



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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 2024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，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较强的现金生成能力，现金类资产储备充足，偿债压力较小。同时中证鹏元也关注到公司面临外部需求收缩、竞争加大，全品类及多渠道发展不确定性较大，盈利持续承压等风险因素。

评级日期

2024年6月20日

联系方式

项目负责人：张睿婕
zhangrj@cspengyuan.com

项目组成员：李咏旺
liyw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	43.85	45.53	43.81	54.63
归母所有者权益	31.19	30.99	30.43	26.44
总债务	7.29	7.29	7.08	14.81
营业收入	4.03	22.65	28.23	33.71
净利润	0.13	2.17	4.54	0.02
经营活动现金流净额	-1.41	4.63	3.43	2.96
净债务/EBITDA	--	-2.41	-0.50	0.37
EBITDA 利息保障倍数	--	10.12	13.00	14.16
总债务/总资本	18.95%	19.04%	18.87%	34.53%
FFO/净债务	--	-14.59%	-103.76%	157.23%
EBITDA 利润率	--	17.68%	21.22%	19.71%
总资产回报率	--	5.96%	11.24%	0.80%
速动比率	4.03	3.07	3.12	0.94
现金短期债务比	62.90	58.58	49.86	1.63
销售毛利率	33.18%	35.06%	35.15%	33.94%
资产负债率	28.86%	31.94%	30.54%	48.61%

注：2022-2023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2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

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 2024 年 3 月末公司有 1,868 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，仍是公司收入和利润的主要来源。
- **公司现金类资产充足，业务现金生成能力较强，偿债压力较小。**2024 年 3 月末公司现金类资产合计占总资产比重超过 35%。公司采用定制化的生产经营模式，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表现较好，且公司当前资产负债率较低，总债务规模不大，偿债压力较小。

关注

- **需求收缩，行业竞争愈发激烈，公司业绩承压较大。**受房地产行业景气度及居民消费意愿较低等因素影响，定制家居行业需求持续收缩，定制家居行业转入存量竞争时代，行业竞争愈发激烈。2023 年公司业绩下滑，主力产品及传统经销渠道规模收缩，产能消化压力仍然较大。
- **公司全品类及多渠道发展仍有较大不确定性。**定制家居行业流量趋于分散化，公司收入贡献仍依赖整体衣柜及传统经销渠道，全品类及多渠道发展仍有较大不确定性。2023 年大宗及整装渠道营收基数仍然较小，考虑到大宗及整装渠道盈利水平相对偏弱，未来或对整体利润进一步摊薄。

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，门店数量众多，业务具有较强的盈利能力与现金生成能力。

同业比较（单位：亿元）

指标	好莱客 (603898.SZ)	尚品宅配 (300616.SZ)	金牌厨柜 (603180.SZ)	我乐家居 (603326.SH)	皮阿诺 (002853.SZ)
总资产	45.53	87.92	59.73	24.43	23.08
营业收入	22.65	49.00	36.45	17.11	13.16
净利润	2.17	0.65	2.90	1.57	0.82
销售毛利率 (%)	35.06	34.98	29.58	46.26	29.50
资产负债率 (%)	31.94	58.89	53.50	53.00	41.68
门店数量 (家)	1,896	-	3,909	1,679	-
大宗业务占 比(%)	9.26	-	35.00	12.53	44.86

注：以上各指标均为 2023 年度数据。

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_2023V1.0
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	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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

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	6.02613	2023-6-20	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（以下简称“本期债券”），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。截至2024年3月末，公司总股本为311,283,746股，较2022年末略有增加，主要系本期债券转股所致。2024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%。2024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 2024 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%
广州好莱客创意家居股份有限公司-2023 年员工持股计划	11,115,580	3.57%
银河金汇证券资管-青岛国信金融控股有限公司-银河金汇通盈 2 号单一资产管理计划	7,932,564	2.55%
山东省国有资产投资控股有限公司	4,694,269	1.51%
蔡楚芳	2,332,468	0.75%
林晓东	2,321,100	0.75%
深圳市财富自由投资管理有限公司-财富自由启航一号私募证券投资基金	2,206,400	0.71%
宫科	2,200,518	0.71%
郭良如	2,192,895	0.70%
合计	243,809,655	78.34%

资料来源：公司 2024 年一季报，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

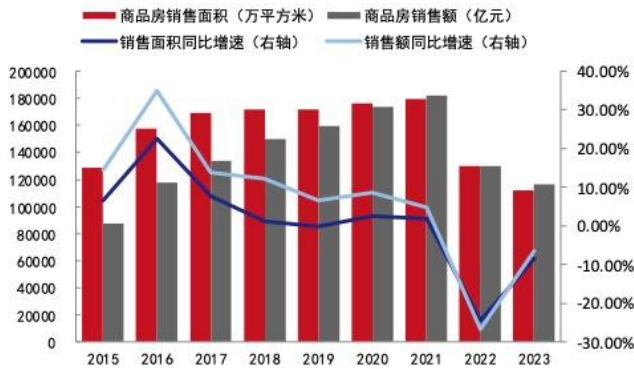
宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施等“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

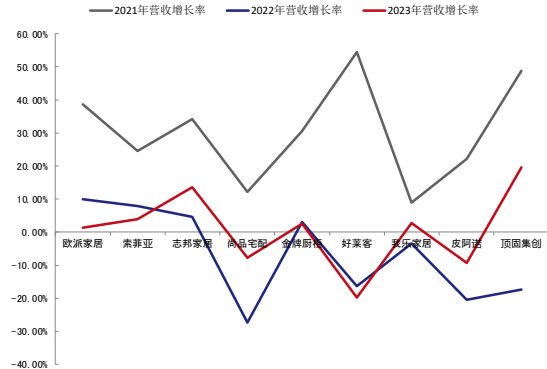
行业环境

定制家居需求受地产疲弱、消费者信心不足双重压制，多数企业增长乏力，行业转入存量竞争时代；一站式消费模式成为主流，定制家居企业发力布局“全品类”、整装渠道，以期获得结构性增长机会，但成效如何仍有待观察

定制家居行业具备后地产周期和消费品双重属性，2023年房地产低迷态势延续，全年销售面积同比降幅达8.50%；2024年1-4月，情况仍未见好转，商品房销售面积累计同比下滑20.2%。同时，近期消费者信心不足亦阻碍行业增长，从社会消费品零售总额数据来看，2023年以来家具类零售额虽维持增长，但增幅不大，2023年及2024年1-4月零售额分别同比增长2.8%和2.5%。折射到微观层面，2023年多数上市定制家居企业营收增速进一步放缓或营收继续下滑。

图 1 商品房销售情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 上市定制家居企业营收增长压力加大


注：从左至右，营收规模从高到低。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

存量时代下，定制家居行业的流量争夺愈发激烈，价格层面上，2023年多家定制家居企业推出“优惠套餐”。同时，随着一站式家居消费模式成为主流，产品层面上，定制家居企业不断深化“全品类”布局，对企业供应链及生产组织能力提出更高要求；渠道层面上，流量主入口已逐步切换至家装公司，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，企业的组织管理、品牌、交付、响应等软实力也面临更大挑战。

从零售渠道到大宗渠道再到整装渠道，定制家居行业历经数次渠道变革，在当下的市场环境下，整装能否帮助企业获取结构性增长机会还有待观察。此外，历次渠道变革都会带来一次行业格局的调整，需关注行业格局改变的可能性。

五、经营与竞争

公司经销店数量众多，以城市运营平台提升经销渠道营销能力，并通过多个生产基地保证产品供应。2023年好莱客自身大宗和整装渠道增长明显，但传统经销渠道承压较大，整体衣柜作为公司收入和利润主要来源，业绩下滑较多

2023年公司仍主要从事板式全屋定制家居及其配套家具的生产、销售，受行业需求持续收缩及2022年湖北千川门窗有限公司（以下简称“湖北千川”）出表影响，2023年公司营业收入同比下滑较多，全口径同比减少19.78%，剔除湖北千川2022年上半年并表损益及回购事项损益的影响，2023年好莱客自身营业收入同比减少10.52%。2023年以来公司主要产品仍保持较高毛利率，但因持续发力大宗和整装渠道，毛利率有所波动。2024年一季度，公司营收呈恢复态势，橱柜及大宗业务分别大幅增长60.42%和281.42%，但整体毛利率有所下降。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况-按产品分类（单位：亿元、%）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022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	2.91	72.25	36.65	16.73	73.87	38.85	19.12	67.71	38.68
木门	0.13	3.27	21.26	0.90	3.96	24.91	3.75	13.29	34.93
橱柜	0.61	15.10	25.03	2.96	13.07	26.07	2.88	10.20	26.75
成品配套	0.19	4.74	17.51	0.98	4.34	20.50	1.17	4.16	24.78
门窗	0.0028	0.07	3.12	0.04	0.16	1.98	0.27	0.95	-22.94
主营业务收入	3.84	95.42	33.31	21.61	95.40	35.62	27.19	96.30	35.69
其他业务	0.18	4.58	30.40	1.04	4.60	23.46	1.04	3.70	21.07
合计	4.03	100.00	33.18	22.65	100.00	35.06	28.23	100.00	35.15

资料来源：公司 2022-2023 年年报、2024 年一季度经营数据公告，中证鹏元整理

整体衣柜作为公司的拳头产品，2023年仍是公司最主要的收入与利润来源，但受行业需求收缩影响，业绩承压较大

公司产品品类丰富，涉及衣柜、木门、橱柜等多个场景产品，2023年整体衣柜收入仍是公司最主要的收入来源，收入占比超过70%，因销售毛利率仍保持较高水平，故整体衣柜的销售亦是公司最主要的利润来源。但受房地产行业景气度及居民消费意愿较低等因素影响，定制家居行业需求持续收缩，2023年公司衣柜收入下滑较多，是好莱客自身营业收入下滑的主要因素。此外，因木门收入原主要来自湖北千川，受其出表影响，产品收入下滑较多。公司近年发力整装及大宗渠道，一定程度上缓解了业绩下滑压力，但一方面大宗渠道的主要需求是橱柜产品，另一方面整装和大宗渠道的盈利能力弱于传统经销渠道，导致好莱客自身木门及橱柜产品在2023年全年及2024年一季度收入实现逆势增长的同时，毛利率却持续降低。

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，近年表现整体稳定。目前终端客单价在4万元左右，因公司近年持续实施大家居战略，并通过整装渠道拓展流量，客户由单一采购衣柜开始向多品类采购过渡，客单价保持一定的增长态势。

表3 好莱客自身产品销售均价情况

项目	单位	2024年 1-3月	2023年	2022年
整体衣柜	元/平方米	195.36	180.85	186.28
橱柜	元/套	4,567.03	4,512.78	4,649.97
木门	元/樘	1,489.91	1,525.44	1,550.77

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

传统零售渠道业绩承压较大，门店数量增长缓慢，整装渠道作为新的流量入口业绩增长明显，但基数尚小

渠道收入方面，就好莱客自身而言，2023年以来经销渠道收入有所下滑，若扣除其中的整装渠道收入，经销渠道的收入实际下滑比重更大，传统经销渠道业绩承压较大。为此公司加大了大宗、整装业务

的拓展力度，2023年大宗、整装等渠道收入占比有所提升，成为公司新的营收增长来源。

表4 好莱客自身营业收入情况-按销售模式分类（单位：亿元、%）

模式	2024年1-3月			2023年			2022年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
经销	3.17	78.66	35.4	18.76	82.84	37.35	21.87	90.13	36.32
直营	0.19	4.66	50.22	0.75	3.3	54.05	0.87	3.57	53.01
大宗业务	0.49	12.1	13.2	2.1	9.26	13.57	1.52	6.27	11.48
其他业务收入	0.18	4.58	30.4	1.04	4.6	23.46	0.01	0.02	-0.20
合计	4.03	100	33.18	22.65	100	35.06	24.27	100	35.35

资料来源：公司2022-2023年年报、2024年一季度经营数据公告，中证鹏元整理

渠道发展上，公司当前以经销模式为主，辅以大宗、直营，重点发展整装渠道的营销模式。经销渠道方面，公司由之前的一城一商策略改为一城多商策略，以原有的经销商作为城市运营平台，负责区域内营销、安装、售后、仓储等工作，新经销商作为渠道商主要负责前端营销工作，降低新经销商开店成本，既能为老经销商营销赋能又能共享其平台资源。

整装渠道方面，2023年公司成立整装中心，专门负责整装业务的拓展，将整装渠道作为公司重要的补充渠道，并通过与头部整装企业合作、招募中小整装企业作为经销商、以传统经销商发展等三种方式并行的模式发展。2023年公司整装业务收入规模超过2亿元，同比增长超过70%，增长明显，但基数尚小，暂统计在经销类别下。考虑到当前在整装企业业务中，定制家居企业所占用的流量仍较小，预计未来整装渠道仍是公司业绩增长的重要来源，但整装企业对于产品品质而言，通常更注重产品性价比，或将进一步摊薄公司产品利润；且整装企业作为相对独立的渠道商，通常品牌黏性相对较小，公司需进一步提升渠道管理能力。

此外，公司在大宗业务方面继续坚持与优质央国企合作，控制经营风险，同时通过大批量出货拓展多品类业务规模与品牌影响力，2023年公司大宗业务收入较2022年合并口径大幅下降，主要系湖北千川以大宗业务为主，剔除湖北千川出表影响，大宗业务基数尚小，2023年及2024年一季度好莱客自身大宗业务规模分别同比增长37.68%、281.42%。

从门店数量来看，2023年数量增长缓慢，一方面是公司以大家居概念设店，开店成本相对较高，另一方面，公司2023年四季度对整装渠道的经销商做了优化升级，对不符合公司战略发展要求的门店做了优化汰换。

表5 公司门店数量及变动情况（单位：家）

项目	2024年3月	2023年	2022年
期末门店数量合计	1,882	1,896	1,817
经销商专卖店数量	1,868	1,882	1,789
其中：新开	20	351	313
关闭	34	258	530

直营店数量	14	14	28
其中：新开	0	0	3
关闭	0	14	2

资料来源：2022-2023年度及2024年第一季度主要经营情况公告，中证鹏元整理

公司多个生产基地产能充足，产销率及获现表现较好，但受下游需求及行业竞争影响，整体产能利用率不高

定制家居行业通常会提前3-5年布局产能，公司当前拥有广州从化、广东惠州、湖北汉川生产基地，产能充足，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。但受下游需求不振及行业竞争激烈影响，当前产能利用率不高，2023年整体有所下滑。但受益于“以销定产”的定制模式，公司产品产销率较高，且零售端先款后货，收现比及经营现金流表现较好。

表6 好莱客自身各产品产能及产销情况

产品	项目	单位	2024年 1-3月	2023年	2022年
整体衣柜及配套家具柜体	产能	万平方米	224.00	1,570.00	1,663.00
	产量	万平方米	150.29	928.63	1,018.50
	销量	万平方米	149.01	925.05	1,024.12
	产能利用率	-	67.09%	59.15%	61.24%
	产销率	-	99.15%	99.61%	100.55%
橱柜	产能	万套	2.20	12.07	11.00
	产量	万套	1.40	6.77	6.13
	销量	万套	1.33	6.56	6.19
	产能利用率	-	63.43%	56.08%	55.73%
	产销率	-	95.48%	96.90%	100.98%
木门	产能	万樘	1.88	12.00	9.18
	产量	万樘	0.84	5.95	5.65
	销量	万樘	0.88	5.88	5.62
	产能利用率	-	44.72%	49.58%	61.55%
	产销率	-	105.10%	98.82%	99.47%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司原材料、人工成本、制造费用占总成本的比例分别为69.98%、8.60%、16.00%，其中原材料成本占比进一步提升，人工成本占比继续下降。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，2023年公司通过寻源、对比供应商价格以及谈判返利等方式降低了原材料的采购单价，进一步争取了盈利空间。

表7 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	22.21	-13.84%	39,863.58	51.89%
五金配件	件	0.55	-20.29%	16,486.95	21.46%

合计	-	-	-	56,350.53	73.35%
----	---	---	---	-----------	--------

注：单价同比变动以2022年好莱客自身采购单价为基数。

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2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围无变化。

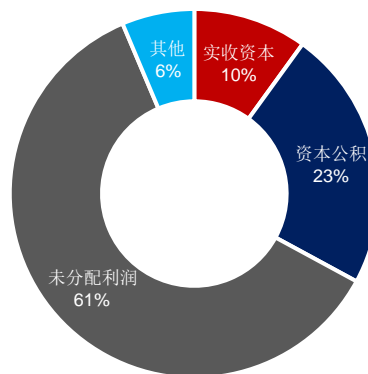
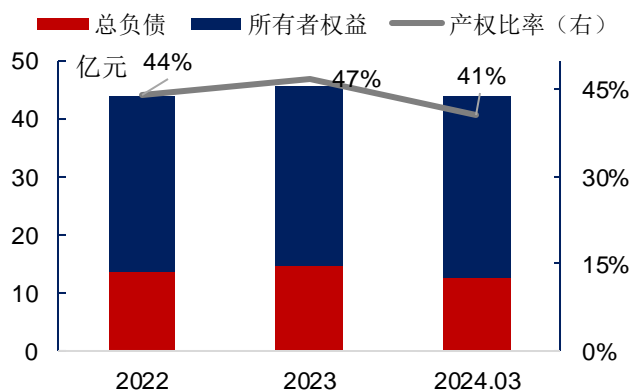
资本实力与资产质量

公司资产规模与资本结构稳定，现金类资产充足，资产受限比例很低，整体资产质量较高

跟踪期内公司资产规模及资本结构较为稳定。2023年公司经营积累尚可，但因实施员工持股计划导致资本公积减少，年末所有者权益余额增长较少，产权比例有所上升。2024年一季度，公司清偿部分经营性负债，产权比率降至约41%，整体来看公司资本结构良好，所有者权益对负债的保障水平较高。2024年3月末，公司所有者权益仍以未分配利润和资本公积为主。

图 3 公司资本结构

图 4 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2024 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，资产主要为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，跟踪期内，公司现金类资产规模及占比进一步增加，资产流动性进一步提升。公司为制造业企业，厂房设备投资规模较大，2023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34.33%，近年无大额资本支出计划，规模较为稳定。2023年末公司长期股权投资仍主要是与关联方好太太（603848.SH）联合投资的广东好好置业投资有限公司。公司零售业务主要以先款后货或预收款的形式，且产品采购生产周期短、库存周转快，故存货与应收账款的规模相对有限且占比稳

定。2023年末公司应收账款中来自工程客户的余额为1.31亿元，1年及以内的余额为1.20亿元，应收账款结构良好；坏账减值方面，2023年末公司应收账款已计提坏账准备3,206.96万元，其中对恒大系客户有1,782.53万元的应收账款已按单项计提80%坏账准备。得益于公司近年良好的经营积累与投资收益，公司持有的货币资金及交易性金融资产规模快速增加，现金类资产合计占比超过35%，2023年末交易性金融资产全部为银行理财产品，风险较低。2023年末，公司资产中仅有86.69万元的货币资金受限，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，现金类资产比例较高，资产受限比例很低，流动性与安全性较好。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

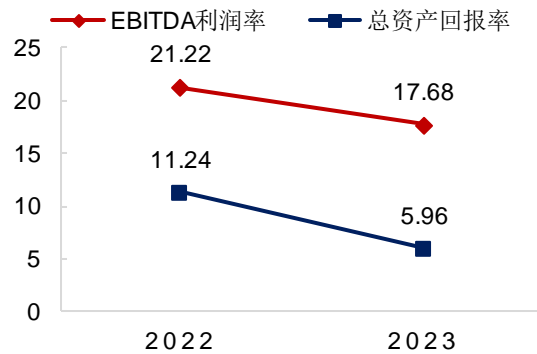
项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.81	10.96%	4.81	10.56%	2.50	5.70%
交易性金融资产	11.21	25.57%	12.71	27.92%	8.21	18.73%
应收账款	1.72	3.92%	1.67	3.67%	1.46	3.34%
存货	2.43	5.53%	2.39	5.25%	2.34	5.35%
流动资产合计	20.59	46.96%	22.07	48.48%	19.00	43.37%
长期股权投资	4.02	9.17%	4.02	8.83%	4.04	9.23%
固定资产	13.21	30.12%	13.67	30.02%	14.67	33.48%
无形资产	1.93	4.41%	1.96	4.31%	2.07	4.72%
非流动资产合计	23.26	53.04%	23.46	51.52%	24.81	56.63%
资产总计	43.85	100.00%	45.53	100.00%	43.81	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司零售业务盈利能力整体保持稳定，但业绩持续承压下，大宗及整装渠道或将继续摊薄公司利润

2023年公司合并口径营业收入大幅下降19.78%，主要是终端需求不振导致好莱客自身衣柜收入减少及湖北千川出表导致的木门收入大幅减少，剔除湖北千川2022年上半年并表损益及回购事项损益的影响，2023年好莱客自身营业收入同比减少10.52%。2023年公司总资产回报率同比下降较多，一方面系当年收入下滑使公司盈利水平受到一定影响，另一方面系上年处置湖北千川股权获得了较多投资收益，使得基数较大。公司零售毛利率比较稳定，但大宗及整装渠道收入规模占比增加，使得公司整体盈利能力有所下降。考虑到行业需求短期内难以快速复苏，未来公司业绩或将继续承压，并随着大宗及整装渠道营收规模继续扩大，整体盈利能力或将继续下降。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司债务期限结构良好且总债务规模不大，现金生成能力较强，偿债压力较小

2023年末，公司有息债务仅包含本期债券、厂房租金（租赁负债）及少量流贷，规模不大且债务期限结构良好。同时公司应付票据余额为零，经营性负债主要为应付账款和合同负债，即应付或预收的货款与劳务款。整体来看公司债务风险较小。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.06	0.45%	0.05	0.38%	0.00	0.00%
应付账款	1.52	12.04%	2.44	16.80%	2.49	18.60%
合同负债	1.37	10.85%	1.94	13.33%	1.02	7.63%
其他应付款	0.67	5.31%	0.73	5.05%	0.59	4.40%
一年内到期的非流动负债	0.20	1.56%	0.20	1.37%	0.18	1.33%
流动负债合计	4.51	35.61%	6.41	44.10%	5.35	39.96%
应付债券	6.19	48.88%	6.12	42.11%	5.87	43.90%
租赁负债	0.85	6.73%	0.86	5.93%	0.99	7.40%
非流动负债合计	8.15	64.39%	8.13	55.90%	8.04	60.04%
负债合计	12.66	100.00%	14.55	100.00%	13.38	100.00%
总债务合计	7.29	57.63%	7.29	50.09%	7.08	52.91%
其中：短期债务	0.25	2.01%	0.30	2.06%	0.22	1.61%
长期债务	7.04	55.61%	6.99	48.03%	6.86	51.30%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司营收虽有所下滑，但先款后货为主的经营模式下，经营活动净现金流持续表现较好，资产负债率仍保持在较低水平，净债务及相关指标仍为负，杠杆较低，现金流对债务及利息的保障程度良

好，偿债压力较小。2024年1-3月公司经营活动现金净流出，主要系季节性因素所致。

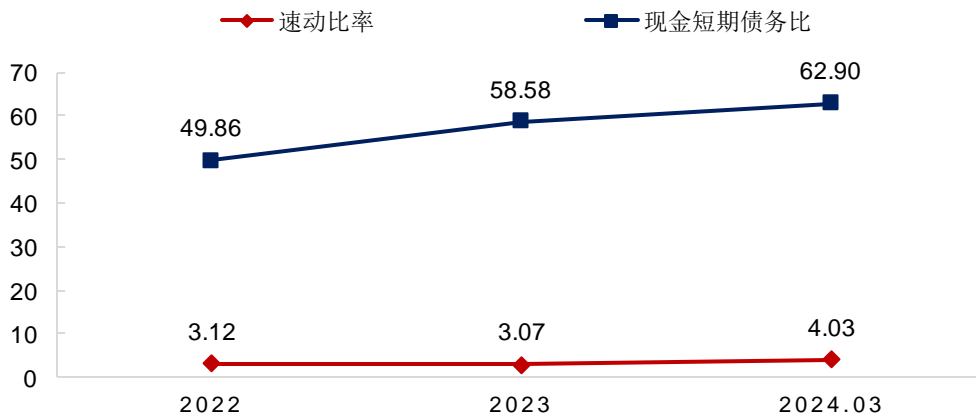
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.41	4.63	3.43
收现比	95.10%	116.34%	116.46%
FFO（亿元）	--	1.41	3.11
资产负债率	28.86%	31.94%	30.54%
净债务/EBITDA	--	-2.41	-0.50
EBITDA 利息保障倍数	--	10.12	13.00
总债务/总资本	18.95%	19.04%	18.87%
FFO/净债务	--	-14.59%	-103.76%
经营活动净现金流/净债务	16.33%	-48.00%	-114.38%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司各项流动性比率指标走势稳定且表现良好，现金类资产充足，流动性资产对债务的保障能力较强，偿债压力较小。同时公司作为上市公司，融资渠道广，资产受限比例很低，截至2024年3月末尚有14.00亿元的银行授信额度未使用，未来获取流动性的方式较多。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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

根据公开查询及公司提供的说明，中证鹏元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。2023年公司共召开3次股东大会（含临时），10次董事会与6次监事会。2023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。2023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2021年1月1日至报告查询日（2024年5月14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，截至查询日（2024年6月6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、成品配套等全品类定制家居产品，整体衣柜是公司收入和利润的主要来源，近年受地产疲弱、消费者信心不足双重压制，行业需求收缩、竞争加剧，公司业绩持续承压，2023年营收大幅下滑，但公司近年在衣柜产品的主导优势下，积极推动“大家居”、“全品类”概念，优化传统经销模式，升级整装渠道战略定位，在新兴渠道方面业绩增长明显。且自2022年剥离湖北千川后，公司资产质量大幅提升，现金类资产充足，获现能力良好，资产对债务的保障能力较好。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，维持评级展望为稳定，维持“好客转债”的信用等级为AA。

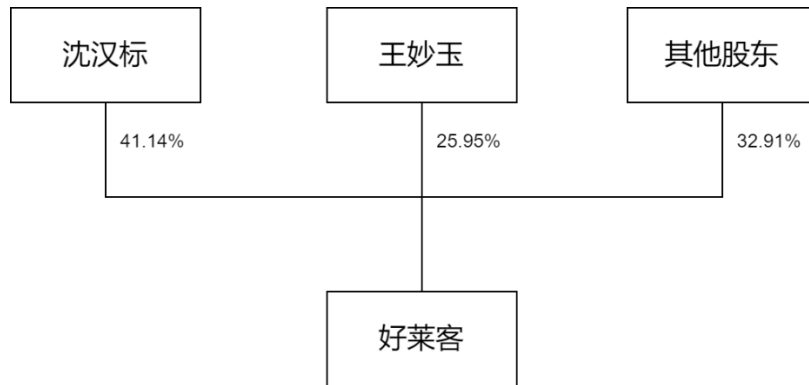
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.81	4.81	2.50	5.31
交易性金融资产	11.21	12.71	8.21	6.01
应收账款	1.72	1.67	1.46	1.88
存货	2.43	2.39	2.34	7.87
其他流动资产	0.18	0.23	0.21	0.49
流动资产合计	20.59	22.07	19.00	25.81
长期股权投资	4.02	4.02	4.04	0.07
固定资产	13.21	13.67	14.67	17.42
在建工程	0.18	0.12	0.15	1.05
非流动资产合计	23.26	23.46	24.81	28.82
资产总计	43.85	45.53	43.81	54.63
短期借款	0.06	0.05	0.00	3.69
应付账款	1.52	2.44	2.49	4.21
合同负债	1.37	1.94	1.02	4.07
其他应付款	0.67	0.73	0.59	0.70
一年内到期的非流动负债	0.20	0.20	0.18	0.29
流动负债合计	4.51	6.41	5.35	19.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	6.19	6.12	5.87	5.62
租赁负债	0.85	0.86	0.99	1.08
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	8.15	8.13	8.04	7.52
负债合计	12.66	14.55	13.38	26.56
总债务合计	7.29	7.28	7.08	14.81
其中：短期债务	0.25	0.30	0.22	8.10
长期债务	7.04	6.99	6.86	6.70
总债务	7.29	7.29	7.08	14.81
所有者权益	31.19	30.99	30.43	28.07
营业收入	4.03	22.65	28.23	33.71
营业利润	0.10	2.29	5.17	-0.08
净利润	0.13	2.17	4.54	0.02
经营活动产生的现金流量净额	-1.41	4.63	3.43	2.96
投资活动产生的现金流量净额	1.43	-0.61	-4.41	-6.51
筹资活动产生的现金流量净额	-0.03	-1.72	-1.20	2.08
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	4.00	5.99	6.64

收现比	95.10%	116.34%	116.46%	103.86%
FFO（亿元）	--	1.41	3.11	3.82
净债务（亿元）	-8.61	-9.65	-3.00	2.43
销售毛利率	33.18%	35.06%	35.15%	33.94%
EBITDA 利润率	--	17.68%	21.22%	19.71%
总资产回报率	--	5.96%	11.24%	0.80%
资产负债率	28.86%	31.94%	30.54%	48.61%
净债务/EBITDA	--	-2.41	-0.50	0.37
EBITDA 利息保障倍数	--	10.12	13.00	14.16
总债务/总资本	18.95%	19.04%	18.87%	34.53%
FFO/净债务	--	-14.59%	-103.76%	157.23%
经营活动现金流/净债务	16.33%	-48.00%	-114.38%	121.99%
速动比率	4.03	3.07	3.12	0.94
现金短期债务比	62.90	58.58	49.86	1.63

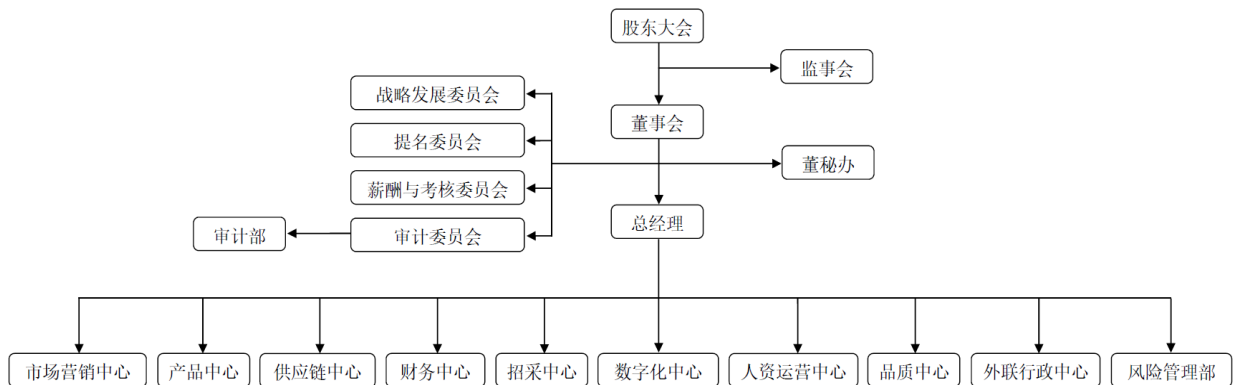
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公开资料

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本（亿元）	持股比例（%）	业务性质
惠州好莱客集成家居有限公司	1.98	100	制造业
广州从化好莱客家居有限公司	3.00	100	制造业
湖北好莱客创意家居有限公司	5.00	100	制造业
湖北德意莎门窗有限责任公司	0.50	100	制造业
瀚隆门窗（杭州）有限责任公司	0.83	100	制造业
好莱客投资有限公司	0.85HKD	100	投资公司
广州好莱客集成家居有限公司	0.20	100	制造业
广州好莱客家具安装服务有限公司	0.05	100	服务业

资料来源：公司 2023 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。