

2021年08月26日

多品类&多渠道齐发力，盈利改善明显

皮阿诺(002853)

评级:	买入	股票代码:	002853
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	28.98/16.83
目标价格:		总市值(亿)	33.60
最新收盘价:	18.01	自由流通市值(亿)	20.61
		自由流通股数(百万)	114.44

事件概述

皮阿诺发布 2021 年半年报，2021H1 公司实现营收 8.44 亿元，同比+64.29%；归母净利润 0.98 亿元，同比+96.13%；扣非后归母净利润 0.91 亿元，同比+95.84%。分季度看，2021Q2 营业收入 4.98 亿元，同比+49.20%；归母净利润 0.63 亿元，同比+36.33%；扣非后归母净利润 0.45 亿元，同比+33.03%。业绩持续向好，二季度业绩同比高速增长。

分析判断:

▶ 产品端：业绩表现靓丽，多品类促增长。

分产品看，2021H1 公司定制橱柜及其配套产品、定制衣柜及其配套产品、木门及其他业务销售额分别为 6.05、2.20、0.05、0.14 亿元，同比分别+63.44%、+70.18%、+449.71%、+3.04%；公司定制橱柜及其配套产品、定制衣柜及其配套产品、其他业务业务销售额相较于 2019 年同期分别+42.97%、+75.59%、+119.74%，橱柜业务、衣柜业务增长迅速，木门业务快速开拓，持续放量。公司持续加强研发投入，上半年公司外协研发的大师级高端定制产品极物、合、羽三大系列新品发布上市；此外，公司积极推战略新品，通过提升家居产品的智能化水平，增加与用户的交互联系，获得市场认可。**多品类产品拓展方面**，2021H1 公司全面实现橱、衣、木产品一体化，实现客户全屋定制中各产品花色、风格、用料等的一体化无缝对接。公司更增设成品家具部门，开发衣柜成品，促进衣柜产品销售；同时通过加强与 COLMO、美的等电器品牌的联盟合作，加强冰箱、洗衣机等家用电器与公司全屋定制家居产品的配套销售，促进家电销售，2021H1 公司配套家电销售额同比增长 42.59%。

▶ 渠道端：零售渠道快速拓展，大宗业务持续放量。

分渠道看，2021H1 公司零售模式、工程模式、其他业务销售额分别为 3.38、4.92、0.14 亿元，同比+52.50%、+76.66%、3.04%，其中：**1) 零售渠道方面**，公司持续推进中高端品牌市场建设，零售业务中高端产品销售占比不断提升，产品套单值有所提升，橱柜套单值、衣柜套单值分别同比+5.63%、+10.98%。2021H1 零售衣柜业务销售收入同比+57.62%，专门配置衣柜产能的天津静海生产基地实现产值同比+74.45%，规模效应显现。门店方面，上半年公司经销商门店实现单店收入同比+42.40%。2021H1 公司完成招商建店 331 家（含在建门店），其中三四五线城市的建店 300 家（含在建门店），渠道进一步下沉，同时公司持续优化经销商门店，开设更多综合门店（综合门店占比提升 1.85%）。截至 2021H1，公司经销商门店新增 13 家至 953 家，其中综合店、橱卫独立店、衣木独立店分别新增 27 家、-3 家、-11 家至 707 家、139 家、107 家。**2) 大宗业务方面**，公司加大与全国前 50 地产商的战略合作，成功引入中骏、禹洲、康桥、三盛以及中海等实力地产商，持续优化客户结构；此外，随着公司与保利地产业务合作的不断深入，保利等大客户上半年度订单量逐步增长，大客户业务收入同比+80%以上。截至 2021H1，公司工程经销商 53 家，工程经销渠道收入同比+282.25%。**3) 其他业务渠道**：家装及“拎包入住”业务渠道，2021H1 公司已开拓 170 余家家装公司，通过家装公司带动的销售收入已追平 2020 年该渠道全年收入；公司已与碧桂园、万科、保利、融创、越秀地产等实力地产商开展精装房售后“拎包入住”装修项目的合作，并积极推进与全国前五地产商的战略合作。此外，公司整装业务渠道拓展顺利，2021H1 通过直营合作及经销商开拓合作的方式已与 160 家整装企业达成合作。

▶ 盈利端：盈利能力略有提升，期间费用率管控良好。

盈利能力方面，2021H1 年公司毛利率、净利率分别为 33.61%、12.19%，同比分别-4.47pct、+1.40pct；2021Q2 公司毛利率、净利率分别为 35.01%、13.30%，同比分别-4.38pct、-2.02pct。毛利率有所下滑，主要为：1) 使用新会计准则，调整后营业成本增加所致；若用同口径测算，2021H1 毛利率同比+2.31pct。2021H1 公司定制橱柜及其配套产品、定制衣柜及其配套产品毛利率分别为 32.69%、35.18%，同比分别+0.46%、-6.86%，橱柜业务毛利率同比略有提升。净利率方面，得益于期间费用率的良好管控，提升较为明显，2021H1 公司期间费用率为 16.11%，同比-8.78pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 9.72%、3.11%、3.07%、0.21%，同比分别-6.99pct、-1.54pct、-0.04pct、-0.22pct；2021Q2 公司期间费用率为 15.70%，同比-5.75pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 9.61%、2.87%、3.04%、0.18%，同比分别-5.12pct、-1.14pct、+0.56pct、-0.05pct。

投资建议：

公司是定制家居领先品牌，多品类、多渠道持续发力，且通过定增引了产业资本，后续业绩有望稳步增长。维持此前盈利预测，预计公司 2021-2023 年营收分别为 20.44、26.14、31.79 亿元，归母净利润分别为 2.56、3.22、3.90 亿元。2021-2023 年对应的 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

工程大宗业务拓展不及预期；应收账款风险；地产销售大幅下滑；行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,471	1,494	2,044	2,614	3,179
YoY (%)	32.5%	1.5%	36.8%	27.9%	21.6%
归母净利润(百万元)	175	197	256	322	390
YoY (%)	23.3%	12.4%	29.8%	25.8%	21.2%
毛利率 (%)	35.8%	34.1%	33.3%	33.0%	32.8%
每股收益 (元)	0.94	1.06	1.37	1.72	2.09
ROE	14.9%	10.3%	11.6%	12.6%	13.0%
市盈率	19.30	17.17	13.23	10.51	8.67

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,494	2,044	2,614	3,179	净利润	216	260	332	408
YoY (%)	1.5%	36.8%	27.9%	21.6%	折旧和摊销	46	43	49	54
营业成本	985	1,364	1,752	2,135	营运资金变动	-60	36	-25	-27
营业税金及附加	11	17	21	25	经营活动现金流	218	340	356	435
销售费用	128	196	248	299	资本开支	-94	-203	-174	-143
管理费用	56	82	105	124	投资	-25	0	0	0
财务费用	8	9	9	10	投资活动现金流	-321	-199	-168	-137
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	592	0	0	0
投资收益	6	4	5	6	债务募资	103	0	0	0
营业利润	257	309	393	484	筹资活动现金流	600	-5	-5	-5
营业外收支	0	0	-1	0	现金净流量	497	136	183	293
利润总额	257	308	392	483					
所得税	41	48	61	75	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	216	260	332	408	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	197	256	322	390	营业收入增长率	1.5%	36.8%	27.9%	21.6%
YoY (%)	12.4%	29.8%	25.8%	21.2%	净利润增长率	12.4%	29.8%	25.8%	21.2%
每股收益	1.06	1.37	1.72	2.09	盈利能力 (%)				
					毛利率	34.1%	33.3%	33.0%	32.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	14.4%	12.7%	12.7%	12.8%
货币资金	892	1,028	1,211	1,503	总资产收益率 ROA	6.3%	7.2%	7.6%	7.8%
预付款项	31	39	53	64	净资产收益率 ROE	10.3%	11.6%	12.6%	13.0%
存货	281	336	442	550	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,274	1,300	1,520	1,733	流动比率	2.48	2.40	2.24	2.21
流动资产合计	2,477	2,704	3,225	3,850	速动比率	2.16	2.07	1.90	1.85
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.89	0.91	0.84	0.86
固定资产	371	424	472	505	资产负债率	35.8%	35.2%	37.0%	37.5%
无形资产	187	271	351	428	经营效率 (%)				
非流动资产合计	652	838	997	1,127	总资产周转率	0.48	0.58	0.62	0.64
资产合计	3,129	3,542	4,222	4,978	每股指标 (元)				
短期借款	40	40	40	40	每股收益	1.06	1.37	1.72	2.09
应付账款及票据	611	847	1,088	1,326	每股净资产	10.30	11.81	13.72	16.03
其他流动负债	349	240	312	380	每股经营现金流	1.17	1.83	1.91	2.33
流动负债合计	1,000	1,126	1,440	1,746	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	69	69	69	69	估值分析				
其他长期负债	52	52	52	52	PE	17.17	13.23	10.51	8.67
非流动负债合计	121	121	121	121	PB	2.38	1.54	1.32	1.13
负债合计	1,121	1,248	1,561	1,867					
股本	187	187	187	187					
少数股东权益	87	92	102	120					
股东权益合计	2,008	2,294	2,661	3,111					
负债和股东权益合计	3,129	3,542	4,222	4,978					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。