

江山欧派门业股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【617】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，但不为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。

江山欧派门业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	负面	负面
江山转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：江山欧派门业股份有限公司（以下简称“江山欧派”或“公司”，股票代码“603208.SH”）系国内木门制造行业龙头企业，积累的品牌及产品优势有助于多销售渠道开拓，公司销售渠道的调整初见成效；公司通过经营收付现降低应付票据规模，偿债压力减轻；同时中证鹏元也关注到公司下游房地产行业调整使得木门行业的产品需求仍处于承压探底阶段，行业内竞争激烈或仍使公司经营承压；公司工程渠道（直销）客户集中度高，应收账款账期被动拉长，且部分款项仍存在一定的回收风险；2024年公司产能利用率有所下滑，面临的产能消化风险加大；经销商、加盟商数量快速增长，对公司经营管理能力提出了较大挑战等风险因素。

评级日期

2025年6月26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	34.37	37.43	46.19	44.66
归母所有者权益	13.16	13.13	15.34	14.15
总债务	--	10.82	15.32	14.65
营业收入	4.02	30.01	37.38	32.09
净利润	0.03	1.08	3.87	-3.06
经营活动现金流净额	-1.00	0.35	4.24	5.23
净债务/EBITDA	--	1.18	0.63	0.83
EBITDA 利息保障倍数	--	12.37	18.20	12.77
总债务/总资本	--	45.18%	49.11%	49.90%
FFO/净债务	--	41.12%	97.49%	29.61%
EBITDA 利润率	--	13.26%	16.64%	13.35%
总资产回报率	--	3.52%	8.64%	-5.58%
速动比率	1.22	1.12	1.13	1.08
现金短期债务比	--	1.51	1.41	1.46
销售毛利率	13.11%	21.07%	26.02%	23.85%
资产负债率	61.71%	64.93%	65.63%	67.06%

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：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：朱建业
zhujy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司系国内木门制造行业龙头企业，积累的品牌及产品优势有助于多销售渠道开拓，公司销售渠道的调整初见成效。**公司为国内第一家木门制造上市公司，产销规模位于行业前列，是国内知名的室内木门品牌，良好的品牌效应为公司销售渠道开拓提供了支撑。2024 年公司代理商渠道、经销商渠道已成为主要的收入支撑，同时大力开拓加盟服务渠道，2024 年加盟服务渠道收入 1.23 亿元。
- **公司通过经营收付现降低债务，有息债务规模下降，偿债压力减轻。**2024 年公司对供应商多采用现金结算方式，应付票据规模由 2023 年末的 7.44 亿元压降为 2024 年末的 4.21 亿元，有息债务规模下降，偿债压力减轻。

关注

- **下游房地产行业调整使得木门行业的产品需求仍处于承压探底阶段，公司经营仍承压。**木门行业是后地产周期行业，产品销售周期滞后于房地产销售周期，2024 年土地投资及新开工仍在低位，房地产行业仍处于调整阶段，木门行业需求端仍处于探底阶段，公司面向地产商的工程渠道（直销）订单承接仍面临激烈竞争。
- **跟踪期内，公司应收账款账期被动拉长，面临一定的回收风险。**公司对工程渠道（直销）客户基本采取按照合同约定收款的方式，客户账期多在半年以上，2024 年账期有所拉长，商品房去化周期延长加大客户资金压力或进一步拖慢公司回款节奏；且工程渠道（直销）客户集中度高，对部分出险房企客户仍有一定的应收敞口，存在一定的账款回收风险。
- **2024 年产能利用率下滑，公司面临的产能消化风险加大。**2022 年本期债券募投项目首批年产 45 万套木门产线投产，公司产能有所增长，但 2024 年公司产能利用率下滑，需关注订单下滑对公司产销的影响。
- **经销商、加盟商数量快速增长，对公司经营管理能力提出了较大挑战。**对于经销商，公司给予其经销公司产品的权利，对其无开店要求，较为宽松的经销商准入门槛迅速壮大公司经销商规模但导致了相对较低的经销商业务转化率，同时加盟服务商迅速扩大增加了管理难度。

未来展望

- **中证鹏元维持公司负面的信用评级展望。**我们认为房地产行业进入磨底修复阶段，木门行业的产品需求仍处于承压探底阶段，行业内竞争较为激烈，公司面临较大的产能消化风险。此外，公司对部分风险房企客户仍存在一定的应收敞口，相关减值计提仍将对公司经营业绩产生不利影响。

同业比较（单位：亿元）

指标	欧派家居	索菲亚	梦天家居	兔宝宝	江山欧派
总资产	352.25	163.72	23.03	59.19	37.43
营业收入	189.25	104.94	11.17	91.89	30.01
净利润	26.03	14.33	0.61	5.95	1.08
销售毛利率	35.91%	35.43%	28.14%	18.10%	21.07%
资产负债率	45.89%	52.57%	22.71%	46.59%	64.93%

注：以上各指标均为 2024 年度/末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_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	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
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
江山转债	5.83	5.83	2024-6-26	2027-6-10

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于重庆江山欧派门业有限公司年产120万套木门项目和补充流动资金。本期债券募集资金专项账户已于2022年完成销户。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化，截至2025年3月末，控股股东及实际控制人吴水根先生持有公司29.14%的股份，第二、三大股东为王忠先生、吴水燕女士，分别持有公司22.94%、9.92%的股份，且无抵质押情况，王忠先生系吴水根先生之大妹夫，吴水燕女士系吴水根先生之二妹。公司股权结构图见附录二。截至2025年3月末公司总股本为177,172,674股。截至2025年6月24日，吴水燕女士持有1,318.2026万股股份，持股比例降至7.44%。

2024年公司仍以木门制造、销售为核心，通过经销商渠道、代理商渠道、工程渠道（直销）、外贸公司和出口渠道、加盟服务多渠道销售。2024年公司新设香港欧派建筑装饰材料有限公司。

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，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，进一步扩大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。

行业环境

（一）房地产行业

房地产市场销售端呈现止跌回稳趋势，高能级核心城市率先修复，供给端复苏仍需时间，土地投资及新开工仍在低位，在融资支持和去库存政策落地催化下，房企资金面有望改善。2025年房地产市场调整压力仍在，但跌幅有望收窄，行业进入磨底修复阶段。

2024年“924新政”有效提振市场信心，房地产行业单边下行趋势有所缓解。截至2025年5月，30大中城市成交面积同比已连续改善接近8个月，高能级核心城市一、二手房成交量快速修复，一线城市房价趋于稳定。受库存高企、战略收缩影响，房企聚焦高能级城市土拍市场，全国土地市场短期仍承压，新开工面积、房地产开发投资增速仍处于低位，整体投资意愿未明显改善。行业融资政策持续宽松，专项债收地加快，房企到位资金有所好转，但需关注弱资质房企的政策落地效果。整体来看，2025年我国房地产市场仍处在调整磨底状态，但供需两端政策持续发力，行业基本面有望逐步修复。

详见《信用展望2025 | 房地产行业：“止跌”基础仍待夯实，房企收缩过冬》。

（二）木门行业

木门行业竞争仍激烈，行业集中度较低，机械化程度高、规模化生产和具备品牌知名度的头部企业将不断提升市占率

木门行业是后地产周期行业，产品销售周期滞后于房地产销售周期。近年来受房地产行业深度调整、价格竞争等因素影响，木门行业增速有所放缓。根据中国木材与木制品流通协会木门窗专业委员会数据，2024年中国木门行业年产值为1,174亿，同比下降5.32%。

2024年木门行业企业间“K型”分化显著加快，国内主要产区均出现了不同数量、不同规模的企业关停现象。从行业现状来看，虽然中国已成为世界上最大的木门生产国和消费国，但相较于北美市场前两大品牌商Jeld-Wen与Masonite形成的寡头市场，国内木门行业集中度具有较大的提升空间；主要表现为整个行业内区域性品牌比较多，缺少全国性的强势品牌，企业分布呈现较为明显的区域性特征，全国形成了珠三角、长三角、东北地区、环渤海地区和西南地区等五大生产基地。同时由于建筑门洞尺寸尚未统一，木门产品尚难标准化，难以实现大规模集中化生产。与大型企业相比，行业内的中小型企业原辅材料及配件的采购方面并不具备足够优势，普遍存在着企业规模偏小、生产效率不高、产品质量不够稳定等特点，往往因采购量不大而无法获得批量采购议价权，近年来竞争力较弱的企业关停现象屡见不鲜。

国内以公司、梦天家居、TATA木门等为代表的企业不断提升自动化、信息化水平以及设计开发能力，极大提升了规模化生产及短期内大批量供货能力，引领行业由产品价格竞争向品牌质量、设计服务竞争

过渡。随着居民生活水平不断提高，对木门的工艺、质量等要求也将随之提高，大型木门企业品牌优势逐步显现。

表1 公司部分竞争对手情况

名称	简介
梦天家居	该公司主要从事定制化木质家具的设计、研发、生产和销售，2021 年末上市，2024 年度的木门收入为 5.18 亿元，同比减少 29.36%，毛利率同比下滑 33.70 个百分点至 18.43%。
欧派家居	该公司为国内定制家居行业龙头企业，于 2017 年 3 月上市。该公司由定制橱柜起步，并从橱柜向全屋产品延伸。2024 年定制木门收入 11.35 亿元，同比下滑 17.66%，毛利率上升 4.21 个百分点至 25.68%。
索菲亚	定制家居行业代表企业之一，于 2011 年 4 月在深圳证券交易所中小板上市。该公司主要从事全屋定制家具及配套家居产品的设计、生产及销售。2024 年木门收入 5.44 亿元，同比下滑 7.57%，毛利率 27.24%
TATA 木门	是中国最早致力于成品居室门研发、生产、销售、服务的专业企业之一，营销能力强，零售渠道知名度较高。

资料来源：Wind、公开资料，中证鹏元整理

木门行业处于中游生产制造环节，从上游采购原材料（板材、五金配件）进行生产制造，其中原材料采购为主要成本。2024年以来，原材料价格有所下滑。

四、经营与竞争

公司是国内知名门类产品生产企业，产品仍以门类为核心，推出金属门窗、柜类产品等欧派门窗·健康整装一体化产品。近年来公司持续推进销售渠道调整，转型布局代理商渠道和经销商渠道，2024年已成为公司主要的收入支撑。2024年公司在现有经销商渠道、工程渠道（直销）、代理商渠道、外贸公司和出口渠道的基础上，大力开拓加盟服务渠道，实现加盟服务渠道收入1.23亿元。受下游需求不振及公司渠道策略调整影响，2024年工程渠道（直销）、经销商渠道收入下滑，公司营业收入同比下滑19.73%至30.01亿元，销售毛利率亦同比下滑3.90个百分点。2025年1季度为公司经营淡季，叠加下游需求不振，营业收入同比下滑35.82%，毛利率持续下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年 1-3月					2024年				
	金额	占比	毛利率	金额同比	毛利率同比增减	金额	占比	毛利率	金额同比	毛利率同比增减
夹板模压门	1.80	44.88%	9.63%	-50.60%	-7.15%	16.89	56.28%	20.99%	-22.16%	-4.72%
实木复合门	0.81	20.21%	3.92%	-10.64%	-0.48%	4.81	16.05%	12.20%	-41.95%	-8.04%
柜类产品	0.30	7.57%	5.76%	-39.01%	-4.52%	2.22	7.39%	14.10%	-4.40%	-6.67%
其他产品	0.72	18.03%	9.73%	-0.02%	-5.40%	3.87	12.89%	12.48%	29.20%	-5.41%
加盟服务费	0.22	5.60%	97.27%	5.72%	-1.36%	1.23	4.12%	97.00%	58.04%	-2.07%
其他	0.15	3.72%	9.85%	-43.83%	-8.03%	0.98	3.28%	20.20%	-24.14%	-2.05%
合计	4.02	100.00%	13.11%	-35.82%	-3.99%	30.01	100.00%	21.07%	-19.73%	-3.90%

注 1：表中数据系合并口径，尾差系四舍五入所致。

注 2：表中同比变动数据以按照 2024 年分类口径调整的 2023 年收入构成为基数。

注 3：表中 2023 年毛利率数据因《企业会计准则解释第 18 号》规定做了追溯调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为木门行业龙头企业，仍保持了规模化生产优势，2024年在经销商渠道初具规模的基础上，加大开拓加盟服务渠道；但下游需求仍不振，各销售渠道毛利率均有下滑，且未见提振迹象，预计经营仍将承压；其中工程渠道（直销）收入及毛利率降幅较大，账期有所拉长且集中度高，对部分出险房企客户仍有一定的应收敞口，存在一定的账款回收风险

公司作为木门行业龙头企业，具备规模化生产供货能力，在自身品牌、产品种类、供货能力及安装服务方面具备一定优势。受下游地产行业投资不振影响，公司传统面向地产商和装修装饰企业的工程渠道（直销）销售规模及占比持续下滑。公司近年来持续调整销售渠道，加大代理商渠道铺设力度以保障回款和开拓非地产客户，重点布局经销商渠道，2024年在经销商渠道初具规模的基础上，加大开拓加盟服务渠道。

表3 按销售渠道划分公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月					2024年				
	金额	占比	毛利率	金额同比	毛利率同比增减	金额	占比	毛利率	金额同比	毛利率同比增减
经销商渠道	0.70	18.11%	9.72%	-45.60%	-8.96%	6.77	23.33%	19.03%	-30.82%	-4.96%
大宗渠道	2.95	76.08%	7.66%	-34.51%	-5.09%	21.02	72.41%	17.31%	-17.63%	-5.91%
其中：工程渠道（直销）	0.89	22.88%	7.63%	-49.79%	-6.76%	7.27	25.06%	20.63%	-45.68%	-6.98%
代理商渠道	1.61	41.70%	5.54%	-36.14%	-6.09%	12.61	43.46%	14.39%	13.63%	-3.37%
加盟服务渠道	0.22	5.81%	97.27%	5.72%	-1.36%	1.23	4.25%	97.00%	58.04%	-2.07%
合计	3.87	100.00%	13.24%	-35.46%	-3.83%	29.02	100.00%	21.10%	-19.57%	-3.97%

注 1：表中数据系合并口径，尾差系四舍五入所致。

注 2：表中同比变动数据以按照 2024 年分类口径调整的 2023 年收入构成为基数。

注 3：表中 2023 年毛利率数据因《企业会计准则解释第 18 号》规定做了追溯调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年工程渠道（直销）业务收入7.27亿元，同比减少45.68%，毛利率同比下滑6.98个百分点至20.63%，客户结构仍以央企地产商和装修装饰企业为主，公司对工程渠道（直销）客户基本采取按照合同约定收款的方式，付款方式通常采用现汇、保理、承兑汇票等方式，客户账期多在半年以上，2024年账期有所拉长。该渠道下游需求仍未见明显提振，且招投标面临较为激烈的价格竞争，或会影响公司收入及毛利率表现，且回款周期相对长，商品房去化周期延长加大客户资金压力或进一步拖慢公司回款节奏。此外公司客户中部分房企陷入资金流动性困境，公司近年已计提较大规模的坏账准备，但仍存在一定的应收敞口，仍存在一定的账款回收及减值风险，且目前合作客户在行业触底过程中仍存在进一步风险暴露的可能。

表4 公司前五大客户销售额与占比（单位：亿元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例
2025年1-3月	1	客户1	0.33	8.63%
	2	客户2	0.27	6.89%
	3	客户3	0.12	3.21%
	4	客户4	0.12	3.05%
	5	客户5	0.12	3.02%
			合计	0.96
2024年	1	客户1	3.11	10.70%
	2	客户2	1.61	5.53%
	3	客户3	1.36	4.67%
	4	客户4	1.15	3.96%
	5	客户5	0.92	3.16%
			合计	8.15
2023年	1	客户1	4.87	13.51%
	2	客户2	3.34	9.25%
	3	客户3	2.25	6.24%
	4	客户4	1.18	3.27%
	5	客户5	1.00	2.76%
			合计	12.64

注：表中数据系合并口径，尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

代理商渠道2024年收入增长13.63%至12.61亿元，毛利率同比减少3.37个百分点至14.39%，该渠道采取款清发货的结算方式，公司通过该渠道加快对地产商和装修装饰企业回款，同时代理商具备一定资金实力和属地服务能力，亦可开拓酒店、学校、医院、康养等新业务，延长工程业务的服务半径。但需给予代理商一定规模的让利，致使该渠道业务毛利率相对工程渠道（直销）要低。

经销商渠道是公司近年来布局重点，公司通过各类经销商将全品类产品销售给终端消费者，公司经销商模式基本采用“下单前付全款”的结算方式，回款表现良好。截至2025年3月末公司拥有加盟经销商68,821家，较2024年初增加32,254家，对于经销商公司给予其经销公司产品的权利，对其无开店要求，较为宽松的经销商准入门槛迅速壮大公司经销商规模但导致了相对较低的经销商业务转化率。2024年在经销商渠道初具规模的基础上，公司大力开拓加盟服务渠道，利用已有的品牌优势、渠道客户优势、技术优势、管理优势、供应链优势，通过与加盟服务商签订服务协议，收取加盟服务费。2024年公司经销商渠道收入6.77亿元，加盟服务渠道收入1.23亿元，但经销商渠道业务收入较2023年下滑30.82%，毛利率下滑4.96个百分点至19.03%，加盟服务渠道成本较低，毛利率高达97%。

此外，公司在外贸公司和出口渠道亦有所布局，组建外拓团队，持续开拓中东、东南亚、北美等市场，参加境内外展会，外销基本采用先款后货模式保证回款。2024年公司实现外销收入1.00亿元，同比增

长5.90%，毛利率为28.91%，毛利率水平高出国内市场8.09个百分点。

2024年公司产能利用率有所下滑，整体产销率维持良好，库存得到进一步清理，2025年1季度下游需求未见明显好转，需关注下游市场景气度对公司产销的影响

生产方面，公司生产基地无变化，产能稳定，但2024年受下游需求影响，夹板模压门产量下滑25.70%，实木复合门产量下滑23.49%，主要门类产品产能利用率进一步下滑，产销率方面表现较好，库存规模有所压缩，夹板模压门库存量同比减少53.21%，实木复合门库存量同比微增0.59%。2024年公司外购门类产品下滑，夹板模压门外购8.44万件，实木复合门外购8.45万件。2025年1季度为生产淡季，叠加下游需求不振，产能利用率同比及环比均有下滑，需关注下游订单对公司产销的影响。

表5 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万套、万套/年）

产品明细	项目	2025年1-3月	2024年	2023年
夹板模压门	产能	95.00	360.00	336.00
	产量	25.42	237.01	318.99
	产能利用率	26.76%	65.84%	94.94%
	销量	31.29	269.40	348.34
	产销率	123.07%	113.67%	109.20%
实木复合门	产能	27.50	110.00	110.00
	产量	3.43	43.51	56.86
	产能利用率	12.48%	39.55%	51.69%
	销量	7.24	51.83	70.83
	产销率	210.80%	119.12%	124.56%
柜类产品	产能	5.13	20.50	20.50
	产量	0.79	11.28	10.32
	产能利用率	15.44%	55.05%	50.34%
	销量	1.49	13.41	11.91
	产销率	188.87%	118.83%	115.41%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供应商集中度低，原材料占营业成本比重较高，但原材料价格亦有下行

采购方面，公司的材料采购仍主要采取两种模式：一是直接从合格原材料供应商处采购原材料，自行组织生产；二是在控制产品质量的前提下，主要向木门生产企业采购半成品，公司通过外购方式采购半成品或部件再进行加工，并最终形成产品对外销售。公司对上游供应商一般采用月结，用于结算的银行承兑汇票期限通常为6个月，二三季度为传统生产旺季，开立的银行承兑汇票多于次年1季度到期。

2024年公司主营业务成本结构中原材料采购成本占比微升至73.96%，原材料价格波动是影响公司产品毛利率的重要因素之一。公司主要原材料包括板材类、软皮类、油漆类和五金类，原材料通用性强，

供应较为充足。公司会参考行业情况、制造特征等方面评估原材料成本，从而与供应商确定采购价格，并通过加快原材料周转、优化战略供应商等方式减少价格波动带来的影响。

表6 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	2.30	68.56%	16.93	73.96%	19.67	72.75%
人工	0.33	9.97%	2.60	11.35%	3.40	12.57%
制造费用	0.72	21.47%	3.36	14.69%	3.97	14.68%
合计	3.36	100.00%	22.90	100.00%	27.04	100.00%

注1：表中数据系合并口径，尾差系四舍五入所致。

注2：表中2023年数据因《企业会计准则解释第18号》规定做了追溯调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司对前五大供应商采购金额合计18,800.06万元，占年度采购总额13.64%，集中度较低，供应商较为分散，不存在对单个供应商过于依赖的情况。

跟踪期内，公司营运资金管理效率小幅弱化

2024年公司针对工程渠道（直销）客户的账期有所拉长，应收账款周转天数有所拉长，产销率表现尚可，存货周转天数微降，整体来看营运资金管理效率小幅弱化。

表7 公司营运效率情况（单位：天）

项目	2024年	2023年
存货周转天数	52.88	56.85
应收账款及应收票据周转天数	107.25	84.42
应付账款周转天数	78.11	65.80
应收账款周转天数	104.75	78.88
应付账款及应付票据周转天数	166.63	166.71
净营业周期	79.53	69.94

资料来源：中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（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。

2024年公司资产及所有者权益规模有所下滑，主要系产销规模缩减、偿还债务及分配股利影响；对部分风险客户仍存在一定规模的应收敞口，未来仍存在减值可能，且公司下游景气度不足，行业竞争加剧及订单不足或削弱公司盈利能力；杠杆状况小幅改善，现金流表现弱化，流动性比率尚可

资本实力与资产质量

2024年公司经营获利能力有所下滑叠加分配普通股股利规模达3.13亿元致使所有者权益规模有所下滑，截至2025年3月末所有者权益仍主要由未分配利润、资本公积、实收资本构成。公司支付到期应付票据并压缩借款规模，负债规模亦下滑，产权比率持续下降，所有者权益对负债的保障程度有所增强。

图1 公司资本结构

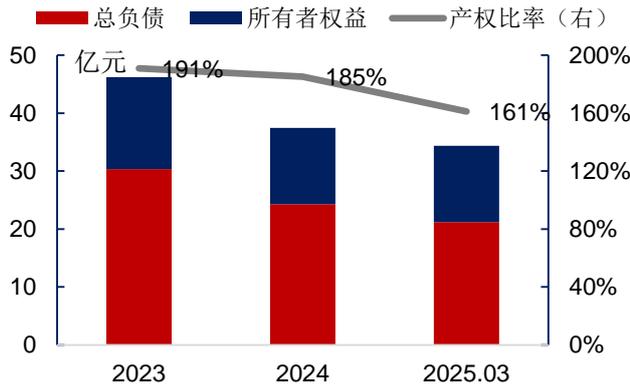
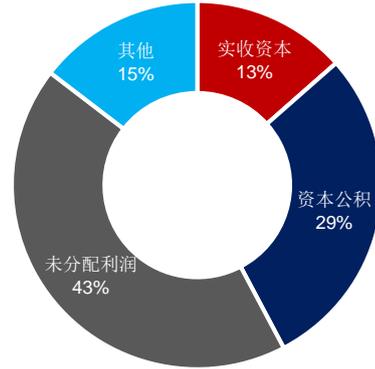


图2 2025年3月末公司所有者权益构成



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

注：扣减了库存股。
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

2024年公司产销规模缩减，存货中库存商品、发出商品规模及应收款项规模缩减，并支付较大规模到期应付票据和分配现金股利，致使公司资产规模有所下滑。截至2024年末公司资产仍主要为厂房设备等固定资产、存货、应收账款及应收款项融资为主。2024年公司计提固定资产折旧1.21亿元。截至2024年末公司各类受限资产账面价值6.93亿元（固定资产4.40亿元，无形资产1.64亿元，货币资金0.88亿元）。

2024年公司应收账款继续计提减值1.32亿元，前期旭辉集团及其关联方、阳光城地产及其关联方坏账小额转回，截至2024年末公司应收款项（含应收票据、应收账款和应收款项融资）账面余额为19.05亿元，坏账准备9.00亿元，账面价值10.05亿元；合同资产账面余额为0.78亿元，减值准备为0.05亿元，账面价值为0.72亿元。其中公司单项计提坏账应收账款账面价值1.00亿元，主要系2024年对恒大地产及其关联方款项继续计提10%坏账，恒大地产及其关联方款项坏账计提比例达到100%，其余单项计提客户计提比例未作调整；公司对相关风险房企仍有一定规模的应收敞口，仍存在一定的款项回收风险；按照账龄组合计提的应收款项账面价值7.52亿元，受账期拉长影响，整体坏账计提比例由11.11%上升至14.68%。

表8 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	4.82	14.01%	6.81	18.21%	11.94	25.84%
应收账款	7.82	22.75%	8.52	22.77%	8.94	19.35%
应收款项融资	1.39	4.05%	1.46	3.90%	2.05	4.45%
存货	2.32	6.75%	2.78	7.44%	4.17	9.04%

流动资产合计	17.92	52.14%	20.68	55.27%	28.44	61.58%
固定资产	11.36	33.04%	11.64	31.10%	12.88	27.88%
无形资产	2.35	6.83%	2.38	6.35%	2.48	5.37%
非流动资产合计	16.45	47.86%	16.74	44.73%	17.75	38.42%
资产总计	34.37	100.00%	37.43	100.00%	46.19	100.00%

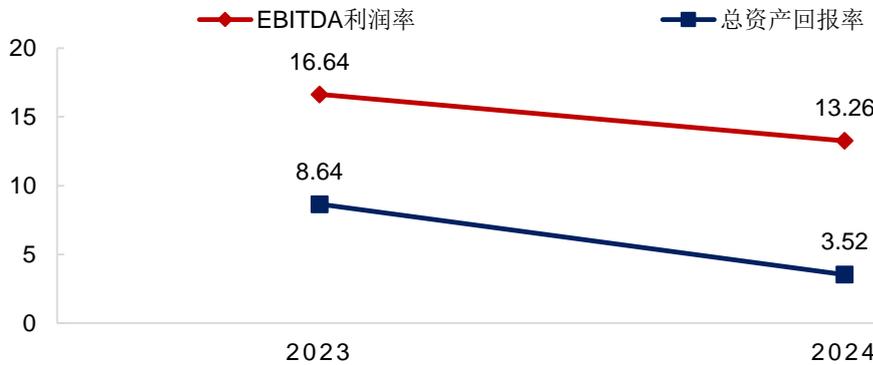
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司对部分出险房企仍有一定规模的应收敞口，未来仍存在减值可能，且公司下游景气度不足，行业竞争加剧及订单不足，经营仍将承压

受产品毛利率下滑、计提减值及管理费用控制相对滞后影响，2024年公司EBITDA利润率及总资产回报率均有下滑。公司对部分出险房企仍有一定规模的应收敞口，未来仍存在减值可能；同时考虑到公司下游景气度不足，工程渠道（直销）等渠道竞争较为激烈，或影响公司订单规模和生产安排，后续若产能利用率继续下滑将加大生产设备折旧计提对盈利的影响。尽管公司加大费用控制和资产盘活力度，但受上述因素影响，预计公司短期内经营仍将承压。

图3 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

2024年公司负债规模下降，杠杆状况小幅改善，现金流表现弱化，流动性比率稳中有升

2024年公司偿付部分到期应付票据和短期借款，整体负债规模压缩。截至2024年末应付账款主要为应付材料款，合同负债主要为预收货款，其他应付款主要为押金及保证金。截至2024年末，公司总债务规模10.82亿元，主要为应付票据和本期债券，应付票据主要系开具用于支付供应商货款的银行承兑汇票。

表9 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	0.01	0.06%	0.35	1.46%	1.14	3.77%
应付票据	2.88	13.58%	4.21	17.33%	7.44	24.53%
应付账款	4.69	22.13%	5.13	21.12%	5.15	16.97%
合同负债	1.96	9.24%	2.00	8.25%	2.81	9.26%
其他应付款	2.79	13.15%	3.10	12.74%	3.03	9.99%
流动负债合计	12.79	60.32%	15.92	65.51%	21.45	70.77%
应付债券	6.33	29.83%	6.25	25.72%	6.01	19.81%
非流动负债合计	8.42	39.68%	8.38	34.49%	8.86	29.23%
负债合计	21.21	100.00%	24.30	100.00%	30.31	100.00%
总债务	--	--	10.82	44.51%	15.32	50.53%
其中：短期债务	--	--	4.57	42.21%	8.74	57.05%
长期债务	--	--	6.25	57.79%	6.58	42.95%

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年公司杠杆状况小幅改善，资产负债率和总债务/总资本比率水平小幅修复。2025年1季度公司部分应付票据到期偿付，财务杠杆水平继续回落。

2024年现金流表现弱化，经营性现金流净流入较上年显著下降，FFO现金流下滑，各类固定资产投入缩减，FFO对净债务的覆盖程度弱化，但EBITDA利息保障倍数仍能对债务利息的偿付形成有效支撑。

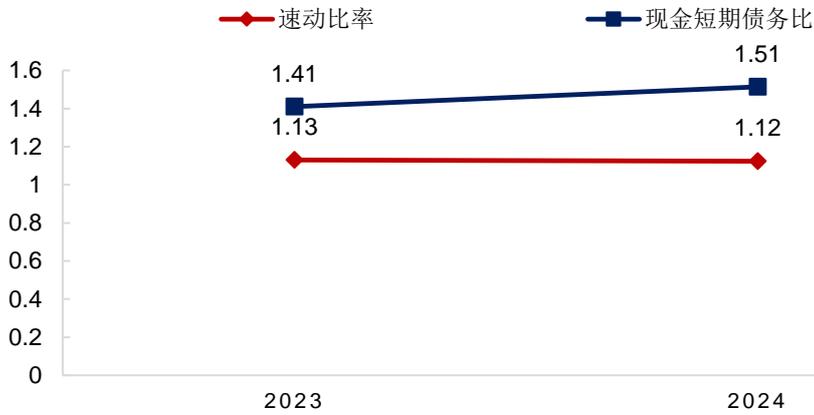
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.00	0.35	4.24
FFO（亿元）	--	1.93	3.83
资产负债率	61.71%	64.93%	65.63%
净债务/EBITDA	--	1.18	0.63
EBITDA 利息保障倍数	--	12.37	18.20
总债务/总资本	41.20%	45.18%	49.11%
FFO/净债务	--	41.12%	97.49%
经营活动现金流净额/净债务	--	7.38%	107.93%

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

流动性方面，2024年公司速动比率表现稳定，短期债务压缩后现金类资产对于短期债务的覆盖程度增强，短期偿债压力不大。截至2025年3月末，公司未使用银行授信额度为17.75亿元，备用流动性尚可。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，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6月20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，截至报告查询日（2025年6月26日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

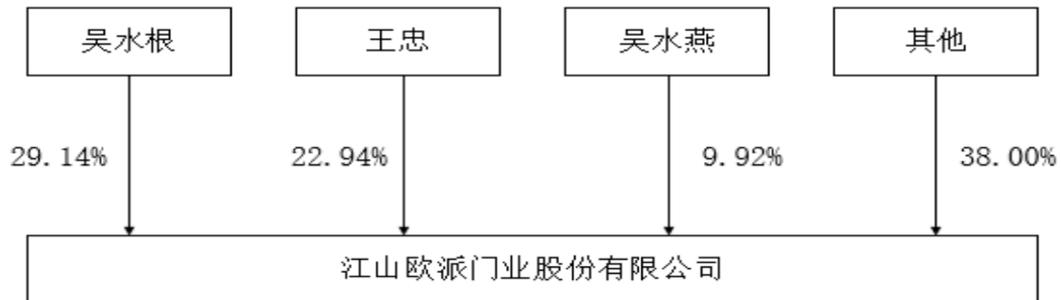
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	4.82	6.81	11.94	11.12
应收账款	7.82	8.52	8.94	7.44
应收款项融资	1.39	1.46	2.05	2.01
存货	2.32	2.78	4.17	4.56
流动资产合计	17.92	20.68	28.44	26.91
固定资产	11.36	11.64	12.88	13.46
无形资产	2.35	2.38	2.48	2.58
非流动资产合计	16.45	16.74	17.75	17.75
资产总计	34.37	37.43	46.19	44.66
短期借款	0.01	0.35	1.14	0.00
应付票据	2.88	4.21	7.44	8.07
应付账款	4.69	5.13	5.15	4.96
合同负债	1.96	2.00	2.81	2.95
其他应付款	2.79	3.10	3.03	3.16
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.16	0.10
流动负债合计	12.79	15.92	21.45	20.71
长期借款	0.00	0.00	0.57	0.73
应付债券	6.33	6.25	6.01	5.75
非流动负债合计	8.42	8.38	8.86	9.24
负债合计	21.21	24.30	30.31	29.95
总债务	9.22	10.82	15.32	14.65
其中：短期债务	2.89	4.57	8.74	8.17
长期债务	6.33	6.25	6.58	6.48
所有者权益	13.16	13.13	15.87	14.71
营业收入	4.02	30.01	37.38	32.09
营业利润	0.05	1.09	3.57	-2.76
净利润	0.03	1.08	3.87	-3.06
经营活动产生的现金流量净额	-1.00	0.35	4.24	5.23
投资活动产生的现金流量净额	-0.54	-0.31	-1.05	-2.24
筹资活动产生的现金流量净额	-0.25	-4.72	-1.75	-2.54
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	3.98	6.22	4.29
FFO（亿元）	--	1.93	3.83	1.05
净债务（亿元）	--	4.69	3.93	3.54
销售毛利率	13.11%	21.07%	26.02%	23.85%
EBITDA 利润率	--	13.26%	16.64%	13.35%

总资产回报率	--	3.52%	8.64%	-5.58%
资产负债率	61.71%	64.93%	65.63%	67.06%
净债务/EBITDA	--	1.18	0.63	0.83
EBITDA 利息保障倍数	--	12.37	18.20	12.77
总债务/总资本	--	45.18%	49.11%	49.90%
FFO/净债务	--	41.12%	97.49%	29.61%
经营活动现金流净额/净债务	--	7.38%	107.93%	147.59%
速动比率	1.22	1.12	1.13	1.08
现金短期债务比	--	1.51	1.41	1.46

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：公开信息，中证鹏元整理

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
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
应收账款周转率	营业收入 / ((期初应收账款账面价值+期末应收账款账面价值) / 2)
应收账款和应收票据周转率	营业收入 / ((期初应收票据及应收款账面价值+期末应收票据及应收款账面价值) / 2)
存货周转率	营业成本 / ((期初存货账面价值+期末存货账面价值) / 2)
应付账款周转率	营业成本 / (期初应付账款余额+期末应付账款余额) / 2)
应付账款及应付票据周转天数	营业成本 / (期初应付账款及应付票据余额+期末应付账款及应付票据余额) / 2)
净营业周期	存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数

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