

皮阿诺 (002853.SZ)

增持 (维持)

大宗业务战略调整中，零售渠道表现稳健

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 15.25 元

事件: 公司发布 2022 年中期报告, 2022H1 公司实现营业总收入 5.75 亿元, 同比减少 31.9%, 实现扣非归母净利润 0.41 亿元, 同比减少 55.3%; 其中, 单 Q2 公司实现营业总收入 3.39 亿元, 同比减少 32%, 实现扣非归母净利润 0.25 亿元, 同比减少 58.7%。

基础数据

总股本 (万股)	18654
已上市流通股 (万股)	11444
总市值 (亿元)	28
流通市值 (亿元)	17
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	-65.5
资产负债率	48.6%
主要股东	马礼斌
主要股东持股比例	51.11%

□ 橱柜下滑衣柜稳健, 门墙低基数下高成长。分产品来看, 公司 22H1 定制橱柜及其配套产品、定制衣柜及其配套产品、门墙实现营业收入 3.2/2.3/0.11 亿元, 分别同比-47.2%/+4.4%/+95.8%。在零售业务中, 受精装房、整装等渠道分流影响, 橱柜类产品销售额减少; 由于渗透率及客单值进一步提升, 衣柜等全屋类产品销售额有所增长。22H1 公司收入出现明显下滑, 主因基数问题 (21H1 积压家居需求集中释放) 及订单总量战略性下滑 (公司聚焦央企地产商以严控大宗业务风险), 但在多渠道拓展和大全案推进下, 公司零售业务仍保持增长。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	20	-12
相对表现	28	32	6



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 大宗业务结构调整致收入下滑, 零售渠道继续加强渠道开拓。分渠道来看, 公司 22H1 零售经销商渠道与大宗业务分别实现营收 3.61/1.99 亿元, 分别同比+6.8%/-59.6%。公司采用零售大宗双轮驱动的渠道营销模式。大宗渠道方面, 公司持续聚焦央企地产客户, 优化收入结构, 严控业务风险。零售渠道方面, 22H1 公司在整装、拎包、设计师渠道均取得亮眼成绩。其中, 公司合作开发了近 600 家整装/家装公司, 与全国各地 202 个楼盘项目达成拎包业务合作, 22H1 经销商通过整装/拎包渠道实现出库销售额分别约 3800/4100 万元; 全面快速推进设计师渠道建设, 在品牌中高端转型中迈出重要一步。此外, 公司持续加大智能家居投入, 在现有推广渠道基础上积极探索外部合作途径。

相关报告

- 1、《皮阿诺 (002853) —大宗业务风险逐步释放, 疫情延迟交付致 Q1 收入承压》2022-04-30
- 2、《皮阿诺 (002853) —零售升级大宗调整, Q3 业绩短期承压》2021-10-28
- 3、《皮阿诺 (002853) —业绩符合预期, 零售工程双轮驱动》2021-08-26

□ 毛利率下降、费用率上升, 整体盈利能力下降。公司 22H1 毛利率为 29.93%, 同比下降 3.7pcts。公司 22H1 销售/管理/研发费用率分别为 12.15%/4.55%/3.88%, 同比增长 2.4/1.4/0.8pcts, 主要由营业收入降幅较大导致。综合来看, 公司整体盈利能力略有下降, 22H1 扣非归母净利率同减 3.7pcts 至 7.09%。

□ 盈利预测及投资建议。我们预计公司 22-24 年实现归母净利润 2.06/2.43/2.76 亿元, 分别同比扭亏/18%/14%, 9 月 5 日股价对应 22 年 PE 为 14X, 维持“增持”投资评级。

□ 风险提示: 疫情风险, 原材料大幅波动风险, 大宗渠道风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1494	1824	1697	1976	2248
同比增长	2%	22%	-7%	16%	14%
营业利润(百万元)	257	(688)	261	308	351
同比增长	29%	-368%	-138%	18%	14%
归母净利润(百万元)	197	(729)	206	243	276
同比增长	12%	-470%	-128%	18%	14%
每股收益(元)	1.06	-3.91	1.10	1.30	1.48
PE	14.4	-3.9	13.8	11.7	10.3
PB	1.5	2.5	2.1	1.9	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
王鹏 S1090522040002
✉ wangpeng25@cmschina.com.cn
毕先磊 研究助理
✉ bixianlei@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2477	1567	1721	2032	2392
现金	892	611	577	762	1013
交易性投资	398	190	190	190	190
应收票据	733	161	408	457	474
应收款项	115	301	224	253	301
其它应收款	9	102	52	69	83
存货	281	180	231	260	287
其他	49	22	38	41	44
非流动资产	652	823	824	826	827
长期股权投资	0	4	4	4	4
固定资产	371	396	419	440	459
无形资产商誉	187	208	187	169	152
其他	94	215	214	213	213
资产总计	3129	2390	2545	2858	3219
流动负债	1000	1038	971	1082	1215
短期借款	40	75	0	0	0
应付账款	611	590	608	691	794
预收账款	148	157	156	179	205
其他	201	216	208	212	215
长期负债	121	202	200	200	201
长期借款	69	144	144	144	144
其他	52	58	56	56	57
负债合计	1121	1240	1171	1282	1415
股本	187	187	187	187	187
资本公积金	1049	1054	1054	1054	1054
留存收益	686	(90)	116	297	500
少数股东权益	87	(1)	17	38	62
归属于母公司所有者权益	1921	1151	1357	1537	1741
负债及权益合计	3129	2390	2545	2858	3219

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	218	(321)	114	306	383
净利润	216	(723)	224	264	300
折旧摊销	46	54	62	62	62
财务费用	9	13	6	3	2
投资收益	(6)	(12)	(6)	(8)	(6)
营运资金变动	(44)	353	(176)	(20)	19
其它	(2)	(7)	4	5	5
投资活动现金流	(321)	1	(58)	(56)	(58)
资本支出	(94)	(207)	(64)	(64)	(64)
其他投资	(227)	207	6	8	6
筹资活动现金流	600	34	(90)	(65)	(74)
借款变动	60	77	(82)	0	0
普通股增加	31	0	0	0	0
资本公积增加	559	5	0	0	0
股利分配	(40)	(47)	0	(62)	(73)
其他	(9)	(2)	(8)	(3)	(1)
现金净增加额	497	(287)	(34)	185	251

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1494	1824	1697	1976	2248
营业成本	985	1204	1139	1332	1515
营业税金及附加	11	15	14	17	19
营业费用	128	181	168	194	220
管理费用	56	58	54	61	70
研发费用	46	52	48	56	64
财务费用	8	6	6	3	2
资产减值损失	(15)	(1003)	(13)	(14)	(13)
公允价值变动收益	0	(15)	(11)	(9)	(11)
其他收益	5	10	7	7	7
投资收益	6	12	10	10	10
营业利润	257	(688)	261	308	351
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	257	(686)	261	308	352
所得税	41	37	38	45	51
少数股东损益	19	6	18	21	24
归属于母公司净利润	197	(729)	206	243	276

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	2%	22%	-7%	16%	14%
营业利润	29%	-368%	-138%	18%	14%
归母净利润	12%	-470%	-128%	18%	14%
获利能力					
毛利率	34.1%	34.0%	32.9%	32.6%	32.6%
净利率	13.2%	-40.0%	12.1%	12.3%	12.3%
ROE	12.7%	-47.5%	16.4%	16.8%	16.9%
ROIC	13.1%	-41.1%	15.7%	16.3%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	51.9%	46.0%	44.9%	44.0%
净负债比率	3.5%	9.4%	5.7%	5.0%	4.5%
流动比率	2.5	1.5	1.8	1.9	2.0
速动比率	2.2	1.3	1.5	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.8	5.2	5.5	5.4	5.5
应收账款周转率	2.0	2.8	3.1	2.9	3.0
应付账款周转率	1.9	2.0	1.9	2.1	2.0
每股资料(元)					
EPS	1.06	-3.91	1.10	1.30	1.48
每股经营净现金	1.17	-1.72	0.61	1.64	2.05
每股净资产	10.30	6.17	7.27	8.24	9.33
每股股利	0.25	0.00	0.33	0.39	0.44
估值比率					
PE	14.4	-3.9	13.8	11.7	10.3
PB	1.5	2.5	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	11.6	-5.4	10.5	9.3	8.3

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。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

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。