



2022年欧派家居集团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

2022年欧派家居集团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
欧 22 转债	AA	AA

评级观点

- 该评级结果是考虑到：欧派家居集团股份有限公司（以下简称“欧派家居”或“公司”，股票代码：603833.SH）是定制家居行业龙头企业，凭借领先同行的经销店数量及产能规模，2023 年营收规模稳居行业首位，经营性现金流也持续表现较佳；但中证鹏元也关注到，受房地产市场低迷及家装消费下行双重冲击，2023 年及 2024 年一季度公司营收增速为近年最低，存量竞争时代下，公司未来增长依赖于整家、整装等大家居模式落地情况；同时在房企资金链紧张背景下，公司工程客户款项回收情况值得关注，此外公司面临经销商及生产基地管理挑战。

评级日期

2024 年 06 月 18 日

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：张睿婕
zhangrj@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	359.77	343.47	286.11	233.93
归母所有者权益	183.17	181.17	165.08	144.09
总债务	--	102.48	66.06	25.55
营业收入	36.21	227.82	224.80	204.42
净利润	2.18	30.25	26.83	26.64
经营活动现金流净额	-4.52	48.78	24.10	40.46
净债务/EBITDA	--	-1.97	-1.80	-1.99
EBITDA 利息保障倍数	--	16.52	21.29	27.55
总债务/总资本	--	36.13%	28.57%	15.06%
FFO/净债务	--	-36.70%	-37.53%	-34.32%
EBITDA 利润率	--	18.13%	16.72%	18.03%
总资产回报率	--	11.84%	12.39%	15.19%
速动比率	1.11	1.16	1.24	1.18
现金短期债务比	--	2.39	2.85	4.08
销售毛利率	29.98%	34.16%	31.61%	31.62%
资产负债率	49.09%	47.25%	42.28%	38.40%

注：公司净债务为负，故净债务/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

- **公司为定制家居龙头企业，经销店数量远超同行。**在传统经销模式下，经销店是引流的重要渠道，2023 年末公司经销店数量超 8,700 家，是部分同行数倍，为领先同行的营收规模构筑基础；2023 年公司继续大力推进“大家居”模式，从渠道、组织架构、门店布局、产品等方面展开变革，在行业整体需求不振的背景下，公司营收保持稳定。
- **公司造血能力较强，资金充裕。**基于定制家居行业高毛利、预收货款的经营特点，结合公司稳中略增的营收规模，公司经营性现金流持续表现较好，2023 年继续净流入 48.78 亿元，净债务持续为负。

关注

- **房地产行情未见好转信号，消费者信心仍不足，定制家居行业转入存量竞争时代，公司面临增长压力。**2023 年以来，商品房销售情况继续大幅下滑，同时消费者信心不足亦阻碍行业增长，2023 年及 2024 年一季度公司营收增速为近年最低，新增产能面临消化压力，目前武汉基地投产进度已公告延期；当下行业聚集至“整家”、“整装”赛道，以期获得结构性增长机会，但成效如何仍有待观察，同时与传统经销渠道相比，整装渠道盈利能力稍弱，综合“消费降级”因素，中期公司盈利能力或承压。
- **欧 22 转债募投项目公告延期。**2024 年 4 月，公司根据市场需求情况以及考虑到武汉基地建设过程中的客观影响因素，已将武汉基地预计达到可使用状态的日期由 2024 年 12 月 31 日调整至 2026 年 12 月 31 日；截至 2023 年末，武汉基地已投资 13.48 亿元，投资进度¹为 53.91%，已投资额中 11.17 亿元由欧 22 转债募集资金提供，其余部分来自于自有资金；截至 2024 年 5 月 27 日，欧 22 转债募集资金专项账户余额为 6.52 亿元。
- **公司存在一定规模的应收工程客户款项，且部分来源于风险房企。**截至 2023 年末，公司应收工程客户票据和款项余额合计达 14.56 亿元，其中因回收风险偏高，按单项计提坏账准备的应收票据和款项余额合计为 2.21 亿元，部分房企危机仍存，未来仍需持续关注公司大宗业务的合作对象经营情况及回款情况。
- **公司子公司及经销商众多，面临一定的管理压力。**公司生产基地分布 5 省，经销店数量超 8,700 家，在生产基地及经销商管理方面面临挑战。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司是定制家居行业龙头企业，具有较强的市场竞争优势，考虑到定制家居行业高毛利、预收货款的特点，以及公司较为稳定的营收规模、良好的经营性现金流情况，预计公司经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元、%、家）

指标	欧派家居	索菲亚	志邦家居	尚品宅配	金牌厨柜	好莱客	我乐家居	皮阿诺	顶固集创
总资产	343.47	145.55	63.87	87.92	59.73	45.53	24.43	23.08	16.82
营业收入	227.82	116.66	61.16	49.00	36.45	22.65	17.11	13.16	12.84
净利润	30.25	13.23	5.95	0.65	2.90	2.17	1.57	0.82	0.17
销售毛利率	34.16	36.15	37.07	34.98	29.58	35.06	46.26	29.50	27.91
资产负债率	47.25	49.99	48.52	58.89	53.50	31.94	53.00	41.68	56.49
经销店数量	8,716	3,767	4,548	2,005	3,891	1,882	1,624	-	-
大宗业务占比	15.74	12.44	32.84	-	35.00	9.26	12.53	44.86	41.02

¹ 投资进度=已投资额/总投资额。

注：（1）以上各指标均为 2023 年末/年度数据；（2）“-”表示数据未披露；（3）索菲亚经销店数量为各品牌门店数加总；（4）尚品宅配经销店数量为加盟店数量。

资料来源：各公司 2023 年年度报告、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	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	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				-1
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
欧 22 转债	20.00	19.99934	2023-6-12	2028-8-5

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2022年8月发行6年期20亿元欧22转债，募集资金扣除发行费用后计划用于欧派家居智能制造（武汉）项目。截至2024年5月27日，欧22转债募集资金专项账户余额为6.52亿元。

三、发行主体概况

2023年至今，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，股本因可转债转股而略有增加。截至2024年3月末，公司股本为60,915.25万股，控股股东及实际控制人姚良松持有公司66.19%股权，一致行动人姚良柏持有公司8.14%股权，二人持有的公司股权均未质押。

2023年公司新设子公司2家，转让子公司4家，2022年为鼓励经销商开展“大家居”业务，公司成立了数家合资大家居子公司，部分合资大家居子公司运营一段时间后，公司将其交由经销商独自运行，转让价款为公司实际投资额。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共35家，合并范围一级子公司详见附录四。

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

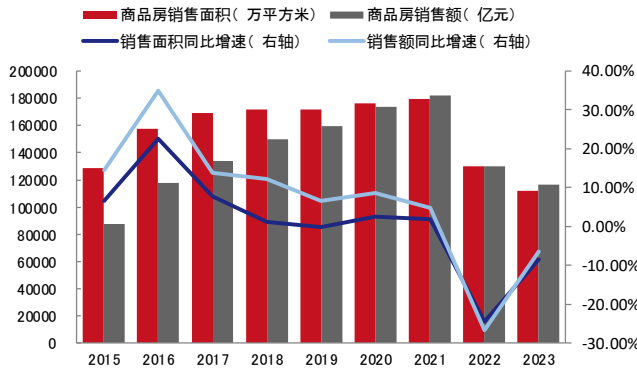
快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

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。

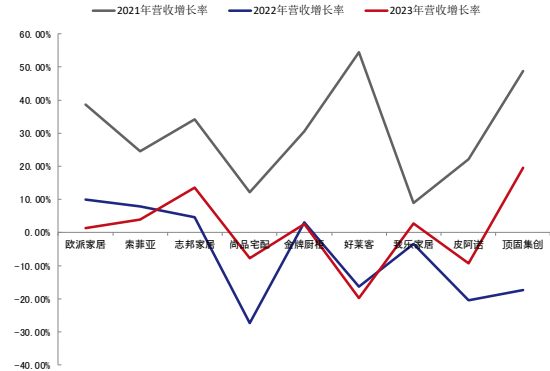
行业环境

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抢夺愈发激烈，价格层面上，2023年多家定制家居企业加大“优惠套餐”推出力度。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，流量入口进一步变迁，“整家”、“整装”成为行业新风口，定制家居企业再一次进入渠道变革期，整装成为定制家居行业布局重点，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

公司经销店规模远超同行，2023年营收规模仍位居行业首位，但房地产需求不振及消费者信心不足给定制家居行业带来一定不利影响，公司营收增速进一步放缓；2023年公司继续发力整装、整家等大家居模式，对冲了部分行业需求下行压力，未来仍需持续跟踪公司大家居布局进度及房地产市场后续走势

公司由定制厨柜起家，目前向全屋产品延伸，覆盖整体厨房、整体衣柜（全屋定制）、整体卫浴、定制木门系统等整体家居产品，2023年以来，地产低迷及消费者信心不足对定制家居需求形成压制，2023年及2024年一季度公司营收增速分别为1.35%和1.43%，为近年来最低水平。但得益于公司在供应端及生产端的优化，公司毛利率维持稳定，仍处于30%左右的较高水平。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（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
衣柜及配套品	19.06	52.64	35.57	119.49	52.45	36.51	121.39	54.00	31.78
厨柜	10.68	29.49	25.51	70.31	30.86	34.33	71.73	31.91	34.02
木门	2.17	6.00	15.03	13.78	6.05	21.47	13.46	5.99	16.38
卫浴	2.03	5.60	21.36	11.28	4.95	25.92	10.35	4.60	26.20
其他	1.54	4.24	13.63	8.23	3.61	16.10	3.08	1.37	21.81
主营业务收入小计	35.48	97.98	29.52	223.09	97.92	33.60	220.01	97.87	31.16
其他业务收入小计	0.73	2.03	52.21	4.73	2.08	60.19	4.79	2.13	51.97
合计	36.21	100.00	29.98	227.82	100.00	34.16	224.80	100.00	31.61

注：其他业务收入主要为其他材料等销售收入。

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、公司关于 2023 年年度及 2024 年第一季度主要经营数据的公告，中证鹏元整理

公司经销店数为部分同行数倍，系营收规模领先的基础，2023年公司继续大力布局大家居业务，从渠道、组织架构、门店布局、产品等方面展开变革，在行业整体需求不振的背景下，整装业务的推进对冲了部分下行压力，但公司营收增速仍大幅放缓，需持续关注行业需求变化情况及整装渠道扩张情况

公司是国内定制家居行业的龙头企业，截至2023年末，公司拥有经销门店8,716家，是部分同行数倍。在传统经销模式下，经销店是引流的重要渠道，2023年虽受终端需求不振影响，公司营收增速有所放缓，但得益于高数量门店布局以及大家居模式的推进，公司营收规模仍大幅领先。但需要关注的是，由于经销商数量较多，不同经销商的经营管理能力存在差异，公司面临一定的经销商管理风险。

图3 2023年定制家居行业营收情况

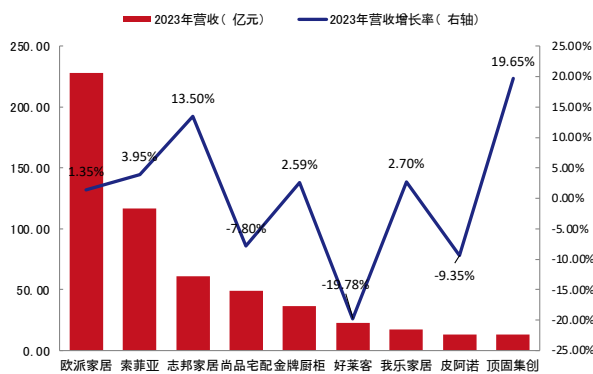
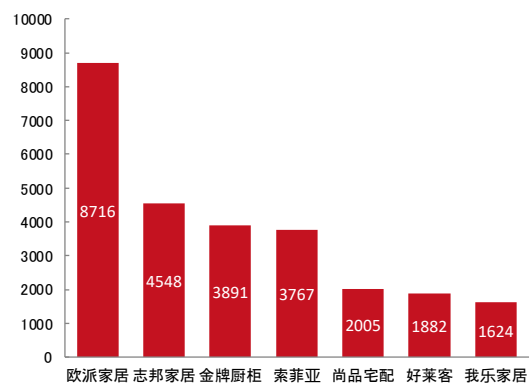


图4 2023行业经销店情况（单位：家）



资料来源：各公司年度报告，中证鹏元整理

注：（1）索菲亚经销店数量为各品牌门店数加总；
（2）尚品宅配经销店数量为加盟店数量。

资料来源：各公司 2023 年度报告，中证鹏元整理

近年来，消费者一站式家居产品购买需求日益旺盛，公司在渠道、组织架构、门店布局等方面开展变革。渠道方面，整装、电商渠道是公司布局重点，目前公司同时推行三类整装模式以把控各类流量入口。但近期市场上个别装修企业存在因经营不善等原因违约的情形，合作装修企业负面行为可能波及公司品牌声誉。此外，和传统经销渠道相比，整装渠道毛利率相对偏低，随着整装渠道占比不断提升，公

司盈利表现或有所承压。

表2 公司各整装模式特点

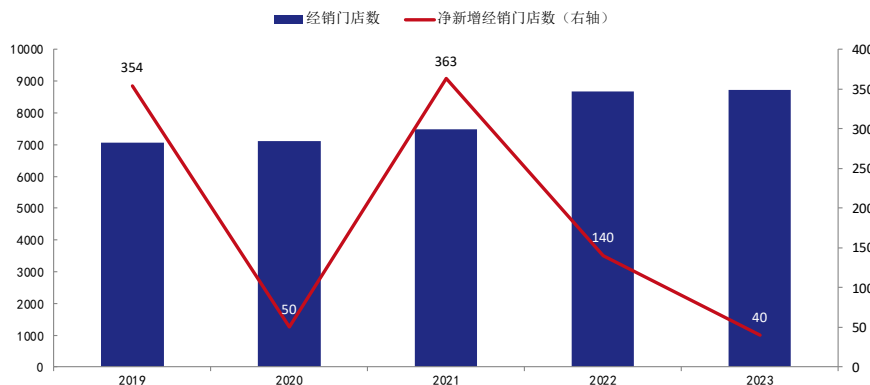
类别	模式	流量入口
欧派整装大家居	经销商为装修企业	家装公司
经销商整装	经销商和装企合作，经销商为服务商	家装公司
零售大家居	经销商直接或通过合作提供家居及装修服务	欧派门店

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

组织架构方面，2023年公司开展欧派品牌及铂尼思品牌的营销组织改革，将欧派品牌原有的以品类划分的营销事业部调整为按区域划分的三大营销事业部，同时考核方面也以城市为中心，从管理层面到经销商层面均推动向大家居战略方向转型。

门店方面，公司改变了传统的门店布局思维，一方面，鼓励经销商实现店面整合和店面业态转换，全面向大家居靠拢；另一方面，考虑到目前流量入口逐步向家装企业和电商汇集，公司和经销商放缓并逐步收缩了传统门店的布局速度，加速新零售和新渠道的布局速度。此外，基于目前行业需求情况，经销商主动控制成本、提高资产运营效率，也降低了门店数。2023年公司净新增经销门店数为近年最低。

图5 公司近年经销店净变动情况（单位：家）



注：2023年公司调整门店披露类型，同时对2022年披露数据进行调整，2022年新增经销门店数采用旧披露类型测算。

资料来源：公司2019-2023年度报告，中证鹏元整理

得益于大家居业务的推进，2023年在行业需求整体收缩的背景下，公司经销渠道营收基本持稳，仅小幅下滑0.04%，但考虑到当下地产下行趋势未改，同时消费降级趋势明显，预期中短期内公司仍面临较大的增长压力，未来需持续关注行业存量需求、整装渠道拓展进度等对公司经营的影响。

经销、整装渠道外，基于住建部精装房政策，公司还辅以大宗渠道。但2022年以来，受房企资金链紧张影响，公司谨慎开展大宗业务，2023年大宗业务营收同比增长2.61%，主要系公司稳步拓展了医院、学校、公寓等类型客户。在开发商选择方面，公司倾向于具有国企、央企背景的开发商开展合作，截至2023年末，公司应收工程客户票据和款项余额合计为14.56亿元，公司已计提坏账准备3.42亿元，其中因

回收风险偏高，按单项计提坏账准备的应收票据和款项余额分别为125万元和为2.20亿元，未来仍需持续关注大宗业务合作对象的经营情况及公司回款情况。

公司产能规模优势明显，多样化的产业基地布局便于全国性销售网络构筑，2023年公司各品类产销情况整体较好，然而仍需关注地产和消费情况对公司产销的影响

公司在东（无锡基地）、南（清远基地）、西（成都基地）、北（天津基地）、中（武汉基地）设置了五大生产基地，其中成都基地处于产能爬坡阶段，武汉基地正在建设中。目前公司定制家居产品生产总规模位居行业前列，此外，多样性的产业基地布局也为公司建设全国性销售网络奠定基础。

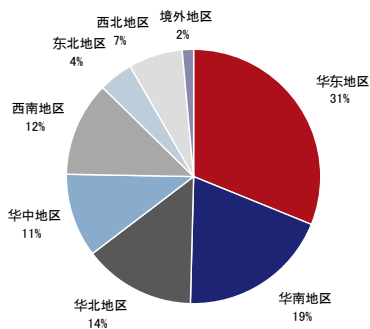
表3 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	产能规划
武汉基地项目	250,000.00	134,779.00	整体厨柜 15 万套，整体衣柜 75 万套，定制木门 30 万樘，整体卫浴 30 万套
成都基地项目	211,303.00	203,462.00	整体厨柜 20 万套，整体衣柜 80 万套，定制木门 40 万樘
合计	461,303.00	338,241.00	-

资料来源：公司提供

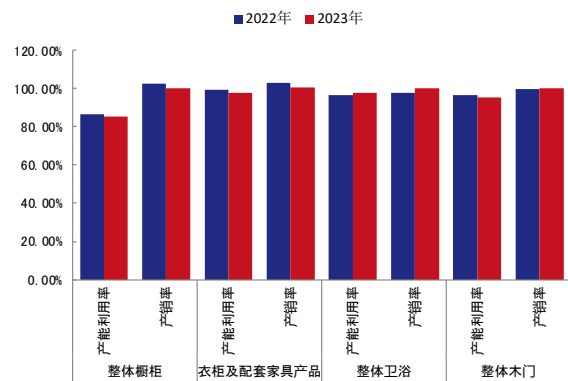
产销方面，2023年公司各品类产品的产、销量均保持较好增长。整体来看，公司产能利用率和产销率仍处于较高水平，但仍需关注地产景气度下行和消费乏力可能带来的产能消化压力。2024年4月，公司根据市场需求情况以及考虑到武汉基地建设过程中的客观影响因素，已将武汉基地预计达到可使用状态的日期由2024年12月31日调整至2026年12月31日。

图6 公司销售网络辐射全国



资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

图7 公司产能利用率和产销率变化情况



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年主要原材料价格整体下行，公司盈利能力小幅提升

材料是公司成本的主要构成，2023年占比达79.60%，分品种来看，以板材、家配、五金配套品为主。2023年原材料价格整体下行，同时公司权衡采购价格和资金成本，通过提高现结比例，获得了一定价格优惠，综合影响下，2023年公司毛利率提升2.55个百分点。

表4 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	117.90	79.60%	121.50	80.23%
直接人工	12.36	8.35%	13.37	8.83%
制造费用	17.86	12.06%	16.57	10.94%
合计	148.12	100.00%	151.44	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告

公司拥有数量较多的合格资质供应商可供选择，2023年供应商集中度仍较低，前五大供应商合计占比为13.01%，较上年小幅下降。

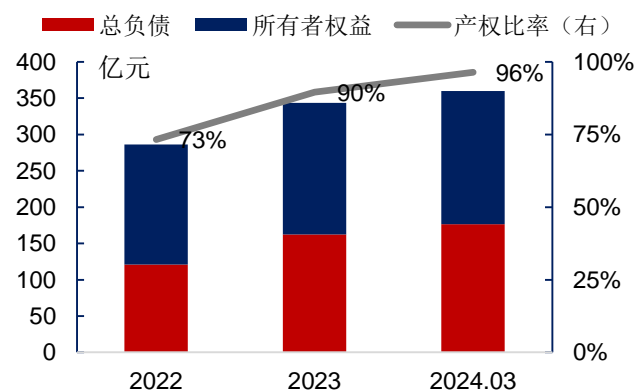
六、财务分析

财务分析基础说明

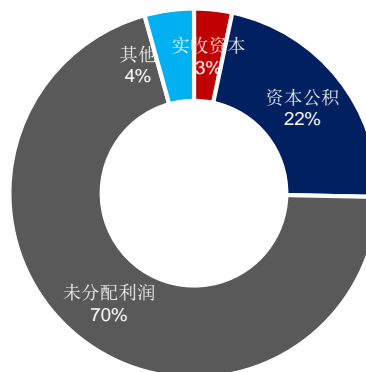
以下分析基于公司提供的经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新设子公司2家，转让子公司4家，整体来看，未影响财务报表可比性。

2023年利润累积及短期借款带动公司资产规模继续增长，现金类资产、厂房设备系主要构成，资产质量较好

2023年公司负债及所有者权益均有所增长，其中负债增长来源于短期借款规模攀升，而所有者权益增长则主要受益于公司利润累积。整体来看，2023年末所有者权益对负债保障程度有所下滑，但仍能形成有效覆盖。

图8 公司资本结构


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

图9 2024年3月末公司所有者权益构成


注：上图中资本公积减去了库存股。

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

公司资金充裕，2023年末货币资金²、理财产品（交易性金融资产）以及定期存款³合计占总资产的比重达54.97%，是公司当年末总债务的1.84倍，实现对公司债务全覆盖。

固定资产系公司第二大资产，主要由生产基地的房屋、建筑物和机器设备构成，2023年末账面价值有所增长主要系武汉、清远、成都、无锡等生产基地项目转固所致。目前公司在建工程包括武汉基地项目、成都基地项目、欧派智造创新项目以及各生产基地改扩建项目。

其他资产方面，应收票据和应收账款主要由大宗业务产生，分别来看，应收票据全部来自于工程客户，应收账款中80.56%来自于工程客户，另有小部分来自于加盟经销商等客户，2023年规模保持稳定。因部分工程客户无法偿还到期债务或信用评级下降，2023年末公司按68.41%的综合计提比例计提坏账准备的应收账款余额为2.20亿元，按30.00%的综合计提比例计提坏账准备的应收票据余额为125万元。考虑到部分房地产企业出现风险事件，未来需持续关注大宗业务形成的应收票据和应收账款回款情况。2023年原材料价格普遍下行，同时考虑到春节假期对经销商传单下单节奏的影响，公司存货规模有所回落。

截至2023年末，公司19.52亿元资产使用受限，占同期末总资产的5.68%，比重不大。主要包括尚处于赎回期及封闭期的理财产品、因汇票、信用证保证金等而使用受限的货币资金，以及抵押的各项固定资产、无形资产。

表5 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	137.77	38.29%	125.75	36.61%	82.70	28.90%
交易性金融资产	1.51	0.42%	2.23	0.65%	8.03	2.81%
应收票据	0.47	0.13%	0.43	0.12%	1.10	0.39%
应收账款	15.04	4.18%	13.62	3.96%	13.57	4.74%
存货	9.88	2.75%	11.32	3.30%	14.14	4.94%
流动资产合计	176.49	49.06%	163.65	47.65%	133.81	46.77%
固定资产	69.51	19.32%	70.66	20.57%	66.89	23.38%
在建工程	22.46	6.24%	19.42	5.65%	14.30	5.00%
其他非流动资产	62.40	17.34%	60.44	17.60%	39.64	13.86%
非流动资产合计	183.27	50.94%	179.82	52.35%	152.30	53.23%
资产总计	359.77	100.00%	343.47	100.00%	286.11	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

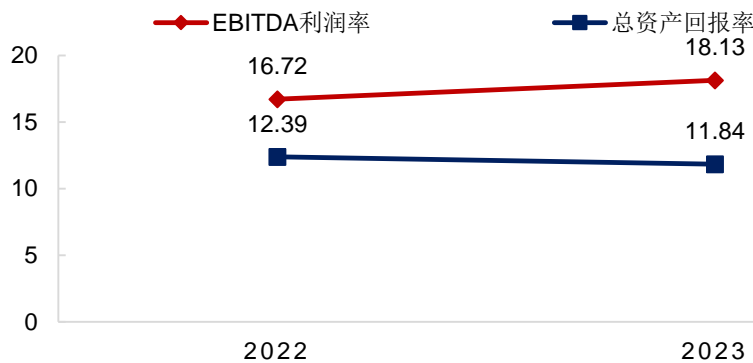
² 剔除因冻结受限部分。

³ 包括一年内到期的非流动资产、其他流动资产和其他非流动资产中的定期存款及其利息。

得益于原材料降价，2023年公司盈利能力稳中略升，但考虑到房市低迷及消费者信心不足的大环境，公司盈利增长压力较大

2023年，在房地产市场低迷及消费者信心不足的双重冲击下，公司营收增速放缓，营收规模较上年基本持平，但得益于原材料降价以及公司在供应链优化等方面施行的相关举措，2023年公司毛利率仍保持增长，利润总额增幅超营收增幅，2023年公司EBITDA利润率小幅增长。2023年公司继续新增较大规模短期借款和银行存款，资产增幅较大，总资产回报率小幅下滑。目前房地产市场态势仍不明朗，消费者信心仍不足，相较于传统零售渠道，整装渠道盈利能力稍弱，随着整装渠道占比的不断扩大，中长期公司盈利能力仍面临一定下行压力。

图10 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

2023年公司继续通过票据贴现新增较大规模资金及短期借款，整体来看，公司净债务为负，债务压力不大

2023年末，公司债务规模达102.48亿元，同比增长55.14%，短期借款系公司债务规模攀升的主要原因，公司或子公司通过给子公司或孙公司开票，然后由子/孙公司向银行贴现的模式新增借款，并通过现金管理等方式提高资金收益，2023年末该类型短期借款占比达90.26%。此外，公司债务还包括2022年8月公司发行的20.00亿元欧22转债和小部分长期银行借款。整体来看，公司使用短期融资工具偏多，2023年末长短期债务比为22.84:77.16，考虑到公司货币资金充裕，整体债务压力仍可控。

经营性债务方面，2022年受宏观经济影响，经销商资金相对吃紧，公司预收款项和合同负债均下滑较多，2023年相关因素减退，且叠加2023年春节较晚对经销商传单下单节奏的影响，预收款项和合同负债有所回升。2023年，在原材料降价、公司优化结算方式等因素的综合影响下，公司应付账款和应付票据继续下滑。

表6 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	99.22	56.18%	77.96	48.03%	45.85	37.90%
应付票据	0.23	0.13%	0.51	0.31%	0.70	0.58%
应付账款	13.97	7.91%	16.95	10.44%	19.09	15.78%
预收款项	5.62	3.18%	5.04	3.11%	3.64	3.01%
合同负债	10.79	6.11%	9.99	6.16%	7.82	6.47%
其他应付款	10.03	5.68%	9.77	6.02%	8.41	6.95%
一年内到期的非流动负债	4.92	2.78%	0.58	0.36%	2.42	2.00%
流动负债合计	150.02	84.94%	131.80	81.20%	96.75	79.98%
长期借款	1.53	0.86%	6.07	3.74%	0.05	0.04%
应付债券	17.04	9.65%	16.82	10.36%	16.02	13.24%
非流动负债合计	26.59	15.06%	30.51	18.80%	24.22	20.02%
负债合计	176.60	100.00%	162.31	100.00%	120.97	100.00%
总债务合计	--	--	102.48	63.14%	66.06	54.61%
其中：短期债务	--	--	79.07	48.72%	48.98	40.49%
长期债务	--	--	23.41	14.42%	17.08	14.12%

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年公司投资性现金流继续呈大额流入、流出态势，除定期存款等理财产品申购和赎回影响外，武汉基地、成都基地建设系主要流向，2023年末公司尚需投资12.31亿元，整体来看，公司仍有一定的资本开支需求。近年公司资本开支规模相对不大，年折旧规模不高，中证鹏元认为经营活动现金流/净债务能更好地体现杠杆比率波动性。基于定制家居行业高毛利、预收货款的经营特点，结合公司稳中略增的营收规模，公司造血能力较强，经营性现金流持续表现较好，2023年继续净流入48.78亿元，净债务持续为负，净债务/EBITDA和经营活动净现金流/净债务指标表现优秀，债务压力尚可。

表7 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）	-4.52	48.78	24.10
FFO（亿元）	--	29.81	25.44
资产负债率	49.09%	47.25%	42.28%
净债务/EBITDA	--	-1.97	-1.80
EBITDA 利息保障倍数	--	16.52	21.29
总债务/总资本	--	36.13%	28.57%
FFO/净债务	--	-36.70%	-37.53%
经营活动现金流/净债务	--	-60.05%	-35.55%
自由现金流/净债务	--	-34.16%	-2.25%

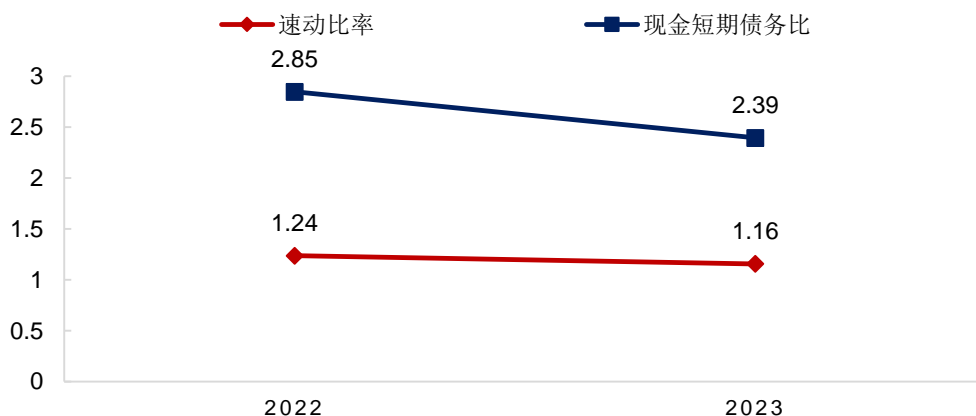
注：公司净债务为负，故净债务/EBITDA、FFO/净债务、经营活动现金流/净债务、自由现金流/净债务指标为负。

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

流动性表现方面，2023年随着短期融资规模的继续增长，公司现金短期债务比继续回落，但货币资

金对短期债务的覆盖效果仍佳。而存货规模减少，使得公司在短期借款大幅增长态势下，速动比率持平略降。公司作为上市公司，融资渠道多样，截至2024年5月27日，银行授信总额和未使用额度分别为265.80亿元和186.02亿元，可新增信贷规模仍较大。但考虑到公司为民营企业，极端情况下仍需关注相关政策对公司再融资能力的影响。

图11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

多元化生产基地布局及大规模经销商数量令公司存在一定的子公司及经销商管理压力

环境、社会因素

根据公司提供的相关资料，截至2024年5月21日，过去一年未发现公司在环境和社会方面存在影响公司经营的重大负面事件。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。目前公司有董事会成员7名，其中独立董事3名；监事会成员3名，其中董事长姚良松和副董事长姚良柏系兄弟关系，决策权较为集中，同时公司董事及管理层较为稳定，近年基本未发生变更。

公司生产基地及经销商较多，且区域分布较广，公司面临一定的子公司和经销商管理压力。生产基地方面，公司通过各项制度、流程管理、绩效考核联动实现对各子公司（生产基地）管理，此外公司实现资金统一管理，子公司投融资均需上报公司审批。经销商方面，公司采用末位淘汰机制，以增长率、

目标业绩、客户满意度等指标为基准，综合考量经营管理水平。2023年，公司对营销系统进行了组织结构优化，进一步推动经销商向整装、整家大家居模式转型。

（二）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，公司本部（报告查询日为2024年5月29日）、子公司广州欧派集成家居有限公司（报告查询日为2024年5月29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，截至信息查询日（2024年6月7日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

作为定制家居龙头企业，凭借领先的经销店数量及品牌优势，2023年公司营收规模稳居行业第一，但2023年以来，商品房销售情况继续大幅下滑，同时消费者信心不足亦阻碍行业增长，2023年及2024年一季度公司营收增速为近年最低。2023年公司继续大力推进“大家居”模式，从渠道、组织架构、门店布局等方面展开变革，在行业整体需求不振的背景下，整装业务的推进对冲了部分下行压力，但能否提供结构性增长机会还有待观察。整体来看，公司资金充裕、整体债务压力可控，抗风险能力较强。

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“欧22转债”的信用等级为AA。

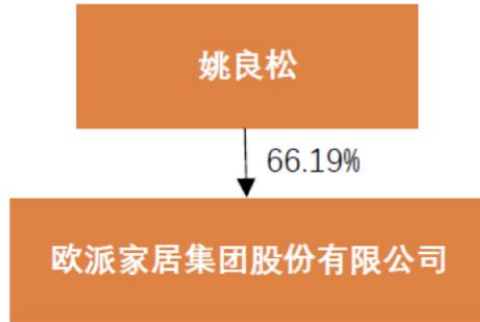
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	137.77	125.75	82.70	65.62
应收账款	15.04	13.62	13.57	10.12
存货	9.88	11.32	14.14	14.63
其他流动资产	3.09	2.69	2.00	0.79
流动资产合计	176.49	163.65	133.81	112.43
投资性房地产	12.29	12.43	12.99	13.34
固定资产	69.51	70.66	66.89	66.48
在建工程	22.46	19.42	14.30	3.47
其他非流动资产	62.40	60.44	39.64	21.44
非流动资产合计	183.27	179.82	152.30	121.50
资产总计	359.77	343.47	286.11	233.93
短期借款	99.22	77.96	45.85	23.89
应付账款	13.97	16.95	19.09	20.18
预收款项	5.62	5.04	3.64	8.86
合同负债	10.79	9.99	7.82	12.03
其他应付款	10.03	9.77	8.41	6.68
一年内到期的非流动负债	4.92	0.58	2.42	0.13
流动负债合计	150.02	131.80	96.75	82.85
长期借款	1.53	6.07	0.05	0.00
应付债券	17.04	16.82	16.02	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	26.59	30.51	24.22	6.99
负债合计	176.60	162.31	120.97	89.84
总债务	--	102.48	66.06	25.55
所有者权益	183.16	181.16	165.14	144.09
营业收入	36.21	227.82	224.80	204.42
营业利润	2.61	35.13	30.56	30.60
净利润	2.18	30.25	26.83	26.64
经营活动产生的现金流量净额	-4.52	48.78	24.10	40.46
投资活动产生的现金流量净额	-30.31	-46.64	-71.46	-20.65
筹资活动产生的现金流量净额	20.62	7.41	29.85	-1.87
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	41.31	37.59	36.86
FFO（亿元）	--	29.81	25.44	25.15
净债务（亿元）	--	-81.24	-67.79	-73.28
销售毛利率	29.98%	34.16%	31.61%	31.62%

EBITDA 利润率	--	18.13%	16.72%	18.03%
总资产回报率	--	11.84%	12.39%	15.19%
资产负债率	49.09%	47.25%	42.28%	38.40%
净债务/EBITDA	--	-1.97	-1.80	-1.99
EBITDA 利息保障倍数	--	16.52	21.29	27.55
总债务/总资本	--	36.13%	28.57%	15.06%
FFO/净债务	--	-36.70%	-37.53%	-34.32%
经营活动现金流/净债务	--	-60.05%	-35.55%	-55.21%
自由现金流/净债务	--	-34.16%	-2.25%	-38.36%
速动比率	1.11	1.16	1.24	1.18
现金短期债务比	--	2.39	2.85	4.08

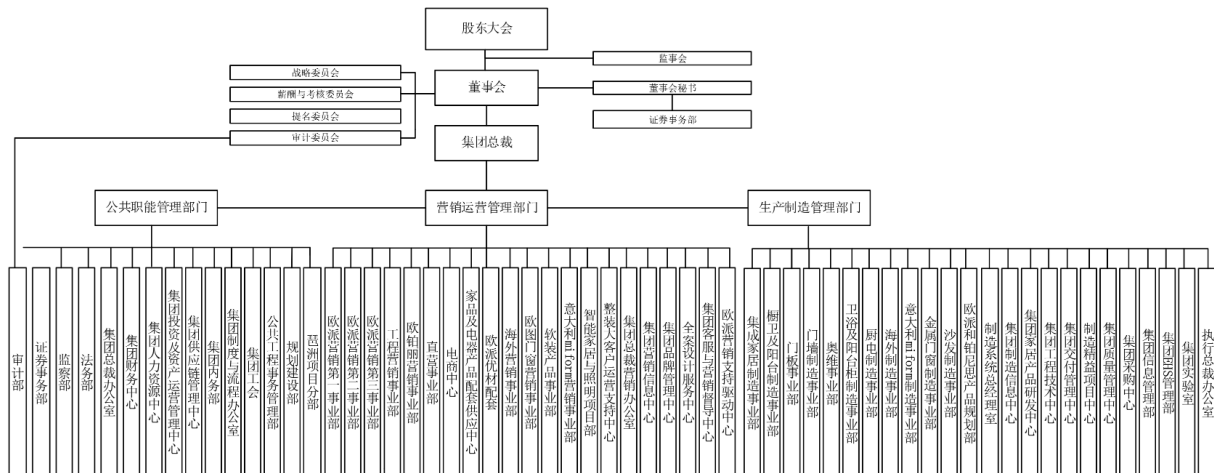
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司 2024 年一季报，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例		业务性质
		直接（%）	间接（%）	
广州欧派集成家居有限公司	10,000.00	70.00	30.00	制造业
珠海欧派创意家居设计有限公司	1,000.00	100.00	0.00	居民服务
广州欧派创意家居设计有限公司	1,000.00	100.00	0.00	居民服务
天津欧派集成家居有限公司	5,000.00	100.00	0.00	制造业
广州欧派家居设计院有限公司	10,000.00	100.00	0.00	居民服务
成都欧派智能家居有限公司	10,000.00	100.00	0.00	制造业
清远欧派集成家居有限公司	10,000.00	100.00	0.00	制造业
江苏无锡欧派集成家居有限公司	5,000.00	100.00	0.00	制造业
欧派(香港)国际贸易有限公司	HK2,723.00	100.00	0.00	贸易
广州欧铂尼集成家居有限公司	1,000.00	100.00	0.00	制造业
广州市欧派卫浴有限公司	1,000.00	100.00	0.00	制造业
欧派(广州)软装配饰设计有限公司	200.00	100.00	0.00	制造业
武汉欧派智能家居有限公司	50,000.00	100.00	0.00	制造业
欧派联合（天津）家居销售有限公司	100.00	100.00	0.00	销售
OPPEIN ITALY ACADEMY S.R.L.	€35.00	100.00	0.00	技术服务及贸易
梅州欧派投资实业有限公司	10,000.00	100.00	0.00	商业服务
星派商业物业经营（广州）有限公司	2,000.00	68.00	0.00	商业服务
广州欧铂丽创意家居设计有限公司	1,000.00	100.00	0.00	技术服务

资料来源：公司 2023 年年度报告，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。