CMS 招商证券

审慎推荐-A（维持）

皮阿诺 002853.SZ

目标估值：
当前股价：68.4 元
2017 年 08 月 05 日

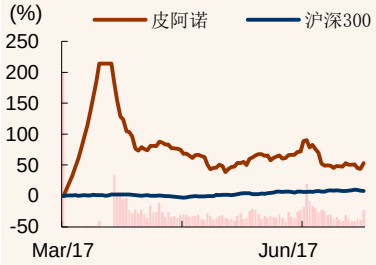
业绩符合预期，橱衣并进带动销售高增长

基础数据

上证综指	3262
总股本（万股）	6214
已上市流通股（万股）	1560
总市值（亿元）	43
流通市值（亿元）	11
每股净资产（MRQ）	13.9
ROE（TTM）	12.4
资产负债率	%
主要股东	马礼斌
主要股东持股比例	51.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	107	107
相对表现	-16	96	90



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《皮阿诺（002853）—全屋科学智造家，双品类、多渠道共促高成长》2017-06-11

李宏鹏
lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

濮冬燕
021-68407301
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

郑恺
021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件：

公司今日公布中报，上半年实现营业收入 3.15 亿元，同比增长 48.9%，实现归母净利润 3469 万元，同比增长 122.3%；EPS 为 0.64 元。公司拟每 10 股转增 15 股派 3 元。

评论：

1、业绩符合预期，双品类发力共促收入高增长

上半年公司橱柜、衣柜收入分别增长 40.9%、89.5%，衣柜业务收入占比进一步升至 21.05%。分渠道来看，经销渠道我们估计上半年公司新增门店数超过 100 家，维持全年净增 200 家的扩张节奏；工程渠道今年快速放量，销售占比由 16 年的 13%迅速升至 20%左右，预计未来快速发展趋势有望延续。为应对去年以来的原材料价格上涨，2 月公司对橱柜、衣柜分别提价 4%、3%，已基本消化成本压力。同时，上半年公司预收账款余额达历史最高水平，预示未来订单情况向好，管理层预计 1-9 月归母净利增长区间为 40%~80%。

2、渠道、业务结构调整拖累毛利率，费用控制持续优化

自 2016 年公司对上海地区直营门店转为经销模式以来，今年持续加强对直营门店的战略性调整；同时衣柜业务低基数高增长，盈利能力有所波动，拖累公司整体毛利率上半年同比下降 2.6pct。我们认为，未来随着公司衣柜业务逐步成熟，以及渠道结构持续优化，毛利率仍有提升空间。另一方面，公司持续加强费用控制，上半年销售、管理、财务费用率分别下降 3.71pct、1.74pct、0.71pct，使净利率水平同比提升 3.64pct 至 11.03%。2Q 单季来看，收入、归母净利分别增长 47.7%、35.0%。

3、多渠道扩张、全屋战略稳步推进，维持“审慎推荐-A”评级

目前，公司销售网络已覆盖了国内大部分四线及以上城市，形成了以经销为主，大宗为辅的销售模式，未来在巩固现有渠道的同时，将积极拓展电商、互联网销售渠道，带动整体规模再上台阶。同时，秉持“科学艺术家居”的设计理念，持续加强产品研发，推出厨电以及衣柜相关配套产品，探索智能家居，全面推进全屋定制。维持盈利预测，预计 2017~2019 年 EPS 分别为 1.83、2.52、3.46 元，净利同比分别增长 30%、37%、37%，维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示：行业竞争加剧，房地产销量不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	512	630	829	1147	1555
同比增长	2%	23%	31%	38%	36%
营业利润(百万元)	73	97	128	177	244
同比增长	10%	33%	32%	39%	38%
净利润(百万元)	69	88	114	157	215
同比增长	7%	28%	30%	37%	37%
每股收益(元)	1.47	1.88	1.83	2.52	3.46
PE	46.4	36.4	37.3	27.2	19.8
PB	10.2	8.4	4.5	4.0	3.5

资料来源：公司数据、招商证券

表 1：业绩多季度回顾，各项财务指标均稳定增长

（百万元）	16Q1	16Q2	17Q1	17Q2
营业收入	70	142	105	209
营业毛利	24	57	35	75
营业费用	18	23	18	31
管理费用	10	10	11	14
财务费用	0	-1	-2	-3
投资收益	0	0	0	0
营业利润	-4	22	7	30
归属母公司净利润	-4	20	8	26
EPS（元）	-0.06	0.32	0.13	0.42
主要比率				
毛利率	34.3%	40.1%	33.3%	35.9%
营业费用率	25.7%	16.2%	17.1%	14.8%
管理费用率	14.3%	7.0%	10.5%	6.7%
营业利润率	-5.7%	15.5%	6.7%	14.4%
有效税率	0.0%	9.1%	20.0%	13.3%
净利率	-5.7%	14.1%	7.6%	12.4%
YoY				
收入	-	-	51%	48%
归属母公司净利润	-	-	304%	35%

资料来源：Wind，招商证券

表 2：可比公司平均估值在 2017 年 32X

公司	股价	EPS			PE			PB	ROE
	2017/8/4	16	17E	18E	16	17E	18E	(MRQ)	(TTM)
欧派家居	96.81	2.26	3.00	3.93	42.8	32.3	24.6	0.0	39.45
索菲亚	37.76	0.72	1.04	1.41	52.4	36.3	26.8	6.9	21.44
尚品宅配	125.23	2.37	3.23	4.40	52.8	38.8	28.5	0.0	35.36
好莱客	31.70	0.79	1.10	1.50	40.1	28.8	21.1	9.2	23.95
曲美家居	15.09	0.38	0.52	0.67	39.7	29.0	22.5	6.3	14.21
志邦股份	41.55	1.11	1.56	2.12	37.4	26.6	19.6	0.0	29.92
金牌厨柜	73.92	1.44	2.29	3.16	51.3	32.3	23.4	0.0	39.73
江山欧派	50.63	1.35	1.61	2.03	37.5	31.4	24.9	0.0	27.38
平均					**44.3**	**31.9**	**23.9**	**2.8**	**28.9**

资料来源：Wind，招商证券

参考报告：

1、《皮阿诺（002853）—全屋科学智造家，双品类、多渠道共促高成长》2017-06-11

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	287	393	993	1191	1461
现金	190	243	822	955	1142
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	41	53	74	100
应收款项	37	45	40	56	76
其它应收款	6	10	13	18	24
存货	36	48	54	74	100
其他	6	8	11	15	20
非流动资产	228	252	273	294	313
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	121	156	187	215	242
无形资产	68	67	60	54	49
其他	39	29	26	24	23
资产总计	**515**	**645**	**1266**	**1485**	**1775**
流动负债	192	254	315	411	533
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	85	125	164	227	306
预收账款	48	57	75	104	140
其他	59	72	76	81	88
长期负债	12	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	11	11	11	11
负债合计	**203**	**264**	**325**	**422**	**544**
股本	47	47	62	62	62
资本公积金	151	151	597	597	597
留存收益	114	183	282	404	572
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	312	381	940	1063	1231
负债及权益合计	**515**	**645**	**1266**	**1485**	**1775**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	128	99	179	213	280
净利润	69	88	114	157	215
折旧摊销	19	20	21	22	24
财务费用	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	41	(9)	41	21	25
其它	(0)	(0)	2	13	16
投资活动现金流	(39)	(28)	(46)	(46)	(46)
资本支出	(39)	(28)	(46)	(46)	(46)
其他投资	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	(1)	(19)	446	(34)	(47)
借款变动	(1)	(2)	0	0	0
普通股增加	0	0	16	0	0
资本公积增加	0	0	446	0	0
股利分配	0	(19)	(16)	(34)	(47)
其他	1	2	0	0	0
现金净增加额	89	52	579	133	187

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	512	630	829	1147	1555
营业成本	300	392	516	712	961
营业税金及附加	4	5	7	9	12
营业费用	94	95	125	174	236
管理费用	38	43	54	75	101
财务费用	(0)	(3)	0	0	0
资产减值损失	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	73	97	128	177	244
营业外收入	7	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	80	101	132	181	249
所得税	12	14	18	25	34
净利润	69	88	114	157	215
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	69	88	114	157	215
EPS（元）	1.47	1.88	1.83	2.52	3.46

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	2%	23%	31%	38%	36%
营业利润	10%	33%	32%	39%	38%
净利润	7%	28%	30%	37%	37%
获利能力					
毛利率	41.4%	37.9%	37.8%	37.9%	38.2%
净利率	13.4%	13.9%	13.8%	13.6%	13.8%
ROE	22.0%	23.0%	12.1%	14.7%	17.5%
ROIC	19.9%	21.3%	11.7%	14.4%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	41.0%	25.7%	28.4%	30.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.6	3.2	2.9	2.7
速动比率	1.3	1.4	3.0	2.7	2.6
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	0.7	0.8	0.9
存货周转率	8.9	9.4	10.2	11.2	11.1
应收帐款周转率	13.3	15.4	19.5	23.8	23.6
应付帐款周转率	4.6	3.7	3.6	3.6	3.6
每股资料（元）					
每股收益	1.47	1.88	1.83	2.52	3.46
每股经营现金	2.76	2.12	2.88	3.43	4.51
每股净资产	6.70	8.18	15.14	17.10	19.81
每股股利	0.40	0.00	0.55	0.76	1.04
估值比率					
PE	46.4	36.4	37.3	27.2	19.8
PB	10.2	8.4	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	49.8	39.1	27.4	20.5	15.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。