

2019 年厦门金牌厨柜股份有限公司  
可转换公司债券 2020 年  
跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 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年厦门金牌厨柜股份有限公司可转换公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【79】号 01

债券简称：金牌转债  
增信方式：股份质押和  
保证担保  
担保主体：厦门市建潘  
集团有限公司  
债券剩余规模：  
3.92 亿元

债券到期日期：2025 年  
12 月 13 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，到期还本，附  
债券赎回及回售条款

### 分析师

姓名：  
蒋申 邓艰

电话：  
0755-82872532

邮箱：  
jiangsh@cspengyuan.co  
m

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于中证  
鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 4 日	2019 年 5 月 17 日

### 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”）对厦门金牌厨柜股份有限公司（以下简称“金牌厨柜”或“公司”，股票代码：603180.SH）及其 2019 年 12 月 13 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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：公司品牌知名度高，在华东地区具有一定影响力，大宗业务的增长为公司营业收入提供较大支撑，短期内公司抗风险能力较好，现金对债务的保障能力较高，整体偿债压力不大。同时中证鹏元也关注到公司扩门店策略的获客效应较弱，需关注未来新店业绩的实现情况，公司海外销售情况存在较大不确定性，且计划新增产能能否顺利消化存在不确定性等风险因素。

### 正面：

- 公司品牌知名度高，在华东地区具有一定影响力。公司是家用厨房设备等国家标准、住宅整体厨房等行业标准的主导起草者。华东地区是公司重点销售区域，多数直营店和大宗业务分布于该区域，贡献了公司主要的收入和利润，在该地区公司具有一定影响力。公司品牌知名度高，连续八年被评为“中国房地产开发企业 500 强首选供应商（橱柜类）”。
- 公司大宗业务的增长为营业收入提供了较大支撑。公司大宗业务模式以工程代理商模式为主，需求来源于精装房装修。2019 年，公司大宗业务收入实现 5.05 亿元，同比增加 149.31%，远高于公司零售渠道收入同比增速；大宗业务毛利率为 19.95%，同比增加 8.95 个百分点。随各省市精装房政策的逐步落地，预计大宗业

务能持续为公司营业收入提供支撑。

- **短期内公司抗风险能力较好，现金对债务的保障能力较高，整体偿债压力不大。**截至 2019 年末，公司有息债务因发行可转债攀升至 5.03 亿元，2020 年 3 月末，公司账面货币资金、理财资金规模分别为 2.39 亿元、6.08 亿元，现金短期债务比为 3.93，现金类资产对短期债务的保障力度较高，短期内公司抗风险能力较好。

## 关注：

- **公司扩门店策略的获客效应较弱，需关注未来新店业绩的实现情况。**2019 年末，公司门店数合计为 2,144 家，同比增长 21.89%，与同行业相比，开店速率较快。2019 年，公司单店收入同比有所下降，考虑新店存在一定业绩爬坡期，公司门店数量大幅的增长未能带来单店收入的边际增加，公司扩门店策略的获客效应较弱，未来需持续关注公司新店业绩实现情况。
- **公司海外销售情况存在较大不确定性。**近年中美贸易摩擦加剧，2020 年 3 月，美国国际贸易委员会裁定结果显示，增加中国进口的橱柜产品的反倾销税、反补贴税比例。美国市场为公司主要的海外销售区域，考虑到公司海外销售收入占比不高、公司已设立泰国合资公司以完善海外生产，关税提升对公司不利影响尚为可控。中证鹏元也注意到，目前国外 COVID-19 疫情持续蔓延，公司海外销售情况仍存在较大不确定性，未来需持续关注中美贸易摩擦、国外疫情对公司海外销售业务的影响。
- **公司计划新增产能能否能顺利消化存在不确定性。**本期债券募投项目达产后，合计可新增公司整体厨柜产能 18 万套（包括零售厨柜产能 5 万套、工程厨柜产能 13 万套）、整体衣柜产能 6 万套和定制木门产能 25 万樘。公司计划新增产能规模较大，一方面，疫情因素致使公司在建产能项目完工时间延后；另一方面，近年定制家居行业收入增速明显放缓，公司在建产能项目的收益能否达到预期、新增产能是否能顺利消化存在不确定性。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	248,017.65	267,615.76	185,344.85	158,026.97
归属于母公司所有者权益合计	121,809.59	121,090.71	98,269.96	85,836.30
有息债务	55,368.07	50,272.77	9,347.52	9,551.48
资产负债率	50.77%	54.64%	46.81%	45.68%
流动比率	1.54	1.39	1.15	1.39

速动比率	1.26	1.17	0.95	1.20
营业收入	26,719.71	212,544.48	170,167.80	144,196.71
营业利润	630.51	27,357.57	23,791.45	18,395.14
净利润	619.08	24,201.49	21,012.18	16,674.37
总资产回报率	-	12.18%	13.90%	15.33%
综合毛利率	32.00%	35.84%	39.00%	39.14%
EBITDA	-	34,084.96	29,140.00	22,389.48
EBITDA 利息保障倍数	-	179.25	-	-
经营活动现金流净额	-28,224.08	40,212.52	32,538.44	35,738.48

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

#### 担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	363,277.70	258,794.81	202,846.36
归属于母公司所有者权益	63,803.50	50,991.86	45,467.56
资产负债率	61.56%	55.62%	52.28%
营业收入	327,382.00	230,151.42	185,567.37
净利润	21,614.83	19,908.98	16,932.18
经营活动现金流净额	41,204.91	22,832.08	42,956.50

资料来源：厦门市建潘集团有限公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年12月13日发行6年期3.92亿元公司债券，募集资金计划用于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（以下简称“同安募投项目”）、江苏金牌厨柜有限公司二期工程项目3#、5#厂房建设项目（以下简称“泗阳募投项目”）。

根据公司公告，截至2019年12月31日，本期债券募集资金余额为38,578.01万元；其中，使用闲置资金购买结构性存款未到期本金余额为17,200.00万元，募集资金专用账户余额为21,378.01万元。

## 二、发行主体概况

2019年至2020年3月末，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化。2019年3月，鉴于公司2017年限制性股票激励计划的第一个解除限售期内，公司的业绩考核目标未达成，以及已获授限制性股票的激励对象中尚毅、严恩雄、赵建勇等9人因个人原因已离职，不再具备激励对象资格，公司按约定的价格回购上述已获授但尚未解除限售的限制性股票合计28.41万股，并办理回购注销手续，变更后的注册资本为人民币6,721.59万股。

截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本为6,721.59万元。公司控股股东仍为厦门市建潘集团有限公司（以下简称“建潘集团”），建潘集团持有公司股份2,915.05万股，占公司总股本的43.37%；其中1,539.12万股处于质押状态，占建潘集团所持公司股份总数的52.80%。公司实际控制人为温建怀和潘孝贞，二人为一致行动人，共持有建潘集团98.50%股份，合计直接和间接控制公司62.23%股份。温建怀是现任公司董事长，潘孝贞任公司副董事长、总经理。截至2020年3月末，公司前十大股东明细如下表所示。

**表1 截至2020年3月公司前十大股东明细（单位：万股）**

股东名称	持股数量	比例	持有有限售条件股份数量	股份质押数量
厦门市建潘集团有限公司	2,915.05	43.37%	2,915.05	1,539.12
温建怀	825.76	12.29%	825.76	309.00
潘孝贞	485.62	7.22%	485.62	175.00
温建北	242.81	3.61%	242.81	43.00
潘美玲	194.14	2.89%	194.14	154.94
潘宜琴	97.70	1.45%	97.70	68.55

温建河	97.31	1.45%	97.31	45.00
厦门谦程初启股权投资有限合伙企业(有限合伙)	56.99	0.85%	0.00	0.00
全国社保基金五零二组合	40.72	0.61%	0.00	0.00
叶向东	36.50	0.54%	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>4,992.60</b>	<b>74.28%</b>	<b>4,858.39</b>	<b>2,334.62</b>

资料来源：公司 2020 年一季报，中证鹏元整理

公司主要从事整体厨柜、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。2019 年，公司新增设立 2 家子公司，主要业务范围是对外投资、拓展海外市场等。如下表所示：

**表2 2019年公司合并报表范围变化情况**

子公司名称	注册资本	持股比例	合并方式
宿迁瑞渝投资合伙企业（有限合伙）	5,000 万元	100%	投资设立
JPCG SINGAPORE PTE.LTD	200 万美元	100%	投资设立

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 三、运营环境

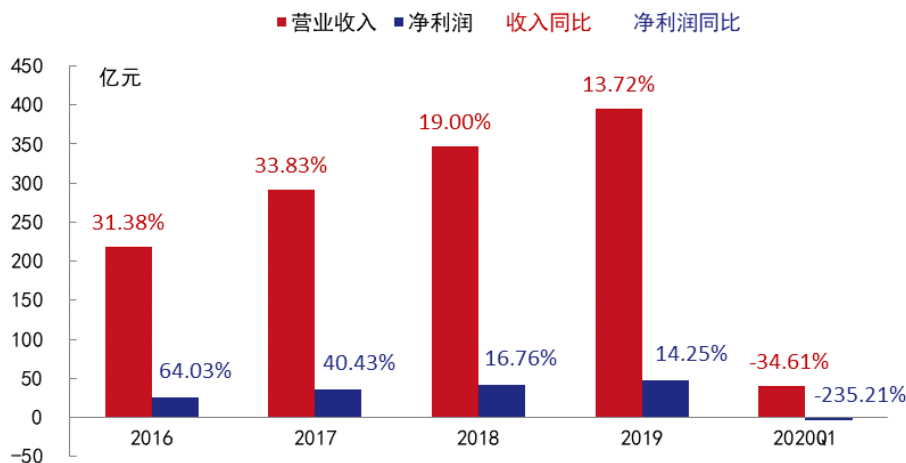
近年，定制家居行业景气度承压，行业内上市公司平均收入增速表现为大幅放缓；长期来看，定制家居行业市场规模仍有扩增空间

作为传统轻工制造行业之一，近十年家具制造行业发展趋缓。根据国家统计局数据显示，2019年我国家具制造业营业收入为7,117.20亿元，同比增速为1.50%，增速大幅放缓。受COVID-19疫情因素影响，2020年1-3月，家具制造业营业收入为1,176.90亿元，同比减少23.70%，主要系企业复工时间延迟及家居消费需求抑制所致。

定制家居行业是家具制造业的分支，最早起源于欧美国家，2000年左右在我国兴起。伴随着房地产经济的繁荣、城镇化的快速推进，定制家居行业经历了从无到有的进程。2018年以来，地产红利的逐步消退、行业竞争的激烈，致使定制家居行业收入增速放缓。以定制家居9家上市公司<sup>1</sup>每年收入之和、净利润之和为定制家居行业收入、盈利的代理变量，测算2018-2019年，定制家居行业营业收入增速均低于20%。2020年一季度，受COVID-19疫情影响，定制家居行业收入、利润同比大幅下滑。

<sup>1</sup> 9家上市公司全称和简称分别为：欧派家居集团股份有限公司（简称“欧派家居”）、索菲亚家居股份有限公司（简称“索菲亚”）、广州尚品宅配家居股份有限公司（简称“尚品宅配”）、志邦家居股份有限公司（简称“志邦股份”）、好莱客、厦门金牌厨柜股份有限公司（简称“金牌厨柜”）、广东顶固集创家居股份有限公司（简称“顶固集创”）、南京我乐家居股份有限公司（简称“我乐家居”）、广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司（简称“皮阿诺”）。

图1 定制家居行业高增速时代迎来拐点，2018-2019 年行业营业收入增速低于 20%



资料来源：Wind，中证鹏元整理

但行业增速的放缓并不等同于行业规模已经饱和。根据中国产业信息网《2019年上半年我国定制家具渗透率、价格战情况、研发投入、盈利质量及行业主流趋势分析》，目前我国定制家居占家具行业收入的比例在30%左右，而发达国家位于60%到70%之间，定制家居行业渗透率仍有增长空间。

**2020年一季度，COVID-19疫情爆发，家居消费需求短期抑制；长期来看，精装修市场扩容可能推动定制家居大宗业务需求提升，同时翻新需求持续推动行业增长**

定制家居是后地产周期行业，产品销售周期滞后于房地产销售周期。从需求来看，由于大众“翻新→装修→换家居”和“买房→装修→买家居”的消费习惯，住宅装修需求对定制家居行业的发展有重要影响。住宅装修需求源自新房销售、翻新需求两大方面。

2020年一季度，COVID-19疫情爆发，房地产行业供需端受较大冲击。2018年四季度以来，住宅销售表现疲弱；2019年下半年，住宅销售小幅修复，房企加大推盘力度、以价换量，市场成交主力的三四线城市呈现一定的韧性。随棚改货币化安置时滞效应的消散，2020年房地产销售预期有一定的回落，疫情的爆发加重了房地产全年销售端的压力。2020年1-3月，住宅销售面积累计同比下降25.90%；疫情的爆发同样递延了复工时间，2020年1-3月，住宅新开工面积、住宅竣工面积累计同比分别下降26.90%、16.20%。短期来看，新房销售的暂停、家居卖场延期营业抑制了家居消费需求，复工时间的推迟、社区的严防严控阻碍了现有家居订单的生产、安装维护，定制家居行业经营压力短期增大，但随复工复产节奏的推进，行业短期经营压力将逐步缓解。



图2 COVID-19 疫情爆发，住宅销售、新开工及竣工情况受较大冲击

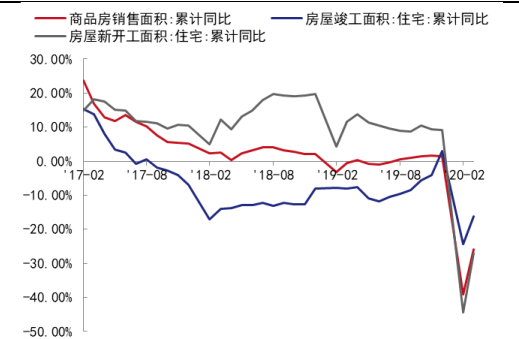
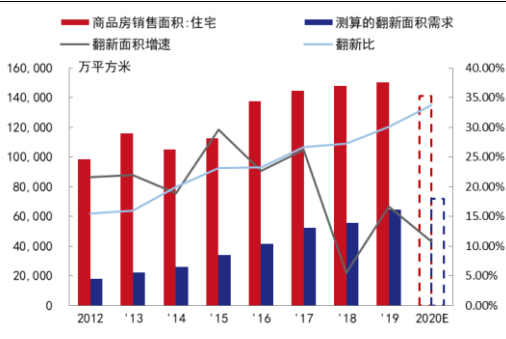


图3 翻新需求持续推动行业增长，预计2020年翻新比超过33%



注1: 翻新比=翻新面积/(新售面积+翻新面积);

注2: 2020年住宅销售面积增速按-6%测算, 测算详见专题研究《COVID-19 疫情持续, 楼市政策如何发力?——短期注重流动性, 长期关注投资和销售端》20200224;

注3: 翻新需求假设每隔10年住宅需要重新装修, 每年有90%居民有翻新需求, 且每年度新增居民翻新需求分三年消化, 即第一、二、三年分别翻新30%、30%和30%; 即2020年翻新面积需求=2010年住宅销售面积\*30%+2009年住宅销售面积\*30%+2008年住宅销售面积\*30%。

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

长期来看, 房地产景气度虽持续下行, 但翻新需求、精装修需求的大规模放量仍在路上。奥维云网地产大数据监测显示, 我国精装修渗透率<sup>2</sup>处于上升通道, 2018年全国精装修商品住宅开盘规模增幅近60%, 达到253万套, 市场渗透率达28%; 预计2019年精装修数量在330-350万套左右, 渗透率可达30-32%。但对比海外北美(80%)、欧洲(86%)、日本(84%)等地区来看, 我国精装修渗透率仍有较大提升空间。从精装房配置品来看, 橱柜等硬装的配置率较高, 均在95%以上, 利好定制家居行业的大宗业务发展。从政策方面来看, 2016年以来各省精(全)装修政策推广较大, 2017年住建部在《建筑业发展十三五规划》中明确提出了2020年新开工全装修成品住宅面积达30%的战略目标。目前一、二线城市精装比例较高, 政策层面的利好伴随三四线城市精装修市场的扩容, 定制家居行业大宗业务需求有较大提升空间。翻新需求方面, 一般而言, 住宅每隔8-12年需要重新装修。根据中证鹏元测算, 预计2020-2021年我国住宅翻新需求为71,652.55万平方米、82,826.97万平方米, 翻新需求增速在10%左右波动; 但翻新比逐年增长, 预计2020年超过33%, 翻新需求持续推动定制家居行业增长。

**定制家居行业集中度较低, 竞争较激烈; 行业内短期大宗提量能够为收入提供支撑, 但长期仍需关注零售模式渠道的拓展**

我国定制家居行业集中度较低, 整体呈现“大行业、小公司”的特点。我国定制家居消费者需求差异分化, 高中低端产品需求不一。行业进入门槛较低, 中小企业较多, 消费

<sup>2</sup> 精装修渗透率=精装修销售数量/(精装修销售数量+毛坯房销售数量)。

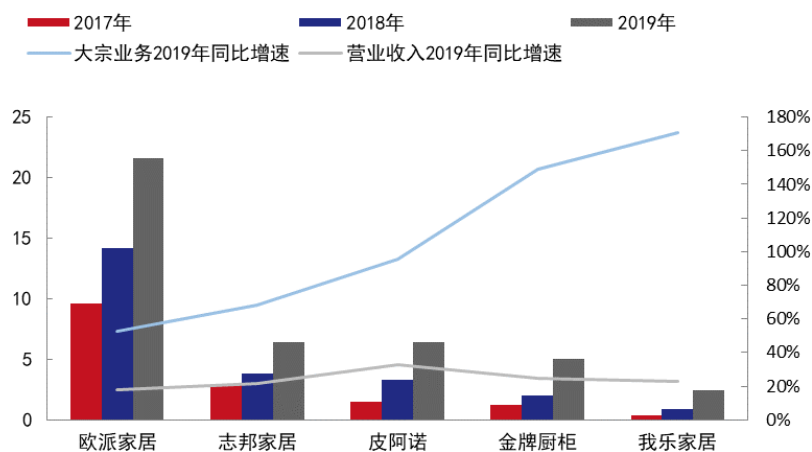
者可选择产品较多，企业竞争较激烈。2019年，定制家居行业集中度CR6<sup>3</sup>为25.15%，同比提升2.52个百分点。

定制家居企业提升竞争力的方式主要有：拓展产品品类，发展多品类产品生产，向全屋定制领域发展；拓展业务类型，大力发展大宗业务、海外销售业务，结合标准件生产，布局精装修市场、海外市场；扩张经销渠道，增加经销商专卖店、直营店开店数量；增加线上O2O渠道，加大营销推广力度。

近年定制家居各企业均进行了产品扩张，以丰富产品内容、提升客单值，增强企业抗风险能力。从定制衣柜生产向定制橱柜生产扩张（索菲亚、好莱客）、定制橱柜向定制衣柜扩张（欧派家居、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居、皮阿诺等），到卫浴、木门、五金等多品类扩张（欧派家居、索菲亚、顶固集创等），新扩张的品类能够共享企业原有的销售渠道，以支撑企业收入的增长。

随着精装修渗透率的不断提升，大宗业务为定制家居行业短期内重要的增长策略。受益于订单批量生产的特性，短期内大宗业务提量较快，能够为定制家居企业收入的增长提供支撑。2019年，定制家居各企业大宗业务同比增速均高于其营业收入增速。其中，同比增速最快的是我乐家居，同比增速达170.54%。受产能限制，2017-2018年我乐家居战略收缩大宗业务，2019年随产能释放，其大宗业务大幅放量。不能忽视的是，房地产企业的高议价能力对定制家居行业的营运效率造成了负面影响。近年定制家居各企业应收款项周转天数呈现不同程度的增长，营运效率承压。

图4 短期内大宗业务可为定制家居企业营收的增长提供支撑



资料来源：公司公告，中证鹏元整理

<sup>3</sup> CR6 是行业前六名企业的营业收入占定制家居行业主营业务收入的百分比，假设定制家居行业主营业务收入=家具制造业主营业务收入\*20%。

长期来看，零售业务是定制家居企业的重要“城池”。目前定制家居企业的销售模式仍集中于线下，多以经销商为主、以直营为辅，通过终端门店的广覆盖、高渗透来满足终端消费者个性、专属的家居需求。近年定制家居企业陆续上市后，持续扩张渠道。但随着行业进入者数量的增多，传统扩张方式的边际红利减弱。

面对传统渠道的发展瓶颈，定制家居行业发力零售渠道变革，引入线上销售、新零售门店、整装等多种零售模式。2020年一季度，受疫情影响复工时间递延，多家企业采取直播的方式进行线上营销，但行业内对于此类线上新零售模式的运营仍处于探索阶段。综上，定制家居行业竞争激烈，短期大宗提量能够为收入提供支撑，但长期来看零售模式下多销售渠道的拓展也日趋重要。

#### 四、经营与竞争

公司是集定制家居产品的研发设计、生产销售、安装售后等服务于一体的专业服务商，产品主要为整体厨柜、整体衣柜和定制木门。得益于公司产品类扩张、大宗业务规模增长，2019年公司营业收入实现21.25亿元，同比增长24.90%。整体厨柜是公司核心产品，整体衣柜、定制木门等新品类近年收入增长较快。公司其他业务收入主要为经销商培训费、售后服务费收入，规模较小。毛利率方面，近年公司综合毛利率维持在较高水平，波动较小。2019年，公司综合毛利率实现35.84%，同比下降3.15个百分点，主要系毛利率较低的大宗业务规模大幅增长所致。

2020年一季度，国内COVID-19疫情全面爆发，公司面临复工复产时间推迟、家居卖场延期营业等难题，线下零售业务受到较大冲击；此外，疫情因素导致公司产品的上门安装服务无法实现，消费者的家装需求短期内受一定抑制。公司收入受较大影响，2020年一季度，公司营业收入实现2.67亿元，同比下降3.93%。同行业来看，2020年1-3月，公司营业收入增速排名为9家上市公司第二，主要系公司大宗业务受疫情影响较小，大宗业务为公司营业收入提供了较大支撑。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

产品结构	2020年1-3月		2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
整体厨柜	20,885.38	32.02%	178,156.89	36.50%	153,556.76	39.89%
整体衣柜	4,600.73	19.93%	30,537.29	26.83%	13,795.39	18.89%
木门	156.69	1.28%	760.82	10.61%	34.92	48.68%
其他家居品	18.48	18.72%	39.24	24.41%	0.00	0.00%

主营业务收入小计	25,661.29	29.66%	209,494.24	34.99%	167,387.07	38.16%
其他业务收入小计	1,058.43	88.70%	3,050.24	94.45%	2,780.73	89.02%
合计	26,719.71	32.00%	212,544.48	35.84%	170,167.80	39.00%

注：整体厨柜收入包含橱柜、厨房电器、厨房用品、安装服务业务收入。

资料来源：公司提供

**公司在华东地区有一定品牌影响力；公司产能规模持续提升，整体产能利用率较高；公司计划新增产能规模较大，考虑到近年行业收入增速整体放缓，公司新增产能能否顺利消化存在不确定性**

公司总部位于福建省厦门市，生产基地位于厦门市同安区、江苏省泗阳县经济开发区。公司销售范围分布全国，华东地区为重点销售区域，大部分直营店和大宗业务分布于该区域，贡献了公司主要的收入和利润。公司连续八年被评为“中国房地产开发企业500强首选供应商（橱柜类）”，在华东地区有一定品牌影响力。

公司产品主要为整体厨柜、整体衣柜和木门，产品定位中高端。整体厨柜是公司核心产品，是综合橱柜制造、厨电产品配套和安装售后等一体化服务的定制产品。公司经营的橱柜品牌为“金牌厨柜”、厨电品牌为“玛尼欧”、衣柜及定制木门品牌为“桔家”。2019年3月，公司全资子公司宿迁瑞渝投资合伙企业（有限合伙）以自有资金5,000万元受让重庆玛格家居有限公司（以下简称“玛格家居”）5%股权。玛格家居专注于实木类定制家具制造，以衣柜产品为主，与公司已有产品形成有效互补。

整体厨柜方面，2019年公司整体厨柜业务收入实现17.82亿元，同比增长16.02%；整体厨柜业务毛利率为36.50%，同比下降3.39个百分点。2019年，公司整体厨柜的销售结构发生变化。随着多个城市精装房政策落地，公司大力发展大宗业务，2019年公司整体厨柜的大宗渠道收入实现4.72亿元，同比提升150.89%。整体厨柜零售渠道方面，截至2019年末，公司“金牌厨柜”品牌专卖店数达1,559家（包括经销商专卖店、直营店，含在建，下同），同比增长10.33%。整体衣柜及木门方面，截至2019年末，公司“桔家衣柜”、“桔家木门”品牌专卖店数分别达520家、63家，桔家云整装门店新增2家。消费者对橱柜、衣柜的需求有较高的关联度，公司橱柜类渠道可为衣柜销售引流，因此公司整体衣柜业务发展较快。2019年公司整体衣柜收入达3.05亿元，同比增长121.36%。

产销方面，2019年，公司延续“以销定产”的定制模式生产思路，各产品产销率均在97%以上。2019年，公司着力发展定制衣柜、木门等“新品类”，公司整体衣柜产销量同比增速均超过130%。

产能方面，2019年，公司整体厨柜、整体衣柜及木门产能分别达27.00万套、12.00万套和0.80万樘，2019年上述各品类的产能利用率分别为93.83%、93.52%和68.03%。公司整

体厨柜、整体衣柜产能利用率保持较高水平；木门为近年新增品类，为平衡经营效率，公司的生产扩张策略为新建厂房后，根据订单需求再逐步购置设备进行生产，故产能规模较小、产能利用率较低。

**表4 公司各产品产能及产销情况**

产品	项目	2019年	2018年
整体厨柜（万套）	产量	25.33	21.60
	销量	25.32	21.60
	产销率	99.92%	99.97%
	产能	27.00	22.80
	产能利用率	93.83%	94.74%
整体衣柜（万套）	产量	11.22	4.85
	销量	11.21	4.82
	产销率	99.87%	99.28%
	产能	12.00	6.00
	产能利用率	93.52%	80.85%
定制木门（万樘）	产量	0.54	0.01
	销量	0.53	0.01
	产销率	97.37%	100.00%
	产能	0.80	0.20
	产能利用率	68.03%	6.95%

注：由于公司新增产能生产线陆续投产，因此列示的产能根据生产线实际投产时间加权计算。  
 资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建产能为同安四期项目、泗阳二期项目和泗阳三期项目，总投资合计为68,931.64万元，未来尚需投资47,484.81万元。本期债券募投项目为同安募投项目、泗阳募投项目。同安募投项目为同安四期项目子项目、泗阳募投项目为泗阳二期项目子项目。本期债券募投项目全部达产后，合计可新增公司整体厨柜产能18万套（包括零售厨柜产能5万套、工程厨柜产能13万套）、整体衣柜产能6万套和定制木门产能25万樘。

公司计划新增产能规模较大，但产能实际投放进度放缓。一方面，2020年一季度疫情因素致使复工时间延迟，公司在建产能项目完工时间延后；另一方面，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，公司主要通过调整设备购入、安装的时间来调整产能投放进度。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存在不确定性。

**表5 截至2019年末公司主要在建产能情况（单位：万元）**

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资
------	------	------	------

同安四期项目	50,000.00	6,245.99	43,754.01
泗阳二期项目	16,000.00	14,149.72	1,850.28
泗阳三期项目	2,931.64	1,051.12	1,880.52
<b>合计</b>	<b>68,931.64</b>	<b>21,446.83</b>	<b>47,484.81</b>

注：该表格总投资额根据 2019 年审计报告内在建工程预算数（不包含机器设备预算）填列，本期债券募投项目总投资额包含机器设备预算数，故存在差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司业务模式仍以经销为主，2019年公司扩门店策略的获客效应较弱，需持续关注公司新店业绩的实现情况

公司维持“经销为主、直营及大宗等业务为辅”的销售模式，销售范围覆盖全国各区域。其中，经销、直营模式为公司零售业务，客户为终端消费者；大宗模式发展的是工程类业务，公司主要采用工程代理商模式。此外，公司也积极拓展海外销售模式，战略布局海外市场，主要销售工程类、批发零售类的标准化产品。

2019年，公司销售渠道结构变化，经销收入占比维持稳定、直营收入占比下降；大宗业务收入占比提升至24.10%，占比较上年提高12.00个百分点。2020年一季度，COVID-19疫情爆发，公司线下零售需求受较大影响，经销模式、直营模式下零售业务收入合计1.49亿元，占营业收入的58.55%，较2019年下降14.71个百分点。

**表6 公司产品收入按销售模式分类情况（单位：万元）**

模式	2020年1-3月		2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
经销模式	11,633.73	29.01%	129,791.63	34.43%	115,333.72	36.71%
直营模式	3,390.77	61.64%	23,685.52	71.09%	26,751.89	66.20%
大宗模式	8,264.45	16.14%	50,491.49	19.95%	20,252.87	11.00%
海外销售模式	2,372.32	34.21%	5,525.60	30.94%	5,048.59	31.76%
<b>合计</b>	<b>25,661.28</b>	<b>29.66%</b>	<b>209,494.24</b>	<b>34.99%</b>	<b>167,387.07</b>	<b>38.16%</b>

资料来源：公司提供

经销模式仍是公司主要的零售业务销售模式。公司选择具有品牌意识、市场运作经验充足、资金实力雄厚、信誉良好的经销商签订加盟经销协议，授权其在特定区域范围内开立经销商专卖店，专门销售公司产品。2019年，公司与经销商的结算模式无变化，仍然由经销商将经客户确认的销售订单发送至公司，公司根据订单需求收到约定货款后开始组织生产。公司完成产品生产，将产品运送至经销商对应的物流公司指定的交货地点或由经销商自提产品后，即确认销售收入。后续货物向终端客户发出的运输费用及相关运输责任由经销商承担。2019年公司经销模式确认收入12.98亿元，同比增长12.54%；经销模式毛利率为34.43%，同比下降2.28个百分点。

直营模式方面，公司直接设立直营店，对终端客户实现产品零售销售。目前公司直营店分布于厦门、杭州、福州、无锡和西安等地，对于重点销售区域，公司设立了子公司进行直接管理。直营模式下，公司仍采取款到后生产的模式，完成产品生产后直接负责发货并安装，安装完成时确认收入。2019年，公司直营模式收入为2.37亿元，同比小幅下降；直营模式毛利率为71.09%，保持较高水平。

从公司门店数量及单店收入情况来看，2019年末，公司门店数合计为2,144家，同比增长21.89%，与同行业相比，开店速率较快。2019年，公司单店收入同比小幅下降；考虑公司新店存在一定业绩爬坡期，假设公司当年新开门店年收入为老店收入的50%，且在一年中匀速开业，调整后的单店收入仍表现为小幅下降。2019年，公司门店数量大幅的增长未能带来单店收入的边际增加，公司扩门店策略的获客效应较弱，未来需持续关注公司新店业绩实现情况。

**表7 公司门店数量及单店收入情况（单位：家、万元/家）**

项目	2019年	2018年
门店数量	2,144	1,759
其中：经销商专卖店数量	2,099	1,710
直营店数量	45	49
单店收入	71.58	80.78
经销商单店收入	61.83	67.45
直营单店收入	526.34	545.96
调整后的单店收入	82.73	100.86

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；调整后的单店收入=（当年经销模式收入+当年直营模式收入）/（年初门店数量+当年门店净增加数\*25%）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**大宗业务规模大幅增长，为公司营业收入提供了较大支撑；公司海外销售情况存在较大不确定性，需关注中美贸易摩擦、国外疫情对公司海外销售业务的影响**

大宗模式方面，公司通过工程代理商承接大宗业务，需求来源于精装房装修。截至2019年末，公司与房地产百强企业中的38家签订战略合作协议，战略合作伙伴数量同比增加22.58%。公司对工程代理商的管理采用报备制，公司采取款到后生产的模式，将产品运送至工程代理商对应物流公司的交货地点或由工程代理商直接取货后确认收入。

2019年，公司大宗订单数量大幅增加，大宗业务收入实现5.05亿元，同比增加149.31%；公司大宗业务毛利率为19.95%，同比增加8.95个百分点。大宗业务模式下，针对单个房地产开发项目的实际投标情况，公司在综合成本的基础上加成一定比例确定合同金额，大宗渠道产品平均价格与零售渠道相比较低。

2019年，各省市精装房政策逐步落地，公司将大宗业务列入重要战略发展方向，预计能够持续为公司营业收入增长提供支撑。此外，COVID-19疫情对公司大宗业务的影响较小。2020年2月，公司逐步复工后，房地产商的招投标程序照常进行，公司大宗业务正常接单。2020年1-3月，公司大宗业务收入实现8,264.45万元，占营业收入的比重为32.21%。

海外销售方面，公司目前承接工程、批发零售类的标准化业务，定制化产品较少。海外销售为公司储备战略，主要布局北美、澳洲等重点市场，目前采取国内生产、海外销售的模式。该模式下，海外订单预付30%货款后公司开始生产，公司将产品组装好发出后收回50%的货款，最终海外客户验收后再付20%尾款。2019年，公司海外销售收入实现0.55亿元，海外销售毛利率为30.94%，表现较为稳定。

近年中美贸易摩擦加剧，国际形势较为复杂，公司海外销售情况存在较大不确定性。2019年3月6日，美国厨房橱柜联盟提出要求联邦商务部和美国国际贸易委员会对中国的橱柜产品展开“双反调查”，理由是中国产品制造商获得政府的非法补贴，并以不公平的价格在美国市场构成倾销。2020年3月，美国国际贸易委员会USITC最终裁定结果显示，将对进口自中国的“WCVs”木制橱柜和浴室柜等商品征收反倾销税和反补贴税，反倾销税最高达262.18%，反补贴税最高达293.45%。

美国市场为公司主要的海外销售区域，为积极应对关税提升对公司海外销售的不利影响，2019年，公司通过新加坡子公司与泰国公司、泰国自然人设立合资公司泰国巨橱有限责任公司（Thai MegaCab Co.Ltd.），拟完善海外橱柜生产基地、拓展海外销售市场。此外，中证鹏元也注意到，国外COVID-19疫情持续蔓延，公司海外销售情况存在较大不确定性。截至2020年5月末，美国累计确诊数超过160万人。预计2020年全年公司海外销售情况表现不佳，未来需持续关注中美贸易摩擦、国外疫情对公司海外销售业务的影响。

线上模式方面，近年公司大力发展线上营销，为线下零售业务提供引流。根据天猫美家零售排行榜统计，近年来公司整体厨柜线上销售额持续排名前三。公司线上销售模式为线上预收客户定金，由公司安排客户至邻近的门店进行体验及订单沟通，由此对线下零售业务进行引流。2020年一季度，受疫情因素影响，公司的线下零售需求受较大抑制，公司通过“抖音”等直播平台、“天猫商城”等电商渠道和“今日头条”等新媒体渠道加大了线上营销力度。疫情期间，公司举办了两场线上直播活动，活动中主要通过向意向客户收取订金的方式锁定客户，每单订金约100元。

**公司客户集中度低，销售区域分布变化不大；公司销售渠道结构变化导致整体厨柜产品均价小幅下降，但仍维持较高水平**

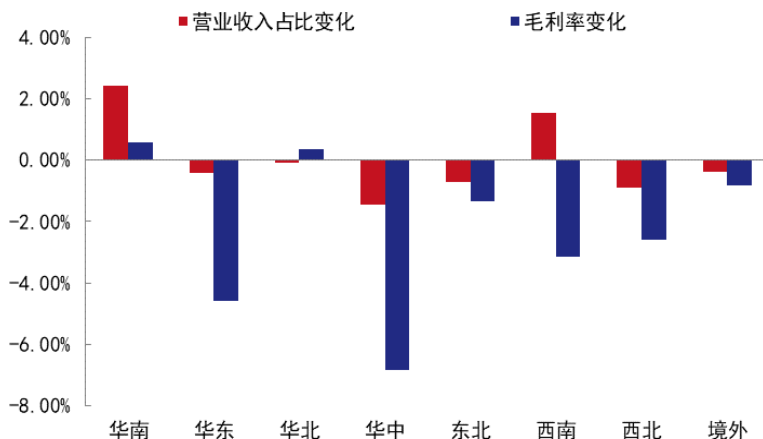
公司客户集中度较低，前五大客户大部分为工程代理商。2019年、2020年1-3月，公



司前五大客户销售额分别占营业收入的7.37%、10.56%。

销售区域方面，2019年，公司销售区域分布整体变化不大，主要集中于华东、西南和华中地区。2019年，公司华南、西南地区营业收入占比小幅提升，主要系公司加大该地区的业务推进力度所致。经济发达地区一、二线城市精装房需求较大，公司在华东、西南、华中等地区重点发展大宗业务，相应区域毛利率表现为大幅下降。2019年，公司华东地区收入占主营业务收入的43.65%，区域毛利率为49.91%，同比下降4.59个百分点，但仍保持较高水平，主要系公司毛利率较高的直营门店主要分布于华东区域。2019年，华北、华中、东北区域毛利率分布在13%-17%的区间，西南、西北、华南的区域毛利率集中在27%-31%。

**图5 2019年公司华南、西南地区营业收入占比提升，华中、华东及西南等地区毛利率下降**



注：营业收入占比变化=2019年区域营业收入占比-2018年区域营业收入占比；毛利率变化=2019年区域毛利率-2018年区域毛利率。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产品销售价格方面，公司产品价格主要受原材料价格、客户结构、产品营销等影响，由于公司产品定位中高端，每套均价较高。

2019年，公司整体厨柜、整体衣柜的销售均价呈现小幅下滑，主要系大宗模式下公司产品价格偏低所致。木门方面，2019年公司木门销售均价呈现大幅下降，主要系公司木门销量较少，销售均价易受单个订单情况影响所致。

**表8 公司产品销售均价情况**

项目	单位	2019年	2018年
整体厨柜	元/套	7,037.60	7,110.76
整体衣柜	元/套	2,724.69	2,864.61
木门	元/樘	1,435.79	2,512.29

注：2018年木门均价价值异常较高，主要系2018年公司木门销售数量较少、易受订单价格影响所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2019年，公司整体橱柜单位成本小幅上升，其他产品逐步实现量产，单位成本下降；公司供应商结构表现稳定，集中度不高**

公司产品的单位成本在一定区间内稳定波动。2019年，公司整体橱柜单位成本为4,469.07元/套，同比增加4.59%，主要系部分大宗订单的成本较高导致。2019年，公司整体衣柜、木门逐步实现量产，规模效应显现，单位成本分别同比下降14.12%、28.38%。此外，整体衣柜的单位成本较整体橱柜低，原因是整体衣柜生产以柜体为主，相比而言，整体橱柜的生产工艺较复杂，需配套五金、台面、厨房用品等附加产品。

**表9 公司产品单品成本情况**

产品类型	单位	2019年	2018年
整体橱柜	元/套	4,469.07	4,272.98
整体衣柜	元/套	1,993.76	2,321.58
木门	元/樘	1,283.52	1,792.00

注：产品单位成本=每产品主营业务成本/产品销量，部分存在差异系小数点后两位四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品所需原材料主要包括板材、台板、五金配件、水槽和电器等，其中以刨花板和石英石毛板为主。近年板材市场价格较稳定，公司采购的刨花板单价呈下降趋势。石英石毛板是整体橱柜产品台面的重要原材料，2019年公司采购的石英石毛板单价为496.50元/片，主要系2019年度公司采购的石英石毛板宽度由1.5m/片变更为0.75m/片所致，剔除每片面积影响后，公司石英石毛板采购单价大致与上年持平。

2019年、2020年1-3月，公司前五大供应商采购金额占比分别为23.16%、22.81%，集中度不高，供应商结构较为稳定。

**表10 公司主要原材料采购情况（单位：万元，元/计量单位）**

原材料	计量单位	2019年		2018年	
		采购金额	采购单价	采购金额	采购单价
刨花板	平方米	22,050.25	25.09	15,527.62	27.16
中纤板	平方米	9,371.44	33.37	5,838.36	31.91
石英石毛板	片	27,879.37	496.50	12,777.11	944.97
人造石毛板	片	3,906.96	302.59	1,319.09	340.41
烟机及灶	台	4,811.45	538.92	4,209.29	549.64
拉篮	个	4,446.62	124.06	3,243.87	133.33
抽屉	个	3,230.91	64.06	2,734.00	74.00
拉手	支	2,609.08	10.96	2,155.29	10.00
水槽	个	1,710.25	188.19	1,785.11	199.00

注：表格内占比为该原材料采购金额占原材料采购总额的比重。

资料来源：公司提供

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2018-2019年审计报告，以及未经审计的2020年一季报。2019年，公司合并报表范围子公司增加2家，具体见表2。

### 资产结构与质量

随产能持续扩建，公司非流动资产保持增长；货币资金和理财产品占总资产的比重较大，公司资产质量较好

近年，受产能持续扩建的影响，公司总资产规模持续增长。2020年3月末公司总资产规模为24.80亿元，较2018年末增长33.81%。随公司持续进行产能扩建，公司非流动资产规模持续增长。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项 目	2020年3月末		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23,852.63	9.62%	66,190.66	24.73%	36,413.15	19.65%
交易性金融资产	60,819.12	24.52%	47,950.26	17.92%	0.00	0.00%
存货	24,252.76	9.78%	24,293.62	9.08%	16,789.78	9.06%
其他流动资产	5,946.69	2.40%	1,239.77	0.46%	35,835.24	19.33%
<b>流动资产合计</b>	<b>132,872.21</b>	<b>53.57%</b>	<b>152,846.11</b>	<b>57.11%</b>	<b>95,207.11</b>	<b>51.37%</b>
固定资产	66,409.15	26.78%	65,961.63	24.65%	57,760.32	31.16%
在建工程	21,536.83	8.68%	19,145.83	7.15%	10,616.25	5.73%
无形资产	12,807.17	5.16%	12,433.13	4.65%	11,300.12	6.10%
<b>非流动资产合计</b>	<b>115,145.44</b>	<b>46.43%</b>	<b>114,769.65</b>	<b>42.89%</b>	<b>90,137.75</b>	<b>48.63%</b>
<b>资产总计</b>	<b>248,017.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>267,615.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>185,344.85</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季报，中证鹏元整理

流动资产方面，截至2019年末，公司货币资金6.62亿元，同比大幅增长，主要系公司可转债募集资金于期末到账所致；其中，公司有3,000.00万元定期存款、1,263.27万元保证金使用受限，受限资金规模较小。2020年3月末，公司货币资金2.39亿元，同比大幅减少，主要原因：其一，公司将大部分可转债募集资金用于理财；其二，公司于春节前支付供应

商贷款；其三，疫情期间，公司加大线上营销力度，支付相关费用。公司交易性金融资产<sup>4</sup>全部为公司使用闲置资金购买的理财产品，截至2020年3月末为6.08亿元，主要为保本收益型结构性存款，期限为14天-180天。2019年末，公司存货2.43亿元，同比增长44.69%，主要系公司着力发展大宗业务，标准件库存增长所致。

非流动资产方面，公司固定资产主要系厂房和机器设备，2019年末，公司固定资产6.60亿元，同比增长14.20%，主要系公司部分产能工程完工、设备完成调试转固所致。截至2019年末，公司有1.19亿元固定资产尚未办妥权证，主要为公司新建设的厂房、物流中心、食堂、培训用房等。公司在建工程主要为厦门同安、江苏泗阳的产能扩建工程，研发设计中心工程和尚未安装调试完毕的生产设备。2019年末，公司在建工程为1.91亿元，同比增长80.34%；其中，同安二期项目（研发设计中心）为IPO募投项目之一，由于新增部分工程项目建设，完工时间由2019年12月31日延期至2020年10月31日。2020年一季度疫情爆发导致公司工程建设时间延后，需关注公司工程后续完工情况、产能实际投放情况。截至2019年末，公司无形资产为12,433.13万元，主要包括土地使用权、计算机软件。

整体来看，公司持续进行产能扩建，相关工程陆续完工，非流动资产表现增长；货币资金和理财产品占资产的比重较大，公司资产质量较好。

## 资产运营效率

**公司营运效率较好，整体运营压力不大，需关注公司未来业务结构变化对下游占款能力的减弱**

公司核心产品为整体厨柜，是综合橱柜制造、厨电配套及安装售后一体化的定制化产品。由于厨电配套产品需提前备货，与同行业内以整体衣柜产品为主的其他公司相比，公司存货周转率相对较低，存货占总资产的比重相对较大。近年公司加强了对存货的管理，对于厨房电器、台面等原材料，公司采购后由供应商直接发往经销商，由经销商直接验收，不增加公司的原材料库存。2019年，公司大宗业务大幅增加，标准件库存上升，存货周转天数小幅增加至54.23天。

公司采取以销定产的生产模式，预收零售客户、工程代理商的货款后才安排订单生产，因此公司应收款项（包括应收票据和应收账款）规模较小，应收款项周转较快。2019年，公司应收票据规模加大，使得公司应收款项周转率小幅下降。此外，公司产品规模效应显著，应付账款周转天数保持较高水平，2019年为106.13天。综合来看，2019年公司净营

<sup>4</sup> 依照最新会计准则，理财产品从其他流动资产转入交易性金融资产，委托贷款从其他流动资产转入其他非流动资产。

业周期为-46.49天，公司议价能力相对较强。公司持续布局大宗业务及海外销售业务，一方面，对于工程代理商公司将酌情提供一定的信用额度及货款担保；另一方面，海外模式下公司应收账款的账期较长。随公司大宗业务、海外销售业务规模的持续扩张，公司对下游的占款能力可能减弱。

从整体资产运营效率来看，公司流动资产、固定资产及总资产周转效率保持较低水平，主要系公司2019年发行可转债，并持续进行产能项目资本投入所致。整体来看，公司目前营运效率较好，需关注公司未来业务结构持续变化对下游占款能力的影响。

**表12 公司主要运营效率指标（单位：天）**

项目	2019年	2018年
应收款项周转天数	10.22	5.05
存货周转天数	54.23	52.64
应付款项周转天数	134.91	144.61
<b>净营业周期</b>	<b>-70.46</b>	<b>-86.92</b>
流动资产周转天数	210.07	203.92
固定资产周转天数	104.78	106.69
总资产周转天数	383.60	363.21

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2019年公司收入增长主要源自品类扩张、大宗业务规模增长，2020年一季度，公司期间费用率高企，对利润有一定侵蚀**

得益于公司品类扩张、大宗业务规模增长，2019年公司营业收入实现21.25亿元，同比增长24.90%。整体厨柜是公司核心产品，“金牌厨柜”品牌在华东地区有一定影响力，整体衣柜、木门等品类近年收入增长较快。公司其他业务收入主要为经销商培训费、售后服务费收入，规模较小。2019年，公司综合毛利率实现35.84%，同比下降3.15个百分点，主要系毛利率较低的大宗业务规模大幅增长。2020年1-3月，受COVID-19疫情影响，公司零售需求短期抑制，营业收入同比下滑3.93%。

期间费用方面，2019年，公司期间费用率为24.55%。公司期间费用以销售费用为主，2019年销售费用占营业收入的15.91%。2020年1-3月，公司加大营销力度，主要以直播的形式进行线上营销；此外，疫情期间公司还承担了全国零售经销商（包含金牌厨柜、桔家衣柜和居家木门）一万多名员工一个月工资，公司销售费用同比小幅增长。一季度销售淡季叠加疫情因素影响，公司期间费用率高企，对利润有一定侵蚀。2019年、2020年1-3月，公司净利润为2.42亿元、0.06亿元，同比增长15.18%、-67.43%。

**表13 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	26,719.71	212,544.48	170,167.80
营业利润	630.51	27,357.57	23,791.45
其他收益	2,036.92	3,816.61	3,630.53
营业外收入	76.95	239.85	225.33
利润总额	703.99	27,508.30	23,867.01
净利润	619.08	24,201.49	21,012.18
综合毛利率	32.00%	35.84%	39.00%
期间费用率	37.86%	24.55%	27.29%
营业利润率	2.36%	12.87%	13.98%
总资产回报率	-	12.18%	13.90%
净资产收益率	-	22.00%	22.79%
营业收入增长率	-3.93%	24.90%	18.01%
净利润增长率	-67.43%	15.18%	26.01%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司有较强的经营活动现金生成能力，融资方式主要为权益融资

受益于公司“以销定产”、“款后生产”的业务模式，公司有较强的经营活动现金生成能力，2019年收现比为1.15。2019年，公司经营活动产生的现金流净额同比增长，一方面，随产能扩建工程的转固，公司非付现费用小幅增加；另一方面，公司应付工程款项增加，减少了对公司营运资本的占用。

2019年公司投资活动产生的现金流持续呈现大额流出，一方面系公司购买理财产品进行现金管理，另一方面系公司产能扩建项目持续进行资本投入所致。筹资方面，公司融资方式以权益融资为主，2019年末新增可转债融资。目前公司尚能通过自有资金、权益融资实现资金平衡。2019年，公司筹资活动产生的现金净流入3.48亿元，主要系公司可转债募集资金到位。

2020年1-3月，一季度销售淡季叠加疫情影响，导致公司经营活动产生的现金净流出2.82亿元；公司将收到的可转债募集资金用于理财，致使投资活动产生的现金流出1.87亿元。综合来看，2020年1-3月，公司现金及现金等价物净减少4.19亿元。

**表14 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	1.15	1.18

净利润	24,201.49	21,012.18
非付现费用	6,846.50	5,518.10
非经营损益	-1,291.84	-1,976.45
<b>FFO</b>	<b>29,756.15</b>	<b>24,553.83</b>
<b>营运资本变化</b>	<b>9,221.67</b>	<b>6,883.18</b>
其中：存货减少（减：增加）	-7,673.96	-3,331.39
经营性应收项目的减少（减：增加）	-7,009.68	-2,746.91
经营性应付项目的增加（减：减少）	23,905.31	12,961.48
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>40,212.52</b>	<b>32,538.44</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-47,919.67</b>	<b>-20,405.21</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>34,770.60</b>	<b>-5,346.02</b>
现金及现金等价物净增加额	27,099.71	6,771.48

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司整体负债水平较低，偿债压力不大

随公司可转债的成功发行，公司负债总额大幅增长。2020年3月末，公司负债总额为12.59亿元，较2018年末增长45.14%。得益于公司自身经营积累，2020年3月末公司所有者权益总额为12.21亿元，较2018年末增长23.85%。2020年3月末，产权比率为103.13%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	125,920.70	146,229.10	86,760.77
所有者权益总额	122,096.94	121,386.67	98,584.08
产权比率	103.13%	120.47%	88.01%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

流动负债方面，2019年末，公司短期借款5,517.26万元，主要是根据最新会计准则，公司将未终止确认的已背书未到期，且附有追索权的商业承兑汇票全部确认为短期借款所致。2019年末，公司应付票据1.25亿元，公司与原材料供应商通常按月结算，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，公司银行承兑汇票、商业承兑汇票占应付票据的比重分别为91.69%、8.31%。2019年末，公司应付账款4.46亿元，主要为应付采购货款（占比88.72%），账龄主要在1年以内。2020年3月末，公司应付账款为2.52亿元，较2019年末下降43.64%，系公司于春节前后支付供应商货款所致。2019年末，公司预收款项为3.03亿元，全部为预收货款，原因系公司经营模式为“款到后生产、发货”

即确认收入”。2020年3月末，根据最新会计准则，公司预收客户1.93亿元的款项计入合同负债。2019年末，公司其他应付款1.04亿元，主要为保证金、限制性股票回购义务。

非流动负债方面，公司应付债券3.23亿元，全部为公司可转债金融负债成分的公允价值；可转债权益成分公允价值为6,146.37万元，计入其他权益工具。

**表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项 目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	金额
短期借款	6,876.73	5.46%	5,517.26	3.77%	0.00	0.00%
应付账款	25,160.27	19.98%	44,643.70	30.53%	35,754.44	41.21%
应付票据	16,159.86	12.83%	12,454.95	8.52%	9,347.52	10.77%
预收款项	0.00	0.00%	30,279.26	20.71%	23,671.10	27.28%
合同负债	19,297.82	15.33%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	14,913.91	11.84%	10,380.30	7.10%	8,066.86	9.30%
<b>流动负债合计</b>	<b>86,381.60</b>	<b>68.60%</b>	<b>110,276.57</b>	<b>75.41%</b>	<b>82,614.77</b>	<b>95.22%</b>
应付债券	32,331.48	25.68%	32,300.55	22.09%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>39,539.10</b>	<b>31.40%</b>	<b>35,952.53</b>	<b>24.59%</b>	<b>4,146.00</b>	<b>4.78%</b>
<b>负债总额</b>	<b>125,920.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>146,229.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>86,760.77</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	55,368.07	43.97%	50,272.77	34.38%	9,347.52	10.77%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

2019年末，公司有息债务为5.03亿元，包括短期借款、应付票据和应付债券。公司有息债务同比大幅增长，一方面系公司可转债成功发行，另一方面系公司加大与供应商的票据结算规模导致经营性负债规模增大。整体来看，公司偿债压力不大。2019年，公司利息费用合计190.15万元，规模不大。2020年3月末，公司获取的银行综合授信额度为9.70亿元，尚可使用授信额度为6.42亿元，能够为公司提供一定支持。

偿债能力指标方面，2019年12月，公司可转债成功发行，公司资产负债率大幅上升至54.64%。考虑公司“款后生产”的业务模式，公司账面形成一定规模的预收款项，2019年，公司剔除预收款项（合同负债）后资产负债率为43.33%，同比增长9.29个百分点。

短期偿债能力方面，公司流动比率保持在较稳定的水平、速动比率略有波动，流动资产对流动负债的覆盖程度较好。2020年一季度，随公司支付供应商货款、支付线上营销费用，公司现金类资产规模收缩，现金短期债务比下降至3.93，但现金类资产对短期债务的保障力度仍较高。2019年，公司EBITDA为3.41亿元，同比增加16.97%。但负债总额/EBITDA表现增加，主要系公司新发行可转债所致。综合来看，公司短期抗风险能力较好，现金对债务的保障程度较高。



**表17 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	50.77%	54.64%	46.81%
剔除预收款项后资产负债率	46.62%	48.85%	39.02%
流动比率	1.54	1.39	1.15
速动比率	1.26	1.17	0.95
现金短期债务比	3.93	6.66	7.55
EBITDA（万元）	-	34,084.96	29,140.00
EBITDA 利息保障倍数	-	179.25	-
负债总额/EBITDA	-	4.29	2.98
经营性净现金流/流动负债	-	0.36	0.39

注：2017-2018年公司无利息费用，故 EBITDA 利息保障倍数无法计算。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 控股股东建潘集团为本期债券提供股份质押担保和无条件不可撤销的连带责任保证担保

本期债券采用股份质押担保和保证担保两种担保方式。公司控股股东建潘集团以其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保，同时提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。

#### （一）股份质押担保

建潘集团为本次股份质押的出质人，兴业证券股份有限公司为质权人/债权人代理人。股份质押担保期限是：出质人为主债权提供担保的期限至债务人履约期限届满之日起六个月内或主债权消灭之日（以先到者为准）。根据《厦门金牌厨柜股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”）的规定，出质人将持有的金牌厨柜价值为5.0960亿元（即：3.92亿元×130%，最终的质押股票价值以经中国证券监督管理委员会核准的规模×130%）的限售股份（以下简称“质押股票”）为本期债券提供担保。

2019年12月10日，建潘集团将其直接持有的本公司首发限售股份8,391,240股（占公司总股份的12.48%）质押给兴业证券股份有限公司，按2019年12月9日收盘价计算，市值为

5.0960亿元。质押有效期：自2019年12月10日至本期债券全部清偿或全部转股之日止。根据公司提供的《中国证券登记结算有限责任公司证券质押登记证明》，2019年12月11日，相关股份质押登记手续已办理完毕。出质人承诺除根据质押合同为债权人设立第一顺位的质押权外，未经质权人或质权人代理人书面同意，出质人不得以任何方式处分出质股票。

在质押合同签订后及主债权有效存续期间，如金牌厨柜进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致出质人所持金牌厨柜的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量；如金牌厨柜实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金红利不作为股份质押担保合同项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。

在质押合同生效后及主债权有效存续期间，如在任一交易日（T日）的前20个交易日，质押股票市值（T-20日至T-1日公司股票交易均价×质押股票数）低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，质权人代理人有权要求出质人在20个工作日内追加质押股票数量，以使质押股票的价值（以T日公司股票收盘价计算）与本期债券未偿还本金及利息的比率不低于130%；如在任一交易日（T日）的前20个交易日，质押股票市值超过本期债券尚未偿还本息总额的150%，出质人有权请求在20个工作日内对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以T日公司股票收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的130%。

截至2020年5月26日（T日），前20个交易日（T-1日至T-20日）金牌厨柜股票交易均价为66.92元，质押股票市值为56,156.18万元，为本期债券尚未偿还本息总额的130.11%。

## （二）第三方担保

本期债券由建潘集团提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。担保期间为本期债券发行首日至本期债券到期日后六个月止。建潘集团于2010年10月27日成立，原名为厦门市建潘投资有限公司。2019年，建潘集团新增自然人股东郑峰，新增投资117.00万元，原股东温建怀、潘孝贞增资合计883.00万元。截至2020年5月末，建潘集团注册资本为7,800万元，实收资本为6,800万元，实际控制人为温建怀、潘孝贞，合计持有建潘集团98.50%的股份。

**表18 截至2020年5月末建潘集团股东情况**

股东	认缴出资额（万元）	实缴出资额（万元）	持股比例
温建怀	4,609.80	4,080.00	59.10%
潘孝贞	3,073.20	2,720.00	39.40%

郑峰	117.00	0.00	1.50%
<b>合计</b>	<b>7,800.00</b>	<b>6,800.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：国家企业信用信息公示系统官方网站，中证鹏元整理

建潘集团主营业务为产业投资、投资咨询。2019年，建潘集团新增纳入合并范围的子公司2家，分别为厦门德韬金瑞投资管理有限公司、厦门建潘德韬科技园发展有限公司。

**表19 担保方营业收入及毛利率构成（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	324,331.75	23.40%	227,370.69	29.34%
其他业务收入	3,050.24	94.45%	2,780.73	89.02%
<b>合计</b>	<b>327,382.00</b>	<b>24.07%</b>	<b>230,151.42</b>	<b>30.06%</b>

资料来源：建潘集团 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，建潘集团资产总额为363,277.70万元，归属于母公司所有者权益合计为63,803.50万元，资产负债率为61.56%；2019年度，建潘集团实现营业收入327,382.00万元，净利润21,614.83万元，经营活动现金净流入41,204.91万元。

**表20 担保方主要财务指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
总资产	363,277.70	258,794.81
归属于母公司所有者权益	63,803.50	50,991.86
有息债务	100,517.69	48,597.52
资产负债率	61.56%	55.62%
流动比率	1.07	1.05
速动比率	0.88	0.86
营业收入	327,382.00	230,151.42
营业利润	24,788.62	22,966.89
净利润	21,614.83	19,908.98
总资产回报率	8.06%	10.80%
综合毛利率	24.07%	30.06%
EBITDA	31,951.53	30,215.04
经营活动现金流净额	41,204.91	22,832.08

资料来源：建潘集团 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年建潘集团经营稳定，建潘集团的股份质押担保对本期债券的偿付提供了一定保障；但由于中证鹏元未对担保方建潘集团进行主体长期信用评级，建潘集团提供的无条件的不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的增信效果无法判断。

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2020年5月15日）、子公司江苏金牌有限公司（报告查询日：2020年5月13日）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。

### （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计629.57万元，占净资产的0.52%，规模不大。公司对外担保全部为对工程代理商的担保，系公司为了推动大宗渠道业务发展，为其向客户开具的投标、预付款、履约、质量等保函提供的担保，担保方式均为连带责任保证担保且存在反担保措施，风险相对可控。

**表21 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否有反担保
江西优夫莱家居用品有限公司	129.85	2019/7/2	2021/1/2	是
云南木特装饰工程有限公司	95.20	2019/11/19	2020/8/19	是
温州坤茂置业有限公司	43.30	2019/10/28	2020/1/28	是
南昌嘉茂置业有限公司	82.50	2019/11/29	2020/2/29	是
常州业瑞房地产开发有限公司	10.00	2019/12/2	2020/3/2	是
厦门东源泰建筑工程有限公司	268.72	2019/6/21	2020/6/19	是
<b>合计</b>	<b>629.57</b>	-	-	-

资料来源：公司2019年度报告，中证鹏元整理

## 八、评级结论

公司品牌知名度高，连续八年被评为“中国房地产开发企业500强首选供应商（橱柜类）”，在华东地区具有一定影响力；公司大宗业务模式以工程代理商模式为主，大宗业务的增量为营业收入提供了较大支撑；受COVID-19疫情影响，公司复工复产时间延迟、零售需求受抑制，但短期内公司抗风险能力较好，现金对债务的保障能力较高，整体偿债压力不大。同时中证鹏元也关注到公司扩门店策略的获客效应较弱，需关注未来新店业绩的实现情况；受中美贸易摩擦、国外疫情持续蔓延影响，公司海外销售情况存在较大不确定

定性，且公司计划新增产能能否顺利消化存在不确定性等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA-，公司主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

## 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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	23,852.63	66,190.66	36,413.15	30,449.75
交易性金融资产	60,819.12	47,950.26	0.00	0.00
其他流动资产	5,946.69	1,239.77	35,835.24	48,999.91
固定资产	66,409.15	65,961.63	57,760.32	43,106.12
在建工程	21,536.83	19,145.83	10,616.25	3,290.55
总资产	248,017.65	267,615.76	185,344.85	158,026.97
短期借款	6,876.73	5,517.26	0.00	0.00
应付账款	25,160.27	44,643.70	35,754.44	28,746.72
应付债券	32,331.48	32,300.55	0.00	0.00
总负债	125,920.70	146,229.10	86,760.77	72,190.67
所有者权益总额	122,096.94	121,386.67	98,584.08	85,836.30
营业收入	26,719.71	212,544.48	170,167.80	144,196.71
营业利润	630.51	27,357.57	23,791.45	18,395.14
净利润	619.08	24,201.49	21,012.18	16,674.37
经营活动产生的现金流量净额	-28,224.08	40,212.52	32,538.44	35,738.48
投资活动产生的现金流量净额	-18,680.50	-47,919.67	-20,405.21	-63,063.60
筹资活动产生的现金流量净额	5,066.61	34,770.60	-5,346.02	39,903.32
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收款项周转天数	-	10.22	5.05	3.58
存货周转天数	-	54.23	52.64	52.17
应付款项周转天数	-	134.91	144.61	138.83
<b>净营业周期</b>	-	<b>-70.46</b>	<b>-86.92</b>	<b>-83.08</b>
流动资产周转天数	-	210.07	203.92	169.62
固定资产周转天数	-	104.78	106.69	99.13
总资产周转天数	-	383.60	363.21	301.37
综合毛利率	32.00%	35.84%	39.00%	39.14%
期间费用率	37.86%	24.55%	27.29%	27.61%
营业利润率	2.36%	12.87%	13.98%	12.76%
总资产回报率	-	12.18%	13.90%	15.57%
净资产收益率	-	22.00%	22.79%	29.20%
营业收入增长率	-3.93%	24.90%	18.01%	31.22%
净利润增长率	-67.43%	15.18%	26.01%	73.29%
资产负债率	50.77%	54.64%	46.81%	45.68%
有息债务	55,368.07	50,272.77	9,347.52	9,551.48

流动比率	1.54	1.39	1.15	1.39
速动比率	1.26	1.17	0.95	1.20
EBITDA（万元）	-	34,084.96	29,140.00	22,389.48
EBITDA 利息保障倍数	-	179.25	-	-
负债总额/EBITDA	-	4.29	2.98	3.22
经营性净现金流/流动负债	-	0.36	0.39	0.51
经营性净现金流/负债总额	-	0.27	0.38	0.50

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
预收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年预收账款合计} + \text{上年预收账款合计}) / 2 ] \}$
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 应付债券
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金短期债务比	$(\text{货币资金} + \text{理财资金} + \text{应收票据}) / (\text{短期借款} + \text{应付票据})$
营业收入增长率	$(\text{本年营业收入} - \text{上年营业收入}) / \text{上年营业收入} \times 100\%$
净利润增长率	$(\text{本年净利润} - \text{上年净利润}) / \text{上年净利润} \times 100\%$



## 附录三 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。