

广州好莱客创意家居股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【349】号 01

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，但不对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

广州好莱客创意家居股份有限公司相关债券2025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

- 本次等级的评定是考虑到：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）在跟踪期内仍拥有较多的门店数量，在以经销门店为主的销售模式下，公司在行业内仍具备较强的竞争力，零售渠道下先款后货的经营模式使公司有较强的现金生成能力，且公司现金类资产储备充足，债务风险可控。同时中证鹏元也关注到公司面临外部需求释放不足、内部竞争加剧的行业现状，营收规模和盈利水平持续下降，且在全品类及多渠道发展变革过程中，公司在经销商和应收款项管理方面将面临更大的挑战，公司的经营管理效果与盈利表现仍存在较大不确定性。

评级日期

2025 年 6 月 24 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	45.79	47.59	45.53	43.81
归母所有者权益	31.33	31.27	30.99	30.43
总债务	6.90	6.81	7.29	7.08
营业收入	3.91	19.10	22.65	28.23
净利润	0.02	0.81	2.17	4.54
经营活动现金流净额	-1.20	3.93	4.63	3.43
净债务/EBITDA	--	-4.79	-2.41	-0.50
EBITDA 利息保障倍数	--	6.32	10.12	13.00
总债务/总资本	18.05%	17.89%	19.04%	18.87%
FFO/净债务	--	-2.37%	-14.59%	-103.76%
EBITDA 利润率	--	13.20%	17.68%	21.22%
总资产回报率	--	2.31%	5.96%	11.24%
速动比率	1.40	1.29	3.07	3.12
现金短期债务比	--	2.99	58.58	49.86
销售毛利率	29.82%	33.41%	35.06%	35.15%
资产负债率	31.58%	34.27%	31.94%	30.54%

注：2022-2024 年公司净债务为负。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：赵婧
zhaoj@cspengyuan.com

项目组成员：李咏旺
liyw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **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 年末公司有 1,857 家门店，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。
- **公司业务现金生成能力较强，现金类资产充足，债务风险可控。**公司以零售渠道为主的先款后货销售模式有较强的现金生成能力，近年公司经营活动现金流持续净流入，2025 年 3 月末现金类资产对短期债务覆盖倍数高，且公司当前资产负债率较低，总债务规模不大，偿债压力不大。

关注

- **需求释放不足，行业竞争加剧，公司业绩承压较大。**受房地产行业调整及居民消费意愿较低等因素影响，定制家居需求释放不足，行业存量竞争加剧。跟踪期内公司业绩持续下滑，主力产品及传统经销渠道规模收缩，盈利水平下降，产能消化压力仍然较大。
- **全品类及多渠道发展变革过程中，公司经营管理效果与盈利表现仍存在较大不确定性。**公司收入来源持续向整装及大宗业务渠道转移，零售经销商将进一步加大与整装企业的合作力度，公司对工程客户的应收款项规模或将进一步扩大，公司在经销商和应收款项管理方面将面临更大的挑战。同时考虑到大宗及整装渠道盈利水平相对偏弱，未来或进一步摊薄整体利润。

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，未来仍具备一定的市场基础，业务仍具有较好现金生成能力，同时公司现金类资产储备充足，流动性表现良好。

同业比较（单位：亿元）

指标	欧派家居	索菲亚	志邦家居	金牌家居	好莱客	我乐家居	皮阿诺
总资产	352.25	163.72	67.15	63.72	47.59	25.02	15.36
营业收入	189.25	104.94	52.58	34.75	19.10	14.32	8.86
净利润	26.03	14.33	3.85	1.93	0.81	1.21	-3.78
销售毛利率（%）	35.91	35.43	36.27	28.68	33.41	46.32	24.28
资产负债率（%）	45.89	52.57	49.38	55.76	34.27	51.40	39.35
大宗业务占比（%）	16.09	12.59	32.02	35.76	12.99	11.17	42.22

注：数据为 2024 年度/末。

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_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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	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。

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	6.0260	2024-6-20	2025-8-1

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划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。

二、 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2025年3月末，公司总股本为311,284,533股，较2023年末略有增加，主要系本期债券转股所致。2025年3月末，公司控股股东沈汉标持股41.14%，实际控制人沈汉标、王妙玉夫妇合计持股67.09%，其所持股份均未受限。截至2025年6月13日，本期债券转股价为10.92元/股，未转股余额为60,260.00万元，未转股比例为95.65%。

2024年度，公司合并报表范围新增4家子公司，主要系作为区域销售项目公司而新设。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。

行业环境

定制家居需求受地产行情持续调整及消费降温的双重压制，行业进入调整阶段；存量竞争下，一站式消费模式成为主流，企业发力布局“全品类”、整装渠道，以期获得结构性增长机会，但短期内行业盈利能力减弱

定制家居行业具备后地产周期和消费品双重属性，当前面临房地产调整与家装市场结构性压力。2022年以来国内住宅新开工面积大幅减少的影响持续向后端传递，2024年住宅竣工面积跌幅达到历年之最，虽然受各项刺激政策影响，住宅销售面积跌幅有所收窄，但房地产行业仍处于调整状态。同时，近年消费降温亦阻碍行业增长，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年和2024年分别同比增长2.8%、3.6%，以旧换新政策虽持续发力，但可选消费仍然有待进一步释放，消费者价格敏感度提升，“以价换量”、“市场下沉”等营销策略成主流，消费降级趋势下提振消费效果有待观察。在新房增量市场持续收缩的背景下，二手房和老旧改造市场重要性逐渐凸显，规模收缩下的存量市场争夺更加激烈，2024年国内A股定制家居上市公司营业收入均出现了下滑，跌幅最高达32.68%，多数企业净利润跌幅超过营收跌幅，部分企业跌幅超过100%。

图1 我国住宅建设销售情况

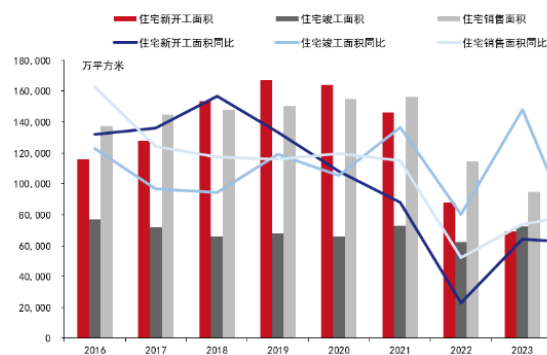
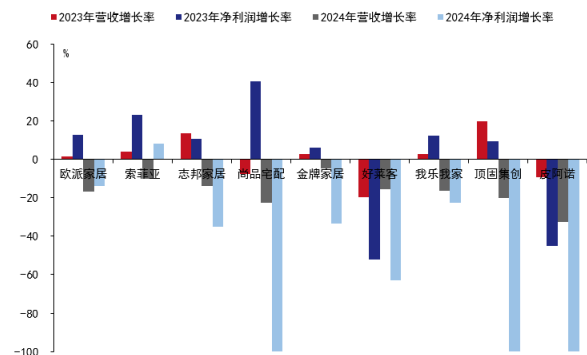


图2 上市定制家居企业业绩压力加大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

注：尚品宅配、顶固集创、皮阿诺 2024 年净利润跌幅实际超过 100%。

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抢夺愈发激烈，行业盈利能力减弱。价格层面上，多家定制家居企业加大“优惠套餐”推出力度，并希望借“国补”政策扩大客群覆盖；产品层面，随着一站式家居消费模式成为主流，定制家居企业不断深化“全品类”布局，进一步提高了门店的开设成本；渠道层面上，行业持续布局整装渠道，家装公司成为定制家居行业重要的流量接口。行业变革下，企业的组织管理能力、品牌影响力、交付效率、响应速度等软实力也将面临更大挑战。

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，虽然当前整体需求降温，但定制家居行业的集中度仍然较低，“整装”革命能否带来结构性增长和新一轮行业洗牌，仍有待进一步观察。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事板式全屋定制家居及其配套家具的生产与销售，其中整体衣柜作为公司的拳头产品，收入贡献占比仍在70%以上，橱柜产品在公司持续深化大宗业务布局下，收入占比持续提升。受行业热度持续回落影响，公司零售渠道及衣柜产品收入下滑，同时毛利率相对较低的整装渠道及大宗业务占比持续提升，综合影响下，2024年公司主营业务收入同比下降15.57%，毛利率减少2.04个百分点。2025年一季度，国补政策持续发力，公司主营业务收入在连续三个季度同比明显下滑后跌幅收窄至2.71%。

表1 主营业务收入情况-按产品分类（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 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	2.69	72.00%	33.86%	13.63	74.69%	37.84%	16.73	77.43%	38.85%
橱柜	0.80	21.51%	17.34%	2.99	16.38%	21.81%	2.96	13.70%	26.07%
木门	0.11	2.83%	14.71%	0.83	4.57%	24.99%	0.93	4.32%	23.99%
成品配套	0.14	3.67%	16.63%	0.79	4.35%	13.84%	0.98	4.55%	20.50%
合计	3.74	100.00%	29.13%	18.24	100.00%	33.58%	21.61	100.00%	35.62%

注：公司 2024 年年报中对 2023 年主营业务成本做了追溯调整，调整后的 2024 年主营业务毛利率比上年减少 1.54 个百分点。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

公司的整体衣柜拥有较高的行业知名度，跟踪期内仍是公司收入和利润的核心来源，但有效需求不足的背景下，无法对收入增长形成支撑

在市场有效需求不足背景下，公司整体衣柜收入下滑较多。跟踪期内，公司继续坚持大家居战略、全品类布局，产品品类涉及衣柜、木门、橱柜等多个场景产品，2024年整体衣柜收入占比仍超过70%，且毛利率仍保持较高水平。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，2024年公司衣柜收入下滑较多，对公司整体营业收入影响较大。另一方面，橱柜产品在大宗渠道的需求占比较高，随着公司大家居战略的深化布局与大宗渠道业务持续增长，收入受影响较小，但大宗业务较零售的溢价能力较弱，故其他产品的毛利率整体弱于衣柜产品。

表2 2024 年公司主要产品销售情况

主要产品	单位	销售量	销售量比上年增减	平均售价	平均售价比上年增减
整体衣柜	万平方米、元/平方米	792.12	-14.37%	172.02	-4.88%
橱柜	万套、元/套	8.27	26.07%	3,613.72	-19.92%
木门	万樘、元/樘	5.22	-11.22%	1,587.96	4.10%

资料来源：公司 2024 年年报、公司提供，中证鹏元整理

近年公司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，但客户结构亦逐步由新房向局部改造转移，客单值仍有一定下行压力。

公司门店数量众多，传统零售经销店的流量收窄，跟踪期内收入下滑较多，整装、大宗业务收入

占比持续提升，需关注行业需求调整及自身渠道结构改变带来的收入调整及盈利能力下滑压力

零售渠道的经销门店仍是公司最主要的流量入口。跟踪期内，公司仍然保有较多的门店数量，2024年末门店数量较期初略有减少，主要系公司以大家居概念设店，开店成本相对较高，虽然公司降低了对门店规模的要求，但需求减弱的趋势下经销商开店意愿仍然较低。2024年公司在城市运营平台的基础上成立安装交付中心，并在17座城市进行试点，以进一步提升经销商的安装交付能力。

表3 2024 年度门店数量及变动情况（单位：家）

项目	2024 年初数量	年内新开	年内关闭	2024 年末数量
经销商门店	1,882	260	294	1,848
直营店	14	-	5	9
合计	1,896	260	299	1,857

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

表4 主营业务收入情况-按销售模式分类（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
经销店	2.58	68.85%	34.79%	15.13	82.93%	35.99%	18.76	86.84%	37.35%
直营店	0.11	2.90%	45.85%	0.63	3.47%	52.00%	0.75	3.46%	54.05%
大宗业务	1.06	28.25%	13.64%	2.48	13.59%	14.19%	2.10	9.70%	13.57%
合计	3.74	100.00%	29.13%	18.24	100.00%	33.58%	21.61	100.00%	35.62%

注：公司 2024 年年报中对 2023 年主营业务成本做了追溯调整，调整后的 2024 年主营业务毛利率比上年减少 1.54 个百分点。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

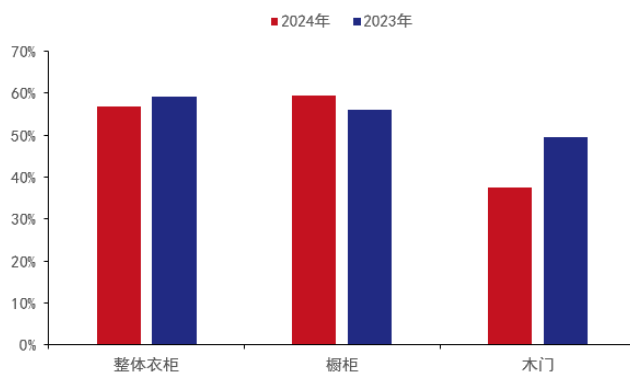
整装渠道方面，公司继续强化整装渠道的拓展力度，整装渠道成为公司的重要收入来源，需关注公司对整装渠道的管理能力。流量稀缺背景下，公司积极开拓整装渠道，深化大宗渠道，渠道收入结构进一步调整，2024年公司整装业务收入同比增长超过60%，已经成为公司重要的销售渠道之一。公司通过与头部整装企业合作、招募中小整装企业作为经销商、以传统经销商发展等三种方式并行的模式发展整装渠道。目前在整装行业，定制家居企业所占用的流量仍较小，预计未来整装渠道仍是公司收入的重要来源，但整装企业通常更注重产品性价比，或将进一步摊薄公司产品利润；且整装企业作为相对独立的渠道商，通常品牌黏性相对较小，服务能力不一，对公司的渠道管理能力提出更高要求。

大宗业务方面，公司不断提高其战略地位，收入增长较快，需关注随之而来的应收款项管理问题。跟踪期内，公司继续坚持以央国企为核心、优质民企为辅的客户结构，控制经营风险，2024年及2025年一季度公司大宗业务收入分别同比增长18.30%、116.71%，是公司收入增长表现最好的销售渠道。值得注意的是，相较零售渠道的先款后货模式，大宗业务的安装交付及回款流程较长，其收入占比不断提升，对公司的应收款项管理能力提出了更高的要求。

公司多个生产基地产能充足，以销定产模式下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

公司当前拥有广州从化、广东惠州、湖北汉川三大生产基地，产能充足且能满足不同销售区域的供货需求。受下游需求收缩影响，产能利用率不高，且2024年有所下滑。但受益于“以销定产”的经营模式，公司产品产销率较高，且以先款后货的零售端为主，收现比及经营现金流表现较好。

图3 公司主要产品的产能利用率情况



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司对供应商不存在重大依赖，采购的成本管控能力有所增强。2024年公司原材料、人工成本、制造费用占总成本的比例分别为67.26%、9.02%、19.00%，原材料仍是营业成本的主要构成。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，2024年主要原材料的采购单价进一步下降，同时跟踪期内公司搭建集采平台，将大宗业务与零售业务的采购纳入统一管理体系，全集团统一通过供应链中心集中采购以发挥规模优势，有效控制成本。2024年公司向前五大供应商采购金额占年度采购总额的比重为16.84%，供应商集中度较低。

表5 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	平方米	18.99	-14.53%	32,636.71	48.99%
五金配件	件	0.40	-26.89%	15,156.48	22.75%
合计	-	-	-	47,793.19	71.74%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告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2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

公司资本结构稳定，虽然跟踪期内营收规模和盈利水平有所下降，但公司现金类资产充足，对债务覆盖程度较好，债务风险可控

资本实力与资产质量

跟踪期内公司资产规模及资本结构较为稳定，2024年末部分经营性负债的产生与清偿使得产权比率有所波动，但公司所有者权益规模稳定，对负债的保障程度较高。2025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4 公司资本结构

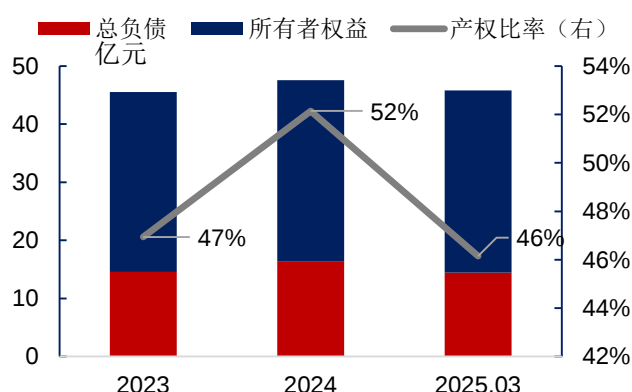
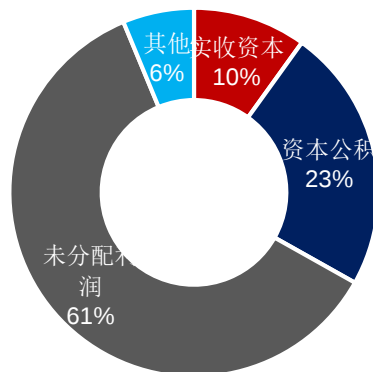


图5 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 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。作为制造业企业，公司厂房设备投资规模较大，2024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30.83%，近年无大额资本支出计划，规模较为稳定。公司零售业务主要为先款后货，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，但随着交付与回款周期较长大宗业务收入占比提高，应收账款周转率明显放缓，营业收入下降的同时存货显著增长。2024年末公司应收账款余额为2.45亿元，主要是对大宗业务客户的应收款，2024年公司对部分风险客户合计计提0.19亿元坏账准备，对恒大系客户累计计提比例达100%，对当年利润影响较大。得益于公司近年良好的经营积累与投资收益，公司持有的现金类资产规模持续增加，主要包括货币资金、交易性金融资产、其他债权投资，2025年3月末合计为18.07亿元，占总资产的比重近40%，其中交易性金融资产全部为银行理财产品，其他债权投资全部为大额存单，现金管理的风险较低。2024年末，公司资产中仅有6.00万元的货币资金受限，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6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.04	6.63%	4.88	10.25%	4.81	10.56%
交易性金融资产	13.01	28.41%	12.51	26.29%	12.71	27.92%
应收账款	2.22	4.86%	1.94	4.07%	1.67	3.67%
存货	2.58	5.64%	3.25	6.83%	2.39	5.25%

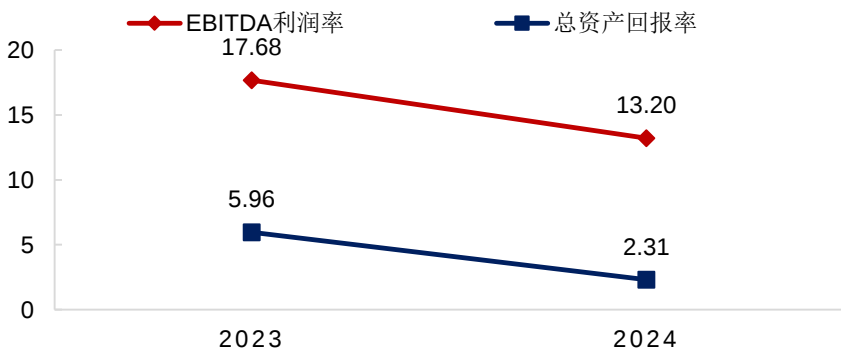
流动资产合计	21.34	46.60%	22.93	48.18%	22.07	48.48%
其他债权投资	2.02	4.41%	2.01	4.22%	0.00	0.00%
长期股权投资	3.99	8.72%	3.99	8.39%	4.02	8.83%
固定资产	12.52	27.35%	12.80	26.90%	13.67	30.02%
无形资产	1.86	4.05%	1.87	3.93%	1.96	4.31%
非流动资产合计	24.46	53.40%	24.66	51.82%	23.46	51.52%
资产总计	45.79	100.00%	47.59	100.00%	45.53	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年受终端需求不振影响，公司营业收入同比下滑15.69%，同时在行业竞争加剧的背景下，获客成本加大，公司持续增加向整装和大宗渠道的转型投入，期间费用率持续提升，叠加信用减值损失对利润的侵蚀，2024年公司盈利能力明显下降，净利润同比下滑62.94%。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6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2025年3月末，公司总债务仅包含本期债券和少量厂房租金（租赁负债），规模不大。因本期债券将于2025年全部到期，2025年3月末短期债务占比骤升至95.31%。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。考虑到公司现金类资产充足，业务经营正常，整体来看公司债务风险可控。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.01%	0.05	0.38%
应付账款	1.40	9.70%	1.95	11.94%	2.44	16.80%

合同负债	4.13	28.57%	4.85	29.76%	1.94	13.33%
其他应付款	0.70	4.86%	0.72	4.45%	0.73	5.05%
一年内到期的非流动负债	6.18	42.73%	6.24	38.27%	0.20	1.37%
流动负债合计	13.39	92.61%	15.23	93.40%	6.41	44.10%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	6.12	42.11%
租赁负债	0.32	2.24%	0.32	1.96%	0.86	5.93%
非流动负债合计	1.07	7.39%	1.08	6.60%	8.13	55.90%
负债合计	14.46	100.00%	16.31	100.00%	14.55	100.00%
总债务	6.90	47.74%	6.81	41.78%	7.29	50.09%
其中：短期债务	6.58	95.31%	6.49	95.32%	0.30	4.10%
长期债务	0.32	4.69%	0.32	4.68%	6.99	95.90%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司营收虽有所下滑，但先款后货为主的经营模式下，经营活动净现金流仍表现较好，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。2025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。

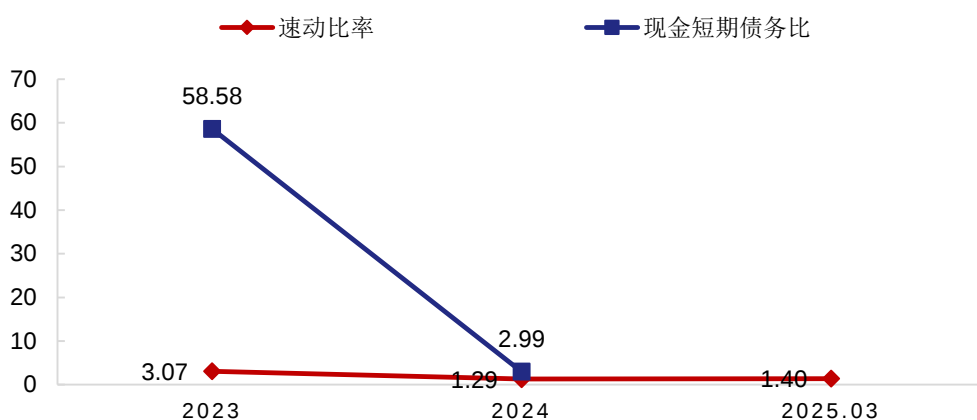
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.20	3.93	4.63
FFO（亿元）	--	0.29	1.41
资产负债率	31.58%	34.27%	31.94%
净债务/EBITDA	--	-4.79	-2.41
EBITDA 利息保障倍数	--	6.32	10.12
总债务/总资本	18.05%	17.89%	19.04%
FFO/净债务	--	-2.37%	-14.59%
经营活动现金流净额/净债务	--	-32.50%	-48.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受本期债券即将到期影响，2024年末公司现金短期债务比大幅回落，但公司现金类资产充足，2025年3月末现金类资产对总债务的覆盖倍数为2.62，现金类资产对债务的保障程度仍处于安全水平，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年末尚有16.60亿元的银行信用贷款授信额度未使用，未来获取流动性的方式较多。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 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2022年1月1日至报告查询日（2025年5月13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（2025年6月16日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

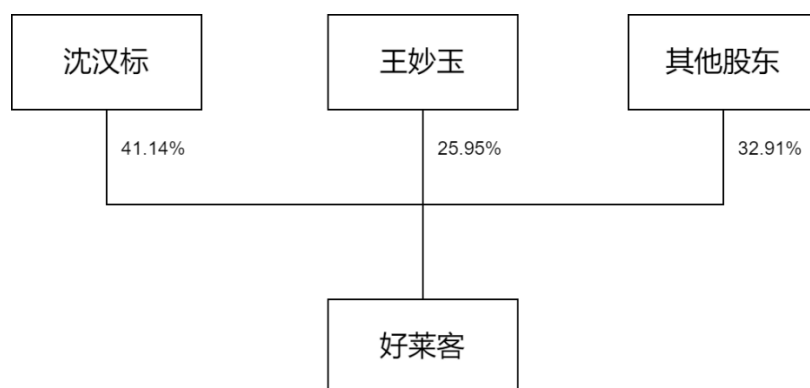
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	3.04	4.88	4.81	2.50
交易性金融资产	13.01	12.51	12.71	8.21
应收账款	2.22	1.94	1.67	1.46
存货	2.58	3.25	2.39	2.34
流动资产合计	21.34	22.93	22.07	19.00
其他债权投资	2.02	2.01	0.00	0.00
长期股权投资	3.99	3.99	4.02	4.04
固定资产	12.52	12.80	13.67	14.67
非流动资产合计	24.46	24.66	23.46	24.81
资产总计	45.79	47.59	45.53	43.81
短期借款	0.00	0.00	0.05	0.00
应付账款	1.40	1.95	2.44	2.49
合同负债	4.13	4.85	1.94	1.02
一年内到期的非流动负债	6.18	6.24	0.20	0.18
流动负债合计	13.39	15.23	6.41	5.35
应付债券	0.00	0.00	6.12	5.87
负债合计	14.46	16.31	14.55	13.38
所有者权益	31.33	31.28	30.99	30.43
营业收入	3.91	19.10	22.65	28.23
营业利润	0.03	0.64	2.29	5.17
净利润	0.02	0.81	2.17	4.54
经营活动产生的现金流量净额	-1.20	3.93	4.63	3.43
投资活动产生的现金流量净额	-0.61	-2.88	-0.61	-4.41
筹资活动产生的现金流量净额	-0.03	-0.97	-1.72	-1.20
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	2.52	4.00	5.99
FFO（亿元）	--	0.29	1.41	3.11
净债务（亿元）	--	-12.08	-9.65	-3.00
销售毛利率	29.82%	33.41%	35.06%	35.15%
EBITDA 利润率	--	13.20%	17.68%	21.22%
总资产回报率	--	2.31%	5.96%	11.24%
资产负债率	31.58%	34.27%	31.94%	30.54%
净债务/EBITDA	--	-4.79	-2.41	-0.50
EBITDA 利息保障倍数	--	6.32	10.12	13.00
总债务/总资本	18.05%	17.89%	19.04%	18.87%
FFO/净债务	--	-2.37%	-14.59%	-103.76%
经营活动现金流净额/净债务	--	-32.50%	-48.00%	-114.38%

速动比率	1.40	1.29	3.07	3.12
现金短期债务比	--	2.99	58.58	49.86

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月）



资料来源：公开资料

附录三 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
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）
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号