



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2023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。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

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2023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，依托整家、整装新渠道的发展，2022 年公司营收规模及增速均居行业首位，经营性现金流也持续表现较好；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，定制家居行业整体增速放缓，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，公司一定规模的应收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

2023 年 06 月 12 日

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	299.67	286.11	233.93	188.44
归母所有者权益	165.60	165.08	144.09	119.25
总债务	--	66.06	25.55	23.35
营业收入	35.70	224.80	204.42	147.40
净利润	1.48	26.83	26.64	20.63
经营活动现金流净额	7.37	24.10	40.46	38.89
净债务/EBITDA	--	-1.80	-1.99	-1.63
EBITDA 利息保障倍数	--	21.29	27.55	17.87
总债务/总资本	--	28.57%	15.06%	16.37%
FFO/净债务	--	-37.53%	-34.32%	-43.09%
EBITDA 利润率	--	16.72%	18.03%	20.06%
总资产回报率	--	12.39%	15.19%	14.96%
速动比率	1.26	1.24	1.18	1.26
现金短期债务比	--	2.85	4.08	4.07
销售毛利率	26.68%	31.61%	31.62%	35.01%
资产负债率	44.73%	42.28%	38.40%	36.71%

注：公司净债务为负，故净债务/EBITDA、FFO/净债务为负。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023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。**公司经销店数超7,600家，为领先同行的营收规模构筑基础；同时公司把握渠道变革节点，在整装新渠道带动下，2022年营收增速逆势增长并居行业首位。
- **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，结合公司持续增长的营收规模，公司经营性现金流持续表现较好，2022年继续净流入24.10亿元，净债务持续为负。

关注

- **地产行情短期难见好转，家装消费复苏未及预期，公司面临增长压力。**2023年房企投资意愿仍偏低，定制家居流量难增，行业转向存量房市场及整装赛道，但存量房流量亦面临消费下行带来的不利影响，2023年1-4月建筑及装潢材料类零售额同比下滑4.5%，公司新增产能面临消化压力；目前整家、整装为行业增长主力，定制家居再次进入渠道变革期，需关注公司整家、整装渠道布局进度。
- **公司存在一定规模的应收工程客户款项，且小部分来源于风险房企。**截至2022年末，公司应收工程客户票据和款项余额合计达14.73亿元，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1.20亿元，房企资金链紧张背景下，未来仍需持续关注大宗业务的合作对象经营情况及公司回款情况。
- **公司面临一定的子公司及经销商管理压力。**公司生产基地分布5省，经销店数量超7,600家，2022年天津基地总经理涉嫌收受供应商贿赂被司法机关采取刑事强制措施，目前案件处于审查起诉阶段，公司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，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	286.11	120.57	57.77	81.81	48.64	43.81	22.02	24.22	15.86
营业收入	224.80	112.23	53.89	53.14	35.53	28.23	16.66	14.52	10.73
净利润	26.83	10.75	5.37	0.46	2.73	4.54	1.41	1.50	0.16
销售毛利率	31.61	32.99	37.69	34.62	29.46	35.15	44.59	30.02	31.11
资产负债率	42.28	49.87	50.17	56.23	46.50	30.54	53.43	47.89	54.22
经销店数量	7,615	4,100	4,196	2,056	3,706	1,789	1,592	-	1,139
大宗业务占比	15.55	13.59	30.75	-	36.02	14.82	9.71	38.55	28.06

注：（1）以上各指标均为2022年数据；（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_2022V1.0
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

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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/欧 22 转债	2022-9-27	袁媛、陈良玮	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/欧 22 转债	2022-1-21	何佳欢、陈良玮	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

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	19.9994	2022-9-27	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2023年4月末，欧22转债募集资金专项账户余额为10.88亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，股本因员工所持股票期权行权及可转债转股而略有增加。截至2023年5月末，公司股本为60,915.23万股，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。

2022年5月，为打造高端品牌并进行国际化布局，公司全资子公司欧派（香港）国际贸易有限公司完成对意大利FASA S.R.L.公司持有的FORMER S.R.L公司100.00%股权的收购，交易对价为463.25万欧元，即FORMER S.R.L公司于购买日的净资产公允价值。

此外，2022年公司新设子公司12家，截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共37家，详见附录四。

表1 2022年公司新纳入合并报表范围的子公司情况（单位：%、万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
东莞欧派家居销售有限公司	70	200.00	销售	新设
东莞欧派家居设计有限公司	70	100.00	技术服务	新设
江苏欧派整体定制家居有限公司	100	1,000.00	销售	新设
成都市双流欧派装卸服务有限公司	100	100.00	居民服务	新设
杭州欧派大家居有限公司	80	800.00	销售	新设
成都欧派创意大家居有限公司	71	800.00	销售	新设
重庆欧派大家居有限公司	80	600.00	销售	新设
邯郸欧派大家居销售有限公司	78	600.00	销售	新设
泸州欧派大家居有限公司	65	700.00	销售	新设
南宁欧派大家居有限公司	72	600.00	销售	新设
广州花都欧派创意家居有限公司	70	600.00	销售	新设
深圳市欧派创意家居有限公司	55	600.00	销售	新设
FORMER S.R.L	100	€ 230.00	制造业	外购

资料来源：公司 2022 年年度报告

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

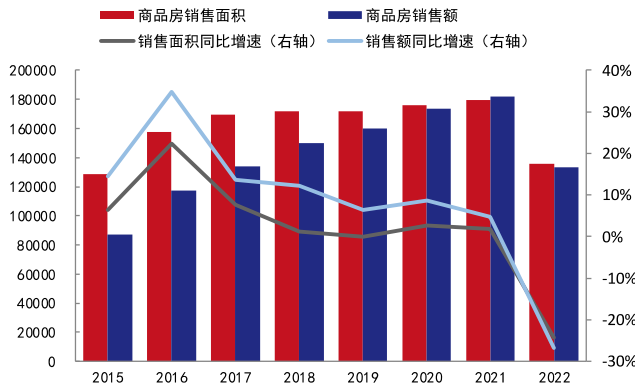
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

地产数据未见明显好转，定制家居行业增量难觅，存量房需求则需关注家装消费复苏节奏；传统渠道贡献减弱，定制家居行业再次进入渠道变革期，需跟踪整装模式改变行业格局的可能性

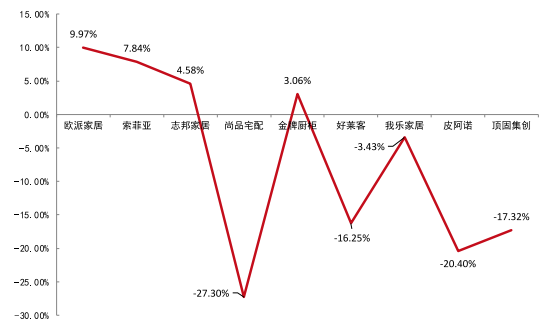
定制家居属于地产后周期行业，2022 年房地产行情整体低迷，全年销售面积为近 7 年新低，同比降幅达 24.3%，终端需求乏力致定制家居行业增速整体放缓，多家上市定制家居企业营收大幅下滑。

图1 商品房销售情况（单位：万平方米、亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

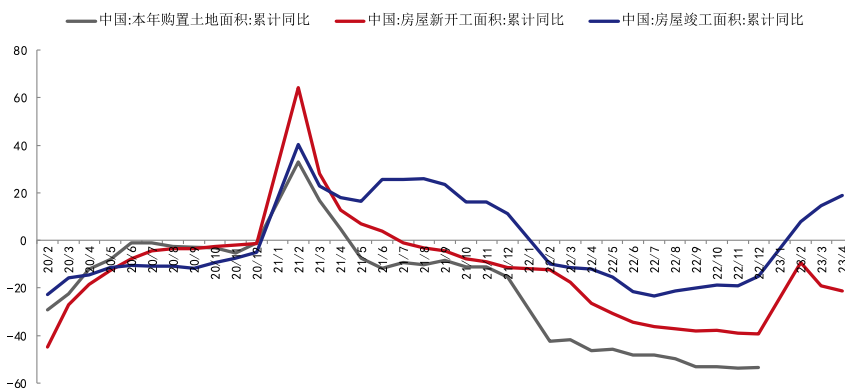
图2 2022年半数上市定制家居企业营收下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

进入2023年，在“保交楼”政策带动下，竣工面积迎来率先好转，1-4月同比增长18.8%，短期内有望释放一部分定制家居需求。但中期来看，2022年以来，土地市场、房企开工动力持续较弱，新房市场难免萎缩，预计行业将逐步迈入存量房时代。按10-15年为一个翻新周期，则2005-2010年所销售的住宅目前正面临老房翻新的局面，对应时段内我国住宅销售套数年复合增长率高达15.8%。但值得关注的是，在宏观经济走弱背景下，消费者信心不足，亦可能阻碍行业增长，从社消数据来看，建筑及装潢材料类是目前为止下滑最大的消费类型，2023年1-4月及单4月零售额分别同比下滑4.5%和11.2%；家具类零售额虽有所增长，但增幅不大，2023年1-4月及单4月零售额分别同比增长4.3%和3.4%。

图3 房企土地购置消极、投资意愿偏低（单位：%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

定制家居企业早期依赖零售经销渠道扩张，后在精装房政策下，2017年开始发力大宗渠道；目前随着房企风险外溢，定制家居企业再一次进入渠道变革期，整装成为定制家居企业布局重点。整装模式一方面符合消费者习惯的改变，随着一站式家居消费模式成为主流，流量主入口已逐步汇集至家装公司；另一方面在整体流量收缩的背景下，整装模式发力客单价提升，更有助于业绩增长。

五、经营与竞争

公司经销店规模远超同行，2022年营收规模及增速位居行业首位，但房地产行情不振给定制家居行业带来的不利影响难以避免，公司增速有所放缓；目前公司发力整装、整家等大家居模式，在提升客单价方面效果明显，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，2022年得益于衣柜（全屋定制）品类营收增长，公司营收保持增长，毛利率则基本保持稳定。2023年一季度公司营收同比下滑13.85%，主要系春节假期、交付周期及宏观环境因素叠加，家装流量削减所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

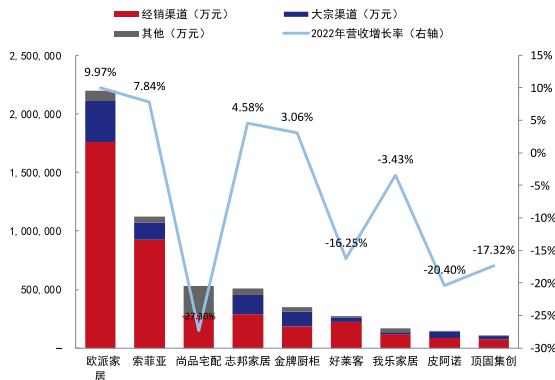
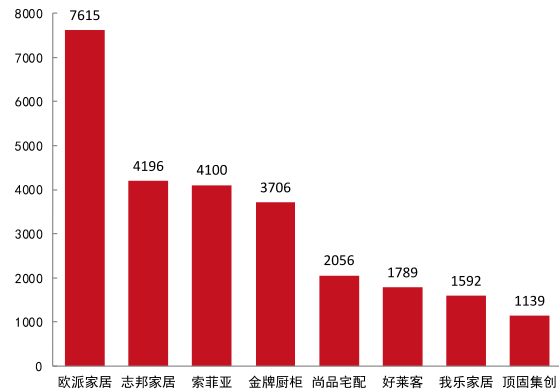
项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
衣柜及配套品	19.76	55.35	27.68	121.39	54.00	31.78	101.72	49.76	32.19
厨柜	10.85	30.40	29.28	71.73	31.91	34.02	75.29	36.83	34.35
木门	2.07	5.80	7.75	13.46	5.99	16.38	12.36	6.05	13.82
卫浴	1.84	5.16	17.12	10.35	4.60	26.20	9.89	4.84	25.40
其他	0.35	0.99	8.60	3.08	1.37	21.81	2.19	1.07	16.90
主营业务收入小计	34.88	97.70	26.24	220.01	97.87	31.16	201.45	98.55	31.37
其他业务收入小计	0.82	2.30	45.21	4.79	2.13	51.97	2.97	1.45	48.49
合计	35.70	100.00	26.68	224.80	100.00	31.61	204.42	100.00	31.62

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2021-2022年年度报告、公司提供，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，但当前门店扩张边际红利偏弱，大宗渠道又受限于房企风险外溢，公司转向整装渠道，2022年整装、整家等大家居模式的拓展维持公司营收整体增长，然而目前整装营收占比仍偏小，需持续关注整装渠道扩张情况

公司是国内定制家居行业的龙头企业，2022年营收规模及增速均居行业首位。公司营收主要由经销渠道贡献，2022年经销渠道营收占比达78.21%。截至2022年末公司拥有经销门店7,615家，是部分同行数倍，营收基础较好。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4 2022年定制家居行业营收情况

图5 2022 行业经销店情况（单位：家）


注：（1）按 2022 年营收规模从高到低排列；（2）本图营收为主营业务收入。
资料来源：各公司年度报告，中证鹏元整理

资料来源：各公司年度报告，中证鹏元整理

经销渠道外，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，2022年大宗业务营收同比下滑4.85%，营收占比下降2.42个百分点。整体来看，公司在大宗业务方面相对审慎，倾向于选择万科、中海、中铁建等具有国企、央企背景的开发商开展合作。截至2022年末，公司应收工程客户票据和款项余额合计为14.73亿元，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0.23亿元和为0.97亿元，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。

目前大宗渠道迈入困局，零售经销渠道的边际扩张红利也相对偏弱，单店收入提升则逐步成为营收增长的主要动力，2022年公司经销店单店收入同比增长10.07%，对经销渠道营收增长贡献达84.56%。

表3 单店收入变化情况

项目	2022	2021
经销店收入（亿元）	175.82	156.80
经销店数量（家）	7,615	7,475
单店收入（万元/家）	230.89	209.76
单店收入贡献率	84.56%	87.30%
新增门店数贡献率	15.44%	12.70%

注：（1）单店收入贡献率=【本年门店数*（本年单店收入-上年单店收入）】/（本经销店收入-上年经销店收入）；
（2）新增门店数贡献率=【上年单店收入*（本年门店数-上年门店数）】/（本经销店收入-上年经销店收入）；（3）单店收入=经销店收入/经销店数量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

单店收入的增长主要受益于整装、整家等大家居模式的发展，和单品类模式相比，整装、整家等多品类模式往往可以提供更高的客单值。整家、整装渠道目前是定制家居企业的布局重点，随着消费代际变迁，一站式装修模式已成为主流。公司自2018年起布局整装渠道，2022年新增零售整装、零售大家居模式，多种模式同时展开便于公司实现各消费层级有效引流。

表4 公司各整装模式特点

整装模式	特点
经销商整装	经销商合作当地优秀装企
铂尼思（原星之家）	经销商为当地优秀装企
欧派整装大家居	经销商为当地头部装企
零售大家居	经销商直接或通过合作提供家居及装修服务

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

同时公司还积极引导单品类经销商同家装企业开展合作，实现多品类融合和获客渠道扩张，2023年公司开展营销系统组织结构优化，计划将原橱柜、衣柜、整装等各事业部整合为区域事业部，以此推动单品类经销商向整装、整家大家居模式转型。

值得注意的是，2022年虽公司整装渠道营收实现了较高增长，但在零售、大宗渠道走弱的背景下，公司营收增速向下调整至9.97%。目前地产仍未改下行趋势，尽管2023年2月以来，在“保交楼”政策支持下，竣工面积有所好转，短期内公司有望小幅受益。但长期来看，随着“保交楼”政策影响趋弱，新房装修需求仍存在下行压力，未来需持续关注地产走势变化以及存量房改造需求对公司经营的影响。

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，2022年除橱柜受大宗业务影响下行外，其他品类产销情况整体较好，然而仍需关注地产和消费复苏节奏对公司产销的影响

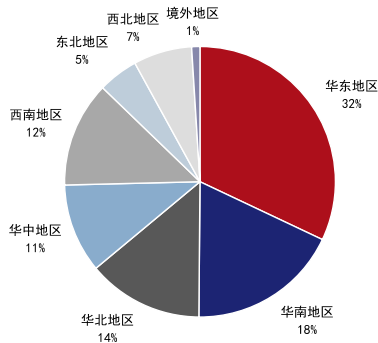
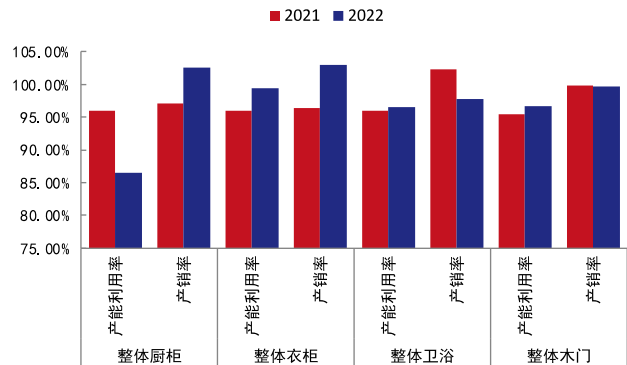
公司在东（无锡基地）、南（清远基地）、西（成都基地）、北（天津基地）、中（武汉基地）设置了五大生产基地，其中成都基地正处于产能爬坡阶段，武汉基地计划于2023年下半年投产。目前公司定制家居产品生产总规模位居行业前列，随着成都基地和武汉基地相继投产，公司产能优势将继续提升。此外，多样性的产业基地布局也为公司建设全国性销售网络奠定基础。

表5 截至 2022 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	63,894.00	整体橱柜 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	171,979.00	整体橱柜 20 万套，整体衣柜 80 万套，定制木门 40 万樘
合计	461,303.00	235,873.00	-

资料来源：公司提供

产销方面，2022年除整体橱柜外，公司整体衣柜、整体卫浴和木门产、销量均保持增长。整体橱柜的下滑主要受大宗业务收缩影响，大宗业务通常会配齐橱柜。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。

图6 公司销售网络辐射全国

图7 公司产能利用率和产销率变化情况


资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年主要原材料价格仍处高位，公司成本管控压力加大，但定制家居定价模式下，对盈利水平影响有限

材料是公司成本的主要构成，2022年占比达80.23%，分品种来看，以刨花板、家具配套和中纤板为主。2022年，主要原材料延续2021年涨价趋势，但对公司影响相对有限，2022年主营业务毛利率仅下滑0.21个百分点，主要系公司权衡采购价格和资金成本，通过提高现结或预付比例，获得了一定价格优惠。

表6 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	121.50	80.23%	109.49	79.19%
直接人工	13.37	8.83%	13.29	9.61%
制造费用	16.57	10.94%	15.48	11.19%
合计	151.44	100.00%	138.26	100.00%

资料来源：公司 2022 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，2022年供应商集中度仍较低，前五大供应商合计占比为16.02%，较上年基本持平。

六、财务分析

财务分析基础说明

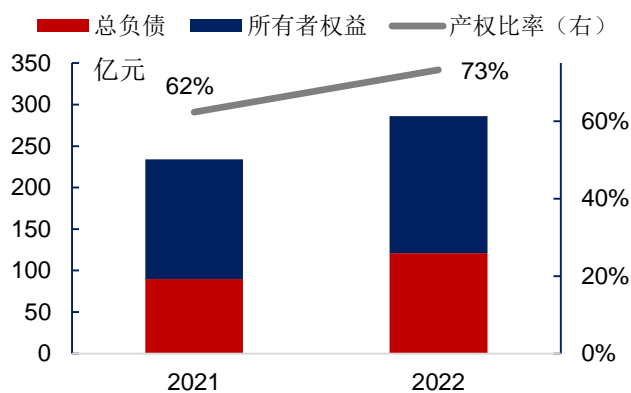
以下分析基于公司提供的经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年，公司新增子公司13家，其中12家子公司为新设；1家子公司FORMER S.R.L为外购，交易对价463.25万欧元，规模不大，整体来看，未对财务报表可比性产生影响。

资本实力与资产质量

受益于欧22转债的发行及利润累积，2022年公司资产规模保持增长，现金类资产、厂房设备系主要构成，资产质量较好

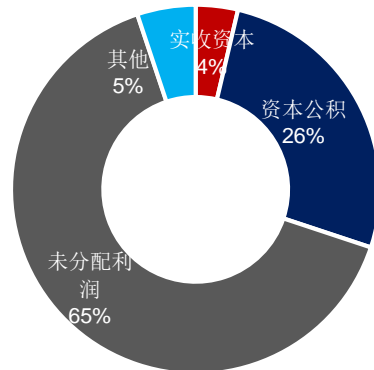
2022年公司负债及所有者权益均有所增长，其中负债增长来源于欧22转债发行以及短期借款规模攀升，而所有者权益增长则主要受益于公司利润累积。整体来看，2022年所有者权益对负债保障程度有所下滑，但仍能形成有效覆盖。

图 8 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 9 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资金充裕，2022年末货币资金、理财产品（交易性金融资产）以及定期存款¹合计占总资产的比重达48.40%，是公司总债务的2.10倍，实现对公司债务全覆盖。

固定资产系公司第二大资产，以房屋及建筑物和机器设备为主，2022年末账面价值有所增长主要系清远、无锡等生产基地改扩建项目转固所致。目前公司在建工程包括武汉基地项目、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83.59%来自于工程客户，另有小部分来自于加盟经销商等客户。2022年应收账款规模有所增长，主要系地产客户资金链紧张背景下，公司减少接收票据，转为应收款项所致。2022年末公司因部分工程客户无法偿还到期债务或信用评级下降按71.06%的综合计提比例计提坏账准备的应收账款余额为0.97亿元；因部分工程客户无法偿还到期债务或信用评级下降按30.00%的综合计提比例计提坏账准备的应收票据余额为0.23亿元。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。

¹ 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。

2022年，原材料价格仍处高位，为把控成本，公司延续2021年战略备货策略，叠加2023年春节假期影响导致的一季度需求下滑，2022年末公司存货规模维持高位。

截至2022年末，公司12.44亿元资产使用受限，占同期末总资产的4.35%，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，以及抵质押的各项固定资产、无形资产和应收票据。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

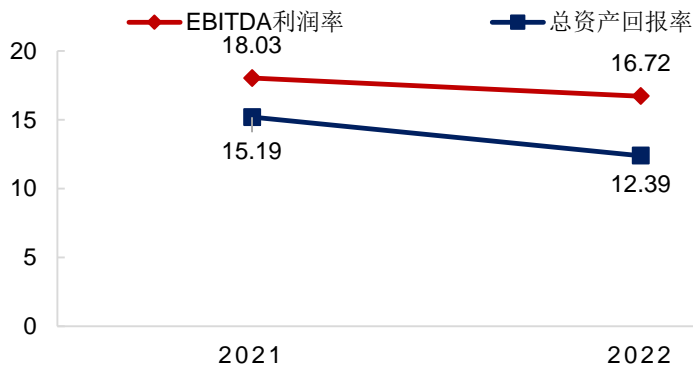
项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	100.59	33.57%	82.70	28.90%	65.62	28.05%
应收账款	12.56	4.19%	13.57	4.74%	10.12	4.32%
存货	12.97	4.33%	14.14	4.94%	14.63	6.25%
交易性金融资产	2.97	0.99%	8.03	2.81%	16.77	7.17%
应收票据	1.03	0.34%	1.10	0.39%	2.06	0.88%
流动资产合计	145.22	48.46%	133.81	46.77%	112.43	48.06%
固定资产	65.91	22.00%	66.89	23.38%	66.48	28.42%
在建工程	16.46	5.49%	14.30	5.00%	3.47	1.49%
其他非流动资产	40.36	13.47%	39.64	13.86%	21.44	9.16%
非流动资产合计	154.45	51.54%	152.30	53.23%	121.50	51.94%
资产总计	299.67	100.00%	286.11	100.00%	233.93	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受原材料涨价及房市低迷影响，2022年以来公司盈利能力小幅下降，未来需关注房地产市场复苏节奏对公司需求的影响

公司营收主要来源于衣柜和橱柜两大品类，符合消费者装修习惯，2022年公司营收有所增长，但营收增速未能追平成本增速，公司利润总额有所下滑，EBITDA利润率和总资产回报率均呈小幅下滑趋势。从接单至确认收入大约需1个月时间，受2022年12月宏观经济形势以及春节假期等因素影响，公司2023年一季度营收同比下滑13.85%，净利润同比下滑41.10%。二季度以来，受“保交楼”政策带动，房产竣工情况有所回暖，预计公司短期有所受益，但房地产市场态势仍不明朗，中长期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 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

为提高资金使用效率，2022年公司新增较大规模短期借款和定期存款，整体来看，公司净债务为负，债务压力不大

2022年末，公司债务规模达到66.06亿元，是2021年末的2.59倍，短期借款和债券系公司债务规模攀升的两大源头，短期借款方面，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，同时配合定期存款以提高资金使用效率，该类型短期借款占比达81.71%；债券方面，2022年8月，公司发行20.00亿元欧22转债，用于欧派家居智能制造（武汉）项目。整体来看，公司使用短期融资工具偏多，2022年末长短期债务比为25.86:74.14，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；同时，公司在原材料采购方面以资金成本换价格优惠，致应付账款和应付票据也出现不同程度下滑，综合影响下，2022年公司经营性净现金流规模大幅缩小。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	53.07	39.59%	45.85	37.90%	23.89	26.59%
应付账款	15.36	11.46%	19.09	15.78%	20.18	22.47%
应付票据	0.33	0.24%	0.70	0.58%	1.40	1.56%
预收款项	3.89	2.90%	3.64	3.01%	8.86	9.86%
合同负债	17.02	12.70%	7.82	6.47%	12.03	13.39%
流动负债合计	105.05	78.37%	96.75	79.98%	82.85	92.22%
长期借款	4.56	3.40%	0.05	0.04%	0.00	0.00%
应付债券	16.23	12.11%	16.02	13.24%	0.00	0.00%

非流动负债合计	29.00	21.63%	24.22	20.02%	6.99	7.78%
负债合计	134.05	100.00%	120.97	100.00%	89.84	100.00%
总债务合计	--	--	66.06	54.61%	25.55	28.44%
其中：短期债务	--	--	48.98	40.49%	25.42	28.30%
长期债务	--	--	17.08	14.12%	0.13	0.14%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司投资性现金流呈大额流入、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。从项目资金来源看，武汉基地和成都基地资金主要由欧22转债和欧派转债提供，扣除募集资金后，2022年末公司尚需以自有资金投入8.98亿元，整体来看，公司面临一定的资本开支压力。

考虑到公司武汉基地建设尚需投资规模较大，中证鹏元认为自由现金流/净债务能更好地体现杠杆比率波动性。得益于充裕的现金类资产，公司净债务为负，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。

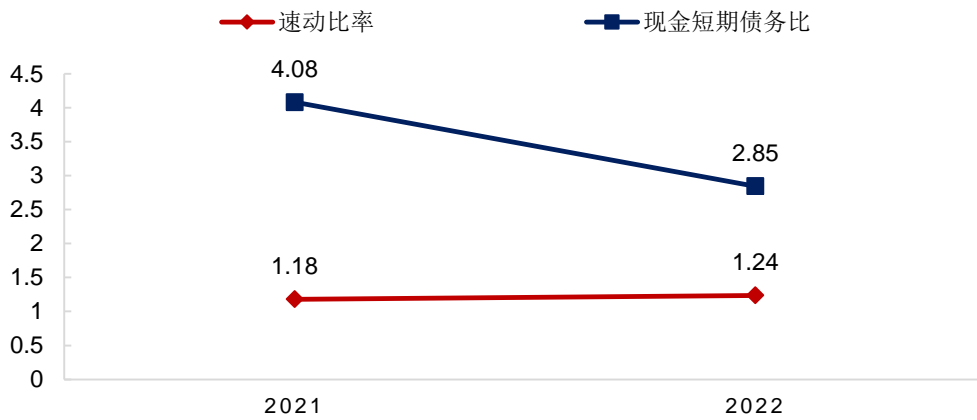
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	7.37	24.10	40.46
FFO(亿元)	--	25.44	25.15
资产负债率	44.73%	42.28%	38.40%
净债务/EBITDA	--	-1.80	-1.99
EBITDA 利息保障倍数	--	21.29	27.55
总债务/总资本	--	28.57%	15.06%
FFO/净债务	--	-37.53%	-34.32%
经营活动净现金流/净债务	--	-35.55%	-55.21%
自由现金流/净债务	--	-2.25%	-38.36%

注：经营活动净现金流为 2023 年 1-3 月数据。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，随着票据贴现力度加大，短期融资规模增加，公司现金短期债务比大幅回落，但货币资金对短期债务的覆盖效果仍佳。而预收货款减少，使得公司在短期借款大幅增长态势下，速动比率持平略增。公司作为上市公司，融资渠道多样，截至2023年4月末，银行授信总额和未使用额度分别为203.45亿元和154.79亿元，可新增信贷规模仍较大。但考虑到公司作为房地产产业链上的民营企业，预计再融资能力在一定程度上将受房地产周期下行的不利影响。

图 11 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 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2023年5月30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。

需要关注的是，2022年12月，公司天津基地总经理涉嫌收受供应商贿赂被司法机关采取刑事强制措施，目前案件处于审查起诉阶段，该事件系公司收到举报后经监察部调查发现。整体来看，公司反腐力度较大，但子公司管理方面也存在挑战。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2023年5月6日）、子公司广州欧派集成家居有限公司（报告查询日为2023年5月6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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至2023年5月31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，2022年公司营收规模位列行业第一，同时在整家、整装等大家居模式助力下，公司营收逆势增长且跑赢同行。2023年以来，虽在“保交楼”政策带动下，竣工面积增速有所恢复，但目前土地市场情况及房地产投资仍未见明显好转，作为地产后周期行业，公司面临增速下滑压力。此外，整家、整装赛道已成当前行业布局重点，公司整家、整装渠道扩展进度值得关注。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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	100.59	82.70	65.62	44.27
流动资产合计	145.22	133.81	112.43	82.50
固定资产	65.91	66.89	66.48	60.93
其他非流动资产	40.36	39.64	21.44	10.26
非流动资产合计	154.45	152.30	121.50	105.93
资产总计	299.67	286.11	233.93	188.44
短期借款	53.07	45.85	23.89	16.27
应付账款	15.36	19.09	20.18	11.45
合同负债	17.02	7.82	12.03	9.25
流动负债合计	105.05	96.75	82.85	59.26
应付债券	16.23	16.02	0.00	4.95
非流动负债合计	29.00	24.22	6.99	9.92
负债合计	134.05	120.97	89.84	69.18
总债务	--	66.06	25.55	23.35
所有者权益	165.62	165.14	144.09	119.25
营业收入	35.70	224.80	204.42	147.40
营业利润	1.73	30.56	30.60	24.07
净利润	1.48	26.83	26.64	20.63
经营活动产生的现金流量净额	7.37	24.10	40.46	38.89
投资活动产生的现金流量净额	-7.21	-71.46	-20.65	-23.37
筹资活动产生的现金流量净额	8.48	29.85	-1.87	5.85
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	37.59	36.86	29.56
FFO(亿元)	--	25.44	25.15	20.71
净债务(亿元)	--	-67.79	-73.28	-48.05
销售毛利率	26.68%	31.61%	31.62%	35.01%
EBITDA 利润率	--	16.72%	18.03%	20.06%
总资产回报率	--	12.39%	15.19%	14.96%
资产负债率	44.73%	42.28%	38.40%	36.71%
净债务/EBITDA	--	-1.80	-1.99	-1.63
EBITDA 利息保障倍数	--	21.29	27.55	17.87
总债务/总资本	--	28.57%	15.06%	16.37%
FFO/净债务	--	-37.53%	-34.32%	-43.09%
速动比率	1.26	1.24	1.18	1.26
现金短期债务比	--	2.85	4.08	4.07

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录四 截至 2022 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司（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
西安欧联家居制品有限公司	200.00	0.00	100.00	制造业
广州欧铂丽智能家居有限公司	500.00	0.00	100.00	销售
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
南昌欧派家居制品有限公司	200.00	0.00	100.00	制造业
昆明欧铂丽家居制品有限公司	200.00	0.00	100.00	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
东莞欧派家居销售有限公司	200.00	0.00	70.00	销售
东莞欧派家居设计有限公司	100.00	0.00	70.00	居民服务
成都欧派创意大家居有限公司	800.00	0.00	71.00	销售
邯郸欧派大家居销售有限公司	600.00	0.00	78.00	销售
FORMER S.R.L	€ 230.00	0.00	100.00	制造业

资料来源：公司 2022 年年度报告，公开信息，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，在计算总资产、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。