



保利系入股，潜在协同效应助推发展拐点到来

—皮阿诺（002853.SZ）公司动态研究报告

买入（首次） 投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2022-10-17

当前股价（元）	16.95
总市值（亿元）	32
总股本（百万股）	187
流通股本（百万股）	114
52 周价格范围（元）	9.75-17.33
日均成交额（百万元）	41.29

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 产能扩张+成本管控双管齐下，业绩有望迈上新台阶

公司专注于中高端橱柜、衣柜等定制家居及配套产品的研发、设计、生产和销售，已成为国内领先的定制家居产品企业之一。2017-2021 营业收入 CAGR 为 22%，毛利率基本维持在 34%以上，高于同行。2021 年度，公司实现营业收入/净利润（不考虑计提减值准备的影响）为 18.24/2.66 亿元，同比改善 22%/35%。

公司具有以下核心竞争力：1) 产能扩张优势：我们预计 2022 年底公司产能高达 82 万套，则 2016-2022 年公司产能 CAGR 高达 45%，产能加速布局突破瓶颈；此外，公司于 2021 年完成产能优化，在我国南北两大区域，各配置一个工程和一个零售生产基地，极大提升物流输送与生产效率。2) 成本管控优势：营业成本方面，得益于公司控制产品 SKU 数量能力出色，以及生产过程智能化程度较高，公司毛利率基本维持在 34%以上，高于行业平均水平。人工成本方面，得益于生产自动化水平较高，2019-2021 年公司生产人员人均产值 CAGR 为 12%，待按照智能制造标准 4.0 打造的板芙工厂建成投产后，人员有望持续下降 30%以上，人工成本也将相应下调。3) 品牌设计优势：公司获得 2022 法国巴黎 DNA 设计大奖 3 项殊荣，产品的实用、美观和创新获得国际设计界的肯定。且 2022 年 H1 公司合作设计师超过 300 位，设计师渠道销售额约 2600 万元，设计师渠道客单价高达约 6 万元，推动公司实现中高端转型。

■ 与保利进行深度绑定，工程端有望持续放量

公司和保利进行深度绑定。2022 年 10 月 17 日，公司控股股东、实际控制人马礼斌先生和珠海鸿禄企业管理合伙企业签订股份转让协议，协议约定马礼斌先生拟将其持有的公司股份 3731 万股股份（占上市公司目前股份总数的 20%）通过协议转让的方式转让给珠海鸿禄企业管理合伙企业。股份转让将分两年进行，22/23 年分别转让 2378/1352 万股，分别占公司目前总股本的 12.75%/7.25%。首次转让价格为协议签署日的公司前一交易日股票收盘价的 90%，即为 14.904 元/股，总价 3.5 亿元。转让后马礼斌先生及其一致行动人持股 31.50%，珠海鸿禄及其一致行动人持股 21.01%。

其中，受让方珠海鸿禄的执行事务合伙人是由保利集团实际

控制的保利（横琴）。在此之前，公司已于 2020 年与碧桂园、保利集团开展产业链合作，出资 5000 万元间接投资碧桂园创投与保利资本合作的“保碧产业链赋能基金”，以基金投资为纽带，合力打造地产开发平台与产业供应链的 B 端新型互补发展战略。通过此次股份转让，公司将以珠海鸿禄为纽带在原有合作的基础上和保利集团实现更深度绑定。

2021 年，保利地产与公司合作金额高达 1.5 亿元，为公司的第二大客户。保利发展当前市占率达 6.26%，在当前背景下预计市占率将有望继续提升。根据中商产业研究院，2022 年中国定制家具市场规模将达 4730 亿元，公司目前市占率仅有 0.4%，通过和保利集团的深度绑定，有望为公司带来大量订单，在公司产能不断扩张的情况下，公司有望迎来业绩拐点。

■ 传统+新增渠道两轮驱动，零售端引入增长新动力

零售端：2022 年 H1 零售端收入 3.61 亿元，同比增长 7%。

1) 渠道拓展方面，公司于 2021 年拓展物业拎包渠道，该渠道通过物业公司提供服务平台，公司提供一站式软装类产品采购服务实现，有望为公司业绩提供新增长点。2021 年公司与龙湖、碧桂园、万科、华润、金茂等近 30 多家物业公司实现合作。2022 年 H1 公司完成拎包项目 137 个楼盘项目上样，较 2021 年同期相比扩张超 6 倍，经销商通过该渠道实现出库销售额约 4100 万元。业务前景可期。**2) 渠道下沉方面，**公司全面加强县级市的渠道下沉。截止 2020/2021 年底，普通县级市场门店数量分别为 299/419 家，2021 年全年同比增长 40%。**3) 现金流保障方面，**得益于公司要求经销商支付全款后才能下单出库，截止至 2022 年 H1，公司账面现金 4.38 亿元，实现稳定的现金流保障。传统+新增渠道两轮驱动，公司零售端增长未来可期。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 18.50、22.99、27.60 亿元，EPS 分别为 0.80、1.37、2.16 元，当前股价对应 PE 分别为 21.3、12.3、7.8 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 工程端增速不及预期；2) 下游需求不及预期；3) 回款情况不及预期；4) 产能扩张不及预期；5) 智能化生产不及预期；6) 与央国企大客户合作不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	1,824	1,850	2,299	2,760
增长率（%）	22.1%	1.5%	24.3%	20.0%

归母净利润（百万元）	-729	149	256	404
增长率（%）	-470.0%	120.4%	72.3%	57.5%
摊薄每股收益（元）	-3.91	0.80	1.37	2.16
ROE（%）	-63.4%	10.9%	16.3%	21.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：				
现金及现金等价物	611	711	676	652
应收款	564	507	630	756
存货	180	203	242	274
其他流动资产	212	312	367	423
流动资产合计	1,567	1,733	1,916	2,105
非流动资产：				
金融类资产	190	290	340	390
固定资产	396	470	588	649
在建工程	133	283	333	383
无形资产	208	218	227	236
长期股权投资	4	8	16	26
其他非流动资产	82	82	100	150
非流动资产合计	823	1,060	1,265	1,445
资产总计	2,390	2,793	3,181	3,550
流动负债：				
短期借款	75	95	115	135
应付账款、票据	590	738	836	796
其他流动负债	216	216	216	216
流动负债合计	1,038	1,208	1,365	1,385
非流动负债：				
长期借款	144	164	184	204
其他非流动负债	58	58	58	58
非流动负债合计	202	222	242	262
负债合计	1,240	1,430	1,607	1,647
所有者权益				
股本	187	187	187	187
股东权益	1,150	1,363	1,574	1,903
负债和所有者权益	2,390	2,793	3,181	3,550

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-723	155	262	410
少数股东权益	6	6	6	6
折旧摊销	43	37	42	51
公允价值变动	-15	-10	-10	-10
营运资金变动	367	184	-31	-163
经营活动现金净流量	-321	372	269	293
投资活动现金净流量	1	-328	-245	-221
筹资活动现金净流量	421	10	-11	-41
现金流量净额	100	54	13	31

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,824	1,850	2,299	2,760
营业成本	1,204	1,331	1,587	1,794
营业税金及附加	15	16	19	23
销售费用	181	176	218	262
管理费用	58	56	69	83
财务费用	6	14	17	19
研发费用	52	56	69	83
费用合计	296	301	373	447
资产减值损失	-961	-24	-14	-14
公允价值变动	-15	-10	-10	-10
投资收益	12	10	10	10
营业利润	-688	183	311	487
加：营业外收入	2	2	2	2
减：营业外支出	1	1	1	1
利润总额	-686	184	312	487
所得税费用	37	29	50	78
净利润	-723	155	262	410
少数股东损益	6	6	6	6
归母净利润	-729	149	256	404

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	22.1%	1.5%	24.3%	20.0%
归母净利润增长率	-470.0%	120.4%	72.3%	57.5%
盈利能力				
毛利率	34.0%	28.0%	31.0%	35.0%
四项费用/营收	16.2%	16.3%	16.2%	16.2%
净利率	-39.6%	8.4%	11.4%	14.8%
ROE	-63.4%	10.9%	16.3%	21.2%
偿债能力				
资产负债率	51.9%	51.2%	50.5%	46.4%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.2	3.6	3.6	3.6
存货周转率	6.7	6.6	6.6	6.6
每股数据(元/股)				
EPS	-3.91	0.80	1.37	2.16
P/E	-4.3	21.3	12.3	7.8
P/S	1.7	1.7	1.4	1.1
P/B	2.7	2.5	2.1	1.8

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。