



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2023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：

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 2023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

- 本次评级结果是考虑到：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）属于定制家居企业，门店是该行业展业的重要渠道，公司经销店数量众多，订单来源广，整体衣柜在行业内知名度较高，且公司先款后货的业务模式有很强的现金生成能力，偿债压力较小。同时中证鹏元也关注到公司面临的行业竞争压力较大，外延并购效果不佳，影响工程业务拓展等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	43.23	43.81	54.63	51.65
归母所有者权益	30.55	30.43	26.44	26.39
总债务	7.08	7.04	14.78	8.21
营业收入	3.48	28.23	33.71	21.83
净利润	0.12	4.54	0.02	2.70
经营活动现金流净额	-0.11	3.43	2.96	5.56
净债务/EBITDA	--	-0.51	0.36	-1.09
EBITDA 利息保障倍数	--	13.00	14.16	13.86
总债务/总资本	18.80%	18.79%	34.49%	22.39%
FFO/净债务	--	-102.47%	158.87%	-43.01%
EBITDA 利润率	--	21.22%	19.71%	20.14%
总资产回报率	--	11.24%	0.80%	7.68%
速动比率	3.54	3.12	0.94	0.99
现金短期债务比	86.97	60.41	1.63	4.94
销售毛利率	35.53%	35.15%	33.94%	36.70%
资产负债率	29.31%	30.54%	48.61%	44.88%

注：2020年和2022年公司净债务为负，导致净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负。
资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2023年6月20日

联系方式

项目负责人：袁媛
yuany@cspengyuan.com

项目组成员：姚睿
yaor@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司经销店数量众多，整体衣柜产品行业知名度较高。**传统的经销门店仍是当前定制家居企业获取订单的重要抓手，截至 2023 年 3 月末公司有 1,821 家经销专卖店，在行业内排名靠前；公司整体衣柜产品长期在行业内保持较高的知名度，且仍是公司收入和利润的主要来源。
- **公司经营活动现金生成能力较强，湖北千川出表后负债大幅减少，公司偿债压力较小。**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；2022 年湖北千川门窗有限公司（以下简称“湖北千川”）出表，公司负债规模大幅压缩，主要偿债指标表现良好，偿债压力较小。

关注

- **地产行情短期难见好转，消费复苏未及预期，公司面临产能消化压力。**2023 年房企投资意愿仍偏低，定制家居流量难增，行业转向存量房市场及整装赛道，但存量房流量亦面临消费下行带来的不利影响，公司产能面临消化压力。
- **公司全品类及多渠道布局成效慢，市场竞争压力较大。**公司收入贡献依赖整体衣柜及经销渠道，全品类及多渠道发展仍有较大空间，在行业迈向整装渠道的变革期，公司面临较大的竞争压力。
- **外延并购效果不佳，公司报表多项指标波动性大。**因湖北千川预计难以完成相关业绩指标，2022 年业绩承诺方按年化 8% 的投资收益现金回购公司所持湖北千川 51% 股权，湖北千川随即出表，在带来 1.97 亿元的投资收益的同时，公司合并口径营业收入大幅下滑。此外 2021 年因并入湖北千川，公司计提了大额资产减值损失和信用减值损失，公司盈利指标波动性大，虽然好莱客自身经营相对稳定，但此次并购未达到预期效果，不利于公司工程业务的拓展。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司产品品类丰富，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。

同业比较（单位：亿元）

指标	好莱客	尚品宅配	金牌厨柜	我乐家居	皮阿诺	顶固集创
总资产	43.81	81.81	48.64	22.02	24.22	15.86
营业收入	28.23	53.14	35.53	16.66	14.52	10.73
净利润	4.54	0.46	2.73	1.41	1.50	0.16
销售毛利率（%）	35.15	34.62	29.46	44.59	30.02	31.11
资产负债率（%）	30.54	56.23	46.50	53.43	47.89	54.22
经销店数量（家）	1,789	2,056	3,706	1,592	-	1,139
大宗业务占比（%）	14.82	-	36.78	9.71	38.55	28.06

注：（1）以上各指标均为 2022 年度数据；（2）“-”表示数据未披露。

资料来源：各公司年度报告、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和模型	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	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
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					0
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa**，反映了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。

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/好客转债	2022-6-27	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/好客转债	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	2022-6-27	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

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。2022年共有6,216股“好客转债”转换为公司股票，2022年末公司总股本增加至311,283,300股。2023年3月末公司控股股东沈汉标持股41.14%，实际控制人为一致行动人沈汉标和王妙玉夫妇，合计持股67.09%。2023年3月末公司前十大股东均无股份质押情况，持股明细如下表所示。

表1 截至2023年3月末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	持股数量	比例
沈汉标	128,047,861	41.14%
王妙玉	80,766,000	25.95%
山东省国有资产投资控股有限公司	4,694,269	1.51%
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)	3,549,245	1.14%
詹绵阳	2,641,172	0.85%
中泰证券资管-兴业银行-中泰星信1号集合资产管理计划	2,520,000	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	2,500,364	0.80%
林晓东	2,387,200	0.77%
蔡楚芳	2,332,468	0.75%
郭良如	2,192,895	0.70%
合计	231,631,474	74.42%

资料来源：公司2023年一季报，中证鹏元整理

2022年，公司原独立董事李新航离任，股东大会选举袁英红为公司独立董事；公司原副总经理林昌胜离任。

2022年因湖北千川预计难以完成相关业绩指标，湖北千川的业绩承诺方以7.92亿元的现金对价回购公司所持湖北千川51%股权，此次股权回购为公司带来1.97亿元的投资收益，湖北千川及其子公司自2022年7月1日不再纳入公司合并报表范围。截至2023年1月9日，公司已收到全部股权回购款。

2022年公司合并报表范围减少6家子公司（含湖北千川子公司），如下表所示，合并报表范围子公司共14家，具体见附录四。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	变动原因
湖北千川门窗有限公司	51%	16,000	制造业	处置
成都市诺泰工程服务有限公司	51%	100	制造业	处置
雅安市大千材料设备有限公司	51%	500	制造业	处置
湖北弗洛克木品有限公司	51%	600	制造业	处置
成都千川门窗有限公司	51%	10,000	制造业	处置
深圳前海好莱客投资有限公司	100%	1,000	商务服务业	注销

资料来源：公司 2022 年年报，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，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，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济

衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

地产未见明显好转，定制家居行业增量难觅，存量房需求则需关注家装消费复苏节奏；传统渠道贡献减弱，定制家居行业再次进入渠道变革期，需跟踪整装模式改变行业格局的可能性

定制家居属于地产后周期行业，2022年房地产行情整体低迷，全年销售面积为近7年新低，同比降幅达24.3%，终端需求乏力致定制家居行业增速整体放缓，多家上市定制家居企业营收大幅下滑。

图1 商品房销售情况（单位：万平方米、亿元）

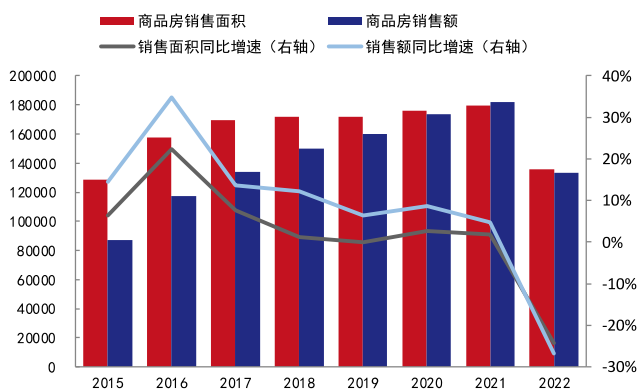
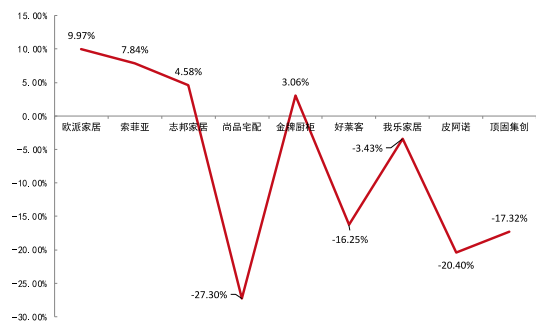


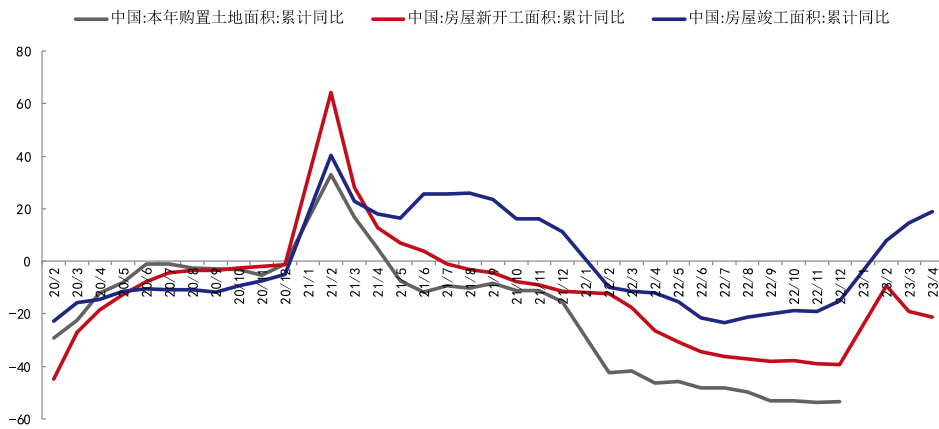
图2 2022年半数上市定制家居企业营收下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

进入2023年，在“保交楼”政策刺激下，竣工面积迎来率先好转，1-4月同比增长18.80%，短期内有望释放一部分定制家居需求。但中期来看，2022年以来，土地市场、房企开工动力持续较弱，新房市场难免萎缩，行业逐步迈入存量房时代。按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%。但值得关注的是，在宏观经济走弱背景下，消费者信心不足，亦可能阻碍行业增长，从社消数据来看，建筑及装潢材料类是目前为止下滑最大的消费类型，2023年1-4月及单4月零售额分别同比下滑4.5%和11.2%；家具类零售额虽有所增长，但增幅不大，2023年1-4月及单4月零售额分别同比增长4.3%和3.4%。

图3 房企土地购置消极、投资意愿偏低


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

定制家居企业早期依赖零售经销渠道扩展, 后在精装房政策下, 2017年开始发力大宗渠道; 目前随着房企风险外溢, 定制家居企业再一次进入渠道变革期, 整装成为定制家居企业布局重点。整装模式一方面符合消费者习惯的改变, 随着一站式家居消费模式成为主流, 流量主入口已逐步汇集至家装公司; 另一方面在整体流量收缩的背景下, 整装模式发力客单价提升, 更有助于业绩增长。

五、经营与竞争

公司经销店数量众多, 并拓展城市运营平台扩大零售业务影响力, 通过多个生产基地保证产品供应。2022年好莱客自身经营稳定, 橱柜产品增长迅速, 整体衣柜仍是公司收入和利润的主要来源, 但竞争压力依然较大

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。2022年受湖北千川出表影响, 公司营业收入下滑较多, 因其主要做大宗业务渠道及木门产品, 故对其他渠道及产品收入影响较小。从好莱客自身来看, 主要产品整体衣柜收入小幅下滑, 对成品配套也有一定影响; 2022年好莱客依赖大宗业务渠道的橱柜产品收入增长较多, 而门窗产品因以自主品牌独立经营的时间较短, 营收与毛利率表现均不佳。整体来看, 虽然2022年湖北千川出表对合并口径营收数据有一定影响, 但好莱客自身经营方面相对稳定, 营收和盈利表现变化不大。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
整体衣柜	2.57	74.00	38.70	19.12	67.71	38.68	20.37	60.43	37.22
木门	0.13	3.69	17.12	3.75	13.29	34.93	8.45	25.05	34.40
橱柜	0.38	10.91	30.80	2.88	10.20	26.75	2.10	6.22	26.60

成品配套	0.18	5.05	23.10	1.17	4.16	24.78	1.36	4.02	22.24
门窗	0.01	0.36	5.62	0.27	0.95	-22.94	0.61	1.80	0.29
主营业务收入	3.27	94.01	35.97	27.19	96.30	35.69	32.88	97.53	34.52
其他业务	0.21	5.99	28.61	1.04	3.70	21.07	0.83	2.47	11.03
合计	3.48	100.00	35.53	28.23	100.00	35.15	33.71	100.00	33.94

资料来源：公司 2021-2022 年年报、公司提供，中证鹏元整理

表4 好莱客自身 2022 年主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	营业收入	营业收入占比	营业收入同比	毛利率	毛利率增减
整体衣柜	19.08	78.62	-5.91	38.69	增加 1.54 个百分点
木门	0.87	3.58	4.95	22.87	增加 1.55 个百分点
橱柜	2.88	11.87	37.20	26.75	增加 0.15 个百分点
成品配套	1.17	4.82	-13.47	24.78	增加 2.54 个百分点
门窗	0.27	1.11	-55.74	-22.94	减少 23.32 个百分点
主营业务收入	24.27	100.00	-3.57	35.35	增加 1.29 个百分点

注：好莱客自身为 2022 年合并口径剔除湖北千川上半年并表影响后的数据。

资料来源：公司 2022 年年报，中证鹏元整理

整体衣柜仍是公司盈利的主要来源，湖北千川出表对木门收入影响较大；产品平均售价较为稳定

分产品来看，整体衣柜仍是公司收入和盈利的主要来源，近年在公司大家居战略的贯彻下，木门、橱柜、成品配套等产品同步发力。2022 年公司整体衣柜收入有所下降，降幅较小，受其影响成品配套收入也明显下降，但整体规模较小，对营收影响有限；橱柜是公司大宗业务渠道的主要产品之一，2022 年好莱客自身大宗业务收入同比大幅增加 297.80%，推动橱柜产品收入同比增加 37.20%，收入占比提升至 11.87%；合并口径下，受湖北千川出表影响，公司木门收入大幅减少，但从好莱客自身来看，2022 年仍实现了小幅增长，但增长有限。

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，由原经营主体瀚隆门窗（杭州）有限责任公司（以下简称“瀚隆门窗”）引用的外部品牌生产运营，经营范围集中于杭州地区，近年受宏观因素影响，经营表现持续较差，2022 年营业收入跌至 0.27 亿元，毛利率为 -22.94%。2023 年公司将以自有新品牌独立经营，未来经营表现仍有待观察。

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，2022 年整体衣柜、橱柜及门窗售价均平稳上升，仅木门销售均价同比下降 5.20%，整体表现稳定。

表5 好莱客自身产品销售均价情况

项目	单位	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年
整体衣柜	元/平方米	191.44	186.28	178.22
橱柜	元/套	4,360.42	4,649.97	4554.45
木门	元/樘	1,566.00	1,550.77	1,635.82
门窗	元/平方米	737.73	931.80	861.77

注：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。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍以零售业务为主要收入来源，同时持续进行多渠道布局并取得一定成效

公司目前仍以零售业务（经销、直营）为主，其中经销渠道以一城一商的策略面向全国招商，直营渠道仅在广州开设门店，2022年好莱客自身零售业务贡献收入占90%以上。依靠大家居战略及产品的渗透，公司零售业务客单价每年可保持10%以上的增速，对营收增长有一定支撑作用，但因湖北千川在2021-2022年进表出表，公司合并口径营收和盈利表现有较大波动。同时因为湖北千川主要通过大宗业务渠道经营木门产品，故2022年公司大宗业务收入与毛利率有明显下降，而零售渠道收入受影响较小，主要为好莱客自身经营收入浮动。

表6 公司及好莱客自身产品收入按销售模式分类情况（单位：亿元、%）

模式		2023年1-3月			2022年			2021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	2.98	91.19	36.40	合并	22.10	81.27	36.20	24.61	74.85	33.79
					自身	21.87	90.13	36.32			
	直营	0.16	4.90	47.63	合并	0.90	3.33	52.34	0.82	2.50	58.69
					自身	0.87	3.57	53.01			
工程业务	大宗业务	0.13	3.91	11.54	合并	4.18	15.38	29.48	7.40	22.52	34.36
					自身	1.52	6.27	11.48			
其他		0.00	0.00	-	合并	0.01	0.02	-0.20	0.05	0.14	16.99
					自身	0.01	0.02	-0.20			
合计		3.27	100	35.97	合并	27.19	100	35.69	32.88	100	34.52
					自身	24.27	100	35.35			

资料来源：公司2021-2022年年报、2023年一季度经营数据公告、公司提供，中证鹏元整理

渠道发展上，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，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，同时公司在一二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，并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2023年3月末，公司门店数量为1,849家，较2021年末净减少184家，主要受湖北千川出表影响，剔除湖北千川影响后，好莱客自身门店数量较2021年保持增长；2022年单店收入较上期表现稳定。

表7 公司门店数量及单店收入情况（单位：家、万元/家）

项目	2023年3月	2022年	2021年
门店数量	1,849	1,817	2,033
经销商专卖店数量	1,821	1,789	2,006
直营店数量	28	28	27
单店收入	16.99	125.16	125.08
经销商专卖店单店收入	16.37	122.27	122.67

直营单店收入	57.21	309.83	303.89
--------	-------	--------	--------

注：（1）2022年及2023年3月门店数量不含湖北千川门店，故收入仅以好莱客自身收入计算；（2）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。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除传统的经销渠道以外，公司坚持以央企、国企为核心拓展工程大宗渠道，强化风险管控，并且在拎包、家装、整装、新零售、外贸等新渠道都有布局与发展。2021年，公司针对旧改局改市场成立“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，2022年公司整装业务与头部装企合作的同时还作为独立渠道进行招商¹，整装业务规模同比增加超60%。

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。2022年前五名客户销售额17,826.27万元，占年度销售总额6.56%，较上期减少8.55个百分点，主要受湖北千川出表，大宗业务规模减少影响。

受行业竞争及产能爬坡影响，公司整体产能利用率不高，但产品产销情况表现较好

公司拥有广州从化、广东惠州、湖北汉川等生产基地。行业内通常会提前3-5年布局产能，随着本期债券募投项目汉川定制家居工业4.0制造基地项目、广州从化定制家居智能生产建设项目建成投产，公司产能充裕，同时公司产能统计口径还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。受定制家居行业竞争激烈及达产率影响，公司整体产能利用率不高，2022年整体衣柜及配套家具柜体的销量下滑9.98%，是好莱客自身营收下滑的主要原因，公司竞争压力依然较大；但受益于“以销定产”的定制模式，公司产品产销率较高。

表8 好莱客自身各产品产能及产销情况

产品	项目	单位	2023年1-3月	2022年	2021年
整体衣柜及配套家具柜体	产能	万平方米	302.00	1,663.00	1,663.00
	产量	万平方米	139.59	1,018.50	1,149.69
	销量	万平方米	134.43	1,024.12	1,137.61
	产能利用率	-	46.22%	61.24%	69.13%
	产销率	-	96.30%	100.55%	98.95%
橱柜	产能	万套	2.14	11.00	11.00
	产量	万套	1.02	6.13	4.71
	销量	万套	0.87	6.19	4.60
	产能利用率	-	47.60%	55.73%	42.84%
	产销率	-	85.29%	100.98%	97.60%
木门	产能	万樘	1.59	9.18	9.78
	产量	万樘	0.82	5.65	5.15

¹ 因收入规模较小，计入经销商渠道。

	销量	万樘	0.82	5.62	5.08
	产能利用率	-	51.57%	61.55%	52.62%
	产销率	-	100.00%	99.47%	98.63%
门窗	产能	万平方米	0.12	17.00	16.98
	产量	万平方米	0.12	2.58	6.65
	销量	万平方米	0.17	2.88	7.03
	产能利用率	-	100.00%	15.18%	39.16%
	产销率	-	143.56%	111.63%	105.71%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司原材料、人工成本、制造费用占总成本的比例分别为67.81%、9.61%、18.08%，其中人工成本占比较上期有所下降。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，2022年占比较高的板材、五金配件平均采购单价有所上升，对公司销量及盈利空间有一定的不利影响。

表9 好莱客自身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	m ²	25.78	3.22%	44,130.96	50.82%
五金配件	件	0.69	4.29%	21,371.26	24.61%
封边条	米	0.65	-1.31%	7,178.06	8.27%
包装材料	个	0.83	-8.02%	6,203.96	7.14%
装饰膜	m ²	11.22	-9.36%	1,583.07	1.82%
合计				80,467.31	92.66%

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2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围子公司减少6家，其中湖北千川及其子公司5家公司出表对公司财务报表影响较大。

表10 湖北千川主要财务数据（单位：亿元）

报表期间	资产总额	负债总额	资产净额	营业收入	净利润
2021年/2021年度（经审计）	14.32	11.30	3.02	7.73	-1.27
2022年3月末/2022年1-3月（未经审计）	13.78	10.47	3.31	1.64	0.29

资料来源：公司《广州好莱客创意家居股份有限公司关于业绩承诺方回购湖北千川51%股权的公告》，中证鹏元整理

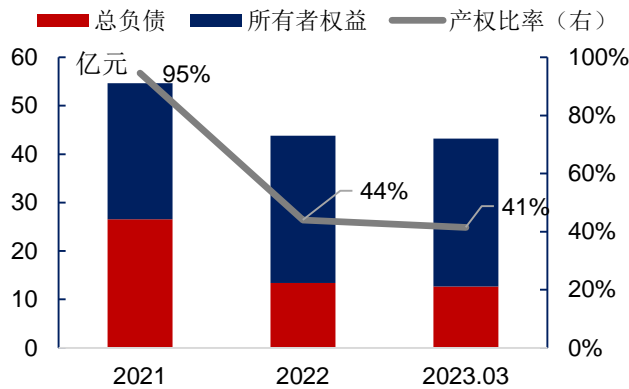
资本实力与资产质量

湖北千川出表后大量负债剥离，公司资产质量整体提升

2022年由于湖北千川出表，公司资产规模有所减少，且因其资产负债率超过75%，公司总负债大幅

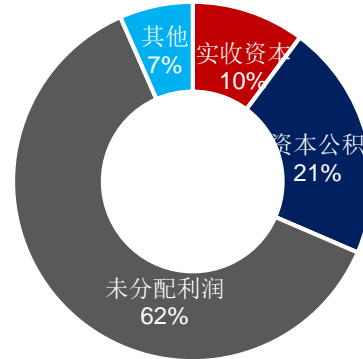
收缩，但因对其投资收益表现较好，公司所有者权益仍保持增长，2022年末公司产权比率大幅降至43.97%，所有者权益对负债的保障能力大幅提升。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司主要从事定制家居的生产与销售，资产主要由各项与主营业务相关的投入与产出，以及为提高资金使用效率的投资款构成，此外，跟踪期内湖北千川出表及其带来的投资收益也使公司的资产构成有所调整。公司作为制造业企业，资本开支规模较大，2022年末以不动产和机器设备为主的固定资产和无形资产合计占比为38.20%。此外，2022年公司与关联方好太太（603848.SH）联合投资广东好好置业投资有限公司，建设“创新发展中心”以满足二者办公、展厅等场所需要，导致2022年末公司长期股权投资大幅增加。因公司主要面向个人销售定制化产品，回款较快，存货积压较少，2022年末除去了湖北千川的影响，公司应收账款和存货均有所下降，其中应收账款中工程客户余额占比为55.61%，一年以内的余额占比为87.14%，应收账款结构良好。得益于公司近年良好的经营积累与投资收益，公司持有的交易性金融资产规模快速增加，2022年末交易性金融资产全部为理财产品，风险较低；2023年3月末，在完全收回对湖北千川的股权转让款后，公司的交易性金融资产与货币资金继续增长。2022年末，公司资产中仅有16.63万元的货币资金受限，受限比例很低。

整体来看，公司资产主要以生产经营相关的投入与产出有关，重资产投入比例较高，现金类资产比例也较高，资产受限比例很低，流动性与安全性较好。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.82	8.83%	2.50	5.70%	5.31	9.71%
应收账款	1.38	3.19%	1.46	3.34%	1.88	3.45%
存货	2.34	5.42%	2.34	5.35%	7.87	14.40%
交易性金融资产	10.62	24.56%	8.21	18.73%	6.01	11.00%

其他应收款	0.16	0.36%	4.05	9.25%	0.29	0.53%
流动资产合计	18.73	43.33%	19.00	43.37%	25.81	47.25%
长期股权投资	4.04	9.35%	4.04	9.23%	0.07	0.13%
投资性房地产	1.65	3.81%	1.66	3.80%	1.32	2.42%
固定资产	14.48	33.50%	14.67	33.48%	17.42	31.88%
无形资产	2.05	4.73%	2.07	4.72%	2.02	3.70%
非流动资产合计	24.50	56.67%	24.81	56.63%	28.82	52.75%
资产总计	43.23	100.00%	43.81	100.00%	54.63	100.00%

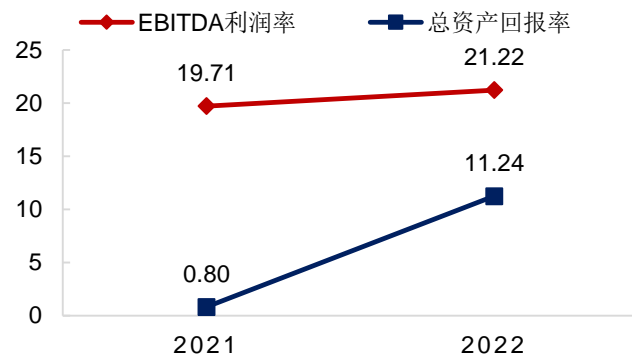
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

好莱客自身盈利能力稳定，消除湖北千川影响后，合并口径盈利能力有所恢复

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，2022年因湖北千川业绩承诺方预计难以完成业绩承诺而进行股权回购，湖北千川自2022年7月1日不再纳入合并报表范围，导致公司当年合并口径营业收入大幅下降，主要系湖北千川的主营木门产品收入减少，但好莱客自身经营受影响较小，营业收入同比下滑3.57%，毛利率上浮1.29%。2022年湖北千川出表大量负债剥离，公司利润不再受其信用减值影响，并产生年化8%的投资收益，EBITDA利润率、总资产回报率均明显回升，且高于2020年湖北千川并表前水平。消除湖北千川的影响后，公司业务盈利能力较为稳定，但经营压力依然存在。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

湖北千川出表大量负债剥离，公司债务负担大幅减轻，流动性充足，偿债压力较小

2022年湖北千川出表带走大量债务，公司经营负债大幅缩减。2022年末，公司银行借款余额为零，有息债务仅包含本期债券与厂房租金（租赁负债），债务期限结构良好；同时2022年末公司应付票据余

额为零，经营性负债规模较小、结构较好。整体来看公司债务风险很小。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3.69	13.89%
应付票据及应付账款	1.51	11.92%	2.49	18.60%	5.57	20.97%
合同负债	1.48	11.72%	1.02	7.63%	4.07	15.33%
其他应付款	0.57	4.46%	0.59	4.40%	0.70	2.65%
流动负债合计	4.62	36.47%	5.35	39.96%	19.04	71.70%
应付债券	5.94	46.86%	5.87	43.90%	5.62	21.14%
租赁负债	0.97	7.67%	0.99	7.40%	1.08	4.09%
非流动负债合计	8.05	63.53%	8.04	60.04%	7.52	28.30%
负债合计	12.67	100.00%	13.38	100.00%	26.56	100.00%
总债务合计	7.08	55.84%	7.04	52.63%	14.78	55.66%
其中：短期债务	0.17	1.31%	0.18	1.33%	8.08	30.42%
长期债务	6.91	54.53%	6.86	51.30%	6.70	25.24%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

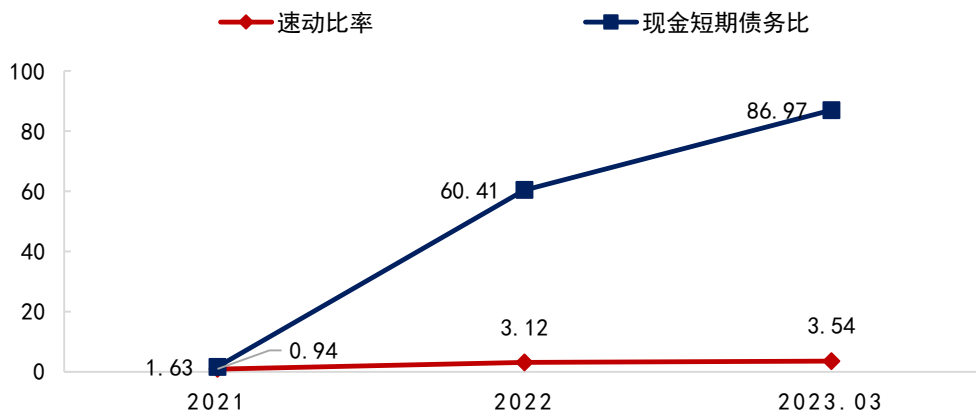
2022年公司整体经营较为稳定，经营活动净现金流表现较好，湖北千川出表后资产负债率大幅下降，且因当年净债务转为负数，相关指标也转为负数，杠杆较小，现金流对债务及利息的保障程度良好，偿债压力较小。

表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	-0.11	3.43	2.96
FFO(亿元)	--	3.11	3.82
资产负债率	29.31%	30.54%	48.61%
净债务/EBITDA	--	-0.51	0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	13.00	14.16
总债务/总资本	18.80%	18.79%	34.49%
FFO/净债务	--	-102.47%	158.87%
经营活动现金流/净债务	1.57%	-112.96%	123.26%
自由活动现金流/净债务	3.39%	-52.27%	20.54%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年末，因湖北千川出表，公司流动负债及存货比例大幅下降，速动比率明显提升。因短期债务规模较上期大幅减少，仅有一年内到期的租赁负债，现金短期债务比大幅提升至2023年3月末的86.97，短期偿债压力小。同时公司作为上市公司，融资渠道畅通，资产受限比例很低，截至2023年3月末尚有17.94亿元的银行授信额度未使用，未来获取流动性的方式很多。

图 7 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为公司在 ESG 方面的表现不会对公司造成重大负面影响

环境及社会因素

根据公司 2022 年年报及提供的《广州好莱客创意家居股份有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司子公司瀚隆门窗于 2022 年 3 月 18 日收到杭州市生态环境局的处罚决定书（杭环萧处罚[2021]137 号），处罚金额为 250,000 元。除此之外，我们未发现公司在环境及社会方面有其他重大负面信息。

公司治理

公司按照《公司法》《证券法》等法律法规、规范性文件的要求，制定了较为完善的《公司章程》及各项管理制度与规则，建立了较为完善的治理结构与内部控制制度，公司在资产、人员、财务、机构、业务等方面与控股股东及实际控制人保持独立。2022 年公司共召开 5 次股东大会（含临时），7 次董事会与监事会。2022 年末，公司董事会会有 5 名董事，其中 2 名为独立董事；监事会有 3 名监事，其中 1 名职工代表监事；公司高管中有 2 名由董事兼任。2022 年末公司对合并报表范围内的子公司持股比例均为 100%，各子公司主要管理人员多由公司董事高管兼任，公司能够对各子公司实现有效控制。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 24 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。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月7日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

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，近年橱柜、成品配套收入增长很快。但由于2022年湖北千川业绩承诺方预计难以完成业绩承诺而发起股权回购，导致湖北千川出表，叠加好莱客自身经营面临较大挑战，2022年公司合并口径营业收入大幅下滑。但湖北千川出表也带走大量负债，公司资产质量大幅提升，在好莱客自身经营表现相对稳定的情况下，公司主要偿债指标表现良好，面临的债务风险较小。定制家居行业受房地产行业景气度影响较大，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一定增量，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。整体来看，公司抗风险能力尚可。

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AA，维持“好客转债”的信用等级为AA。

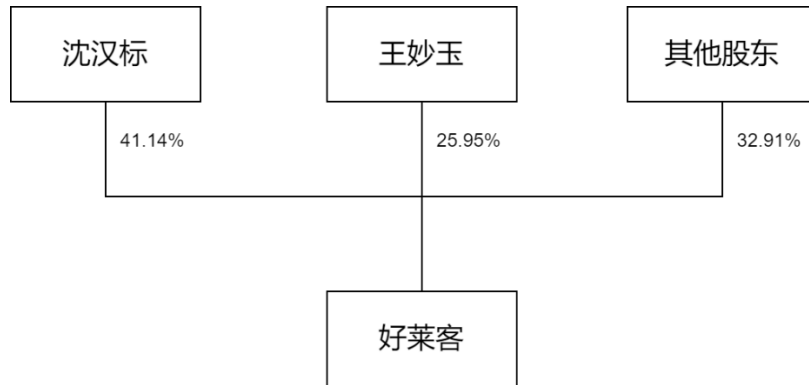
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	3.82	2.50	5.31	6.44
应收账款	1.38	1.46	1.88	1.54
存货	2.34	2.34	7.87	6.29
交易性金融资产	10.62	8.21	6.01	2.00
其他应收款	0.16	4.05	0.29	0.16
流动资产合计	18.73	19.00	25.81	23.36
长期股权投资	4.04	4.04	0.07	0.15
投资性房地产	1.65	1.66	1.32	0.05
固定资产	14.48	14.67	17.42	17.35
无形资产	2.05	2.07	2.02	2.03
非流动资产合计	24.50	24.81	28.82	28.29
资产总计	43.23	43.81	54.63	51.65
短期借款	0.00	0.00	3.69	0.14
应付票据及应付账款	1.51	2.49	5.57	6.78
合同负债	1.48	1.02	4.07	3.87
其他应付款	0.57	0.59	0.70	2.03
流动负债合计	4.62	5.35	19.04	17.18
应付债券	5.94	5.87	5.62	5.34
租赁负债	0.97	0.99	1.08	0.00
非流动负债合计	8.05	8.04	7.52	6.00
负债合计	12.67	13.38	26.56	23.18
总债务	7.08	7.04	14.78	8.21
所有者权益	30.55	30.43	28.07	28.47
营业收入	3.48	28.23	33.71	21.83
营业利润	0.11	5.17	-0.08	3.15
净利润	0.12	4.54	0.02	2.70
经营活动产生的现金流量净额	-0.11	3.43	2.96	5.56
投资活动产生的现金流量净额	1.49	-4.41	-6.51	-2.33
筹资活动产生的现金流量净额	-0.05	-1.20	2.08	-2.15
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	5.99	6.64	4.40
FFO(亿元)	--	3.11	3.82	2.07
净债务(亿元)	-7.32	-3.03	2.40	-4.80
销售毛利率	35.53%	35.15%	33.94%	36.70%
EBITDA 利润率	--	21.22%	19.71%	20.14%
总资产回报率	--	11.24%	0.80%	7.68%

资产负债率	29.31%	30.54%	48.61%	44.88%
净债务/EBITDA	--	-0.51	0.36	-1.09
EBITDA 利息保障倍数	--	13.00	14.16	13.86
总债务/总资本	18.80%	18.79%	34.49%	22.39%
FFO/净债务	--	-102.47%	158.87%	-43.01%
速动比率	3.54	3.12	0.94	0.99
现金短期债务比	86.97	60.41	1.63	4.94

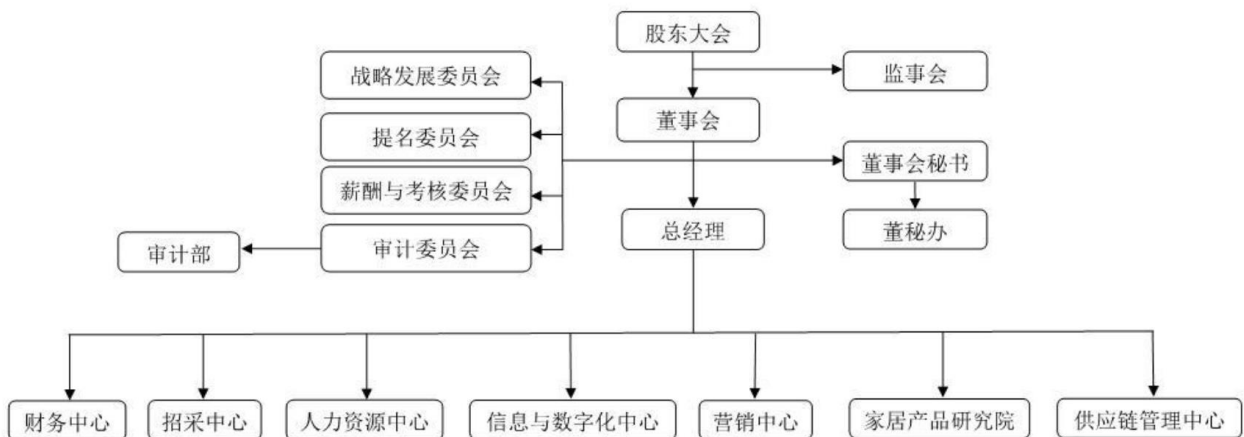
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公开资料

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年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 (%)	业务性质	取得方式
惠州好莱客集成家居有限公司	100	制造业	设立
广州从化好莱客家居有限公司	100	制造业	设立
深圳前海好莱客投资有限公司	100	商务服务业	设立
湖北好莱客创意家居有限公司	100	制造业	设立
湖北德意莎门窗有限责任公司	100	制造业	设立
瀚隆门窗 (杭州) 有限责任公司	100	制造业	设立
好莱客投资有限公司	100	投资公司	设立
广州好莱客集成家居有限公司	100	制造业	设立
广州好莱客家具安装服务有限公司	100	服务业	设立
湖北千川门窗有限公司	51	制造业	并购
成都市诺泰工程服务有限公司	51	制造业	并购
雅安市大千材料设备有限公司	51	制造业	并购
湖北弗洛克木品有限公司	51	制造业	并购
成都千川门窗有限公司	51	制造业	并购

注：（1）2022 年 6 月 13 日，公司全资子公司深圳前海好莱客投资有限公司清算注销，本期纳入合并报表范围，以后年度不再纳入合并范围；（2）自 2022 年 7 月 1 日起湖北千川及其子公司不再纳入合并报表范围。

资料来源：公司 2022 年年报，中证鹏元整理

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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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。