

# 江山欧派门业股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【187】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。

# 江山欧派门业股份有限公司相关债券2026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	A	AA-
评级展望	稳定	负面
江山转债	A	AA-

## 评级观点

- 本次评级下调主要是基于：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”）受下游需求持续收缩、行业竞争加剧及公司销售渠道调整影响，产销规模下滑，2025年经营收入大幅下降，业绩亏损规模较大；公司代理经销渠道业务转化效率相对较低，应收账款账龄拉长、产能利用率不足，应收账款、固定资产及存货仍存在一定的减值风险；核心高管频繁离职，管理团队稳定性较弱；此外，若本期债券到期未能转股，公司将面临较大的集中兑付压力；同时，中证鹏元也考虑到公司作为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等因素。

## 评级日期

2026年6月23日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	27.30	29.68	37.43	46.19
归母所有者权益	10.48	10.84	13.13	15.34
总债务	7.09	7.86	10.82	15.32
营业收入	2.28	16.25	30.01	37.38
净利润	-0.36	-1.95	1.08	3.87
经营活动现金流净额	-1.23	-0.66	0.35	4.24
净债务/EBITDA	--	1.98	1.18	0.63
EBITDA 利息保障倍数	--	5.26	12.37	18.20
总债务/总资本	40.35%	42.02%	45.18%	49.11%
FFO/净债务	--	19.98%	41.12%	97.49%
EBITDA 利润率	--	10.20%	13.26%	16.64%
总资产回报率	--	-5.08%	3.52%	8.64%
速动比率	1.33	1.24	1.12	1.13
现金短期债务比	--	3.66	1.51	1.41
销售毛利率	14.90%	17.42%	21.07%	26.02%
资产负债率	61.62%	63.48%	64.93%	65.63%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：秦风明  
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：朱建业  
zhuji@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **公司仍具备一定品牌优势，且销售渠道的持续调整初见成效。**公司为国内第一家木门制造上市公司，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。2025 年公司代理经销商渠道已成为主要的收入支撑，加盟服务渠道利润贡献相对突出。

## 关注

- **下游需求不足，公司产销规模下滑，经营出现亏损。**2025 年房地产新开工面积及开发投资额仍延续两位数降幅，木门行业需求端仍处于探底阶段；2025 年公司大幅压降直营工程渠道规模，由于订单承接不足，产销规模大幅下降，产能利用率处于较低水平，收入规模及毛利率水平大幅弱化，2025 年出现亏损。2026 年一季度公司营业收入同比下降 43.35%，仍处于亏损状态。
- **应收账款、固定资产及存货仍存在一定的减值压力。**公司对单项计提减值客户仍存在一定应收敞口，账龄组合的应收账款 2025 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，应收账款仍存在一定的减值压力。公司目前的产能利用率处于较低水平，2025 年计提固定资产减值 0.63 亿元，仍需关注可能发生的减值风险。2025 年计提存货减值 0.15 亿元。
- **公司经营活动现金流净额转负，若本期债券到期未能转股，公司将面临较大的集中兑付压力。**公司持续压降经营性债务，2025 年及 2026 年 1-3 月经营净现金流为负，截至 2026 年 3 月末现金类资产约为 4.02 亿元。公司长期债务主要为本期债券，截至 2026 年 6 月 2 日剩余未转股余额 5.83 亿元，如本期债券到期未能转股，公司将面临较大的集中兑付压力。
- **代理经销商渠道快速壮大，但业务转化效率相对较低。**较为宽松的经销商准入门槛迅速壮大公司经销商规模，2025 年末公司代理经销商数量分别为 74,830 家，环比增长 18.46%，2025 年代理经销商渠道收入 9.53 亿元，同比下滑 51.16%。2026 年 1 季度末，公司代理经销商数量增长 1.11% 至 75,664 家，代理经销商渠道收入下滑 39.63%。
- **核心高管频繁离职，管理团队稳定性较弱。**2025 年 7 月，公司总经理王忠、副总经理刘侏南离任，8 月副总经理陆建辉离任，2026 年 4 月财务负责人吴水燕、董事会秘书郑宏有离任，创始团队及核心高管离职比例高，且 2025 年至今，吴水燕女士减持 2.48% 的股份，王忠先生减持 3% 股份。

## 未来展望

- **中证鹏元维持公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司目前的收入结构调整成效初显，代理经销商渠道收入占比超过 60%，预计直营工程渠道占比低于 10%，应对下游波动的能力有所增强；公司重视现金流管理、存货管理和资产盘活，有利于债务的偿付。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	欧派家居	索菲亚	梦天家居	兔宝宝	公司
总资产	352.70	136.41	23.26	61.00	<b>29.68</b>
营业收入	172.32	93.67	10.85	88.83	<b>16.25</b>
归母净利润	19.97	9.01	0.65	7.02	<b>-1.95</b>
销售毛利率	36.24%	35.70%	29.10%	17.54%	<b>17.42%</b>
资产负债率	46.75%	43.16%	22.61%	44.35%	<b>63.48%</b>

注：（1）以上各指标均为 2025 年数据。

资料来源：公开资料，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_2025V1.0

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	4/9
	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	非常弱
	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		5/9
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					<b>a</b>
外部特殊支持					<b>0</b>
主体信用等级					<b>A</b>

注：1) 各指标得分越高，表示表现越好；2) 受下游需求持续收缩、行业竞争加剧及公司销售渠道调整影响，产销规模下滑，2025 年经营收入大幅下滑，业绩亏损规模较大；公司代理经销渠道业务转化效率相对较低，应收账款账龄拉长、产能利用率不足，应收账款、固定资产及存货仍存在一定的减值风险；核心高管频繁离职，管理团队稳定性较弱；此外，若本期债券到期未能转股，公司将面临较大的集中兑付压力。综合上下调公司个体级别 2 个子级。

## 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	2026-2-2	2027-6-11

注：余额为 2026 年 4 月 23 日查询结果

## 一、 债券募集资金使用情况

**募集资金用途：**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，公司的控股股东及实际控制人为吴水根先生，第二、三大股东为王忠先生、吴水燕女士<sup>1</sup>，2025年吴水燕女士减持2.48%的股份，2026年3月9日-6月8日，王忠先生已按照减持计划完成减持，减持3%股份。2026年5月7日，公司注销回购股份1,293,528股，公司总股本为175,879,146股，截至2026年6月8日，控股股东及实际控制人吴水根先生持有公司29.36%的股份，王忠先生、吴水燕女士分别持有公司20.10%、7.49%的股份，且无抵质押情况，股权结构图见附录二。

2025年7月，公司总经理王忠、副总经理刘佶南离任，8月副总经理陆建辉离任，2026年4月财务负责人吴水燕、董事会秘书郑宏有离任。截至2026年6月16日，董事长、实际控制人吴水根先生担任总经理，赖晨露为财务负责人，冯毅、汪志明、杨敏杰、周俊、周庆君为副总经理，陈春金为董事会秘书。

公司业务开展仍以木门制造、销售为核心，2025年为适应激烈竞争的行业环境，公司调整了业务模式，构建了“产品+服务”双轮驱动的业务模式，开拓代理经销业务、加盟服务业务和外贸出口业务，加强了对传统销售渠道的管理，提升正现金流业务占比。2025年公司新设沙特欧派装饰公司、江山欧罗拉科技公司和欧派机器人公司3家子公司。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局**

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响

<sup>1</sup> 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。

逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

## 行业环境

### 房地产行业

**政策端持续发力，核心城市有望率先筑底，房企维持审慎投资，呵护现金流稳定性，缓慢修复经营能力**

2026年一季度全国商品房销售面积、销售额同比分别下滑10.4%、16.7%，但3月单月销售表现边际改善，上海、苏州等高能级城市韧性尚可。2026年二季度中央政治局会议定调“努力稳定房地产市场”，上海、广州、深圳等城市政策端持续发力，呵护市场稳定。预计2026年全年商品房销售延续调整态势，但降幅有望收窄；核心城市房地产市场情绪持续改善，市场进入筑底阶段。

房地产企业仍以审慎投资，加快去化为主，呵护现金流稳定性，在外部融资环境未发生重大变化及房企自身经营相对审慎的背景下，房企已逐步走出违约阴霾，目标从“活下去”走向“提升修复经营能力”。

详见[《信用展望2026房地产行业：乍暖还寒时，L型复苏阶段的分化与机遇》](#)

### 木门行业

**木门行业产值仍延续下行，行业内竞争更加激烈，机械化程度高、规模化生产和具备品牌知名度的头部企业有望不断提升市占率**

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。2025年尽管针对旧改、家居以旧换新等消费存量房翻新政策刺激了需求，但受房地产行业深度调整、消费市场需求减弱、价格竞争等因素影响，木门行业增速仍持续放缓。根据中国木材与木制品流通协会木门窗专业委员会数据，2025年中国木门行业年产值为1,095亿元，同比下降6.73%。

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。但与大型企业相比，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，2025年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。2025年大多数企业的营收出现了不同程度下滑，另有少部分企业营收保持持平，只有极少部分企业业绩实现增长。

国内成长型的区域优势企业表现突出，凭借灵活的设计、柔性的生产以及高效的服务，订单量尚有保证，以公司、梦天家居、索菲亚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 2025年公司部分竞争对手情况（单位：亿元）**

名称	简介	营业收入	同比变动	毛利率
梦天家居	产品布局覆盖门、墙、柜，门类产品为基本盘，正逐步从木门转向门墙柜一体化，经销商渠道收入占比约 75%，大宗渠道占比不足 4%	10.85	-2.88%	29.10%
欧派家居	国内定制家居行业龙头企业，家居全品类布局，覆盖衣柜及配套家具、橱柜、卫浴和木门，衣柜及配套家具为核心收入来源。经销渠道收入占比约 73%，大宗业务占比约 15%。	172.32	-8.94%	36.24%
索菲亚	定制家居行业代表企业之一，产品布局覆盖衣柜及配套、橱柜及配件、木门等，衣柜及配套是核心。经销渠道收入占比约 78%，大宗业务占比约 13%。	93.67	-10.74%	35.70%
江山欧派	国内木门行业龙头企业，产品以木门为核心，正处于工程渠道收缩转型阶段	16.25	-45.85%	17.42%

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。2025年，原材料板材价格整体温和回升。

## 四、经营与竞争

2025年为应对地产行业下行、地产类客户财务及信用状况弱化及行业内竞争加剧带来的经营压力，公司进行了商业模式和销售渠道转型调整，大幅压降占款较多的直营工程业务，对门、柜类产品产销影响大，2025年夹板模压门、实木复合门和柜类产品收入分别同比下降54.72%、52.41%和48.74%，由于订单承接不足，公司收缩产能，关停河南和重庆生产基地。受此影响，2025年公司实现营业收入16.25亿元，同比大幅下降45.85%。毛利率方面，2025年公司毛利率为 17.42%，同比减少 3.65个百分点，主要产品毛利率均出现下降，主要原因是行业竞争激烈导致销售价格下降，同时单位固定成本因产量减少而上升。2026年1-3月，公司订单情况仍未回暖，营业收入同比下降43.35%至2.28亿元，毛利率上升1.79个百分点。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
夹板模压门	0.94	41.05%	5.32%	7.65	47.06%	10.81%	16.89	56.28%	20.99%
实木复合门	0.28	12.24%	6.39%	2.29	14.10%	6.53%	4.81	16.05%	12.20%
柜类产品	0.05	2.15%	-16.84%	1.14	7.00%	8.00%	2.22	7.39%	14.10%
其他产品	0.56	24.49%	3.70%	2.76	16.96%	10.22%	3.87	12.89%	12.48%
加盟服务费	0.26	11.30%	93.03%	1.46	9.01%	95.17%	1.23	4.12%	97.00%
其他业务	0.20	8.77%	10.00%	0.96	5.88%	9.29%	0.98	3.28%	20.20%
<b>合计</b>	<b>2.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.90%</b>	<b>16.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.42%</b>	<b>30.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.07%</b>

注：分项汇总与合计数差异系四舍五入尾差所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年工程渠道（直销）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，为此公司大幅压降直营工程渠道规模；整合代理经销渠道以改善现金流，但下游需求不振，公司订单承接不足；加盟服务渠道虽拓宽了利润来源，但整体收入及毛利率降幅较大；2026年一季度未见订单回暖，预计经营仍将承压

2025年受下游地产行业投资及消费不振影响，地产客户的订单需求出现不同程度的收缩、回款拉长，为降低垫款压力，公司销售渠道重心向现金流业务转移，缩减占款较多的直营工程渠道业务规模或将之转移至回款较好的代理经销商渠道开展，几乎不新增直营欠款业务。受此调整影响，2025年公司直营工程渠道收入大幅下降63.19%，全年仅实现直营工程渠道收入2.68亿元，2026年1季度该类业务几乎停滞。直营工程渠道客户主要为签订战略合作协议的大型房地产开发商和装修装饰企业，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，2025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。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，且目前合作客户在行业触底过程中仍存在进一步风险释放的可能。

**表3 2025年及2026年1-3月公司各销售渠道收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

时间	项目	收入	占比	毛利率	收入同比增减
2026年1-3月	代理经销渠道	1.40	67.31%	2.74%	-39.63%
	直营工程渠道	0.05	2.40%	32.53%	-94.34%
	外贸出口渠道	0.37	17.79%	6.83%	-16.04%
	加盟服务渠道	0.26	12.50%	93.03%	14.36%
2025年	代理经销渠道	9.53	62.33%	7.54%	-51.16%
	直营工程渠道	2.68	17.50%	15.44%	-63.19%
	外贸出口渠道	1.62	10.60%	13.37%	62.47%
	加盟服务渠道	1.46	9.57%	95.17%	18.51%

注1：2025年代理经销渠道包括经销商渠道3.64亿元、代理商渠道5.88亿元。

注2：分项汇总与合计数差异系四舍五入尾差所致。  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

代理经销渠道采取款清发货的结算方式，是公司核心的现金流业务。2025年公司对代理经销渠道进行了转型升级，与代理经销商的合作模式逐步对标“会员模式”，公司作为“专业的产品与服务提供者”，招募有建材家居产品需求的代理经销商，将产品高效触达零售、工程等终端客户。2025年末公司拥有代理经销商74,830家，净增11,660家。值得关注的是，代理经销商增加仍未能实现工程客户、零售需求的释放，需关注代理经销商的订单转化能力。受需求不足和市场竞争影响，2025年代理经销渠道收入同比亦大幅下降51.16%，收入规模缩减至9.53亿元，由于公司严控运营成本与产品毛利率，直接让利给代理经销商和客户，致使该渠道毛利率仅为7.54%。

2025年公司主动加大海外市场开拓力度，聚焦中东、东南亚、中亚、非洲等目标区域，锁定主流渠道和客户。公司除向国外建材超市、房地产开发商、海外代理商直接供货外，亦尝试与海外客户签订战略合作协议，提供门窗产品全流程服务。2025年外贸出口渠道收入增至1.62亿元。

公司将加盟服务渠道作为轻资产、高毛利的战略性业务进行重点培育。公司凭借多年积累的品牌、渠道、技术、管理和供应链优势，与加盟生产商签订服务协议，提供品牌赋能、技术赋能、渠道赋能等综合服务，并按照协议收取加盟服务费。2025年，加盟服务渠道实现营业收入1.46亿元，同比增长18.51%，且毛利率表现较好为95.17%。

2025年公司前五大客户销售额3.08亿元，占主营业务收入的20.16%，客户集中度有所下降，其中对单一外贸客户SC GIANT STAR SRL.的销售额为5,064.33万元，需关注合作稳定性和持续性。

**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
2026年1-3月	1	客户一	0.25	12.23%
	2	客户二	0.09	4.55%
	3	客户三	0.07	3.49%
	4	客户四	0.06	3.11%
	5	客户五	0.06	2.96%
		合计	<b>0.53</b>	<b>26.34%</b>
2025年	1	客户一	1.14	7.45%
	2	客户二	0.55	3.60%
	3	客户三	0.51	3.35%
	4	客户四	0.51	3.31%
	5	客户五	0.37	2.44%
		合计	<b>3.08</b>	<b>20.16%</b>
2024年	1	客户一	3.11	10.70%
	2	客户二	1.61	5.53%
	3	客户三	1.36	4.67%

4	客户四	1.15	3.96%
5	客户五	0.92	3.16%
<b>合计</b>		<b>8.15</b>	<b>28.03%</b>

注 1：表中数据系合并口径，尾差系四舍五入所致。

注 2：“客户一”仅为第一大客户代称，并非意味着为同一客户。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2025年公司产能利用率降低至较低水平，公司关停了河南和重庆生产基地，承接代工订单以提高设备使用效率，但2025年仍计提较大规模设备减值，后续仍需关注产线利用率及可能导致的减值风险**

2025年公司夹板模压门、实木复合门和柜类产品产能利用率进一步下降，主力产品夹板模压门产能利用率持续下降至35%。为此，公司关停了产能利用率低的河南兰考和重庆永川生产基地，上述生产基地的原有业务和订单转移至浙江江山生产基地，但仍保留了原有生产设备；公司持续去库存，2025年公司外购门类产品下降，其中，夹板模压门外购5.40万件，实木复合门外购3.53万件，夹板模压门库存量同比减少43.44%，实木复合门库存量同比减少65.65%。除自主订单外，公司亦开始以江山生产基地为依托承接代工订单（即自主生产和OEM生产结合），以提高设备生产利用效率，但OEM模式下公司订单利润率较为有限。2025年度计提固定资产减值准备6,275.81万元，仍需关注产线利用率不足、设备长期闲置可能导致的减值风险。

**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	2024年	2023年
夹板模压门	产能	360	360	336
	产量	126.26	237.01	318.99
	产能利用率	35.07%	65.84%	94.94%
	销量	140.70	269.40	348.34
	产销率	111.44%	113.67%	109.20%
实木复合门	产能	110	110	110
	产量	15.73	43.51	56.86
	产能利用率	14.30%	39.55%	51.69%
	销量	22.86	51.83	70.83
	产销率	145.33%	119.12%	124.56%
柜类产品	产能	20.50	20.50	20.50
	产量	3.29	11.28	10.32
	产能利用率	16.05%	55.05%	50.34%
	销量	6.38	13.41	11.91
	产销率	193.92%	118.83%	115.41%

注：河南兰考和重庆永川生产基地机器设备未处置，专用设备 2025 年末账面价值分别为 0.35 亿元和 0.28 亿元，故产能未作调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司原材料占营业成本比重较高，但主要为通用材料，供应商集中度低，公司在价格谈判和付款条件上有一定优势**

采购方面，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。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。2025年公司对前五大供应商采购金额合计12,931.88万元，占年度采购总额16.56%，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。公司在供应商的价格谈判和付款条件上有一定优势，但生产需求不足导致采购量大幅下降，为巩固和利用议价优势，公司配合引入OEM厂商、加盟生产商对采购进行了调整，在原有供应商管理和采购模式下，在满足自主生产需求的基础上，逐步推行“共享采购”经营模式，输出采购服务并收取服务费。

2025年公司主营业务成本结构中原材料成本占比下降至69.99%，制造费用占比上升至18.52%，原材料价格波动仍是影响公司产品毛利率的重要因素之一。

**表6 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）**

项目	2025年		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	8.79	69.99%	16.93	73.96%	19.67	72.75%
人工	1.44	11.49%	2.60	11.35%	3.40	12.57%
制造费用	2.33	18.52%	3.36	14.69%	3.97	14.68%
<b>合计</b>	<b>12.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.04</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司营运资金管理效率弱化

2025年公司针对工程渠道（直销）客户的账期有所拉长，应收账款周转天数大幅拉长，尽管应付账款周转率也有下降，且产销率表现尚可，存货周转天数变化不大，整体来看净营业周期延长较多，营运资金管理效率弱化。

**表7 公司营运效率情况（单位：天）**

项目	2025年	2024年
存货周转天数	57.87	52.88
应收账款及应收票据周转天数	170.29	107.25
应付账款周转天数	125.30	78.11
应收账款周转天数	169.52	104.75
应付账款及应付票据周转天数	199.90	166.63
净营业周期	102.09	79.53

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

2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务数据。

2025年公司总资产和所有者权益规模均有下降，主要系生产规模收缩，应收账款、存货及固定资产计提减值，偿还债务及分配股利影响；由于公司对单项计提风险客户仍存在一定规模的应收敞口，账龄组合应收账款账龄有拉长趋势，仍存在减值压力；且公司订单情况仍未好转、行业竞争加剧，固定资产及存货仍存在减值压力

### 资本实力与资产质量

2025年公司经营亏损1.95亿元及完成2024年度利润分配0.33亿元，导致所有者权益下降2.28亿元，截至2025年末所有者权益仍主要由资本公积、未分配利润、实收资本构成。2025年公司经营收缩同时继续压降应付票据和借款规模，合同负债规模亦下降，产权比率持续下降，所有者权益对负债的保障程度有所优化。

图1 公司资本结构

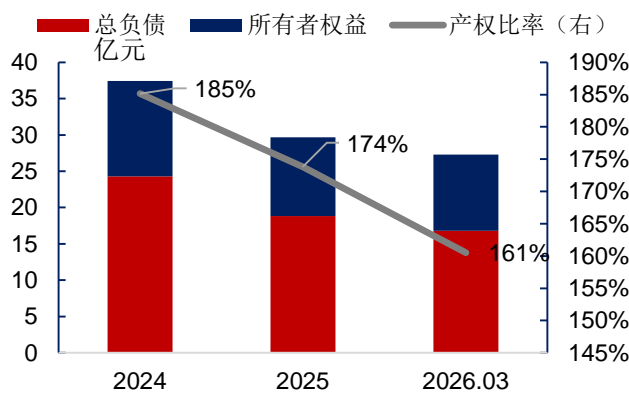
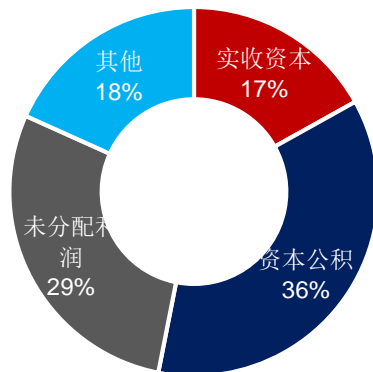


图2 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026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2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2025年公司产销规模缩减较多，并支付较大规模到期应付票据且对资产计提了较大规模减值，致使公司资产规模大幅下降7.74亿元。截至2025年末，公司资产仍主要由厂房设备等固定资产、应收账款构成。2025年公司计提固定资产折旧1.17亿元，减值损失0.63亿元，基于部分生产线停工，仍需关注产线减值情况。2025年公司计提应收账款减值1.22亿元（单项计提0.82亿元、组合计提0.41亿元），转回480.38万元，其中公司单项计提坏账主要系对阳光城地产及其关联方、旭辉集团及其关联方补提20%，期末单项应收账款账面价值为0.52亿元，主要系对旭辉集团及其关联方（计提比例50%）、阳光城地产及其关联方（计提比例90%）、宝龙地产及其关联方（计提比例50%）的应收款项，公司对相关风险房企仍有一定规模的应收敞口，款项回收风险仍需关注。组合计提方面，因账期拉长提高了组合计提比例，期末组合应收账款账面价值为6.26亿元，且账龄结构有所拉长，在地产投资和销售下行趋势下，需关注相关客户财务状况及款项回收风险。截至2025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17.08亿元，坏账准备为10.04亿元，账面价值为7.03亿元；合同资产账面余额为0.54亿元，减值准备为0.04亿元，账面价值为0.51亿元。公司存货主要为原材料和库存商品，2025年计提减值0.15

亿元，仍需关注存货减值风险。

**表8 公司受限资产情况（单位：亿元）**

项目	受限类型	2025年	2024年
货币资金	开具银行承兑汇票、信用证等保证金存款	0.32	0.88
货币资金	未决诉讼等冻结	0.05	0.01
固定资产	抵押开具银行承兑汇票、信用证、借款	4.14	4.40
无形资产	抵押开具银行承兑汇票、信用证、借款	1.61	1.64
<b>合计</b>		<b>6.12</b>	<b>6.93</b>

资料来源：中证鹏元整理

截至2025年末，公司各类受限资产账面价值为6.12亿元，占同期末总资产的比重为20.61%。截至2026年3月末，公司现金类资产4.02亿元。

**表9 公司现金类资产情况（单位：亿元）**

项目	2026年3月末	2025年	2024年
货币资金	2.79	5.07	6.81
交易性金融资产	1.00	0	0
应收票据	0.01	0	0.07
应收款项融资	0.23	0.03	0.04
扣除因融资外受限资产	/	0.05	0.01
<b>合计</b>	<b>4.02</b>	<b>5.05</b>	<b>6.91</b>

注：因未能取得2026年3月末应收款项融资中具体明细金额、因融资外受限资金具体金额，计算2026年3月末现金类资产时未对因融资外受限的货币资金进行扣除，未对应收款项融资中的应收账款进行扣除，可能导致计算的现金类资产金额偏大。

资料来源：中证鹏元整理

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.79	10.21%	5.07	17.07%	6.81	18.21%
交易性金融资产	1.00	3.66%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	6.27	22.98%	6.78	22.84%	8.52	22.77%
存货	1.24	4.56%	1.53	5.16%	2.78	7.44%
<b>流动资产合计</b>	<b>12.36</b>	<b>45.28%</b>	<b>14.47</b>	<b>48.75%</b>	<b>20.68</b>	<b>55.27%</b>
投资性房地产	1.14	4.18%	1.16	3.92%	0.84	2.25%
固定资产	9.47	34.70%	9.72	32.75%	11.64	31.10%
无形资产	2.25	8.26%	2.27	7.66%	2.38	6.35%
<b>非流动资产合计</b>	<b>14.94</b>	<b>54.72%</b>	<b>15.21</b>	<b>51.25%</b>	<b>16.74</b>	<b>44.73%</b>
<b>资产总计</b>	<b>27.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>37.43</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

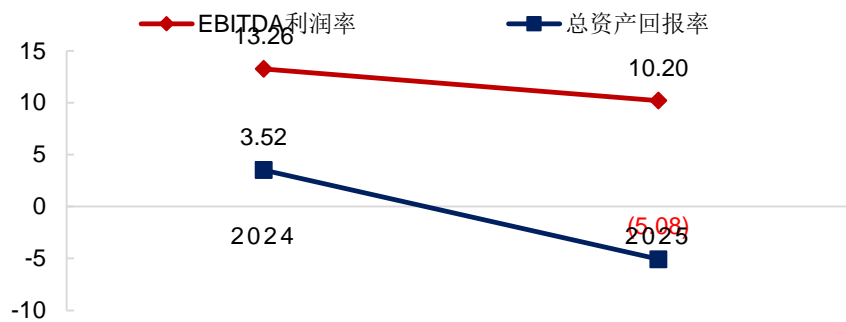
## 盈利能力

下游需求不足及行业竞争加剧导致公司面临需求收缩带来的收入及毛利率下降，以及应收账款、固

### 定资产减值压力，预计短期内经营仍将承压

2025年行业需求不足，公司降价抢夺订单叠加产能利用率不足，收入及毛利率大幅下降，人员优化导致管理费用增加，同时进一步计提应收账款、存货及固定资产减值，导致2025年公司EBITDA利润率大幅下降、总资产回报率转负。此外，公司对部分出险房企仍有一定规模的应收敞口，且应收账款账龄拉长，应收账款未来仍存在减值可能；考虑到公司下游景气度不足及行业内区域龙头林立、全国分散割据的竞争格局，价格竞争和订单不足将加大生产设备折旧计提对毛利率的侵蚀，且可能导致固定资产减值。尽管公司积极调整销售渠道、创新业务模式，加大费用控制和资产盘活力度，但销售渠道和新业务模式仍处于调整期，尚未形成有效的营收及利润支撑点。受上述因素影响，预计公司盈利能力仍将承压。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司总债务规模有所下降，但经营活动净现金流转负，需要关注的是，目前公司股票价格明显低于本期债券转股价，若本期债券到期后未能转股，公司将面临较大的集中兑付压力

2025年以来公司偿付部分到期应付票据和短期借款、履行合同义务，整体负债规模压缩。截至2025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2026年3月末，公司总债务规模7.09亿元，主要为本期债券和少量应付票据，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。本期债券将于2027年6月到期，到期公司将以本次发行的可转债的票面面值118%（含最后一期利息）的价格向可转债持有人赎回全部未转股的本期债券。2026年6月2日公司正股收盘价格为12.89元/股，转债价格为121.855元/张，正股价格仍明显低于转股价。截至2026年6月2日，本期债券余额58,253.50万元，如本期债券到期后未能转股，公司将面临较大偿付压力。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.02	0.10%	0.03	0.16%	0.35	1.46%
应付票据	0.51	3.06%	1.35	7.17%	4.21	17.33%

应付账款	3.89	23.10%	4.21	22.34%	5.13	21.12%
合同负债	1.20	7.13%	1.42	7.52%	2.00	8.25%
其他应付款	2.33	13.83%	2.60	13.78%	3.10	12.74%
<b>流动负债合计</b>	<b>8.34</b>	<b>49.57%</b>	<b>10.40</b>	<b>55.17%</b>	<b>15.92</b>	<b>65.51%</b>
应付债券	6.56	38.99%	6.48	34.37%	6.25	25.72%
递延收益-非流动负债	1.89	11.25%	1.94	10.27%	2.10	8.65%
<b>非流动负债合计</b>	<b>8.48</b>	<b>50.43%</b>	<b>8.45</b>	<b>44.83%</b>	<b>8.38</b>	<b>34.49%</b>
<b>负债合计</b>	<b>16.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.30</b>	<b>100.00%</b>
总债务	7.09	42.14%	7.86	41.70%	10.82	44.51%
其中：短期债务	0.53	7.48%	1.38	17.57%	4.57	42.21%
长期债务	6.56	92.52%	6.48	82.43%	6.25	57.79%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025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，但整体水平仍较高。2026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。

受应收账款账期拉长、业务收缩影响，2025年现金流表现弱化，经营性净现金流为负，FFO大幅下降，FFO对净债务的覆盖程度弱化，EBITDA利息保障倍数表现弱化但水平尚可。

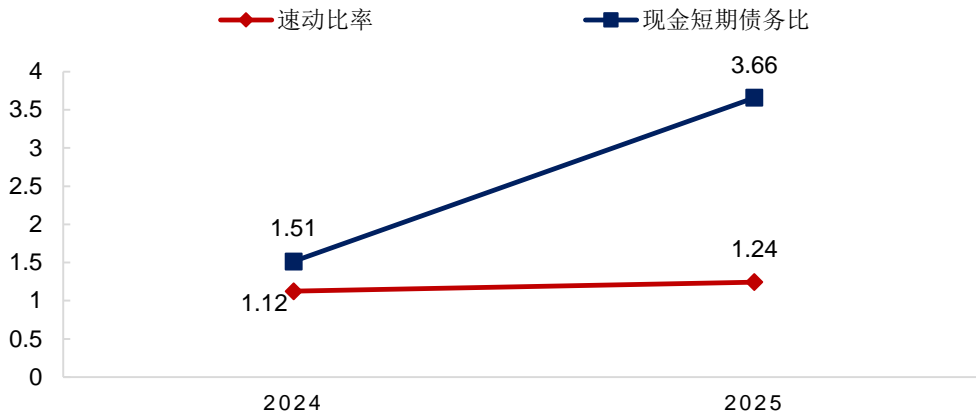
表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.23	-0.66	0.35
FFO（亿元）	--	0.65	1.93
资产负债率	61.62%	63.48%	64.93%
净债务/EBITDA	--	1.98	1.18
EBITDA 利息保障倍数	--	5.26	12.37
总债务/总资本	40.35%	42.02%	45.18%
FFO/净债务	--	19.98%	41.12%
经营活动现金流净额/净债务	--	-20.03%	7.38%
自由现金流/净债务	--	-25.52%	-2.15%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，公司重视现金流业务和存货管理，2025年公司速动比率有所优化，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。备用流动性方面，公司整体资产受限比例不高，截至2026年3月末，公司未使用银行授信额度为11.35亿元，有一定流动性获取能力。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 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2023年1月1日至报告查询日（2026年4月29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（2026年6月11日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

### 或有事项分析

截至2026年4月1日，公司及子公司连续12个月内累计发生的诉讼、仲裁涉案金额约11,057.78万元，其中，公司及子公司作为被告/被申请人涉及的诉讼、仲裁金额为2,845.85万元，作为第三人涉及的诉讼金额为3.37万元。作为被告/被申请人涉及的诉讼、仲裁主要系公司人员缩减导致的劳务纠纷，中证鹏元将持续关注案件进展以及可能导致公司经济利益流出的情形。

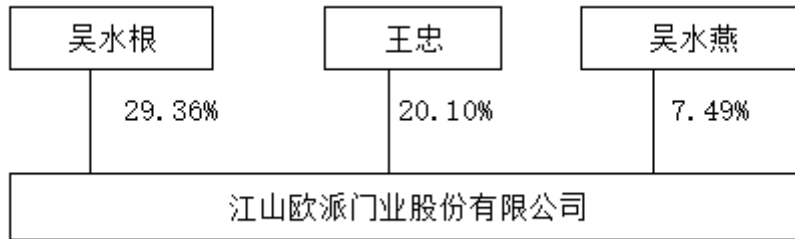
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年
货币资金	2.79	5.07	6.81
交易性金融资产	1.00	0.00	0.00
应收账款	6.27	6.78	8.52
存货	1.24	1.53	2.78
合同资产	0.46	0.51	0.72
流动资产合计	12.36	14.47	20.68
投资性房地产	1.14	1.16	0.84
固定资产	9.47	9.72	11.64
无形资产	2.25	2.27	2.38
非流动资产合计	14.94	15.21	16.74
资产总计	27.30	29.68	37.43
短期借款	0.02	0.03	0.35
应付票据	0.51	1.35	4.21
应付账款	3.89	4.21	5.13
其他应付款	2.33	2.60	3.10
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8.34	10.40	15.92
长期借款	0.00	0.00	0.00
应付债券	6.56	6.48	6.25
长期应付款	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	1.89	1.94	2.10
非流动负债合计	8.48	8.45	8.38
负债合计	16.82	18.84	24.30
总债务	7.09	7.86	10.82
其中：短期债务	0.53	1.38	4.57
长期债务	6.56	6.48	6.25
所有者权益	10.48	10.84	13.13
营业收入	2.28	16.25	30.01
营业利润	-0.41	-2.03	1.09
净利润	-0.36	-1.95	1.08
经营活动产生的现金流量净额	-1.23	-0.66	0.35
投资活动产生的现金流量净额	-0.92	0.07	-0.31
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.65	-4.72
财务指标	2026年3月	2025年	2024年
EBITDA（亿元）	--	1.66	3.98
FFO（亿元）	--	0.65	1.93
净债务（亿元）	--	3.28	4.69

销售毛利率	14.90%	17.42%	21.07%
EBITDA 利润率	--	10.20%	13.26%
总资产回报率	--	-5.08%	3.52%
资产负债率	61.62%	63.48%	64.93%
净债务/EBITDA	--	1.98	1.18
EBITDA 利息保障倍数	--	5.26	12.37
总债务/总资本	40.35%	42.02%	45.18%
FFO/净债务	--	19.98%	41.12%
经营活动现金流净额/净债务	--	-20.03%	7.38%
速动比率	1.33	1.24	1.12
现金短期债务比	--	3.66	1.51

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 6 月 8 日）



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+经调整所有者权益
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
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