

欧派家居集团股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【234】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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

欧派家居集团股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
欧 22 转债	AA	AA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：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，凭借远超同行的经销店数量及产能规模，2024 年营收规模继续稳居行业首位，资金充裕且经营性现金流持续表现较好；但中证鹏元也关注到，受房地产行业及消费降温的双重冲击，2024 年公司营收及净利润首度出现下滑；存量竞争时代下，公司产能消化面临一定压力，未来增长依赖于大家居战略落地情况，但经营模式与渠道变革对经销商服务能力提出了更高要求，也加大了公司的管理难度；同时在房企资金链紧张背景下，工程客户款项回收情况仍需持续关注。

评级日期

2025 年 6 月 23 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	353.10	352.25	343.47	286.11
归母所有者权益	193.52	190.52	181.17	165.08
总债务	86.46	92.57	102.48	66.06
营业收入	34.47	189.25	227.82	224.80
净利润	3.09	26.03	30.25	26.83
经营活动现金流净额	7.72	54.99	48.78	24.10
净债务/EBITDA	--	-2.84	-1.97	-1.80
EBITDA 利息保障倍数	--	17.37	16.52	21.29
总债务/总资本	30.87%	32.69%	36.13%	28.57%
FFO/净债务	--	-25.59%	-36.70%	-37.53%
EBITDA 利润率	--	19.07%	18.13%	16.72%
总资产回报率	--	9.00%	11.84%	12.39%
速动比率	0.90	1.02	1.16	1.24
现金短期债务比	--	2.67	2.39	2.85
销售毛利率	34.29%	35.91%	34.16%	31.61%
资产负债率	45.17%	45.89%	47.25%	42.28%

注：公司净债务为负，导致净债务/EBITDA、FFO/净债务为负。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：赵婧
zhaoj@cspengyuan.com

项目组成员：李咏旺
liyw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司为定制家居龙头企业，经销店数量、生产能力远超同行。**2024 年末公司拥有 7,750 家经销门店，仍远超行业第二名，为领先同行的营收规模构筑渠道基础；公司在无锡、清远、成都、天津、武汉五地布局了生产基地，生产规模居行业第一，能够形成较好的规模优势，为全国性销售提供支持。
- **公司造血能力较强，资金充裕，债务安全性较高。**基于定制家居行业高毛利、预收货款的经营特点，公司现金流表现持续较好，且多年的经营积累了大量资金，净债务持续为负，2024 年末现金类资产对债务的覆盖倍数为 2.16。

关注

- **房地产行情及消费降温背景下，公司面临业绩增长压力。**2024 年我国住宅竣工面积与销售面积继续下滑，房地产低迷行情持续向后端传导，在消费降温背景下，定制家具行业多数上市公司出现营收与利润的双负增长，公司也首度出现双下滑。未来存量市场下，竞争加剧，公司的营收规模及盈利能力增长面临较大的压力。
- **“欧 22 转债”募投项目公告延期。**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 2024 年末，武汉基地已投资 20.89 亿元，投资进度¹为 83.56%，已投资额中 16.32 亿元由“欧 22 转债”募集资金提供，其余部分来自于自有资金。
- **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，经销店数量众多，在行业需求调整、自身向大家居模式的变革过程中，公司在生产基地及经销商管理方面面临挑战。
- **公司存在一定规模的应收工程客户款项，部分客户存在被执行等风险事件。**公司工程客户主要为房地产开发商，截至 2024 年末，公司应收工程客户账款余额合计达 13.46 亿元，其中因回收风险偏高，按单项计提坏账准备的余额合计为 2.53 亿元，部分应收对象存在被执行等风险事件，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。

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）

指标	欧派家居	索菲亚	志邦家居	金牌家居	好莱客	我乐家居	皮阿诺
总资产	352.25	163.72	67.15	63.72	47.59	25.02	15.36
营业收入	189.25	104.94	52.58	34.75	19.10	14.32	8.86
净利润	26.03	14.33	3.85	1.93	0.81	1.21	-3.78
销售毛利率（%）	35.91	35.43	36.27	28.68	33.41	46.32	24.28
资产负债率（%）	45.89	52.57	49.38	55.76	34.27	51.40	39.35
大宗业务占比（%）	16.09	12.59	32.02	35.76	12.99	11.17	42.22

注：数据为 2024 年度/2024 年末的。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 投资进度=已投资额/总投资额。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	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
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。

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	19.9993	2024-6-18	2028-8-5

注：表中债券余额为 2025 年 6 月 13 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

“欧22转债”（以下简称“本期债券”）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2025年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额合计为4,364.97万元。公司2025年4月26日发布新设募集资金专项账户，截至2025年5月30日该新设账户余额为766.11元。

二、 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，股本因可转债转股而略有增加。截至2025年3月末，公司股本为60,915.25万元，控股股东及实际控制人姚良松持有公司66.19%股权。2024年，公司董事刘顺平因个人原因辞职，独立董事秦朔因任期届满辞职，新增张秀珠为职工董事、鲁晓东为独立董事。当前本期债券转股价格为120.95元/股，2025年6月10日，公司公告本期债券预计满足转股价格向下修正条件，若未来20个交易日内有5个交易日公司股票收盘价格低于96.76元/股，将触发“欧22转债”的转股价格向下修正条件。

2024年公司新设子公司2家，转让子公司1家，注销或吸收合并子公司10家。截至2024年末，公司纳入合并报表范围的子公司共26家，其中重要子公司仍为广州欧派集成家居有限公司。

表1 重要子公司基本情况（单位：万元）

名称	注册资本	持股比例	总资产	营业收入	净利润
广州欧派集成家居有限公司	10,000.00	100%	684,812.19	633,516.03	20,143.38

资料来源：公司 2024 年年报，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应

对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

定制家居需求受地产行情及消费降温的双重压制，行业进入调整阶段；存量竞争下，一站式消费模式成为主流，企业发力布局“大家居”、整装渠道，以期获得结构性增长机会，但短期内行业盈利能力减弱

定制家居行业具备后地产周期和消费品双重属性，当前面临房地产调整与家装市场结构性压力。2022年以来国内住宅新开工面积大幅减少的影响持续向后端传递，2024年住宅竣工面积跌幅达到历年之最，虽然受各项刺激政策影响，住宅销售面积跌幅有所收窄，但房地产行业仍处于调整状态。同时，近年消费降温亦阻碍行业增长，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年和2024年分别同比增长2.8%、3.6%，以旧换新政策虽持续发力，但可选消费仍然有待进一步释放，消费者价格敏感度提升，“以价换量”、“市场下沉”等营销策略成主流，消费降级趋势下，提振消费效果有待观察。在新房增量市场持续收缩的背景下，二手房和老旧改造市场重要性逐渐凸显，规模收缩下的存量市场争夺更加激烈，2024年国内A股定制家居上市公司营业收入均出现了下滑，跌幅最高达32.68%，多数企业净利润跌幅超过营收跌幅，部分企业跌幅超过100%。

图1 我国住宅建设销售情况

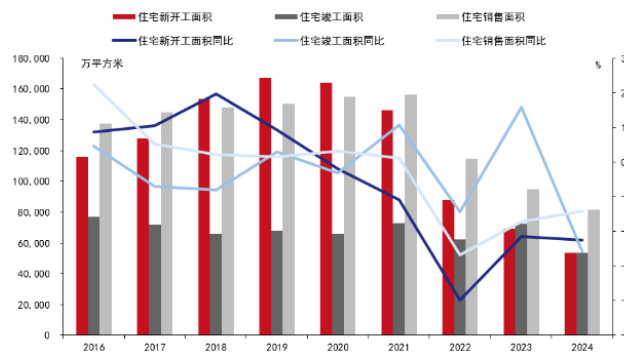
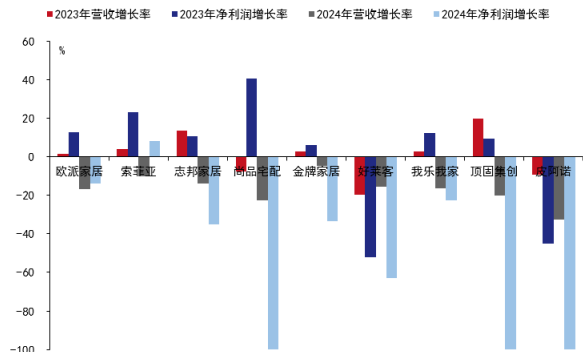


图2 上市定制家居企业业绩压力加大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

注：尚品宅配、顶固集创、皮阿诺 2024 年净利润跌幅实际超过 100%。

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，行业盈利能力减弱。价格层面上，多家定制家居

企业加大“优惠套餐”推出力度，并希望借“国补”政策扩大客群覆盖；产品层面，随着一站式家居消费模式成为主流，定制家居企业不断深化“全品类”布局，进一步提高了门店的开设成本；渠道层面上，行业持续布局整装渠道，整装公司成为定制家居行业重要的流量接口。行业变革下，企业的组织管理能力、品牌影响力、交付效率、响应速度等软实力也将面临更大挑战。

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，虽然当前整体需求降温，但定制家居行业的集中度仍然较低，“整装”革命能否带来结构性增长和新一轮行业洗牌，仍有待进一步观察。

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司仍是定制家居行业的龙头企业，产品涵盖以定制橱柜、衣柜及配套家具为主的全品类。2024年地产低迷行情继续向后端传导，行业需求同时受消费降温等因素压制，公司全年主营业务收入同比下滑 17.75%，为近年首度下滑，2025 年一季度继续同比下滑 5.03%，但主营业务毛利率仍处于 33%以上的较高水平。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
衣柜及配套家具产品	18.00	53.42%	39.78%	97.91	53.36%	39.42%	119.49	53.56%	36.51%
橱柜	9.77	29.00%	29.65%	54.50	29.70%	35.62%	70.31	31.51%	34.33%
木门	2.20	6.52%	21.19%	11.35	6.18%	25.68%	13.78	6.18%	21.47%
卫浴	2.23	6.60%	24.14%	10.87	5.92%	27.75%	11.28	5.06%	25.92%
其他	1.50	4.46%	15.17%	8.87	4.83%	13.84%	8.23	3.69%	16.10%
合计	33.70	100.00%	33.50%	183.50	100.00%	35.51%	223.09	100.00%	33.60%

资料来源：公司 2023-2024 年年报、2025 年第一季度经营数据公告，中证鹏元整理

公司作为行业龙头企业，门店数量、营收规模远超行业第二名，多个单品收入处于行业领先地位；跟踪期内大家居有效门店数大幅增长，但整体门店数量减少较多，产品和渠道的变革效果仍存在不确定性

跟踪期内，公司仍保持定制家居行业龙头企业的地位，2024年营业收入仍保持行业第一的水平，远高于行业第二名索菲亚的104.94亿元。2024年房地产低迷的行情持续向下游传导，在消费降温背景下，定制家居行业需求继续承压，行业内多数上市公司的营业收入和利润出现双负增长，公司营业收入与净利润也首度出现下滑。

品类布局方面，公司在衣柜²、橱柜、木门多个品类方面均处于行业领先地位。公司以橱柜起家，

² 含配套家具产品，下同。

但较早地实施大家居战略，当前衣柜已成为公司创收规模最大的品类，占比超过50%。2024年衣柜、橱柜的单品类收入虽出现下滑，但仍居行业第一，产品力优势明显。

经销渠道方面，远超行业第二名的门店数量使公司在传统零售引流和整装渠道转型方面具备先天优势，但也带来了转型过程中的较多不确定性。经销门店作为家居行业在传统零售模式下的重要引流渠道，仍是公司当前重要的获客渠道。2024年末，公司经销门店数量仍居于行业第一位，且远高于第二名志邦家居（4,060家），主营业务收入中来自经销门店的收入占比为76.52%。受需求收缩与变革影响，2024年公司鼓励经销商通过动态优化已有门店资源，全渠道全入口布局，聚焦获客引流和大家居门店转型，零售大家居有效门店已超过1,100家，较期初增加450多家。但2024年末整体门店数量较上年末减少较多，由于不同经销商的经营服务能力存在差异，在产品和渠道的双重变革下，转型效果仍有待观察。

表3 跟踪期内公司门店变化情况（单位：家）

门店类型	2023年末数量	年内新开	年内关闭	2024年末数量
经销店	8,716	1,065	2,031	7,750
直营店	70	20	27	63
合计	8,786	1085	2,058	7,813

资料来源：公司 2024 年年报，中证鹏元整理

零售渠道是公司的核心销售渠道，开展整装业务既为公司拓展新的流量入口，也给公司带来了在盈利能力和管理能力方面新的挑战。公司基于庞大的门店销售体系，通过培育转化、合作开发或直接招商的形式，同时推进多种形式的整装模式，加速向整装渠道的拓展。但和零售渠道相比，整装渠道因涉及与装修企业的合作而毛利率相对偏低，随着整装渠道占比不断提升，公司盈利表现或有所承压。同时，拓展整装业务对经销商的服务和专业能力提出了更高的要求，合作装修企业若出现违约等负面行为还可能波及公司品牌声誉。

表4 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	整装公司
经销商整装	经销商和装修企业合作，经销商为服务商	整装公司
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

大宗渠道方面，需关注公司下游客户房地产开发商的回款情况。2022年以来，受房企资金链紧张影响，公司谨慎开展大宗业务，同时住宅新房持续缩量，2024年大宗业务取得营收30.45亿元，同比减少15.08%。2024年公司继续稳步拓展医院、学校、公寓等类型的项目，并倾向于和有国企、央企背景的开发商开展合作。截至2024年末，公司应收账款中对工程客户的余额合计为13.46亿元，较上年末的14.12亿元有所下降，已计提坏账准备4.02亿元，其中因回收风险偏高，按单项计提坏账准备的余额为2.53亿元，坏账准备计提比例为67.65%，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。

公司拥有五大生产基地，规模优势明显，能为全国性的销售布局提供支持，以销定产模式下库存

去化表现较好，但仍需关注需求下行带来的产能消化压力

公司通过五大生产基地为全国性的销售布局提供支持。目前公司已经在东（无锡基地）、南（清远基地）、西（成都基地）、北（天津基地）、中（武汉基地）五地布局生产基地，生产规模居行业第一，能够形成较好的规模优势。其中成都基地处于产能爬坡阶段，武汉基地作为本期债券募投项目，公司根据市场需求以及机器设备的交付情况，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。

表5 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

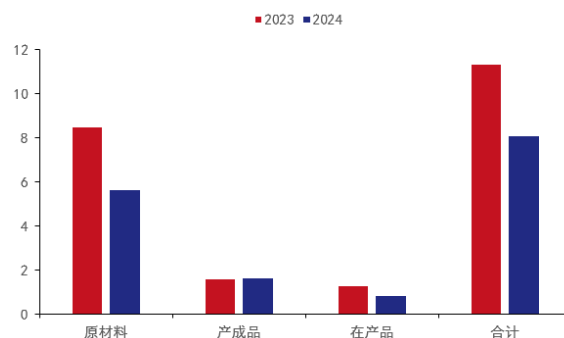
项目名称	预计总投资	已投资	产能规划
武汉基地项目	250,000.00	208,902.00	整体橱柜 15 万套，整体衣柜 75 万套，定制木门 30 万樘，整体卫浴 30 万套
成都基地项目	211,303.00	222,583.00	整体橱柜 20 万套，整体衣柜 80 万套，定制木门 40 万樘
合计	461,303.00	431,485.00	-

资料来源：公司提供

产销方面，公司以销定产，基本不存在产品去化压力，2024年末主要产品库存量较上年末有所上升，主要是四季度国补政策对有效需求集中释放，在年末积累了较多待交付产品。此外，公司生产规模较大，存在着一定的原材料管理压力，但得益于数字化水平及库存管理水平的提升，近年公司存货规模持续下降，2024年末原材料规模下降超过30%，有效降低了对营运资金的占用。

产能利用率方面，2024年受需求下降影响，公司主要产品的产能利用率均出现了下滑，未来随着成都、武汉的产线进一步投产，公司产能继续扩大，在房地产和消费短期复苏乏力的情况下，公司将面临一定的产能消化压力。

图3 公司存货变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

主要原材料价格继续下行，公司业务盈利能力继续提升

原材料是公司成本的主要构成，主要包括板材、家居配套、五金配件等，2024年主要原材料市场价格继续下行，叠加公司的大规模采购及充裕的现金流优势，公司生产成本中直接材料的占比继续下降，主营业务成本同比减少20.11%，减少幅度大于营收跌幅。此外，2024年公司进行供应链改革，在集团层

面建立供应商名录，各生产基地可根据生产需求自主选择供应商，既保证了质量标准的统一，又形成了规模采购的基础。2024年前五大供应商采购额占比为14.63%，集中度仍较低。

表6 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	92.26	77.97	117.90	79.6
直接人工	9.79	8.27	12.36	8.35
制造费用	16.28	13.76	17.86	12.06
合计	118.33	100	148.12	100

资料来源：公司 2024 年年度报告

五、 财务分析

财务分析基础说明

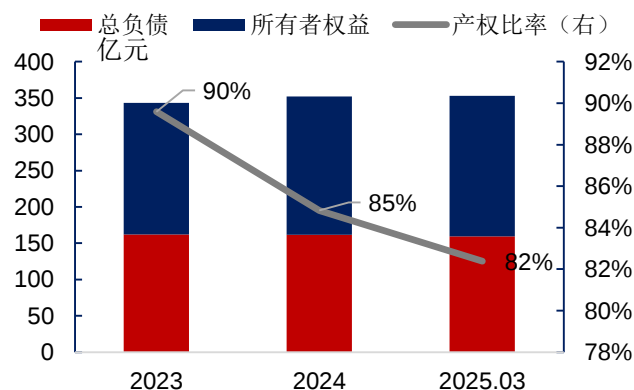
以下分析基于公司提供的经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表。

2024 年营收下滑使公司盈利能力面临一定下行压力，但公司现金流表现较好，资金充裕，现金类资产对债务的覆盖倍数较高，债务安全性较高

资本实力与资产质量

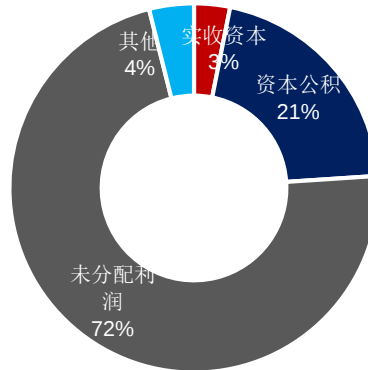
2024 年末公司资本结构相对稳定，所有者权益随着利润累积进一步增长，而当年公司偿还大量长期借款，负债规模有所下降，产权比率有所回落，所有者权益对负债的保障能力提升。截至 2025 年 6 月 13 日，本期债券未转股余额为 199,992.50 万元。

图4 公司资本结构



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

图5 2025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 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资金充裕，2024年末货币资金³、理财产品（交易性金融资产）以及定期存款⁴合计为199.42亿元，占总资产的比重达56.61%，较上年末有所提升。应收账款方面，2024年末应收账款余额中近80%来自工程业务客户，其中有2.53亿元因部分工程客户无法偿还到期债务或信用评级下降按67.65%的综合比例计提坏账准备，有10.93亿元按21.13%的比例计提坏账准备；另有小部分来自于加盟经销商等客户，经销商的少量授信主要因公司给予的装修补贴额度而产生。2024年末公司应收账款前五名合计占比10.16%，应收账款集中度较低，但值得注意的是，公司主要应收对象中存在被执行等经营异常的房地产企业，需持续关注大宗业务的回款情况。不动产方面，公司的不动产主要由生产基地的房屋、建筑物和机器设备以及自建的写字楼构成，2024年末账面价值有所增长主要系武汉、成都等生产基地及黄边办公楼项目完工所致。公司在建工程主要包括武汉基地项目、成都基地项目、欧派智造创新项目以及各生产基地升级改造项目。

截至2024年末，公司35.58亿元资产使用受限，占同期末总资产的10.10%，比重不大，较上期末增加较多主要是新增较多处于赎回期及封闭期的理财产品。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	51.17	14.49%	77.89	22.11%	125.75	36.61%
交易性金融资产	22.23	6.29%	15.72	4.46%	2.23	0.65%
应收账款	12.44	3.52%	12.22	3.47%	13.62	3.96%
存货	7.84	2.22%	8.06	2.29%	11.32	3.30%
一年内到期的非流动资产	28.36	8.03%	28.40	8.06%	5.49	1.60%
流动资产合计	128.62	36.43%	147.96	42.00%	163.65	47.65%
投资性房地产	21.07	5.97%	21.18	6.01%	12.43	3.62%
固定资产	83.19	23.56%	85.31	24.22%	70.66	20.57%
其他非流动资产	98.67	27.94%	76.76	21.79%	60.44	17.60%
非流动资产合计	224.48	63.57%	204.29	58.00%	179.82	52.35%
资产总计	353.10	100.00%	352.25	100.00%	343.47	100.00%

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

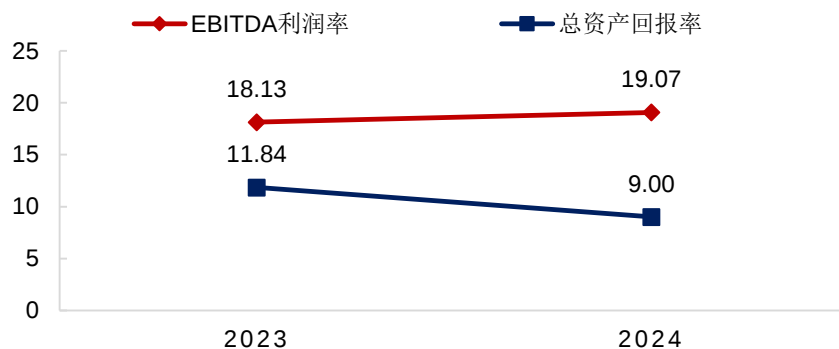
盈利能力

2024年，在房地产市场及消费降温的双重冲击下，公司营业收入和净利润首度下滑，在当年总资产规模小幅增加下，总资产收益率有所下滑。但销售毛利率仍保持增长，同时当年收到较多政府补助，推动EBITDA利润率略有上升。目前房地产市场态势仍不明朗，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下行压力。

³ 剔除因冻结受限部分。

⁴ 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。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年以来公司长短期借款均有所减少，总债务规模降至2025年3月末的86.46亿元，仍以短期借款为主。公司短期借款主要由本部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，具有实际业务支撑，故此类借款实际债务风险与偿还压力较小，2024年末因此产生的短期借款规模为69.71亿元。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。整体来看，公司使用短期融资工具偏多，但实际偿还压力较小，同时考虑到公司资金充裕，2024年末现金类资产对债务的覆盖倍数为2.16，债务安全性较高。

经营性债务方面，因2024年四季度开始的国补政策带来的需求集中释放，公司合同负债增加较多，2024年开始公司对结算方式调整，应付票据占比有所提升。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	62.90	39.44%	69.74	43.14%	77.96	48.03%
应付票据	5.24	3.28%	4.63	2.87%	0.51	0.31%
应付账款	13.40	8.40%	14.09	8.71%	16.95	10.44%
合同负债	28.97	18.16%	19.64	12.15%	9.99	6.16%
其他应付款	12.14	7.61%	11.93	7.38%	9.77	6.02%
流动负债合计	134.95	84.61%	137.18	84.85%	131.80	81.20%
应付债券	17.85	11.19%	17.62	10.90%	16.82	10.36%
非流动负债合计	24.55	15.39%	24.49	15.15%	30.51	18.80%
负债合计	159.50	100.00%	161.66	100.00%	162.31	100.00%
总债务	86.46	54.20%	92.57	57.26%	102.48	63.14%
其中：短期债务	68.46	79.19%	74.67	80.66%	79.07	77.16%
长期债务	18.00	20.81%	17.90	19.34%	23.41	22.84%

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

2024年公司经营性现金流仍然表现较好，净流入较上年有所增加主要是当年四季度国补政策带来的大量订单的预收款。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、成都基地建设仍系其主要流向，且根据调整的投资计划，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，结合公司较大的营收规模，经营性现金流持续表现较好，净债务持续为负，各类偿债指标表现较好，债务压力尚可。

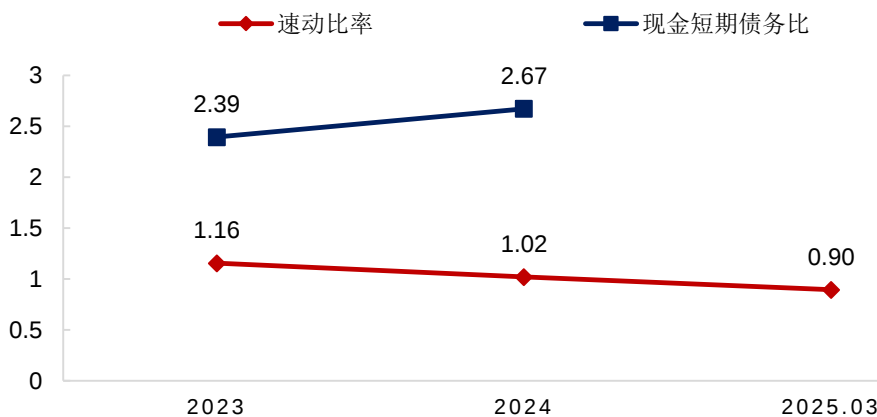
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	7.72	54.99	48.78
FFO（亿元）	--	26.19	29.81
资产负债率	45.17%	45.89%	47.25%
净债务/EBITDA	--	-2.84	-1.97
EBITDA 利息保障倍数	--	17.37	16.52
总债务/总资本	30.87%	32.69%	36.13%
FFO/净债务	--	-25.59%	-36.70%
经营活动现金流净额/净债务	--	-53.74%	-60.05%
自由现金流/净债务	--	-39.27%	-34.16%

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

2024年以来看，公司将大量流动性较强的货币资金转为一年期以上的定期存款，使得流动资产规模下降，速动比率有所回落，但公司的实际流动性并未减弱，现金短期债务比仍处于安全水平。公司作为上市公司，融资渠道多样，截至2024年末，银行授信总额和未使用额度分别为303.90亿元和249.31亿元，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变动对公司再融资能力的影响。

图7 公司流动性比率情况



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

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月16日），公司本部、子公司广州欧派集成家居有限公司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。

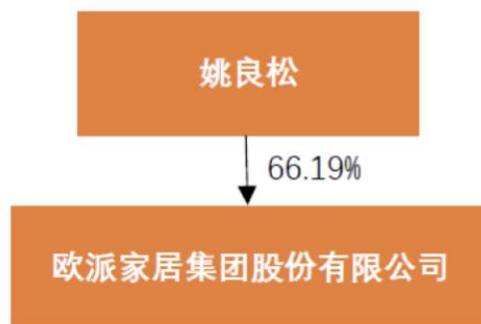
根据中国执行信息公开网，截至信息查询日（2025年6月23日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	51.17	77.89	125.75	82.70
流动资产合计	128.62	147.96	163.65	133.81
固定资产	83.19	85.31	70.66	66.89
其他非流动资产	98.67	76.76	60.44	39.64
非流动资产合计	224.48	204.29	179.82	152.30
资产总计	353.10	352.25	343.47	286.11
短期借款	62.90	69.74	77.96	45.85
合同负债	28.97	19.64	9.99	7.82
一年内到期的非流动负债	0.32	0.30	0.58	2.42
流动负债合计	134.95	137.18	131.80	96.75
长期借款	0.03	0.04	6.07	0.05
应付债券	17.85	17.62	16.82	16.02
非流动负债合计	24.55	24.49	30.51	24.22
负债合计	159.50	161.66	162.31	120.97
所有者权益	193.60	190.59	181.16	165.14
营业收入	34.47	189.25	227.82	224.80
营业利润	3.69	29.96	35.13	30.56
净利润	3.09	26.03	30.25	26.83
经营活动产生的现金流量净额	7.72	54.99	48.78	24.10
投资活动产生的现金流量净额	-41.22	-15.67	-46.64	-71.46
筹资活动产生的现金流量净额	-3.09	-33.76	7.41	29.85
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	36.10	41.31	37.59
FFO（亿元）	--	26.19	29.81	25.44
净债务（亿元）	--	-102.34	-81.24	-67.79
销售毛利率	34.29%	35.91%	34.16%	31.61%
EBITDA 利润率	--	19.07%	18.13%	16.72%
总资产回报率	--	9.00%	11.84%	12.39%
资产负债率	45.17%	45.89%	47.25%	42.28%
净债务/EBITDA	--	-2.84	-1.97	-1.80
EBITDA 利息保障倍数	--	17.37	16.52	21.29
总债务/总资本	30.87%	32.69%	36.13%	28.57%
FFO/净债务	--	-25.59%	-36.70%	-37.53%
经营活动现金流净额/净债务	--	-53.74%	-60.05%	-35.55%
速动比率	0.90	1.02	1.16	1.24
现金短期债务比	--	2.67	2.39	2.85

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司 2025 年一季报，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
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）
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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