

2021 三季报点评：恒大事件拖累业绩承压，盈利能力稳定 增持（维持）

2021 年 11 月 1 日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 1,494 | 1,830 | 2,167 | 2,536 |
| 同比（%） | 1.5% | 22.5% | 18.4% | 17.0% |
| 归母净利润（百万元） | 197 | 242 | 296 | 338 |
| 同比（%） | 12.4% | 22.9% | 22.3% | 14.1% |
| 每股收益（元/股） | 1.06 | 1.30 | 1.59 | 1.81 |
| P/E（倍） | 14.11 | 11.48 | 9.39 | 8.22 |

投资要点

- **短期业绩略有承压。**公司 2021Q1-3 实现收入 13.2 亿元，同比+30.38%；归母净利润 1.7 亿元，同比+37.66%。2021Q3 单季度实现收入 4.7 亿元，同比-4.75%；归母净利润 0.7 亿元，同比-2.08%。
- **业绩小幅下降主要受恒大事件拖累。**公司 2021Q3 收入及归母净利润同比小幅下滑，主要原因为公司于 2021Q3 终止与恒大合作，若剔除该影响 2021Q3 营业收入同比增长 18.3%。利润端看，除收缩恒大业务造成的影响外，2021Q1-3 公司计提信用减值准备 3464.5 万元、资产减值准备 329.6 万元；其中 2021Q3 计提信用减值准备 1566 万元、资产减值准备 103 万元，对归母净利润增速的影响达 22.8pp。
- **成本上行及信用减值损失压力下，盈利能力仍保持稳定。**公司 2021Q1-3 综合毛利率为 34.11%，同比-5.08pp；销售净利率为 13.34%，同比-0.04pp。2021Q3 单季综合毛利率为 35.00%，同比-5.35pp；销售净利率为 15.40%，同比-0.66pp。公司毛利率同比下行主要受会计准则调整影响，销售净利率在原材料价格上行的环境中保持稳定，剔除信用及资产减值损失后盈利能力同比有所提升，公司零售渠道中高端改革对于盈利能力的提升带来显著成效。
- **相关款项回收后现金流状况有望好转。**公司 2021Q1-3 经营现金流净额为-3.46 亿元，同比-242.61%。经营现金流净额为负值主要系增加购置生产设备、支付合同履约保证金以及受国内个别大型地产商应收票据出现到期尚未兑付等因素导致（若扣除上述影响，同比+24.38%）。后续随着优化客户结构和相关款项的回收，经营现金流有望逐步优化。
- **零售业务&工程业务双轮驱动，后续增速有望逐步修复。**工程业务方面，公司暂停与大客户恒大合作后，短期工程业务增长承压。但中长期看，随着其他优质客户逐步成熟，工程业务有望继续保持稳健增长。零售业务方面，公司 2021H1 末经销门店数量为 953 家（较 2020 年末净增 13 家），其中综合店 707 家、橱卫独立店 139 家、衣木独立店 107 家，综合店占比继续提升。此外，公司持续拓展整装渠道布局，2021H1 开拓 170 余家家装公司渠道，与碧桂园、万科、保利、融创等头部房企合作“拎包入住”装修项目。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司大宗业务短期波动略下调公司盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.4、3.0、3.4 亿元（原盈利预测为 2.8、3.6、4.7 亿元），对应 PE11、9、8X。公司整体经营稳健，当前估值处于低位，维持“增持”评级。
- **风险提示：**竣工不及市场预期，业务转型遇到阻碍，资金占用增加等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 14.90 |
| 一年最低/最高价 | 14.23/28.64 |
| 市净率(倍) | 1.36 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1705.14 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 10.99 |
| 资产负债率(%) | 37.08 |
| 总股本(百万股) | 186.54 |
| 流通 A 股(百万股) | 114.44 |

相关研究

1、《皮阿诺 (002853)：2021 三季报点评：业绩符合市场预期，产品结构优化及规模效应驱动盈利能力提升》2021-08-26

皮阿诺三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 2,477 | 2,371 | 2,648 | 3,009 | 营业收入 | 1,494 | 1,830 | 2,167 | 2,536 |
| 现金 | 892 | 832 | 852 | 1,361 | 减:营业成本 | 985 | 1,221 | 1,439 | 1,692 |
| 应收账款 | 848 | 816 | 918 | 773 | 营业税金及附加 | 11 | 15 | 18 | 20 |
| 存货 | 281 | 250 | 404 | 383 | 营业费用 | 128 | 152 | 183 | 216 |
| 其他流动资产 | 456 | 472 | 474 | 492 | 管理费用 | 56 | 63 | 71 | 82 |
| 非流动资产 | 652 | 1,011 | 1,000 | 929 | 研发费用 | 46 | 57 | 66 | 76 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | 8 | 13 | 20 | 18 |
| 固定资产 | 371 | 412 | 456 | 511 | 资产减值损失 | 1 | 7 | 6 | 6 |
| 在建工程 | 37 | 91 | 114 | 129 | 加:投资净收益 | 6 | 5 | 15 | 8 |
| 无形资产 | 187 | 191 | 214 | 226 | 其他收益 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 其他非流动资产 | 57 | 317 | 216 | 62 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3,129 | 3,381 | 3,648 | 3,938 | 营业利润 | 257 | 313 | 384 | 439 |
| 流动负债 | 1,000 | 972 | 985 | 989 | 加:营业外净收支 | 0 | 0 | -1 | 0 |
| 短期借款 | 40 | 50 | 50 | 50 | 利润总额 | 257 | 313 | 383 | 438 |
| 应付账款 | 611 | 406 | 493 | 353 | 减:所得税费用 | 41 | 45 | 55 | 64 |
| 其他流动负债 | 349 | 516 | 442 | 587 | 少数股东损益 | 19 | 26 | 32 | 37 |
| 非流动负债 | 121 | 179 | 145 | 99 | 归属母公司净利润 | 197 | 242 | 296 | 338 |
| 长期借款 | 69 | 127 | 93 | 47 | EBIT | 237 | 293 | 365 | 411 |
| 其他非流动负债 | 52 | 52 | 52 | 52 | EBITDA | 282 | 344 | 421 | 474 |
| 负债合计 | 1,121 | 1,151 | 1,130 | 1,089 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 87 | 114 | 146 | 182 | 每股收益(元) | 1.06 | 1.30 | 1.59 | 1.81 |
| 归属母公司股东权益 | 1,921 | 2,116 | 2,372 | 2,666 | 每股净资产(元) | 10.30 | 11.34 | 12.71 | 14.29 |
| 负债和股东权益 | 3,129 | 3,381 | 3,648 | 3,938 | 发行在外股份(百万股) | 187 | 187 | 187 | 187 |
| | | | | | ROIC(%) | 26.4% | 29.7% | 27.2% | 33.8% |
| | | | | | ROE(%) | 10.7% | 12.0% | 13.0% | 13.2% |
| | | | | | 毛利率(%) | 34.1% | 33.3% | 33.6% | 33.3% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 13.2% | 13.2% | 13.7% | 13.3% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 35.8% | 34.1% | 31.0% | 27.6% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 1.5% | 22.5% | 18.4% | 17.0% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 12.4% | 22.9% | 22.3% | 14.1% |
| | | | | | P/E | 14.11 | 11.48 | 9.39 | 8.22 |
| | | | | | P/B | 1.45 | 1.31 | 1.17 | 1.04 |
| | | | | | EV/EBITDA | 6.15 | 5.59 | 4.52 | 2.92 |
| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| 经营活动现金流 | 218 | 304 | 145 | 600 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -321 | -405 | -31 | 16 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | 600 | 40 | -95 | -107 | | | | | |
| 现金净增加额 | 497 | -60 | 20 | 509 | | | | | |
| 折旧和摊销 | 46 | 51 | 56 | 63 | | | | | |
| 资本开支 | 94 | 96 | 89 | 79 | | | | | |
| 营运资本变动 | -58 | -23 | -245 | 153 | | | | | |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>