



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2022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 2022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

- 中证鹏元维持欧派家居集团股份有限公司（以下简称“欧派家居”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“欧 22 转债”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到公司为定制家居行业龙头，具有较强的市场竞争优势，盈利能力及获现能力较强；同时中证鹏元也关注到，消费和房地产下行趋势明显，公司新增产能面临一定的产能消化风险；在原材料价格上涨的趋势下，公司面临一定的成本控制压力；此外 2021 年公司大宗业务较快增长导致应收工程客户款项规模有所增加，需关注合作客户的经营情况，并且公司还面临一定的经销商管理风险。

未来展望

- 公司是定制家居行业龙头企业，具有较强的市场竞争优势，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 09 月 27 日

联系方式

项目负责人：袁媛
yuany@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	2022.6	2021	2020	2019
总资产	260.11	233.93	188.44	148.14
归母所有者权益	144.90	144.09	119.25	95.59
总债务	45.47	25.55	23.35	18.11
营业收入	96.93	204.42	147.40	135.33
净利润	10.17	26.64	20.63	18.39
经营活动现金流净额	9.42	40.46	38.89	21.56
销售毛利率	31.29%	31.62%	35.01%	35.84%
EBITDA 利润率	--	18.03%	20.06%	18.34%
总资产回报率	--	15.19%	14.96%	16.53%
资产负债率	44.30%	38.40%	36.71%	35.47%
净债务/EBITDA	--	-1.98	-1.63	-1.08
EBITDA 利息保障倍数	--	27.55	17.87	33.58
总债务/总资本	23.89%	15.06%	16.37%	15.93%
FFO/净债务	--	-34.49%	-43.09%	-62.86%
速动比率	0.99	1.18	1.26	1.71
现金短期债务比	2.87	4.07	4.07	23.06

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司为定制家居行业龙头，具有较强的市场竞争优势。**公司是国内定制家居行业的龙头企业，产品品类较为齐全，覆盖整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等领域，主要产品产能规模及销售门店数量在同行业中处于领先地位，具有较好的品牌知名度。
- **公司盈利能力及获现能力较强。**受益于大宗、整装等渠道拓展及单店收入增长等因素，2021 年公司营业收入和净利润继续保持较快增长。公司主要采用经销模式，先预收全部货款后再安排生产，获现能力较强。此外由于主要采用订单式生产，产销率较高，公司存货周转较快。

关注

- **消费及房地产下行趋势明显，公司新增产能面临一定的产能消化风险。**受房地产调控及疫情反复等各因素影响，消费及房地产下行趋势明显，公司主要在建设项目未来将投产的产能规模较大，可能面临一定的产能消化风险。
- **原材料价格上涨，公司面临一定的成本控制压力。**2021 年公司直接材料占主营业务成本的比重达 79.19%，其中刨花板和中纤板等板材是最主要的原材料，自 2021 年以来板材价格有所上涨，公司主营业务成本超主营业务收入增速，毛利率有所下滑。
- **2021 年大宗业务增速仍较快，需关注合作客户的经营情况。**2022 年上半年公司谨慎收缩大宗业务接单，但 2021 年公司大宗业务增速仍较快，2021 年末应收工程客户款项有所增加，考虑到目前地产行业下行，精装修渗透速度放缓，房地产企业资金链偏紧，需关注大宗业务合作客户的经营情况及回款情况。
- **公司面临一定的经销商管理风险。**公司经销商数量众多，2021 年经销商门店数量继续增长，不同经销商的经营管理能力存在差异，公司在经销商管理方面面临挑战。

同业比较（单位：亿元）

指标	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	好莱客	志邦家居	金牌厨柜	皮阿诺	我乐家居	顶固集创
总资产	233.93	124.28	79.90	54.63	52.98	45.16	23.90	24.19	16.35
营业收入	204.42	104.07	73.10	33.71	51.53	34.48	18.24	17.25	12.98
净利润	26.64	1.54	0.89	0.02	5.06	3.35	-7.23	-1.62	-0.87
销售毛利率	31.62%	33.21%	33.17%	33.94%	36.24%	30.48%	33.96%	41.32%	32.83%
资产负债率	38.40%	52.23%	55.22%	48.61%	51.10%	46.41%	51.87%	63.87%	56.75%
期间费用率	16.19%	20.15%	32.15%	20.99%	24.49%	21.38%	16.24%	32.13%	24.99%

注：以上各指标均为 2021 年数据。

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	2022-1-21	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	20.00	2022-1-21	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2022年8月31日，欧22转债募集资金专项账户余额为19.72亿元。

三、发行主体概况

2022年上半年，公司名称、实际控制人、注册资本及股本均未发生变化。截至2022年6月末，公司注册资本及股本均为6.09亿元，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8.47%股权，二人持有的公司股权均未质押。

2022年5月5日，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。

公司主要从事定制家居产品的个性化设计、研发、生产、销售、安装和室内装饰服务。截至2022年6月末，公司纳入合并范围的子公司共30家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表

现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累固定资产投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定增收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年上半年，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，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上半年GDP同比增长2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入10.52万亿元，扣除留抵退税因素后增长3.3%，按自然口径计算下降10.2%；同期全国一般公共预算支出12.89万亿元，同比增长5.9%。

下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

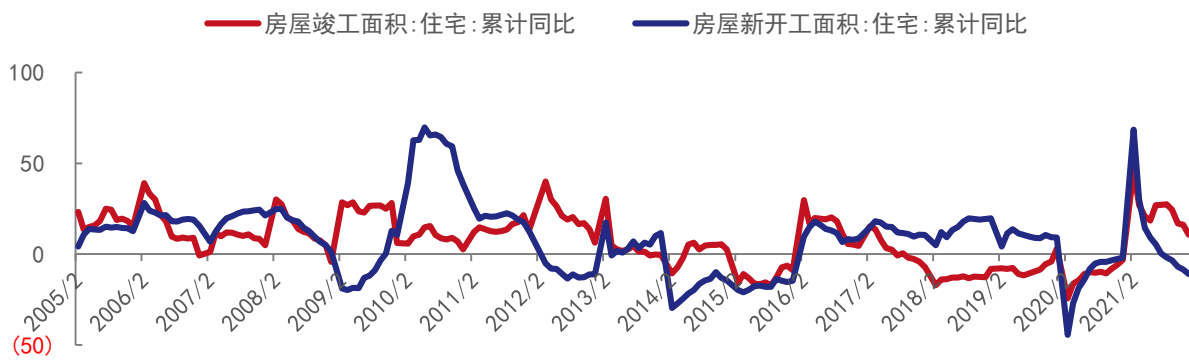
行业环境

定制家居行业需求短期受房地产调控影响，长期仍有增长空间；需求结构上，三四线城市或成为

行业新的业绩增长点

2021年以来地产调控政策加码，作为后地产周期行业，短期来看定制家居行业将受到不利影响。2020年下半年至2021年年初，随着疫情逐渐得到控制，各行各业复工复产效果明显，住宅新开工和竣工面积同比增速大幅同步提升，预计2022年进入精装阶段需求会释放一定的定制家居需求，但会受到居民消费能力下降的不利影响。2021年二季度以来，各地限购限售政策加码，贷款收紧，市场整体表现为供需双方同时收缩。开发商融资难、回款慢，一方面减少拿地，另一方面延长付款周期，表现为房屋新开工面积增速下滑幅度明显大于竣工面积增速下滑幅度。

图 1 住宅竣工面积增速与新开工面积增速出现新剪刀差



资料来源：wind，中证鹏元整理

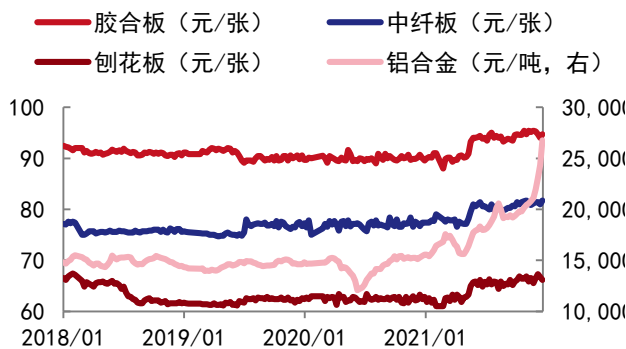
长期来看，精装房渗透率的提高和存量房市场带来的翻新需求为定制家居行业贡献增量，家具制造业营收也将保持平稳增速，或将继续高于商品房销售面积同比增速，剪刀差将持续存在。近年来，得益于国家政策对于全装房的鼓励与支持，以及精装房/全装房拎包入住带来的便利越来越受到消费者的喜爱，我国精装房渗透率逐年提升。根据中国产业信息网数据，中国精装房开盘套数从2015年的82万套提升至2020年的325.5万套，渗透率达到30%。目前房地产新房市场正在萎缩，行业逐渐步入存量房时代。我们按照10-15年为一个翻新周期，则2005-2010年所销售的住宅目前正面临老房翻新的局面，对应时段内我国住宅销售套数年复合增长率高达15.8%。未来5年内，存量房对精装修的市场需求或将模仿该曲线持续增长。

未来定制家居企业需要建设多元化的销售渠道，三四线城市或成为新的业绩增长点。定制家居虽然在产品形态上有别于传统成品家具，但在销售模式上依然与成品家具类似，依靠区域经销商渠道拓展。随着新兴渠道的崛起，定制家居行业渠道发生变革，客流分化明显，产品供需结构发生显著变化，除了家居卖场、建材城以外，电商、整装店、家装店、购物中心、社区店、拎包入住渠道、体验展厅等成为渠道多元化建设的新选择。渠道的多元化也将倒逼定制家居企业在品类研发和品牌建设上提升竞争力。近几年，在我国城镇化进程持续推进的背景下，人们生活水平及物质需求稳步提升，三四线城市消费升级趋势显现，全国性家具企业也正在加快三四线城市招商和门店布局。

原材料成本上升，对企业盈利稳定性造成不利影响

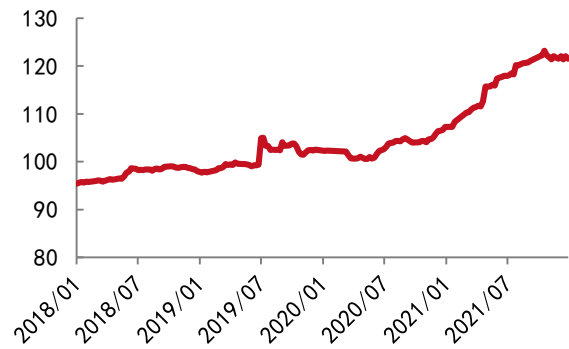
受疫情影响，原材料成本存在不同幅度的上涨，侵蚀企业利润。定制家居行业处于中游生产制造环节，从上游采购原材料（板材、铝材、五金配件）进行生产制造后由下游渠道交付消费者使用，在整个生产过程中以销定产，产品价格采用成本加成模式，其中原材料采购为主要成本。在过去的几年，原材料中三大板材的价格没有明显波动，但是进入 2021 年以来，受国际输入型通胀的影响，板材价格明显同步上涨，而铝合金和五金材料的价格从 2020 年 7 月开始就持续飙升。长期来看，定制家居的销售与定价模式决定了成本波动并不会对毛利率产生太大影响，但是短期内，由于订单的价格调整存在滞后性，原材料成本的上升依然会压缩企业的利润空间；再叠加居民收入在疫情中减少的影响，同样会阻碍行业收入的稳定增长。

图 2 主要原材料价格均有不同幅度上涨



资料来源: wind, 中证鹏元整理

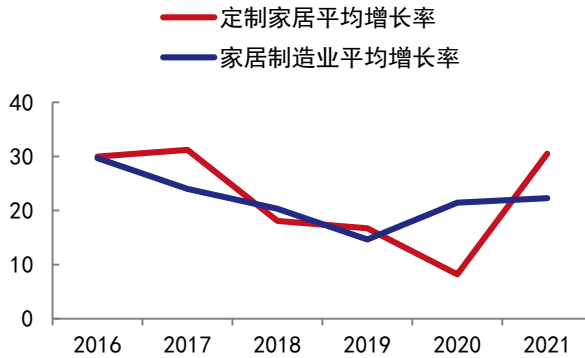
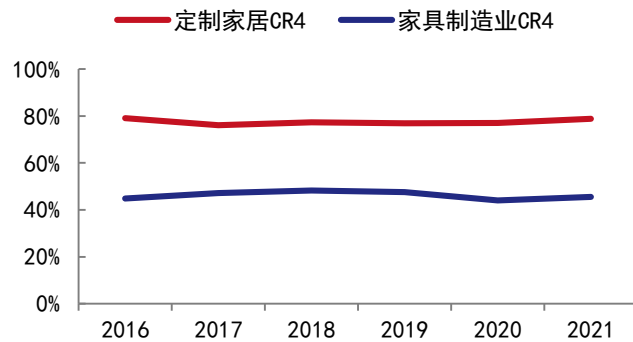
图 3 五金材料价格指数上升明显



资料来源: wind, 中证鹏元整理

行业高毛利率吸引上游、成品家具企业进入，竞争加剧；房企风险暴露对大宗业务扩张较快的中尾部定制家居企业影响较大，龙头企业仍具有优势

定制家居是家具行业消费升级的典型代表，行业发展迅速，集中度高。受中国居民可支配收入提高、消费结构升级以及在中国居民的环保诉求提升的推动下，定制家居行业快速发展。同时行业进入门槛低，毛利率高，2016-2021年我国定制家居行业上市公司平均毛利率高达37.14%，其中2021年我乐家居以41.32%的水平排名第一。该细分行业的高成长性、优质盈利性吸引了上游企业、成品家具企业的进入，但随着越来越多的定制家居品牌公司成功上市，定制家居行业已进入渠道、品类、产能快速扩张时期，行业竞争加剧，销售渠道被多元化截流，行业增速有所放缓。2021年定制家居行业逆势增长，平均增长率较上年增加22.33个百分点，高于家居制造业平均增长率8.22个百分点，行业规模在家具制造业中占比相对稳定，在我国上市公司中约为45%。但定制家居的行业集中度仍高于传统家具制造业，2016-2021年定制家居行业CR4平均保持在76%以上，龙头公司在技术、产品、市场和品牌效应上优势明显。

图 4 2021 年定制家居行业营收增速高于行业均值

图 5 定制家居行业集中度稳定且高于传统家具制造业


资料来源：wind，中证鹏元整理

注：定制家居上市公司包括：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺、顶固集创；剔除了 2018 年上市的梦天家居和匠心家居。

房企风险暴露，通过大宗业务传导至定制家居行业，但对以零售收入为主的头部企业影响较小，而中尾部企业大力发展大宗业务，受波及程度大。2021 年下半年以来，蓝光发展、阳光 100、恒大集团、花样年等房企先后爆出流动性风险事件，并伴随地产美元债大跌，多个房企主体评级被下调，部分定制家居企业被爆持有的恒大商票逾期。过去十年，欧派家居等头部企业牢牢占据零售经销渠道的规模优势，在业绩增长驱动下虽然也有动力尝试发展大宗业务，但基于门店数量和稳定的客户群体优势，以及盈利、回款等商业考量，其发展步伐相对稳健，更倾向于选择与负债水平相对不高的房企合作。如欧派家居很早就与恒大在内的众多房企建立了战略合作，但与恒大及融创落地的合同体量占比很小；反观规模体量处于中部、尾部的企业，更有动力弯道超车，扩张大宗业务寻求收入增长实现阶级跨越，展业过程中必然面临牺牲一部分利润、现金流甚至给予房企更多让利的情况，此类企业在房企风险暴露时，首当其冲受到影响，大宗业务占比高、合作房企负债率高的企业影响更大。

五、经营与竞争

公司主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴、定制木门等全屋家居产品的个性化设计、研发、生产、销售、安装和室内装饰服务。2021 年公司主营业务收入同比增长较快，从收入构成来看，2021 年公司整体厨柜、衣柜及配套家具产品的收入合计占主营业务收入比重保持稳定，仍高达 87.87%。其中公司衣柜及配套家具产品营收大幅增长，主要受益于整装、零售、电商多个渠道有效拓客。整体卫浴和定制木门收入增长仍较快，但规模仍相对较小；其他收入主要为其他材料等销售收入，2021 年略有增长。

2021 年公司主营业务毛利率继续下滑，主要系原材料价格上涨以及因大家居战略推进软装、家具配套、寝具等毛利率较低产品收入增长较快所致。虽然公司全线产品进行了提价，但为扩大市场份额，公司提价幅度低于原材料价格上涨幅度，导致主营业务毛利率继续下滑。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
整体厨柜	32.67	31.11%	75.29	34.35%	60.61	36.17%
衣柜及配套家具产品	52.19	32.66%	101.72	32.19%	68.02	36.42%
整体木门	5.40	20.88%	12.36	13.82%	7.71	13.95%
整体卫浴	4.09	26.20%	9.89	25.40%	7.39	26.67%
其他	1.09	40.11%	2.19	16.90%	1.33	44.53%
合计	95.44	31.27%	201.45	31.37%	145.07	34.70%

资料来源：公司 2021 年年度报告，公司提供，中证鹏元整理

公司是国内定制家居行业的龙头企业，在品牌、渠道、生产等方面具有较强的竞争优势

公司是国内定制家居行业的龙头企业，由定制厨柜起步，并从厨柜向全屋产品延伸，覆盖整体厨房、整体衣柜（全屋定制）、整体卫浴、定制木门系统、金属门窗、软装、家具配套等整体家居产品，在定制家居行业具有较好的品牌知名度，2021年公司继续入选中国品牌500强企业榜单，以439.51亿元的品牌价值位列138名；连续第5年入选中国制造业民营企业500强；连续第3年被评为“胡润中国500强民营企业”和“中国制造业企业500强”。

2022年6月，公司原整装大家居“星之家”品牌更名为“铂尼思”，铂尼思也由原高端品牌定位变更为整装大家居品牌；2022年5月，公司收购意大利高端家居品牌FORMER，并于2022年6月推出“MIFORM”，正式进军中国高定家居市场。目前公司已形成了包括年轻时尚品牌欧铂丽、中高端品牌欧派与欧铂尼、高端品牌MIFORM等在内的品牌体系。

表2 公司主要品牌及产品定位情况

品牌	定位	主要产品类别
欧派	中高端品牌	厨柜、全屋定制、卫浴、软装配饰、电器等
欧铂尼	中高端品牌	木门系统、全屋定制、装甲门、金属门窗等
铂尼思	大众品牌	厨柜、全屋定制、卫浴、木门系统、软装配饰、电器、装修材料等
欧铂丽	年轻时尚品牌	厨柜、全屋定制等
MIFORM	国外高端定制品牌	厨柜、全屋定制、木门、卫浴、墙板等

资料来源：公司 2021 年年度报告及 2022 年半年度报告，中证鹏元整理

在渠道建设方面，公司形成了包括零售渠道、整装渠道、大宗渠道、电商渠道、直营渠道和外贸渠道等在内的多元化渠道，2022年6月末公司拥有7,760家经销商门店，较2020年末增长9.11%，在9家上市定制家居企业中数量仍最多。

公司拥有柔性化大规模非标定制生产能力，形成东（无锡基地）、南（清远基地）、西（成都基地）、北（天津基地）四大生产基地，并正在建设中部基地（武汉），公司定制家居产品生产总规模居

于行业前列。

经销商专卖店渠道收入仍为公司收入的主要来源，但渠道下沉对公司增速贡献有所降低，主要依靠经销商单店收入提升；2021年大宗业务收入增长仍较快，2022年上半年有所放缓，未来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

渠道建设上，公司仍采用以经销商专卖店为主，大宗业务、直营店和出口为辅的复合销售模式。受房企暴雷事件影响，公司谨慎收缩大宗业务接单，2022年上半年大宗业务营收占比下滑较多，经销商营收占比则随之提升，2022年上半年经销商营收占比达81.80%，是公司收入最主要来源。

表3 公司主营业务收入分渠道情况（单位：亿元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
经销商	78.07	30.84%	156.80	30.31%	111.84	34.06%
大宗业务	13.69	28.18%	36.73	30.80%	26.82	32.70%
直营店	2.67	57.62%	5.87	64.13%	3.99	66.36%
其他	1.01	36.91%	2.05	28.96%	2.42	34.61%
合计	95.44	31.27%	201.45	31.37%	145.07	34.70%

注：其他渠道主要为出口销售，公司产品出口包括国外大宗业务销售和国外零售销售两种模式。

资料来源：公司2021年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

截至2022年6月末，公司开设经销商专卖店7,760家，以B、C级市场经销商为主，其中2021年末C级市场经销商占比达56.88%，公司新增门店也主要集中在C档。但整体来看，渠道下沉对公司增速的贡献有所降低，2021年经销商营收同比增长40.20%，其中开店贡献为16.94%，单店收入贡献达83.06%，2021年单店收入同比增长33.39%，近年经销商单店收入保持稳步提升。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。

表4 公司经销商门店情况

项目	2022年6月	2021年	2020年
分品类：			
欧派厨柜（含厨衣综合）（家）	2,529	2,459	2,407
欧派衣柜（衣柜独立）（家）	2,272	2,201	2,124
欧铂尼木门（家）	1,057	1,021	1,065
欧铂丽全屋定制（家）	1,061	989	928
欧派卫浴（家）	841	805	588
合计（家）	7,760	7,475	7,112
分市场级别：			
A（家）	-	899	808
B（家）	-	2,324	2,215
C（家）	-	4,252	4,089

合计（家）	-	7,475	7,112
单店收入（万元/家）	100.61	209.77	157.26

注 1：欧派厨柜门店数据统计口径包含欧派厨柜单品类门店以及厨衣综合门店。

注 2：单店收入=经销店收入/经销商门店数量。

注 3：公司将全国区域划分为九级，包括大城市（A1、A2 级市场）、中等城市及经济发展水平相对较高的县镇（B1、B2、B3、C1 级市场）、小城市及经济发展水平相对较低的县镇（C2、C3、C4 级市场）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除传统经销渠道外，公司继续推进整装业务渗透率提升，目前公司从经销商整装、整装大家居、铂尼思等多个模式切入整装市场，并于2022年推出合资公司模式，以确保同各个层级装企达成合作，实现有效引流。

大宗业务方面，2021年公司大宗业务仍保持较快的增长速度，其营收同比增长达36.95%，虽然考虑到未来随着精装房渗透率的提升，大宗业务仍有增长空间，但大宗业务存在账期，对定制家居企业的营运资金形成占用，且面临回款风险。所以在目前房地产市场下行的大背景下，公司谨慎收缩大宗业务，并倾向于选择万科、中海、中铁建等具有国企、央企背景的开发商开展合作，2022年上半年公司大宗业务营收同比有所下滑。截至2022年6月末，公司应收票据中应收商业承兑汇票账面价值合计1.68亿元，已计提坏账准备0.31亿元，应收对象全部为工程业务客户，其中应收祥生控股集团关联企业0.23亿元商业承兑汇票按70%比例计提坏账准备。应收账款中应收工程业务客户10.53亿元，已计提坏账减值准备1.28亿元，其中应收深圳恒大材料设备有限公司0.34亿元按70%比例计提坏账准备。受2021年大宗业务营收增长较多影响，2022年6月末，公司应收工程业务款项规模较2020年末有所增长，在房地产资金链紧张背景下，需继续关注大宗业务的合作对象经营情况及公司回款情况。

2021年受益于公司整装、大宗等渠道有效拓客，公司主要产品销量均保持较快增长，“以销定产”模式下产销情况表现仍较好

从销售区域来看，公司主营业务收入仍主要来自国内，因公司在无锡、清远、成都、天津分别设置了生产基地，销售网络辐射全国，各区域收入占比保持稳定，其中华东和华南地区营收占比相对较高，符合区域经济发展水平情况。

表5 公司主营业务收入分区域情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
华东地区	63.56	31.55%	46.90	32.33%
华南地区	36.60	18.17%	23.31	16.07%
华北地区	27.92	13.86%	19.74	13.60%
华中地区	20.45	10.15%	15.85	10.92%
西南地区	25.81	12.81%	19.68	13.57%
东北地区	11.55	5.73%	8.33	5.74%

西北地区	13.50	6.70%	8.83	6.09%
境外地区	2.05	1.02%	2.42	1.67%
合计	201.45	100.00%	145.07	100.00%

资料来源：公司 2021 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

从产销情况来看，由于公司主要生产整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化产品，采用以销定产的模式，产销率较高，2021年各产品的产销率继续维持在96.00%以上。受益于经销商渠道的拓展、单店收入的提升以及大宗、整装业务的推进，2021年公司整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴、定制木门的销量继续增加。

表6 公司主要产品产销情况

项目		2021 年	2020 年
整体厨柜	产量（套）	918,598	699,997
	销量（套）	892,322	713,309
	产销率	97.14%	101.90%
整体衣柜	产量（套）	2,930,099	1,846,603
	销量（套）	2,825,225	1,877,771
	产销率	96.42%	101.69%
整体卫浴	产量（套）	595,500	459,046
	销量（套）	608,764	451,124
	产销率	102.23%	98.27%
整体木门	产量（樘）	1,027,109	632,012
	销量（樘）	1,024,966	638,138
	产销率	99.79%	100.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

定制家居属于终端耐用消费品，存在一定的更新周期，客户较为分散，2021年公司前五大客户销售额占年度销售总额的比重分别为3.29%、0.89%、0.86%、0.53%和0.50%。

公司在建产能规模较大，受益于公司业务规模扩大，2021年产能利用率仍维持在较高水平，但考虑到市场竞争及市场需求等因素，公司或将存在一定的产能消化风险，且面临一定的资本性开支压力

公司产品主要采用订单式的生产模式，除少量家配、厨电、陶瓷洁具、五金配件等标准化产品采用OEM模式生产外，公司产品主要为自行生产。

目前公司拥有4个生产基地，分别位于东（无锡基地）、南（清远基地）、西（成都基地）、北（天津基地），主要生产基地均规划了整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等产品的产能，能够满足周边区域的销售需要。随着清远基地二期项目、无锡基地二期项目以及成都基地产能逐步释放，2021年公司主要产品的产能规模继续增长。从产能利用率来看，受益于公司业务规模扩大，2021年各主要产品的产能利用率维持在较高水平。

表7 公司主要产品产能利用率情况

项目		2021年	2020年
整体厨柜	产量（套）	918,598	699,997
	年产能（套）	956,873	744,598
	产能利用率	96.00%	94.01%
整体衣柜	产量（套）	2,930,099	1,846,603
	年产能（套）	3,054,095	1,920,544
	产能利用率	95.94%	96.15%
整体卫浴	产量（套）	595,500	459,046
	年产能（套）	620,571	482,597
	产能利用率	95.96%	95.12%
定制木门	产量（樘）	1,027,109	632,012
	年产能（樘）	1,076,296	685,851
	产能利用率	95.43%	92.15%

资料来源：公司提供

截至2022年6月末，公司主要在建项目包括武汉基地项目和成都基地项目等，其中武汉基地项目中包含欧22转债募投项目欧派家居智能制造（武汉）项目，成都基地项目中包含欧派转债的募投项目成都欧派智能家居建设项目。未来随着在建项目的投产，公司整体衣柜、整体厨柜、定制木门、整体卫浴的产能将进一步增长，但受市场竞争及市场需求等因素影响，或将存在一定的产能消化风险。此外，扣除使用募集资金后，2022年6月末公司主要在建项目尚需以自有资金投入的规模为10.31亿元，面临一定的资本性开支压力。

表8 截至2022年6月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	资金来源
武汉基地项目	250,000.00	19,628.00	募集资金/自有资金
成都基地项目	211,303.00	158,200.00	募集资金/自有资金
合计	461,303.00	177,828.00	-

资料来源：公司提供

公司原材料占营业成本比重较高，2021年以来主要原材料价格上行，2022年上半年仍处高位，公司面临一定的成本控制压力

公司主营业务成本以直接材料为主，2021年直接材料同比增长52.41%，超过主营业务收入38.86%的增速，占主营业务成本的比重也提升至79.19%，除销售规模增长带来的采购规模增长外，主要受原材料涨价影响。公司直接材料占主营业务成本比重较高，未来需继续关注直接材料采购价格的变动对公司生产成本造成的影响。

表9 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2022年1-6月	2021年	2020年
----	-----------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	52.15	79.50%	109.49	79.19%	71.84	75.83%
直接人工	6.56	10.00%	13.29	9.61%	10.20	10.77%
制造费用	6.89	10.50%	15.48	11.19%	12.69	13.40%
合计	65.59	100.00%	138.26	100.00%	94.73	100.00%

资料来源：公司提供

从具体采购品种看，公司主要采购刨花板、中纤板、石英石板、外购家具配套等产品，其中刨花板是公司最主要的原材料，2021年采购额占原材料采购额的比重上升5.9个百分点至19.17%。虽然公司通常按年签订采购协议锁定采购价格，并约定了采购价格最惠协议条款，一定程度上能够降低原材料价格波动带来的风险。但考虑到2021年以来，主要原材料价格持续上行，若价格涨幅触发调价机制，公司仍将面临一定的成本控制压力。

表10 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

时间	原材料	采购金额	占采购总额比例
2021 年度	刨花板	235,446.42	19.17%
	家具配套	91,883.83	7.48%
	中纤板	60,043.96	4.89%
	寝具	52,912.15	4.31%
	石英石板	38,024.39	3.10%
	合计	478,310.75	38.95%
2020 年度	刨花板	97,565.32	13.27%
	家具配套	46,389.24	6.31%
	中纤板	38,057.61	5.18%
	石英石板	29,467.49	4.01%
	寝具	26,770.50	3.64%
	合计	238,250.16	32.41%

资料来源：公司提供

在结算政策方面，公司与国内供应商通常采用月结方式，以现金结算为主，与国外供应商通常采用见海运提单或装箱清单后支付100.00%货款，以信用证为主，账期一般为30天。

由于公司拥有数量较多的合格资质供应商可供选择，供应商集中度较低，2021年前五名供应商采购额占年度采购总额的比例分别为6.08%、4.33%、2.63%、1.16%和1.12%。

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

2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年及2022年1-6月公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表11 2021年及2022年上半年公司新纳入合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

时间	子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
2021年	武汉欧派智能家居有限公司	100.00%	5.00	制造业	新设
2022年1-6月	成都市双流欧派装卸服务有限公司	100.00%	0.01	居民服务	新设
2022年1-6月	东莞欧派家居销售有限公司	100.00%	0.02	销售	新设
2022年1-6月	东莞欧派家居设计有限公司	100.00%	0.01	居民服务	新设
2022年1-6月	成都欧派创意大家居有限公司	71.00%	0.08	销售	新设
2022年1-6月	邯郸欧派大家居销售有限公司	78.00%	0.06	销售	新设
2022年1-6月	FORMER S.R.L	100.00%	€ 0.02	-	购买

资料来源：公司2021年年度报告，2022年半年度报告

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，以现金类资产、厂房设备及土地等经营性资产为主，现金类资产充裕，整体资产质量好

受经营积累、短期借款规模增加等因素影响，2021年及2022年上半年公司资产规模继续较快增长。从资产结构来看，公司流动资产占比波动上升，2022年6月末流动资产占总资产的比重为46.01%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	83.76	32.20%	65.62	28.05%	44.27	23.49%
交易性金融资产	5.07	1.95%	16.77	7.17%	19.60	10.40%
应收票据	1.86	0.72%	2.06	0.88%	1.95	1.03%
应收账款	10.97	4.22%	10.12	4.32%	6.02	3.20%
存货	14.85	5.71%	14.63	6.25%	8.09	4.29%
其他流动资产	0.82	0.32%	0.79	0.34%	1.34	0.71%
流动资产合计	119.68	46.01%	112.43	48.06%	82.50	43.78%
投资性房地产	13.07	5.02%	13.34	5.70%	0.00	0.00%
固定资产	64.79	24.91%	66.48	28.42%	60.93	32.33%
在建工程	6.45	2.48%	3.47	1.49%	15.38	8.16%
无形资产	10.59	4.07%	10.64	4.55%	14.64	7.77%
其他非流动资产	37.80	14.53%	21.44	9.16%	10.26	5.45%
非流动资产合计	140.43	53.99%	121.50	51.94%	105.93	56.22%
资产总计	260.11	100.00%	233.93	100.00%	188.44	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-6月财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金基本为银行存款，2021年及2022年上半年均增长较快，主要系销售回款、预收货款及

新增短期借款等因素影响所致。截至2022年6月末，公司货币资金中有1.64亿元因各类保证金、证券账户资金、法院裁定冻结¹、电商平台使用受限资金等而使用受限。交易性金融资产为公司购买的理财产品。

公司应收票据包括银行承兑汇票和商业承兑汇票，截至2022年6月末应收商业承兑汇票账面价值1.68亿元，全部由大宗业务产生，承兑单位包括祥生控股集团关联公司、广州元通电子商务科技有限公司、广州市时代供应链管理有限公司等。2021年公司应收账款规模继续随大宗业务营收增长而增长，2022年上半年大宗业务增长放缓，应收账款规模同2021年末基本持平。截至2022年6月末，公司应收账款中应收工程业务客户10.53亿元，应收加盟经销商1.24亿元，应收其他客户0.66亿元，已计提坏账准备1.46亿元，其中0.53亿元因部分工程客户无法偿还到期债务或信用评级下降按70.00%计提坏账准备，该部分款项应收对象主要为深圳恒大材料设备有限公司。公司应收账款账龄较短，截至2022年6月末1年以内的应收账款余额占比为86.62%。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。

公司存货包括原材料、在产品和库存商品，其中原材料占比最高，2021年为降低原材料涨价影响，公司对原材料及OEM产品进行了战略储备，原材料及库存商品增长较多。公司主要采用订单式的生产模式，2021年受战略备货影响，存货周转速度有所下降，但公司产销率仍较高，存货周转速度仍维持在较高水平。截至2022年6月末，公司未计提存货跌价准备。

2021年，琶洲大厦完工验收转入投资性房地产。公司固定资产包括房屋及建筑物、机器设备、运输工具和其他设备，随着在建工程完工转入固定资产，近年公司固定资产规模持续增长。截至2022年6月末，公司在建工程主要为武汉工程项目、清远工程项目、江高工程项目等，在部分项目建成转固以及新项目持续投入的综合影响下，公司在建工程规模有所波动。截至2022年6月末，公司无形资产主要包括土地使用权和软件，其中土地使用权账面价值10.39亿元，软件账面价值0.20亿元。公司其他非流动资产主要为一年以上定期存款和预付设备工程款，2022年6月末为37.80亿元，其中一年以上定期存款为32.44亿元，2021年以来公司考虑到一方面银行理财收益率有所下降且存在保本风险，另一方面银行承兑汇票贴现率较低且可提升资金运转效率，而定期存款收益率相对稳定，故2021年及2022年6月末，公司一年以上的定期存款大幅增长。

截至2022年6月末，公司受限资产合计7.39亿元，包括货币资金、应收票据和交易性金融资产，占同期末总资产的2.84%。

盈利能力

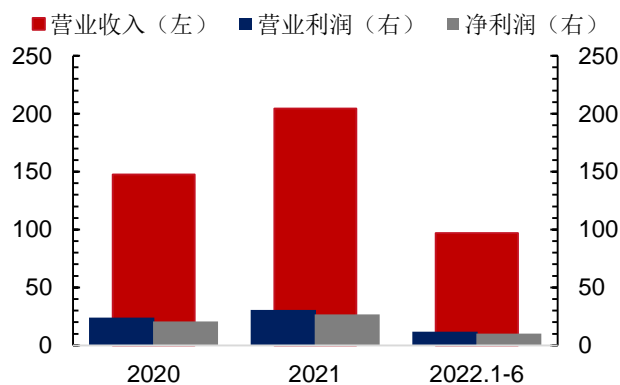
¹ 公司及子公司天津欧派集成家居有限公司分别因合同纠纷案原告提出财产保全申请，法院裁定冻结公司126.22万元，裁定冻结子公司天津欧派集成家居有限公司1,266.72万元。

2021年公司营业收入保持较快增长，受原材料价格上涨等因素影响，盈利能力有所下降但仍较强

公司收入主要来自整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴、定制木门等全屋家居产品，受益于整装、大宗渠道拓展及整体衣柜品类销量增长等因素影响，2021年公司收入规模持续增长，2022年上半年公司实现营业收入96.93亿元，同比增长18.21%。毛利率方面，受原材料价格上涨以及毛利率相对较低的品类收入占比上升影响，公司销售毛利率继续下滑。

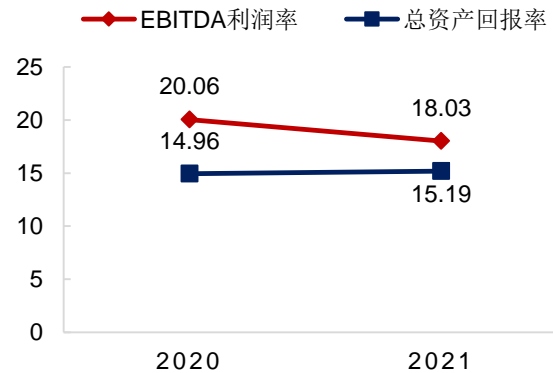
2021年公司期间费用规模仍较大且增长仍较快，对利润形成一定侵蚀，其中销售费用同比增长20.85%、管理费用同比增长17.72%。随着营业收入增长，2021年公司EBITDA持续增长，但受原材料价格上涨导致的营业成本增速超过营业收入增速，公司EBITDA利润率有所下滑，盈利能力有所下降。2021年公司利润总额增长较快，在总资产规模同样快速增长的态势下，总资产回报率略有提升。整体来看，公司盈利能力仍较强。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

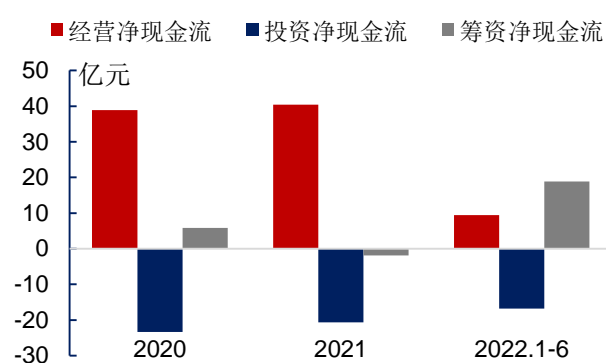
公司经销渠道采用先收取全部货款后安排生产，2021年主营业务现金生成能力仍较强，但2022年上半年自由现金流承压明显

由于公司销售时主要采用经销模式，经销商需要按照客户订单的结算价格向公司支付全部货款，资金回笼能力较强，2021年及2022年1-6月公司收现比分别为1.20和1.14。随着业务规模增长，2021年公司FFO和经营活动现金净流入规模均较大且持续增长，主营业务现金生成能力较强。但2022年上半年，为缓解部分供应商资金紧张情况，同时在原材料价格持续上涨的趋势下通过预付货款以达成战略材料储备的目的，公司现款结算比重有所加大，结算周期有所缩短，故公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加，叠加武汉基地项目持续投入导致的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增加，公司自由现金流同比下滑92.32%，考虑到公司武汉基地项目仍需投资规模较大以及目前原材料价格仍处

高位，预计公司自由现金流将继续承压。

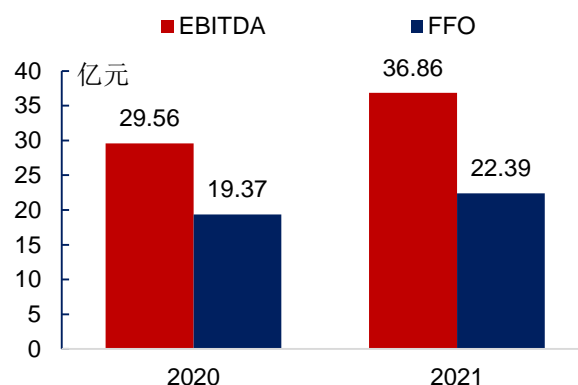
公司投资活动现金流入主要为理财产品到期赎回，现金流出主要为购买理财产品和项目建设投入，受公司项目建设投入资金较大及理财产品申购赎回等因素影响，2021年公司投资活动现金继续净流出。公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要系公司偿还债务本息和现金分红支付的现金。2021年公司现金分红规模较大，筹资净现金流转为净流出。考虑到2022年6月末公司主要的在建项目尚需自筹资金规模较大，未来面临一定的资本性开支压力。

图 8 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况

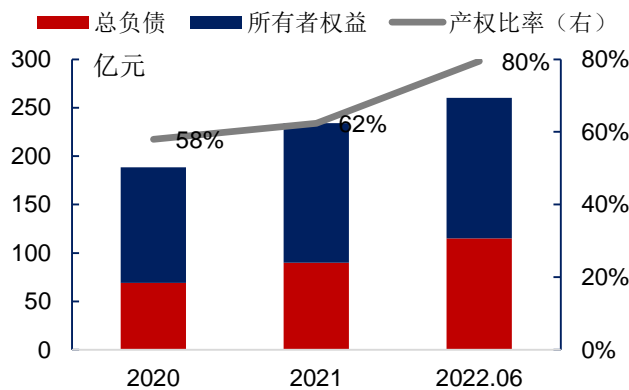


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

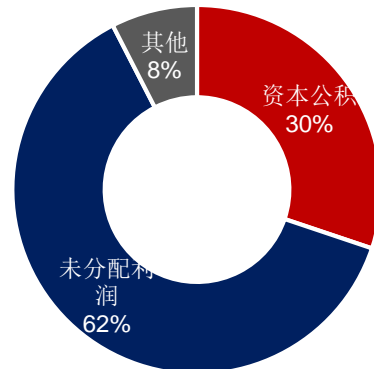
资本结构与偿债能力

2022年8月“欧22转债”发行后，公司债务规模大幅增长，但同时有效改善了公司的债务期限结构，考虑到公司主营业务现金生成能力较强，公司整体债务压力可控

受短期借款规模的增长和业务预收款项增加等因素影响，2021年公司负债规模继续增长。公司所有者权益主要包括资本公积和未分配利润等，受益于利润留存，2021年公司净资产规模继续增长。综合影响下，公司产权比率有所上升，但所有者权益对负债的保障程度仍较好。

图 10 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 2022 年 6 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2022年6月末，公司负债仍以流动负债为主，流动负债占比达91.63%，2022年8月欧22转债发行后，公司负债期限结构有所改善。公司短期借款包括质押借款、信用借款和保证借款，2021年及2022年6月末公司短期借款规模继续大幅增长，主要系票据融资贷款及流动资金贷款增加所致。由于一方面出于资金运转效率考虑增加票据融资贷款，另一方面由于业务增长带来预收货款等形成货币资金，导致公司在现金类资产充裕的同时短期借款规模增大。随着公司业务规模的增长，期末信用期内未结算的货款增加，2021年末公司应付账款规模继续上升。公司自2020年起施行新收入准则，将预收款项中存在客户订单部分对应的货款金额重分类至合同负债，无客户订单对应的仍列示在预收款项。2021年末公司预收款项及合同负债均保持增长。公司其他应付款主要为大宗业务保证金、加盟商保证金和供应商质量保证金等。2022年6月末，公司长期借款全部为信用借款，规模较小。2021年7月公司已赎回全部剩余未转股的欧派转债。递延收益系公司收到的项目建设扶持资金、技术改造专项资金和污染防治专项资金等与资产相关的政府补助。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	41.67	36.16%	23.89	26.59%	16.27	23.51%
应付账款	15.00	13.02%	20.18	22.47%	11.45	16.55%
预收款项	3.56	3.09%	8.86	9.86%	6.07	8.77%
合同负债	18.44	16.00%	12.03	13.39%	9.25	13.37%
其他应付款	7.85	6.81%	6.68	7.43%	5.82	8.42%
流动负债合计	105.58	91.63%	82.85	92.22%	59.26	85.66%
长期借款	2.35	2.04%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	4.95	7.16%
递延收益-非流动负债	4.66	4.05%	4.71	5.25%	3.29	4.76%

非流动负债合计	9.65	8.37%	6.99	7.78%	9.92	14.34%
负债合计	115.22	100.00%	89.84	100.00%	69.18	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和租赁负债，随着公司新增短期借款，2021年末总债务规模继续增长，但受“欧派转债”转股及赎回影响，公司总债务增幅不大且占总负债比重有所下降。2022年8月“欧22转债”发行后，公司债务规模大幅增长。2021年末，公司债务基本为短期债务，随着“欧22转债”发行，公司债务期限结构有所改善，同时考虑到公司主营业务现金生成能力较强，经营活动现金净流入规模持续较大，整体债务压力仍可控。

图 12 公司债务占负债比重

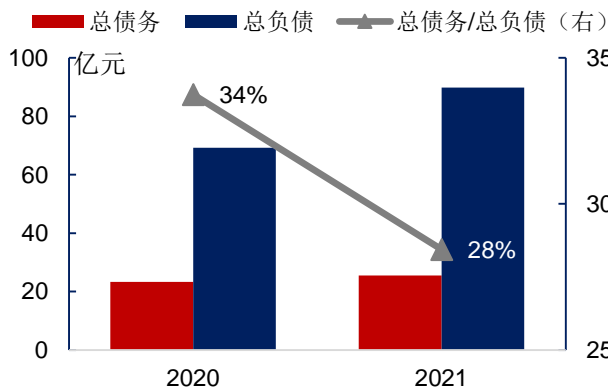
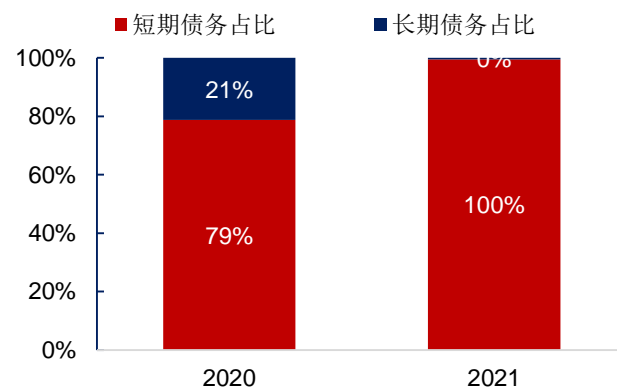


图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

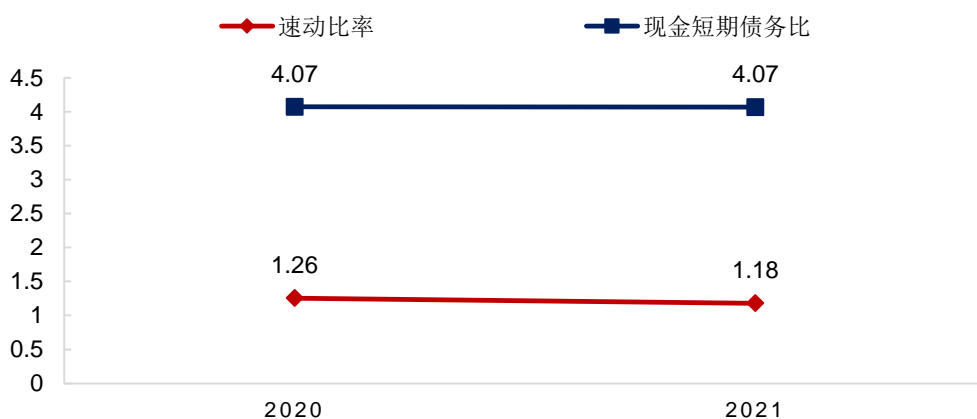
随着短期借款规模增加，2021年公司资产负债率继续小幅上升，但整体负债水平不高。由于公司盈余现金规模较大，2021年净债务继续为负数，盈利对债务利息偿付的保障程度很高，总债务在总资本中占比仍较低，杠杆水平较低。

表 14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022 年 6 月	2021 年	2020 年
资产负债率	44.30%	38.40%	36.71%
净债务/EBITDA	--	-1.98	-1.63
EBITDA 利息保障倍数	--	27.55	17.87
总债务/总资本	23.89%	15.06%	16.37%
FFO/净债务	--	-34.49%	-43.09%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2021年受原材料价格上涨以及公司战略备货影响，公司存货增长较快，受此影响，公司速动比率有所下滑；此外随着公司短期借款规模增加，公司现金短期债务比也略有下滑，但仍均高于1.0，短期偿债能力尚可。截至2022年6月末，公司合计获得银行授信额度211.40亿元，已使用额度40.93亿元，剩余可用额度170.47亿元，同时公司作为上市公司，融资渠道多样，融资弹性尚可。

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、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（自主查询版），从2019年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2022年8月31日）、公司子公司广州欧派集成家居有限公司（报告查询日为2022年8月31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。

根据公司提供的个人信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年8月25日），公司实际控制人姚良松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。

八、抗风险能力分析

公司主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴、定制木门等全屋家居产品的个性化设计、研发、生产、销售、安装和室内装饰服务。公司所处的定制家居行业属于后地产周期行业和耐用消费品行业，2021年以来受地产调控政策加码、房企暴雷事件频发和消费下行等因素影响，短期将有所承压；但长期来看，精装房渗透率的提高和存量房地产市场带来的翻新需求将为定制家居行业贡献增量。而公司作为国内定制家居行业龙头企业，主要产品产能规模及销售门店数量在同行业中处于领先地位，品牌知名度较高，具有较强的市场竞争优势。

偿债能力方面，2022年8月“欧22转债”发行后，公司债务规模同比增长较多，但考虑到公司主营业务现金生成能力较强，经营活动现金净流入规模持续较大，整体债务压力可控。

整体来看，公司抗风险能力尚可。

九、结论

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）	2022年6月	2021年	2020年	2019年
货币资金	83.76	65.62	44.27	14.67
流动资产合计	119.68	112.43	82.50	64.52
固定资产	64.79	66.48	60.93	49.60
其他非流动资产	37.80	21.44	10.26	3.33
非流动资产合计	140.43	121.50	105.93	83.62
资产总计	260.11	233.93	188.44	148.14
短期借款	41.67	23.89	16.27	0.53
应付票据及应付账款	16.00	21.58	13.58	9.93
应付账款	15.00	20.18	11.45	8.37
合同负债	18.44	12.03	9.25	0.00
其他应付款（合计）	18.51	6.68	5.82	5.36
一年内到期的非流动负债	0.17	0.13	0.00	0.00
流动负债合计	105.58	82.85	59.26	32.80
长期借款	2.35	0.00	0.00	4.06
应付债券	0.00	0.00	4.95	11.96
非流动负债合计	9.65	6.99	9.92	19.75
负债合计	115.22	89.84	69.18	52.55
总债务	45.47	25.55	23.35	18.11
归属于母公司的所有者权益	144.90	144.09	119.25	95.59
营业收入	96.93	204.42	147.40	135.33
营业利润	11.80	30.60	24.07	21.05
净利润	10.17	26.64	20.63	18.39
经营活动产生的现金流量净额	9.42	40.46	38.89	21.56
投资活动产生的现金流量净额	-16.85	-20.65	-23.37	-46.54
筹资活动产生的现金流量净额	18.85	-1.87	5.85	14.41
财务指标	2022年6月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	31.29%	31.62%	35.01%	35.84%
EBITDA 利润率	--	18.03%	20.06%	18.34%
总资产回报率	--	15.19%	14.96%	16.53%
资产负债率	44.30%	38.40%	36.71%	35.47%
净债务/EBITDA	--	-1.98	-1.63	-1.08
EBITDA 利息保障倍数	--	27.55	17.87	33.58
总债务/总资本	23.89%	15.06%	16.37%	15.93%
FFO/净债务	--	-34.49%	-43.09%	-62.86%
速动比率	0.99	1.18	1.26	1.71
现金短期债务比	2.87	4.07	4.07	23.06

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录四 截至 2022 年 6 月末纳入公司合并报表范围的子公司（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
武汉欧派明达家居制品有限公司	200.00	0.00	100.00	制造业
广州市奥维装饰材料有限公司	1,500.00	0.00	100.00	销售
广州欧铂丽智能家居有限公司	500.00	0.00	100.00	销售
梅州柘岭投资实业有限公司	3,000.00	0.00	100.00	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
广州欧派家居设计院有限公司	10,000.00	100.00	0.00	居民服务
梅州欧派投资实业有限公司	10,000.00	100.00	0.00	商业服务
成都欧派智能家居有限公司	10,000.00	100.00	0.00	制造业
铂尼家居有限公司	€ 35.00	100.00	0.00	技术服务及贸易
欧派联合(天津)家居销售有限公司	100.00	100.00	0.00	销售
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
欧派(广州)软装配饰设计有限公司	200.00	100.00	0.00	制造业
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
成都市双流欧派装卸服务有限公司	100.00	0.00	100.00	居民服务
东莞欧派家居销售有限公司	200.00	0.00	100.00	销售
东莞欧派家居设计有限公司	100.00	0.00	100.00	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 2021 年及 2022 年上半年年度报告，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、短期债务信用等级符号及定义

符号	定义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。

三、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。

四、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。

五、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。