一定改善，未来有待持续观察**

分产品来看，受行业竞争及新冠疫情影响，公司在基材升级成本上升情况下产品价格保持稳定，公司衣柜、橱柜毛利率均下降，但大宗业务增长带动公司橱柜收入同比大幅增长。公司木门销售收入同比增长188.74%，毛利率同比增加 19.21 个百分点，主要系并表湖北千川导致木门业务大幅增长所致，湖

北千川并表后公司自有品牌木门生产效率有所提升，此外公司推出木门促销政策也对收入增长有一定贡献。

公司全屋套系产品销售带动成品配套收入同比增长 8.65%，毛利率同比上升4.17 个百分点。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”），目前经营范围集中于杭州地区。2020 年 12 月公司以1,850 万元受让浙江雷拓家居有限公司（以下简称“浙江雷拓”）直接持有的瀚隆门窗40%股权，瀚隆门窗成为公司全资子公司。“雷拓 V12”门窗品牌的产、研、销均由瀚隆门窗负责，并逐步承接原浙江雷拓的经销商网络。受疫情影响门窗产能不能快速释放，导致2020年门窗销售收入同比下降 14.69%，但经营模式由代工转变为自营后，2020年其销售毛利率已由负转正为0.35%，但由于经营模式变更导致的内部成本费用上升，2021年一季度门窗销售毛利率为-1.07%，未来门窗业务经营情况有待观察。

公司产品销售价格变动主要受原材料价格、客户结构、市场竞争、营销策略等因素影响，由于公司整体衣柜为个性化定制产品，每平方米均价较高。2020年门窗销售均价同比上升，系2020年窗户销售量增长较多，窗户平均出厂价格高于门类所致。

**表7 公司产品销售均价情况**

项目	单位	2020 年	2019 年
整体衣柜及配套家具	元/平方米	188.43	197.26
橱柜	元/套	4,553.82	4,780.00
木门	元/樘	1,591.46	1,607.40
门窗	元/平方米	802.03	568.55

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司于2020年11月收购湖北千川51%股权，助力公司大宗业务增长，有望增厚公司业绩**

公司于 2020 年 10 月 19 日与湖北千川门窗有限公司（以下简称“湖北千川”、“目标公司”、“丙方”）及其自然人股东骆正任、杨琴、骆柏杨（以下统称“交易对方”、“甲方”）、骆柏韬（以下简称“丁方”）签署了《关于湖北千川门窗有限公司之股权转让协议》（以下简称“《股权转让协议》”）。公司拟以自有资金70,000 万元收购交易对方合计持有的湖北千川 51%（骆正任33.75%、杨琴 8.625%、骆柏杨8.625%）的股权。2020 年 11 月 16 日，湖北千川完成工商变更登记手续，公司持有湖北千川 51%股权，骆柏韬持有湖北千川 49%股权，湖北千川成为公司控股子公司，纳入公司合并报表范围。

根据中瑞世联资产评估集团有限公司出具的中瑞评报字[2020]第000867号《广州好莱客创意家居股份有限公司拟收购股权涉及的湖北千川门窗有限公司股东全部权益价值项目资产评估报告》，截至评估基准日2020年6月30日，股东全部权益价值账面值为24,089.15万元，评估值为138,200.00万元，增值额为114,110.805万元，增值率为473.70%。本次并购形成商誉4.88亿元。

《股权转让协议》签署之日起，骆柏韬须在湖北千川任职至2030年12月31日。本次股权转让涉及的

业绩及财务指标承诺有：（一）业绩承诺：本次股权转让完成后，目标公司 2021 年度和 2022 年度实现的平均净利润（扣除非经常性损益前后孰低）不低于 1.8 亿元；（二）业绩补偿：若目标公司 2021 年-2022 年的实际平均净利润未能达到（一）业绩承诺的 95%，甲方、丁方须给予公司补偿，甲方、丁方有权选择以现金或其持有的目标公司股份或现金与目标公司股权相结合的形式；（三）股权回购：若目标公司 2021 年-2022 年的实际累计净利润未能达到上述业绩承诺累计业绩的 70%，甲方、丁方须以现金方式回购乙方所持有的目标公司 51% 的股权；（四）财务指标承诺：业绩承诺期内，丁方承诺逐步完善客户结构调整，对新增同时符合“剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短债比小于 1”的单一客户需经丙方董事会三分之二以上董事同意。

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，主要客户群体为恒大、融创、中海等房地产公司。湖北千川生产基地位于湖北省，受新冠疫情影响严重，2020年1-3月处于停工状态，复工复产后接单量逐渐恢复，2020年12月实现营业收入0.64亿元，占2019年营业收入的9.93%。收购完成后，公司将以湖北千川品牌积极开拓工程大宗业务，目前来看公司大宗业务拓展取得一定成效。

**表8 湖北千川经营财务指标（单位：万元）**

项目	2020年12月	2020年1-6月	2019年
总资产	147,136.75	69,830.91	67,589.92
所有者权益	39,169.01	24,080.28	18,961.06
营业收入	6,388.06	25,119.24	64,307.24
净利润	982.87	5,119.22	7,344.84

注：2020年12月营业收入、净利润为12月单月数据。

资料来源：湖北千川2019年-2020年6月审计报告及2020年12月财务报表，中证鹏元整理

**公司整体衣柜、橱柜、门窗产销情况表现较好；公司新建产能实际投放速度放缓，计划新增产能能否顺利消化存在不确定性**

公司主要生产基地分别位于广州经济技术开发区、广州市从化区、惠州市、湖北汉川市、湖北红安县等，主要产品为衣柜、橱柜、门类、门窗及相关配套。受益于2020年本期债券募投项目汉川定制家居工业4.0制造基地项目、公司惠州生产基地（三期）均投产，公司整体衣柜及配套家具柜体、橱柜产能分别同比增长4.86%和25.70%，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，瀚隆门窗经营模式变更后，公司门窗产能由72万平方米/年下降至30万平方米/年。受制于定制家居行业竞争激烈，下游需求景气度不足，公司整体产能存在富余，其中公司整体衣柜及配套家具柜体的产能利用率持续下降；湖北千川木门产能利用率较高，带动2020年公司木门产能利用率提升至75.51%，瀚隆门窗生产基地位于华中地区，受疫情影响最重，加之其正处于经营调整期，产能利用率很低。从公司产品具体产销量情况来看，受益于公司“以销定产”的定制模式，公司衣柜、橱柜、门窗产品产销率均保持较高水平。

**表9 公司各产品产能及产销情况**

产品	项目	单位	2021年1-3月	2020年	2019年
整体衣柜及配套家具柜体	产能	万平方米	243.77	1,230.00	1,173.00
	产量	万平方米	168.05	980.76	1,029.78
	销量	万平方米	169.51	976.89	1,024.04
	产能利用率	-	68.94%	79.74%	87.79%
	产销率	-	100.87%	99.61%	99.44%
橱柜	产能	万套	1.13	4.50	3.58
	产量	万套	0.53	3.07	1.74
	销量	万套	0.55	3.02	1.46
	产能利用率	-	47.11%	68.22%	48.60%
	产销率	-	103.77%	98.37%	83.91%
木门	产能	万樘	27.70	12.25	5.75
	产量	万樘	19.69	9.25	2.42
	销量	万樘	11.27	7.04	2.41
	产能利用率	-	71.08%	75.51%	42.09%
	产销率	-	57.24%	76.11%	99.59%
门窗	产能	万平方米	6.00	30.00	72.00
	产量	万平方米	1.04	6.72	9.99
	销量	万平方米	1.28	5.83	9.64
	产能利用率	-	17.33%	22.40%	13.88%
	产销率	-	123.08%	86.76%	96.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建产能为定制家居智能生产建设项目。受新冠疫情影响，2020年上半年延迟复工复产。截至2020年末，定制家居智能生产建设项目主体建筑工程已完成，但项目整体进度较原计划有所滞后。结合新冠疫情防控现状及募投项目的实际情况，公司决定调整本项目的部分设备安装调试进度，本次调整后该项目达到预定可使用状态时间延期至2021年12月。随地产红利逐步消退、行业竞争趋于激烈，近年定制家居行业收入增速明显放缓，公司根据市场情况调整产能投放节奏。综合来看，公司在建项目的收益能否达到预期、新增产能是否能顺利消化均存在不确定性。

**表10 截至2020年末公司主要在建产能项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资	产品种类	预定可使用日期	资金来源
定制家居智能生产建设项目	55,063.00	38,379.76	衣柜	2021年12月	2017年非公开发行股票募集资金、自有资金

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广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告、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

报告以及未经审计的2021年一季报。2020年公司合并报表范围子公司增加7家，具体见表3。

## 资产结构与质量

并购湖北千川及各产能建设项目陆续投入使得公司资产规模同比增长，公司应收商业票据大幅增长

2020年公司收购湖北千川51%股权，同时公司湖北好莱客、从化好莱客等生产基地持续投资建设，公司总资产规模持续增长。2021年3月末公司总资产规模为51.13亿元，较2019年末增长20.13%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	29,186.41	5.71%	64,432.11	12.47%	50,702.22	13.67%
交易性金融资产	41,532.43	8.12%	20,011.25	3.87%	102,078.99	27.52%
应收票据	51,611.30	10.09%	53,991.07	10.45%	52.06	0.01%
应收账款	14,891.59	2.91%	15,436.77	2.99%	2,855.95	0.77%
存货	71,970.09	14.08%	62,944.31	12.19%	13,368.94	3.60%
<b>流动资产合计</b>	<b>228,656.12</b>	<b>44.72%</b>	<b>233,599.44</b>	<b>45.22%</b>	<b>178,012.86</b>	<b>47.99%</b>
固定资产	173,786.45	33.99%	173,463.75	33.58%	102,328.24	27.59%
在建工程	23,016.55	4.50%	23,125.66	4.48%	55,488.89	14.96%
无形资产	20,064.91	3.92%	20,274.63	3.93%	16,968.14	4.57%
商誉	48,828.25	9.55%	48,828.25	9.45%	0.00	0.00%
<b>非流动资产合计</b>	<b>282,608.01</b>	<b>55.28%</b>	<b>282,940.03</b>	<b>54.78%</b>	<b>192,918.11</b>	<b>52.01%</b>
<b>资产总计</b>	<b>511,264.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>516,539.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>370,930.97</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

流动资产方面，截至2021年3月末，公司货币资金2.92亿元，较2020年末下降主要系公司购买理财产品、采购原材料所致；公司货币资金中有11.00万元支付宝保证金、3,725.63万元保函保证金和票据保证金使用受限。交易性金融资产主要为公司购买的理财产品。截至2020年末公司应收票据及应收账款分别同比增长103,606.96%和440.51%，主要系并表湖北千川，新增的工程业务应收款项。公司应收票据出票人主要是各地产商，虽然公司在接受票据前会对对手方进行多方位信用评估，确保信用风险可控，但近年国家对房地产调控力度加大，“三道红线”等政策使得房地产融资受限，上述商业票据仍存在一定回收风险。应收账款公司按欠款方归集的期末余额前五名0.74亿元，占应收账款合计数的43.82%。截至2020年末公司存货同比增长370.83%，主要是并表湖北千川而新增大宗业务发出商品所致。

非流动资产方面，公司固定资产主要系厂房和机器设备，2020年末公司固定资产17.35亿元，同比增长69.52%，主要是从化好莱客、湖北好莱客等待验收设备及从化好莱客定制家居智能生产建设项目转固所致。受此影响，2020年末公司在建工程大幅下降58.32%至2.03亿元。2020年末，公司无形资产账面价值为2.03亿元，主要为土地使用权、专利权和软件等。2020年，公司与骆正任等人签署协议，公司出资7.00亿元购买湖北千川51%股权，湖北千川成为公司控股子公司，形成商誉4.88亿元。

整体来看，并购及产能扩建带来公司资产规模快速增长，2021年3月末，公司货币资金和理财产品

占资产的比重达13.83%，公司资产质量较好，但需关注商业承兑汇票回款风险。

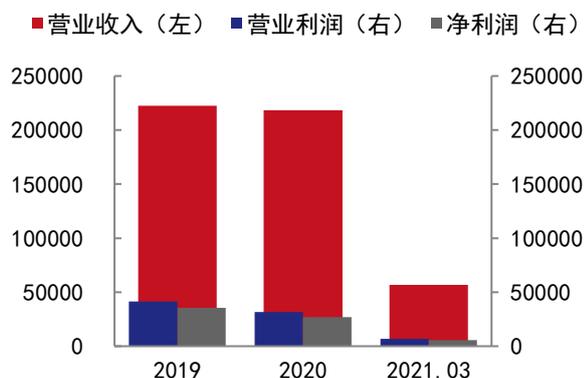
## 盈利能力

疫情影响下公司采取让利政策、低毛利产品销售占比提升，导致盈利水平有所下降；考虑到公司生产经营逐步恢复、新增产能逐步投产，并表的湖北千川经营良好，预计公司零售及大宗业务均有望得到较好发展

2020年新冠疫情爆发，家居行业受影响较大，公司全年实现营业收入21.83亿元，同比下降1.88%。公司加大对经销商的扶持力度，针对衣柜、橱柜产品在多渠道进行让利；通过并购湖北千川，吸收其成熟的生产经验，好莱客品牌木门效率及工艺提升较快，2020年公司木门（含湖北千川）毛利率同比提升19.21个百分点。

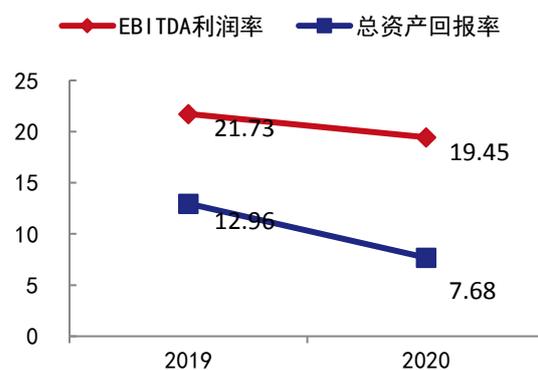
除行业竞争及疫情影响外，2020年、2021年一季度公司综合毛利率同比分别下降3.36个百分点、3.68个百分点，主要原因可归结为产品结构变化（毛利率较低的橱柜、木门业务（不含湖北千川）收入占比上升）。同时，公司为了支持业务发展，并未紧缩各类投入，反而加大人员招聘、数字化建设、新品研发等投放，使得公司期间费用率保持在22.90%，同比上升0.68个百分点，公司EBITDA利润率、总资产回报率均下降。未来随着疫情影响逐渐弱化，公司生产经营逐步恢复，新启用生产基地的产能逐步爬坡，并表的湖北千川及千川门窗在木门领域经营良好，预计公司零售及大宗业务均有较好表现。

图4 公司收入及利润情况（单位：万元）



资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报，中证鹏元整理

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报，中证鹏元整理

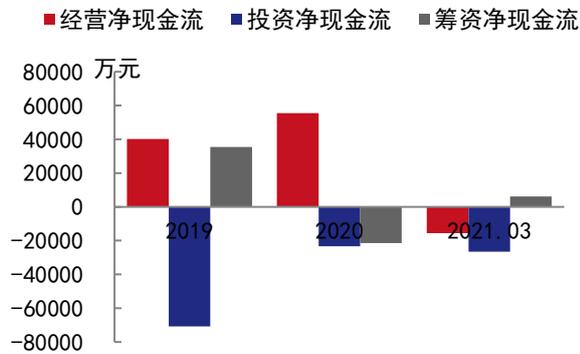
## 现金流

### 公司经营活动现金生成能力较强，外部融资需求较小

公司有较强的经营活动现金生成能力。公司并购湖北千川，新增较大规模的预收货款，公司经营活动现金流净额表现好于2019年。截至2020年末公司主要在建项目为定制家居智能生产建设项目，该项目资金来源主要为2017年非公开发行股票募集资金，公司未来投资支出需求不大。2020年公司筹资活动现

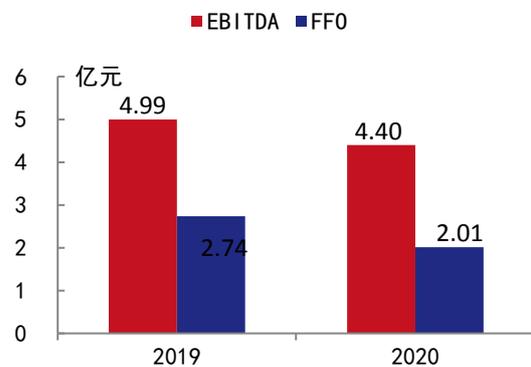
现金流主要是回购公众股及购买瀚隆门窗40%股权支出。2021年1-3月，因零售业务规模增长导致采购支付现金增加，公司经营活动产生的现金净流出1.63亿元，公司现金及现金等价物净减少3.60亿元。

图 6 公司现金流结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况



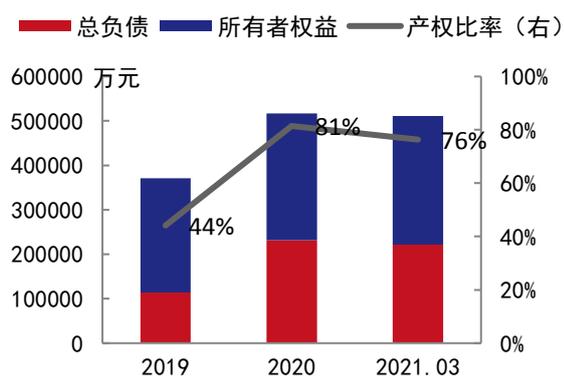
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司负债水平有所上升，实际偿债压力不大

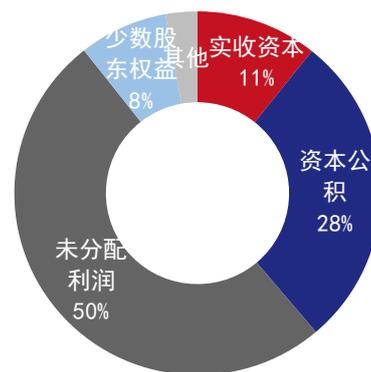
公司负债以经营性负债为主。2020年公司负债总额同比增长主要系湖北千川并表所致。得益于公司自身经营积累，2021年3月末公司所有者权益总额为28.47亿元，较2019年末增长12.67%。2021年3月末，公司产权比率为76.33%，所有者权益对负债的保障程度下降。

图 8 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

图 9 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年一季报，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，经营性负债也大幅增长，截至2020年末公司应付票据、应付账款、合同负债及其他流动负债同比分别增长100%、85.30%、100%、26,510.99%。截至2020年末公司其他应付款2.03亿元，主要包括保证金0.47亿元、股权收购款0.49亿元、湖北千川向自然人骆正任

借款（借款年利率6%，借款期限2020.12.4-2021.12.3），同比大幅增加主要是公司并购湖北千川新增个人借款及股权收购款所致。

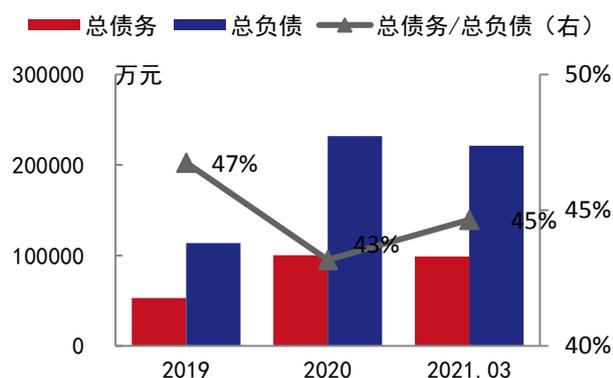
**表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,400.86	3.80%	1,421.45	0.61%	0.00	0.00%
应付票据	14,133.21	6.39%	13,518.52	5.83%	0.00	0.00%
应付账款	47,594.05	21.51%	54,237.66	23.40%	29,269.84	25.77%
合同负债	40,641.70	18.36%	38,721.69	16.70%	0.00	0.00%
其他应付款	20,701.95	9.35%	20,295.10	8.75%	4,440.01	3.91%
一年内到期的非流动负债	2,902.29	1.31%	2,489.58	1.07%	0.00	0.00%
其他流动负债	17,829.45	8.06%	27,941.54	12.05%	105.00	0.09%
<b>流动负债合计</b>	<b>160,837.89</b>	<b>72.67%</b>	<b>171,817.62</b>	<b>74.11%</b>	<b>56,073.35</b>	<b>49.36%</b>
应付债券	54,125.21	24.46%	53,436.51	23.05%	53,003.61	46.66%
长期应付款	735.11	0.33%	1,275.47	0.55%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>60,477.99</b>	<b>27.33%</b>	<b>60,013.93</b>	<b>25.89%</b>	<b>57,521.61</b>	<b>50.64%</b>
<b>负债合计</b>	<b>221,315.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>231,831.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>113,594.96</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

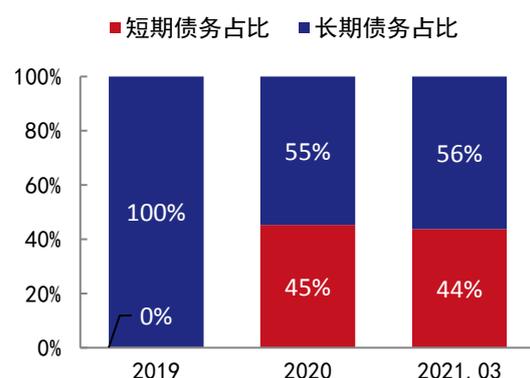
2020年末，公司有息债务为8.96亿元，以长期债务为主，主要包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和其他流动负债中的应收票据质押融资、应付债券和长期应付款。2020年末公司有息债务同比增幅大主要系应付票据及票据融资规模增加所致。

**图 10 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

**图 11 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

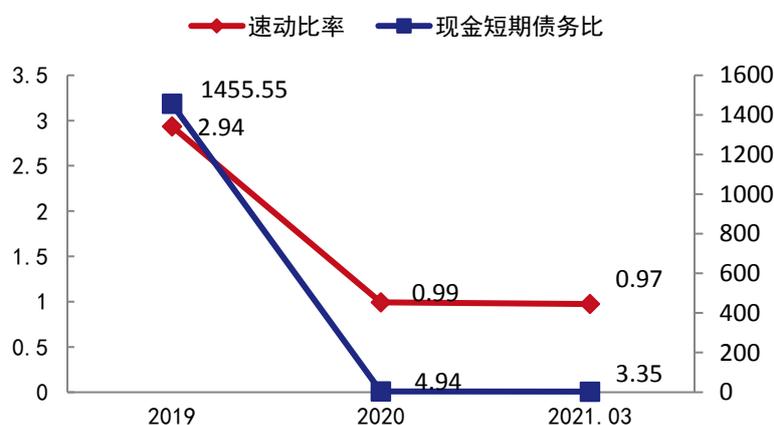
偿债能力指标方面，湖北千川债务水平相对较高，其并表后2020年末公司资产负债率上升至44.88%，整体负债水平一般。公司现金充足，货币资金及理财资金占资产的比重较大，流动资产对流动负债的覆盖程度较高，但公司盈利对债务的保障程度有所降低。

**表13 公司杠杆状况指标**

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	43.29%	44.88%	30.62%
净债务/EBITDA	--	-1.16	-1.89
EBITDA 利息保障倍数	--	13.86	39.45
总债务/总资本	23.60%	22.39%	17.11%
FFO/净债务	--	-39.44%	-28.94%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，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略下降但仍表现较好。截至2020年末公司受限资产1.40亿元，占总资产的2.70%，融资弹性较好，且公司作为上市公司，融资渠道较为畅通。

**图 12 公司流动性比率情况**


注：左轴为速动比率，右轴为现金短期债务比。资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月25日、2021年5月10日），公司本部、湖北千川不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、结论

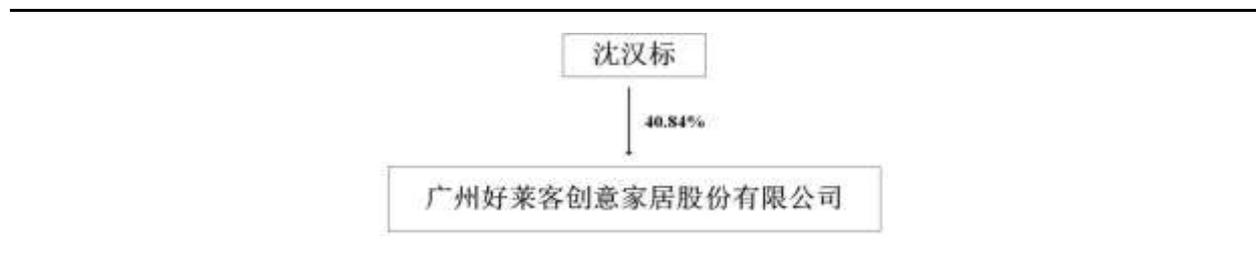
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

## 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：万元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	29,186.41	64,432.11	50,702.22	45,911.12
应收票据	51,611.30	53,991.07	52.06	0.00
存货	71,970.09	62,944.31	13,368.94	7,392.63
流动资产合计	228,656.12	233,599.44	178,012.86	145,059.52
固定资产	173,786.45	173,463.75	102,328.24	56,504.69
非流动资产合计	282,608.01	282,940.03	192,918.11	142,691.03
资产总计	511,264.13	516,539.47	370,930.97	287,750.55
短期借款	8,400.86	1,421.45	0.00	0.00
应付账款	47,594.05	54,237.66	29,269.84	25,352.52
合同负债	40,641.70	38,721.69	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	2,902.29	2,489.58	0.00	0.00
流动负债合计	160,837.89	171,817.62	56,073.35	53,722.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	54,125.21	53,436.51	53,003.61	0.00
长期应付款	735.11	1,275.47	0.00	0.00
非流动负债合计	60,477.99	60,013.93	57,521.61	3,016.64
负债合计	221,315.88	231,831.54	113,594.96	56,739.24
总债务	89,561.57	82,141.53	53,108.61	0.00
归属于母公司的所有者权益	267,271.98	263,869.45	254,933.80	231,011.31
营业收入	56,780.62	218,330.16	222,514.80	213,268.70
净利润	5,777.54	26,957.69	35,534.32	38,223.57
经营活动产生的现金流量净额	-15,482.62	55,609.94	40,266.80	47,217.01
投资活动产生的现金流量净额	-26,599.70	-23,343.67	-70,825.13	-32,329.15
筹资活动产生的现金流量净额	6,082.09	-21,504.41	35,442.89	-16,580.71
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	32.68%	36.70%	40.06%	39.56%
EBITDA 利润率	--	20.14%	22.45%	20.95%
总资产回报率	--	7.68%	12.96%	17.12%
产权比率	76.33%	81.43%	44.14%	24.56%
资产负债率	43.29%	44.88%	30.62%	19.72%
净债务/EBITDA	--	-1.09	-1.89	-0.91
EBITDA 利息保障倍数	--	13.86	39.45	--
总债务/总资本	23.60%	22.39%	17.11%	0.00%
FFO/净债务	--	-41.89%	-28.94%	-57.52%
速动比率	0.97	0.99	2.94	2.56
现金短期债务比	3.35	4.94	1,455.55	9,704.05

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 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 2020 年 12 月）



资料来源：公司 2020 年年报

### 附录三 2020 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
广州好莱客健康科技发展有限公司	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
湖北弗洛克木业有限公司	51	并购
成都千川门窗有限公司	51	并购

资料来源：公司 2020 年年报

## 附录四 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	未受限的货币资金+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。

## 附录五 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。