

与保利强强联合，三大驱动力促公司持续发展

证券研究报告

2023年06月06日

皮阿诺（002853.SZ）首次覆盖报告

核心结论

创始人于 2023 年 Q1 完成了对珠海鸿禄的股权转让后，保利集团通过下属公司合计持有公司 21.89% 的股份，公司实现了与保利集团的深度绑定，未来双方有望强强联合实现跨越式发展：

驱动力一：橱柜精装工程专业户。长期来看保利发展是本轮地产供给侧受益者，2022 年初提出了“进三争一”的新目标。保利聚焦核心市场，重点布局一、二线城市，精装修比例较高，公司定位中高端市场，品牌美誉度高，且工程经验丰富，我们认为双方强强合作能为消费者提供更好的产品和服务，而且橱柜与衣柜、地板等同属木作产品，制造和销售高度相似，双方合作有延伸潜力；

驱动力二：装配式内装开拓者。装配式装修不仅可以实现建筑行业的节能减排，同时可以标准化装修体系，确保住宅精装质量，提升住宅品质。保利作为积极承担社会责任与追求产品品质的企业，有较强大动力实施装配式装修，推动装配式装修行业发展。预计至 2030 年保利提供的装配式装修市场规模为 181 亿元。公司于制造端已做好开展装配式装修业务的准备，有望成为保利装配式装修环节唯一战略合作平台；

驱动力三：联合阿里，三方加快企业数字化转型。公司坚定中高端定制家居品牌战略，除持续深耕经销商渠道，还积极拓展整装、拎包、新零售、设计师等新渠道，进一步完善全渠道销售体系。同时，公司携手保利资本、阿里推动企业数字化转型，预计下单错缺漏、沟通成本高、周期长等问题有望解决，大幅提升运营效率，加快追赶头部定制企业规模。

保利入股后公司工程、零售业务得到全面赋能，公司公告 23 年关联交易不超 5.2 亿元，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.03 亿元、2.93 亿元、3.57 亿元，对应 EPS 1.09、1.57、1.91 元/股，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应 2023 年目标价 21.80 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：房地产业回落风险；市场竞争加剧风险；协同效应不及预期风险。

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,824	1,452	1,756	2,228	2,633
增长率	22.1%	-20.4%	21.0%	26.9%	18.2%
归母净利润（百万元）	(729)	154	203	293	357
增长率	-470.0%	121.1%	32.1%	44.4%	21.9%
每股收益（EPS）	(3.91)	0.82	1.09	1.57	1.91
市盈率（P/E）	-	21.2	16.1	11.1	9.1
市净率（P/B）	2.8	2.6	2.2	1.8	1.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码 002853.SZ

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 17.46

近一年股价走势



分析师

李华丰 S0800521070003

18516181967

lihuafeng@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点4

 关键假设4

 区别于市场的观点4

 股价上涨催化剂4

 估值与目标价4

皮阿诺核心指标概览5

一、历尽千帆，成就中高端定制家居领先企业6

 1.1 厚积薄发，开创新篇章6

 1.2 股权相对集中，保利成为第二大股东7

 1.3 业绩稳健增长，风险释放充分8

二、保利“进三争一”，公司协同发展9

 2.1 央企地产龙头，市占率不断提升9

 2.2 聚焦核心市场，精装比例高10

 2.3 深度绑定助力工程业务快速放量11

三、绿色建造大势所趋，争做装配式装修引领者13

 3.1 装配式装修是未来趋势13

 3.2 争做装配式装修开拓者16

四、多渠道发力开拓零售市场，携手阿里实现数字化管理17

 4.1 拓展新渠道，完善销售体系17

 4.2 携手阿里打通零售终端数字化18

五、盈利预测及投资建议19

 5.1 关键假设及盈利预测19

 5.2 相对估值20

 5.3 投资建议21

六、风险提示21

图表目录

图 1：皮阿诺核心指标概览图5

图 2：公司主要产品6

图 3：公司发展历程7

图 4：2023 年 6 月公司股权结构7

图 5：2018-2022 年公司营业收入及增速8

图 6：2018-2022 年公司不考虑信用减值损失的归母净利润及增速8

图 7: 2022 年应收账款+票据的账面余额、坏账准备及计提比例	8
图 8: 可比公司信用减值损失及计提情况	8
图 9: 保利 2012-2022 年销售面积及同比增速	9
图 10: 保利 2012-2022 年市占率（销售面积维度）	9
图 11: 保利 2013-2022 年综合融资成本	9
图 12: 2018-2022 年保利与可比公司净负债率	9
图 13: 2018-2022 年保利与可比公司扣除预收款的资产负债率	10
图 14: 2018-2022 年保利与可比公司现金短债比	10
图 15: 保利 2012-2022 年竣工面积及同比增速	10
图 16: 保利各线城市销售面积占比	10
图 17: 保利 2018-2022 年新增土储建面城市能级占比	11
图 18: 保利 2012-2022 年拓展容积率面积	11
图 19: 2021 年度中国房地产竞争力十强供应商—橱柜	12
图 20: 皮阿诺 2018-2022 年工程渠道营收及增速	12
图 21: 装配式装修 12 大系统	15
图 22: 公司搭建全渠道销售体系	18
图 23: 2018-2022 年公司零售渠道营收及增速	18
图 24: 每平每屋设计家居 AIGC 技术及应用场景图谱	19
表 1: 2022 年橱柜配套品牌份额情况	11
表 2: 2023-2030 年保利预计为皮阿诺创造的营收	13
表 3: 传统装修与装配式装修的区别	13
表 4: 装配式建筑相关政策	15
表 5: 装配式建筑评分标准	16
表 6: 2023-2030 年保利预计提供的装配式装修市场规模	17
表 7: 公司 2017-2021 年零售渠道门店数量（家）	17
表 8: 公司 2022-2024 年盈利预测（单位：万元）	20
表 11: 可比公司估值	20

投资要点

关键假设

营收方面，公司采用大宗业务模式和零售经销模式双轮驱动的复合营销模式。2023-2025年，宏观角度：一方面保交楼政策推动下，定制家居作为地产链竣工端产品需求有望同比改善，另一方面新冠疫情对生产生活的影响将显著下降；经营角度：2023年3月公司创始人完成了对珠海鸿禄的股权转让（至此保利集团通过下属企业合计持有公司21.89%的股份），实现了与保利发展的深度绑定。协同发展下保利发展有望为公司提供更多订单，带动公司大宗业务快速发展。同时零售渠道在多模式推动下有望维持较快增速。

毛利率方面，2023-2025年，原材料价格上涨对公司毛利率的负向影响不容忽视，但考虑到2023-2025年营收到回到上升通道，会分摊固定成本，因此预计2023-2025年毛利率小幅持续改善。2023-2025年毛利率预计分别为30.22%、31.01%、31.37%。

基于以上分析，我们预计2023-2025年零售渠道营收分别为9.81、11.48、13.78亿元，同比+15%、+17%、+20%；工程渠道营收分别为7.30、10.30、12.00亿元，同比+30.38%、+41.12%、+16.55%。综上，我们预计2022-2024年公司分别实现营业收入17.56亿元、22.28亿元、26.33亿元，同比增长20.97%、26.87%、18.18%。实现归母净利润2.03亿元、2.93亿元、3.57亿元，同比增长32.1%、44.4%、21.9%。

区别于市场的观点

市场担心公司发展速度慢，成长性差。我们认为，公司工程与零售双轮渠道，工程端，虽停止与高风险房企合作损失大量订单，但已与保利发展完成深度绑定，有望成为保利的“橱柜工程部”，并进一步提供衣柜、墙板、地板等木作产品。长期来看，保利是本轮地产供给侧受益者，公司未来有望借保利发展的东风实现高速增长；零售端，公司作为国内首家橱柜上市公司，在市场中成功塑造了中高端品牌形象，一方面公司传统经销门店数量远小于竞争对手，仍有大量空白区域可开拓，另一方面公司正积极开展整装、拎包、设计师、线上新渠道建设并于2022年上半年取得较快进展，有望持续促进零售业务业绩增长。

股价上涨催化剂

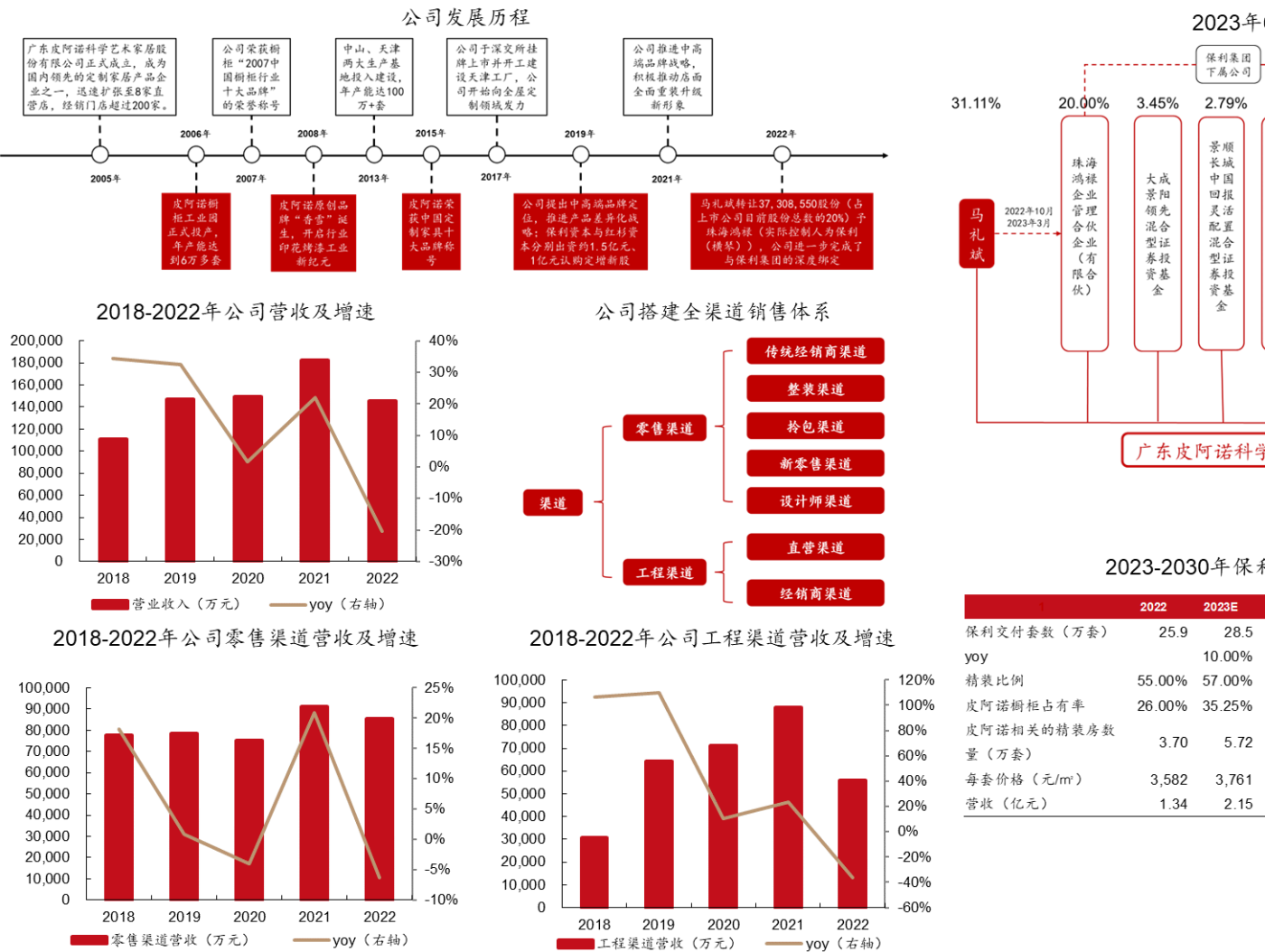
1) 保利发展协同效应超预期；2) “保交楼”速度超预期；3) 拎包、整装、设计师、新零售等渠道拓展超预期。

估值与目标价

我们预计公司2023-2025年实现归母净利润2.03亿元、2.93亿元、3.57亿元，对应EPS 1.09、1.57、1.91元/股，给予公司2023年20倍PE，对应2023年目标价21.80元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

皮阿诺核心指标概览

图 1：皮阿诺核心指标概览图



资料来源：公司官网，公司财报，西部证券研发中心

一、历尽千帆，成就中高端定制家居领先企业

1.1 厚积薄发，开创新篇章

深耕行业多年，忠于独创，致力打造中高端定制家居。公司设立于2005年，坚守中高端市场战略定位，已成为国内领先的定制家居产品企业之一。作为科学艺术家居的倡导者和定制家居的践行者，公司经过二十年的经营积累，凭借突出的独创设计、精益品质、市场开拓能力和以客户为中心的服务态度，获得较高的市场口碑和品牌忠诚度。

公司专业从事中高端定制橱柜、衣柜、门墙及其配套家居产品的研发、设计、生产、销售、安装与售后等服务，目前已拥有完整产业链。

图2：公司主要产品



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

回溯公司的发展历程，大致可划分为三个发展阶段：

第一阶段：初露锋芒，把握市场机遇（2005-2008）

2005年，公司正式成立，迅速扩张至8家直营店，经销门店超过200家。2006年，皮阿诺橱柜工业园正式投产，年产能达到6万多套。2007年，公司荣获橱柜“2007中国橱柜行业十大品牌”的荣誉称号，在橱柜行业崭露头角。2008年，皮阿诺原创品牌“香雪”诞生，引领印花烤漆的风潮，开启行业印花烤漆工业新纪元。

第二阶段：多方位蓄势，全产业链战略启航（2009-2016）

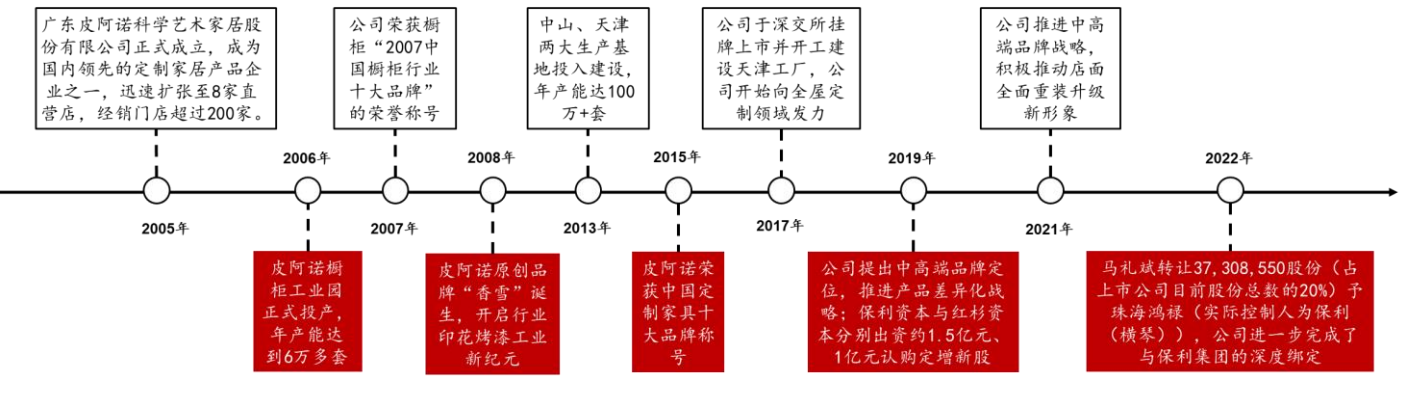
2009年，公司正式切入衣柜市场。2010年，橱柜生产厂区扩容顺利完成，年产能突破10万套。2013年，中山、天津两大生产基地投入建设，年产能达100万+套。2014年，公司注重提升服务水平，推出“6年质保，7星定制”服务标准。2015年，皮阿诺荣获中国定制家具十大品牌称号。

第三阶段：坚定中高端品牌定位，深度绑定优质房企（2017-至今）

2017年3月，公司于深交所挂牌上市。同年，天津工厂开工建设，公司开始向全屋定制领域发力。2019年，公司提出中高端品牌定位，推进产品差异化战略。同年，保利资本与红杉资本分别出资约1.5亿元、1亿元认购定增新股。2020年，公司完成四大基地布局。

2021 年，为推进中高端品牌战略，公司积极推动店面全面重装升级新形象。2022 年 10 月，实际控制人马礼斌分 2 次转让其所持有的上市公司 37,308,550 股（占上市公司目前股份总数的 20%）予珠海鸿禄（实际控制人为保利集团下属的保利（横琴）），公司进一步完成了与保利集团的深度绑定。

图 3：公司发展历程



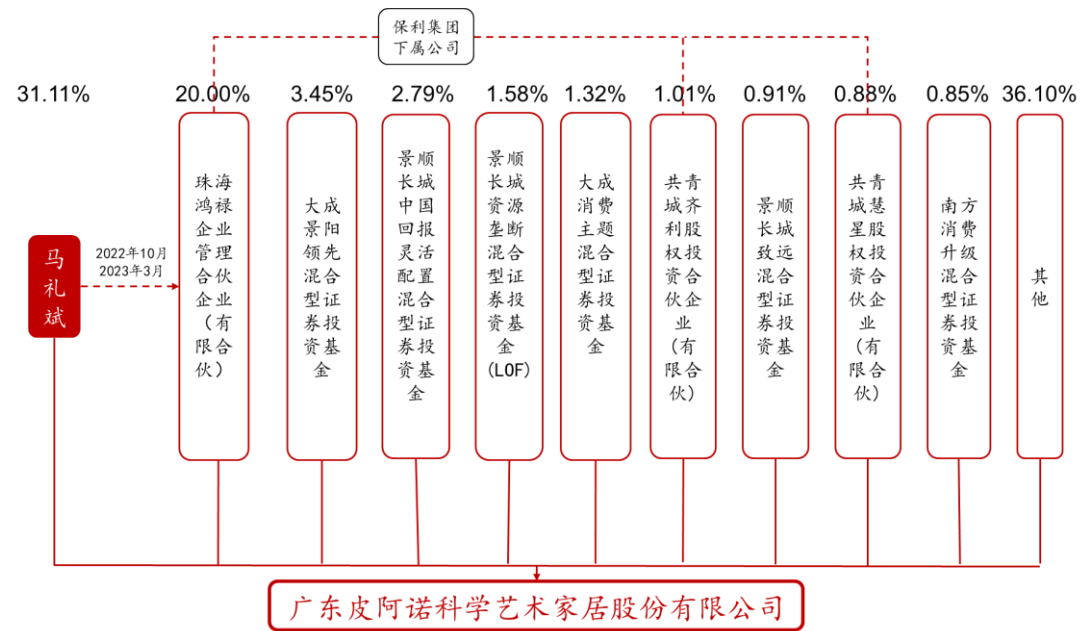
资料来源：公司官网，关于控股股东，实际控制人协议转让公司股份暨权益变动的提示性公告（20221018），西部证券研发中心

1.2 股权相对集中，保利成为第二大股东

2023 年一季报披露，公司股票主要由自然人及机构持有，公司创始人马礼斌为公司第一大股东、实际控制人、董事长兼总经理，持股比例为 38.36%，第二大股东为珠海鸿禄（执行事务合伙人为保利资本），持股比例为 12.75%。

2023 年 3 月，马礼斌完成了将其持有的 37,308,550 股（占上市公司目前股份总数的 20%）转让给珠海鸿禄的事项，首次转让发生于 2022 年 10 月，以 14.9 元/股的价格转让 23,784,200 股（占上市公司股份总数的 12.75%）；二次转让发生于 2023 年 3 月，以 16.1 元/股的价格转让 13,524,350 股（占上市公司股份总数的 7.25%）。截至 2023 年 6 月 4 日，保利集团通过珠海鸿禄、共青城慧星、共青城齐利合计持有公司 21.89% 的股份。

图 4：2023 年 6 月公司股权结构



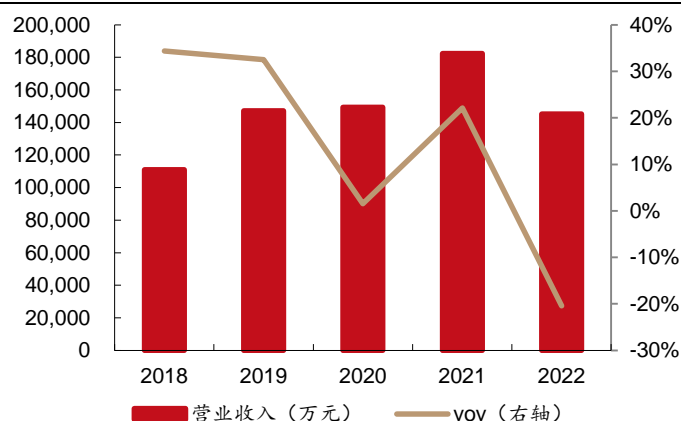
资料来源：Wind，西部证券研发中心；备注：假设 2023 年一季报至今，除马礼斌和珠海鸿禄外的其它股东持股数未发生变化

1.3 业绩稳健增长，风险释放充分

高质量经营，营收稳增长。2018-2022年，公司营收从11.10亿元提升至14.52亿元，复合增长率6.93%，主要系公司定制厨柜和衣柜业务稳中有升。2022年公司实现营业收入14.52亿元，同比下降20.40%，主要为降低风险，受严控大宗工程业务影响。

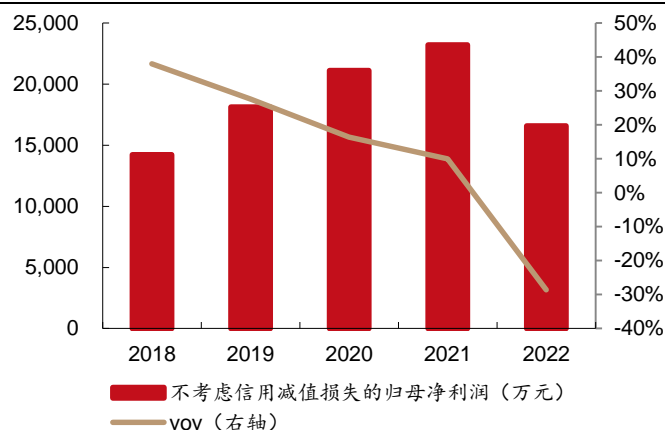
利润端，2018-2020年，公司保持利润上涨态势，归母净利润从1.42亿元提高至1.97亿元。2021年，一方面原材料价格上升致使公司生产成本上升，毛利率略有下滑；另一方面地产调控下部分房企风险暴露，公司部分应收账款/票据预计无法收回，计提大额减值，导致归母净利润-7.29亿元。2022年公司积极调整大宗客户结构，拓展工程代理渠道和零售渠道，实现归母净利润1.54亿元。

图 5：2018-2022 年公司营业收入及增速



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 6：2018-2022 年公司不考虑信用减值损失的归母净利润及增速



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

计提减值充分，未来轻装上阵。在“住房不炒”定位指导下，受三道红线、集中供地、贷款集中度管理等房地产宏观调控政策影响，2021年下半年开始，多家房地产商出现信用危机，债务违约，商票逾期，多个大型房企资金暴雷，房地产行业经历了一个严冬。曾依靠高周转，高负债模式崛起的巨头地产商经营承压，现金流紧张，面临产能出清。面对部分合作地产公司暴露的风险，公司迅速中断与其的合作，并妥善处理相关应收票据、账款。2021年，公司计提信用减值损失9.61亿元，其中对率先出险的恒大地产计提减值比例达80%，计提减值充分。

图 7：2022 年应收账款+票据的账面余额、坏账准备及计提比例

公司名称	账面余额	坏账准备	计提比例 (%)
恒大	992,524,401	794,019,521	80%
中南	102,199,970	33,387,576	33%
海伦堡	12,090,501	3,627,150	30%
正荣	9,519,493	3,563,851	37%
奥园	9,639,492	3,829,756	40%
富景居	1,447,388	1,447,388	100%
龙光	9,276,065	3,534,419	38%
中梁	1,821,886	546,566	30%
海南川通建筑装饰工程有限公司	897,582	897,582	100%
广东安乐窝网络科技有限公司	1,973,684	1,973,684	100%
合计	1,141,390,462	846,827,495	74%

资料来源：各公司财报，西部证券研发中心

图 8：可比公司信用减值损失及计提情况

证券简称	信用减值损失 (万元)					按单项计提口径	
	2019年	2020年	2021年	2022年	合计	账面余额-坏账准备 (万元)	未计提比例
嘉寓股份	(4,119)	(4,272)	(84,629)	(19,288)	(112,308)	32,112	30%
帝欧家居	(5,281)	(5,913)	(30,891)	(67,200)	(109,285)	117,188	61%
东鹏控股	(3,217)	(5,410)	(77,184)	(15,361)	(101,172)	23,090	25%
皮阿诺	(610)	(1,399)	(96,076)	(1,211)	(99,296)	29,456	26%
蒙娜丽莎	(454)	(1,858)	(18,577)	(56,911)	(77,799)	64,591	49%
江山欧派	(1,802)	(7,426)	(13,010)	(53,945)	(76,182)	24,105	26%
索菲亚	(429)	(2,532)	(64,991)	(3,629)	(71,580)	20,990	24%
我乐家居	(1,227)	(1,666)	(40,903)	(1,883)	(45,680)	12,968	26%
兔宝宝	(784)	(5,820)	(11,077)	(20,587)	(38,268)	19,565	61%
欧派家居	(807)	(1,655)	(10,831)	(9,979)	(23,272)	4,400	37%
王力安防	551	(2,568)	(2,101)	(16,057)	(20,176)	29,300	70%
友邦吊顶	(1,062)	(375)	(12,714)	(605)	(14,756)	3,866	25%

资料来源：各公司财报，西部证券研发中心

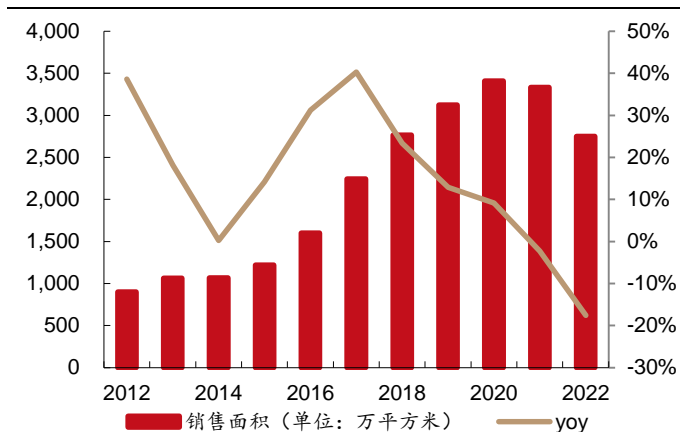
二、保利“进三争一”，公司协同发展

2.1 央企地产龙头，市占率不断提升

保利发展是国内规模最大的央企地产公司，连续14年保持房地产行业央企第一，排名《福布斯》2022年度全球2000强企业190位，位居2023年中国房地产百强企业首位。在年初2022年度工作会议上，保利发展董事长刘平提出了“进三争一”的新目标。

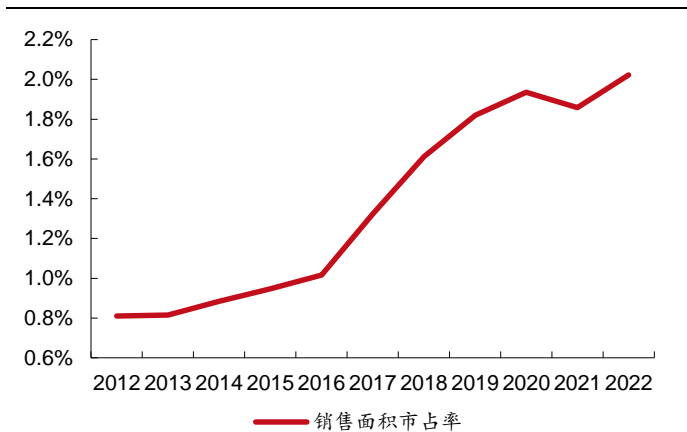
保利发展始终保持稳定增长，2012-2022年间，销售金额由1017亿元增长至4573亿元，年复合增速达16.22%；销售面积由901万平方米增长至2748万平方米，年复合增速达11.79%。2022年，公司销售金额和销售面积虽有所下滑（-14.5%、-17.6%），但同比降幅低于行业平均（-26.7%、-24.3%），市场排名升至行业第二，完成了2017年提出的“重回前三”的目标，在全国的商品房销售面积市占率也进一步提升至2.02%。

图9：保利2012-2022年销售面积及同比增速



资料来源：保利发展公司财报，西部证券研发中心

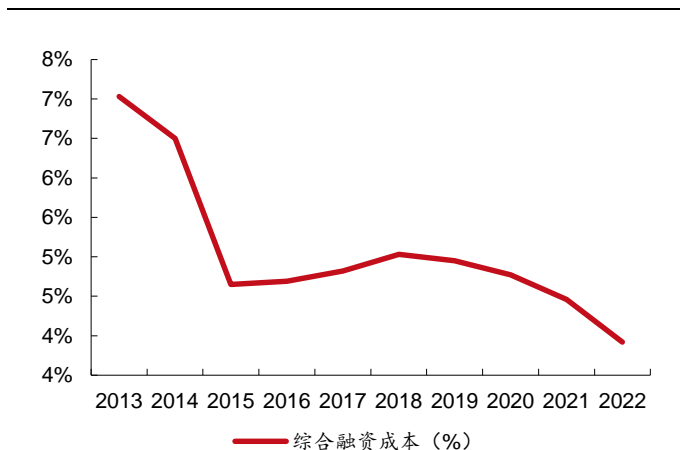
图10：保利2012-2022年市占率（销售面积维度）



资料来源：保利发展公司财报，国家统计局，西部证券研发中心

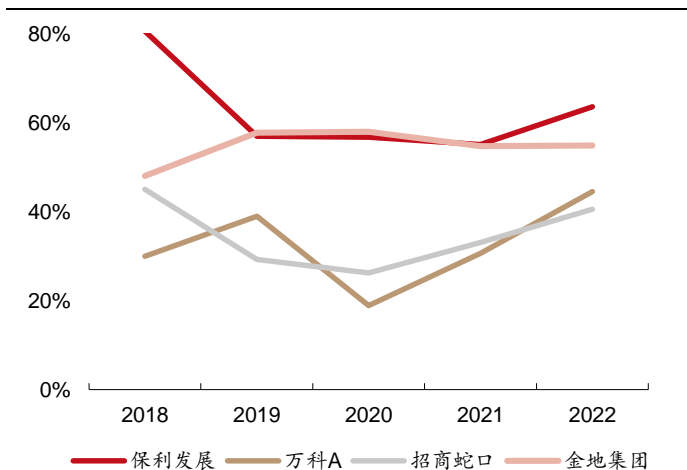
融资优势突出，“三道红线”指标保持绿档。凭借央企身份及稳健的经营风格，保利在融资端持续受益，2022年，公司综合融资成本约3.92%，较2021年下降0.54个百分点，低于招商蛇口（3.89%）、金地集团（4.54%）、万科（4.06%）、新城控股（6.52%）等品牌房企。截至2022年底，公司净负债率为63.6%，扣除预收款的资产负债率为68.4%，剔除受监管的预售资金以及其他受限制现金后的非受限现金短债比为1.57，各项指标均符合“三道红线”中绿档企业标准。

图11：保利2013-2022年综合融资成本



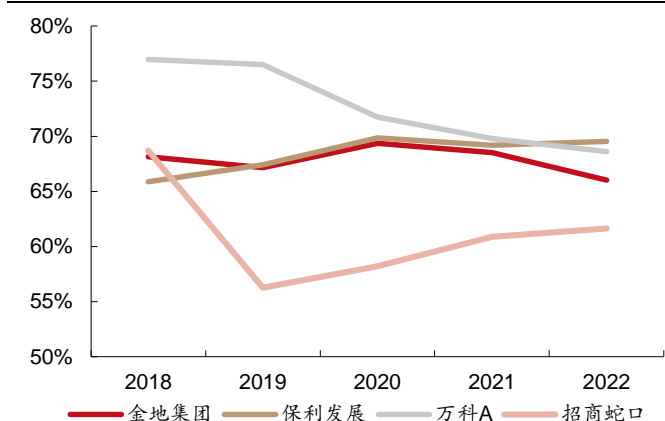
资料来源：保利发展公司财报，西部证券研发中心

图12：2018-2022年保利与可比公司净负债率



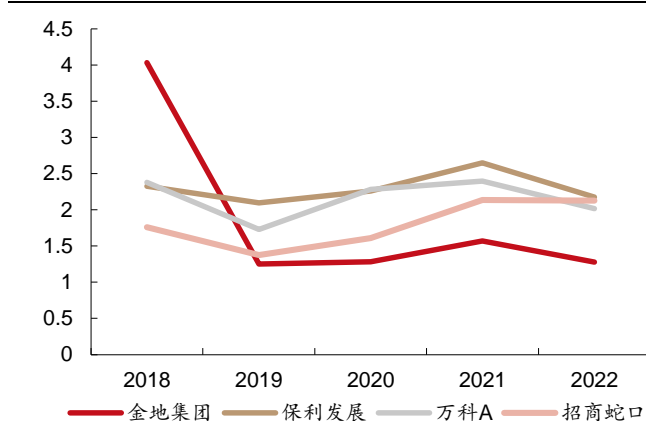
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 13: 2018-2022 年保利与可比公司扣除预收款的资产负债率



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 14: 2018-2022 年保利与可比公司现金短债比



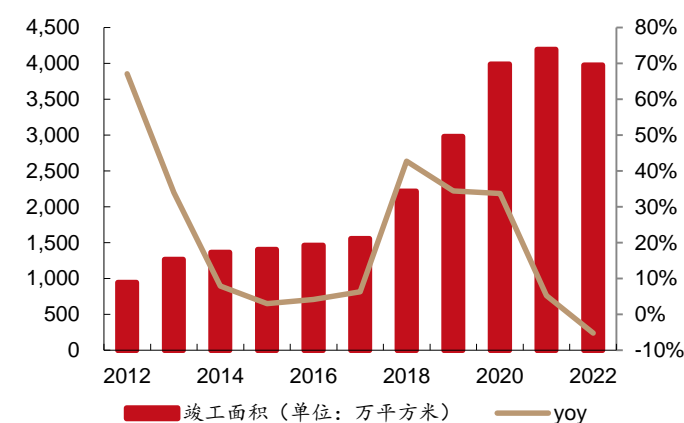
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2.2 聚焦核心市场，精装比例高

作为央企，保利始终保持定力和韧性，坚持“长期主义”“精益求精”，坚持把“为客户创造价值”放在首位，高度重视交付工作，创建并不断优化“6321 交付力体系（提前 6、3、2、1 个月进行竣工验收、查验、制定交付方案、第三方验收）”。2022 年，面对行业下行，公司建立了多维度竣工、交付风险防范机制，加强风险排查与督办力度，全年实现竣工面积 3975 万平方米，品质交付 25.9 万套（同比增长 26%），积极践行企业责任与担当。随着公司竞争力不断提升，竣工面积预计会随销售面积提升而不断增加。

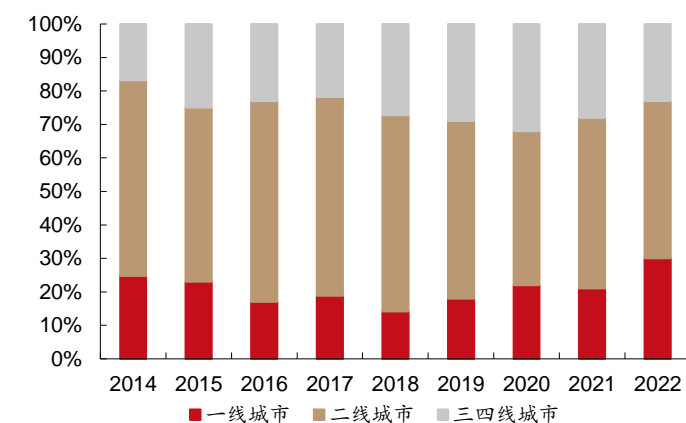
经营策略方面，保利始终聚焦核心城市，坚持一、二线为主的布局策略，竞争优势不断强化，2014 年至今，公司一、二线城市销售面积始终保持在 70%左右。据中指研究院统计，2023 年 Q1，我国一线城市精装修率约为 88%，二线城市约 44%，三四线城市约 30%，较去年同期均有所提升；分企业看，保利所开发的项目中，约 60%的项目为精装修项目。重点布局一、二线城市决定了保利所开发项目的精装修比例处于较高水平，也决定了保利对于精装修所涉及的建材、家居品类有较多的需求。

图 15: 保利 2012-2022 年竣工面积及同比增速



资料来源: 保利发展公司财报, 西部证券研发中心

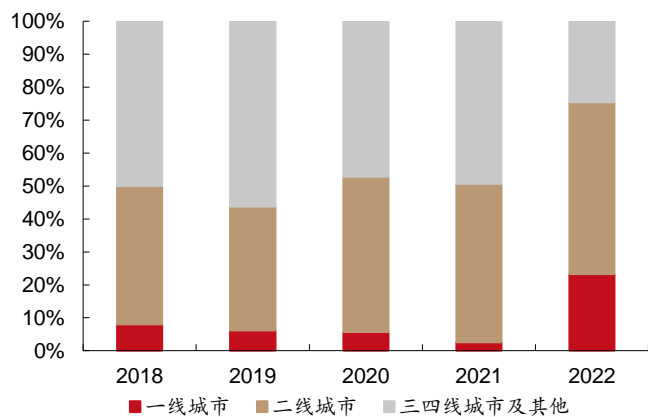
图 16: 保利各线城市销售面积占比



资料来源: 中指研究院, 西部证券研发中心

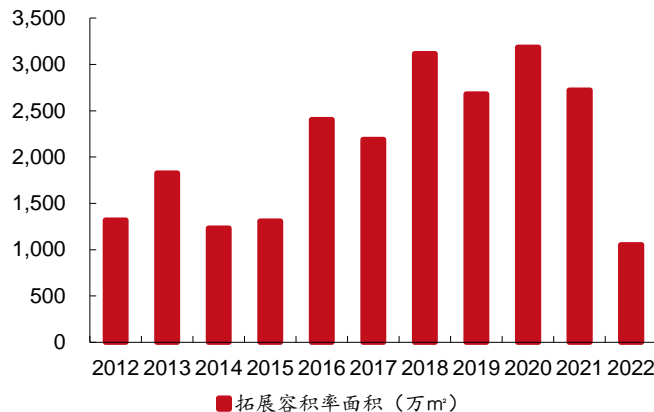
2022年，面对地产行业的深度调整，全年土地成交规模降至近十年新低，房企的投资强度大幅下降。保利依靠其充裕的现金流和较低的融资成本，积极把握高质量、高利润率土地机会，保持投资定力，全年拓展项目91个，其中一、二线城市项目占比94%，拓展容积率面积1054万平方米。积极拓储叠加重点布局高能级城市下，未来保利预计会有更多精装房落地，带动精装修相关建材、家居品类需求提升。

图 17：保利 2018-2022 年新增土储建面城市能级占比



资料来源：保利发展公司财报，西部证券研发中心

图 18：保利 2012-2022 年拓展容积率面积



资料来源：保利发展公司财报，西部证券研发中心

2.3 深度绑定助力工程业务快速放量

工程业务端一直是皮阿诺大力发展的重点，公司是行业内最早将大宗业务作为核心发展战略的企业。精装橱柜市场庞大，据奥维云网统计，2022年中国房地产市场精装项目渗透率为40.1%，同比上涨3.0个百分点，橱柜配套率在95%以上，而占据精装橱柜市场最大份额的仍然为定制（即无品牌力的中小企业），品牌企业仍具有较大发展潜力。

表 1：2022 年橱柜配套品牌份额情况

排名	品牌	2022 年品牌份额	2021 年品牌份额	份额同比
1	订制	36.0%	41.9%	-5.9%
2	欧派	14.2%	9.9%	4.3%
3	金牌	8.8%	7.1%	1.7%
4	博洛尼	6.4%	3.1%	3.3%
5	志邦	5.8%	4.1%	1.7%
6	柏厨	3.9%	2.5%	1.4%
7	索菲亚	2.6%	2.2%	0.4%
8	现代筑美家居	2.2%	6.5%	-4.3%
9	优菲	1.7%	2.4%	-0.7%
10	皮阿诺	1.4%	2.4%	-1.0%

资料来源：奥维云网，西部证券研发中心

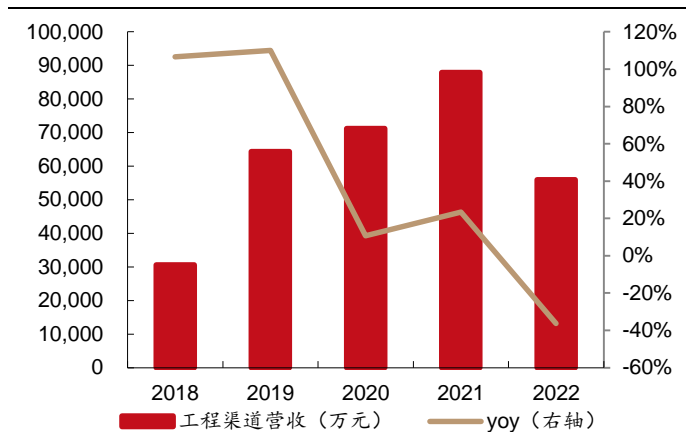
公司采用直营+经销商并重的销售模式，已服务客户覆盖保利、中海、华润等全国 TOP10 地产商，并持续扩展全国前 50 地产客户。近年来，公司接连获评中国房地产竞争力十强供应商橱柜类第一、中国房地产产业链战略诚信领军企业、中国房地产开发企业 500 强首选供应商等殊荣。2017-2021 年，公司大宗渠道营收由 1.48 亿元提升至 8.79 亿元，营收复合增速达 56.01%，营收占比由 17.94 提升至 48.18%。2022 年，公司积极调整客户结构，减少与高风险客户的合作，工程业务受到影响，营收降至 5.60 亿元。

图 19：2021 年度中国房地产竞争力十强供应商—橱柜

品牌	公司名称
皮阿诺橱柜	广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司
志邦家居	志邦家居股份有限公司
欧派	欧派家居集团股份有限公司
金牌厨柜	金牌厨柜家居科技股份有限公司
我乐橱柜	南京我乐家居股份有限公司
青岛有屋科技	青岛有屋科技有限公司
优菲家居youfeel	青岛裕丰汉唐木业有限公司
柏厨家居	宁波柏厨集成厨房有限公司
博洛尼	科宝博洛尼（北京）装饰工程有限公司
百得胜	苏州百得胜全屋整装家居有限公司
赫斯帝橱柜	江苏赫斯帝橱柜有限公司
蓝乔家居	广东蓝乔家居有限公司

资料来源：《2021 地产供应链行业评选年度榜单》，西部证券研发中心

图 20：皮阿诺 2018-2022 年工程渠道营收及增速



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

皮阿诺与保利集团股权层面的合作开始于 2021 年：保利集团下属的保利资本参与了公司的定增，持股比例达 4.18%。保利发展也一直是皮阿诺的重要客户，双方在业务层面合作密切：2022 年保利发展为皮阿诺第二大客户，销售额约 1.34 亿元，占年度销售总额比例约 9.20%。2023 年 4 月，公司发布关联交易公告，公司及子公司预计 2023 年度与保利集团的日常关联交易金额预计不超过 5.2 亿元。

2022 年，保利发展实现交付 25.9 万套。据中指研究院统计，2022 年 1-10 月保利所开发的项目中，约 55% 的项目为精装修项目，假设 2022 年全年保利项目精装修率为 55%，则 2022 年保利交付了精装房 14.2 万套。假设精装房中橱柜的配套率为 100%，则 2022 年保利对橱柜的需求量为 14.2 万套。2022 年，皮阿诺橱柜实现营收 8.24 亿元，销售 22.99 万套，平均每套售价 3582 元/套，假设按此价格销售给保利发展，则 2022 年皮阿诺向保利销售橱柜 3.74 万套，占保利橱柜总需求的 26%。

2022 年地产行情大幅下滑，“以销定产”成为各房企的经营策略，即房企每年交付数量与当年销售情况高度相关。假设保利 2023-2030 年销售面积复合增速为 10%（2012-2022 年间年复合增速为 11.79%。），交付套数增速与销售面积增速保持一致为 10%，则 2023-2030 年保利预计交付套数为：28.5、31.3、34.5、37.9、41.7、45.9、50.5、55.5 万套。

考虑到保利在高能级城市开发的项目占比不断提升以及对装修品质的要求不断提升，我们假设保利 2023-2030 年商品房精装修比例逐步提升至 71%。2023 年初，马礼斌完成了股权转让，皮阿诺实现了与保利集团的深度绑定，我们假设协同效应下，皮阿诺在保利发展的橱柜占有率到 2030 年提升至 100%。考虑到通货膨胀，假设橱柜套均价每年以 5% 的速度上涨。则至 2030 年保利预计为皮阿诺提供营收 20.86 亿元。若考虑衣柜、门墙等产品，则创造的营收有望进一步提升。

展望未来，支撑房地产行业持续向好的基本面没有改变，保利凭借精准把握城市分化带来的结构性机会以及准确匹配客户品质需求的提升，有望实现长期持续健康发展，持续为皮阿诺提供可观订单。

表 2：2023-2030 年保利预计为皮阿诺创造的营收

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保利交付套数（万套）	25.9	28.5	31.3	34.5	37.9	41.7	45.9	50.5	55.5
yoy		10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
精装比例	55.00%	57.00%	59.00%	61.00%	63.00%	65.00%	67.00%	69.00%	71.00%
皮阿诺橱柜占有率	26.00%	35.25%	44.50%	53.75%	63.00%	72.25%	81.50%	90.75%	100.00%
皮阿诺相关的精装房数量（万套）	3.70	5.72	8.23	11.30	15.05	19.59	25.05	31.60	39.42
每套价格（元/m²）	3,582	3,761	3,949	4,147	4,354	4,572	4,800	5,040	5,292
营收（亿元）	1.34	2.15	3.25	4.69	6.55	8.96	12.03	15.93	20.86

资料来源：保利发展公司财报，西部证券研发中心

三、绿色建造大势所趋，争做装配式装修引领者

实现 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和是党中央经过深思熟虑作出的重大战略部署，也是有世界意义的应对气候变化的庄严承诺，需要各行业共同努力。根据《中国建筑能耗研究报告（2020）》，2018 年建筑行业全生命周期碳排放占全国碳排放总量的 51%，建筑领域的能效水平亟需提升。

3.1 装配式装修是未来趋势

装配式装修，又称为工业化装修，是指采用干式工法将工厂生产的内装部品在现场进行组合安装的装修方式。相较于传统的湿法装修（工作效率低下，工程质量参差不齐，产生大量建筑垃圾对环境造成污染），装配式装修实现了精细化生产，降低施工误差；标准化装配式施工效率高，工厂现场两地同步进行，工期可缩短 70%以上；健康环保，无水无尘无噪音，不扰民，无需晾晒直接入住。

表 3：传统装修与装配式装修的区别

	传统装修	装配式装修
1 墙面	1. 施工工序复杂，人为影响因素大； 2. 湿作业易发生空鼓、脱落、渗水等问题； 3. 易受损，不耐脏，清洁维护困难； 4. 受气候影响大，施工周期长。	1. 干法施工，安全环保； 2. 质量稳定，不受气候影响； 3. 龙骨调平，精准快速； 4. 耐污、耐刮擦、易清洁； 5. 可以局部更换，维修方便。
2 隔墙	1. 改变室内格局需要凿墙，破坏性大，居住适应性差； 2. 隔墙为承重墙时，不能进行格局改变； 3. 湿作业易出现空鼓、渗水等问题； 4. 前面平整度、垂直度受工人水平影响； 5. 拆改噪音大，环境污染重。	1. 轻钢龙骨隔墙自重轻，节约空间； 2. 可变性强，便于维修； 3. 干法施工，施工速度快； 4. 尺寸与定位精准，质量易把控； 5. 现场整洁干净，安全环保； 6. 施工时间至少缩短 200%。
3 地面	1. 水泥砂浆找平自流平，工序复杂； 2. 湿作业，地面荷载较重； 3. 依赖人工水平，质量难控制； 4. 施工周期长；	1. 自调平技术，高度可调节，地面平整度高； 2. 完全干作业施工，安装速度快； 3. 地面减重 60%以上； 4. 地面空腔走线，不破坏建筑主体；

	传统装修	装配式装修
	5. 地暖管道检修困难。	5. 防水防潮性能好；
		6. 地暖模块排布和检修方便。
4 吊顶	1. 工序多，吊筋、打孔、拼板，施工复杂； 2. 需挖孔开洞预留电器位置，造成材料浪费； 3. 受气候影响大，延长施工周期。	1. 吊顶材料工业化标准生产，现场直接拼装，无材料浪费； 2. 安装快速，施工周期短； 3. 灵活组合，实现吊顶、取暖、换气、照明一次性完成安装。
5 厨房	1. 工序复杂，施工周期长； 2. 铺贴瓷砖易出现空鼓、脱落等问题； 3. 收纳模块、电器等与建筑主体的破坏性连接。	1. 干法施工，快速安装； 2. 实现多种功能叠加； 3.提升空间收纳能力； 4.杜绝传统铺贴瓷砖空鼓脱落的问题。
6 卫生间	1. 工序复杂，施工周期长； 2. 防水施工有难度，易出现渗漏。	1. 干法施工，地面减重 70%； 2. 装配式淋浴房无需降板，尺寸灵活 3. 墙体占用空间远小于整体卫浴。
7 套装门窗	1. 制作周期长； 2. 材料的质量难控制； 3. 门窗的精度受制于土建的精度； 4. 颜色难以和内装统一； 5. 易松动，使用寿命短。	1. 采用无醛、防水、防火材料，耐刮擦、抗变形、耐久性强； 2. 和装配化墙面适配，解决门窗洞口； 3. 与墙体同色，风格统一美观； 4. 无需裁切开孔，直接组装，快速方便。
8 管线	1. 管线开槽填埋，户界不清； 2. 上下层易干扰，检修麻烦； 3. 破坏主体结构，缩短建筑使用寿命； 4. 施工噪音大，建筑垃圾多。	1. 管线与结构分离，空腔走线，检查维修方便； 2. 同层排水，胶圈承插易操作； 3. 保护主体结构，延长建筑寿命； 4. 建筑垃圾少，环保节能。
9 工序	1. 涉及到水电工、木工、泥瓦工、油漆工、石匠等十多个工种； 2. 涉及到主体拆改、水电改造、刷墙贴砖、吊顶地板安装等十几道工序； 3. 复杂，责任难分，质量风险环节多。	1. 工种需求少，只需木工即可； 2. 工序简单，现场只需完成拼装即可； 3. 流程明确，无施工间歇。
10 工期	1. 耗时费力，一般普通家装 100 平米平层需要 75 天左右； 2. 需要通风 2-3 个月再入住。	1. 省时省力，一套 100 平米平层 20 天内即可装配完成； 2. 即装即住，没有间歇。
11 流程	1.靠合约规定与人工控制装修流程推进信息不及时，监督控制不便。	1.信息化流程管理，通过 BIM 的应用贯穿设计、生产、施工、运维全过程。
12 预算	1.费用变化项目多，预算控制难。	1.设计阶段即可快速算量计价，控制成本在预算范围内。
13 成本	1. 施工周期长，人工成本高； 2. 依赖人工，原材料损耗大； 3. 现场管理成本高； 4. 后期运营维护成本高。	1. 工期缩短，人工成本大幅降低； 2. 标准化生产不浪费原材料； 3. 快速交付，快速盈利； 4. 后期运营维护成本降低。
14 材料	1. 原材料种类多，质量参差，各个环节都存在质量风险，难以控制； 2. 现场加工作业多，浪费大； 3.一次性使用，不易拆改回收。	1. 装配化内装部品集成，成品均达到国家环保指标，风险环节少； 2. 业化生产，浪费少； 3. 可拆改回收，节能环保； 4. 专利技术应用，提高表现力。
15 品质	1. 严重依赖工人的个人技术水平，质量难以保证； 2. 湿作业容易出现开裂、漏出、空鼓等质量问题，初期难以发现。	1. 以模块化为核心，少规格，多组合最大程度避免了误差和手工劳动； 2. 干法施工，提升品质稳定性。
16 维护	1. 隐患多，与建筑粘连，维护耗时耗力，维修难度大，工期长； 2. 涉及工序多，人员多，质量责任难以追溯。	1. 工厂标准化生产，精准度提高，维修率降低 80%； 2. 安装、拆卸、更换简便快速，运维成本低；

	传统装修	装配式装修
17 环保	1. 施工产生大量建筑垃圾，产生严重的空气污染、噪音污染等问题； 2. 不环保的原材料和施工工艺，对工人和居住者的健康造成威胁。	3. 局部可拆改，消耗浪费少。 1. 工业化生产，不浪费原材料； 3. 快速安装、低噪音干扰； 4. 对施工人员和居住者无毒无害。
18 美观	1. 定制化为主，能够充分体现居住者的个人审美喜好，但是不可避免要牺牲时间、人力、财力，风险性大。	1. 随着产业规模的扩大，越来越趋向于个性丰富的定制化； 2. 倡导“重装饰，轻装修”的理念。

资料来源：品宅装饰科技，西部证券研发中心

装配式装修包括快装墙板系统、快装隔墙系统、集成吊顶系统、架空地面系统、快装地板系统、套装门窗系统、集成采暖系统、集成卫浴系统、薄法排水系统、集成厨房系统、快装给水系统和智能家居系统十二大系统。其中墙板系统、地板系统、门窗系统及厨房系统中涉及标准化木作产品（门、地板、墙板、橱柜）。

图 21：装配式装修 12 大系统



资料来源：装配式建筑网，西部证券研发中心

装配式装修具有诸多优势，但受限于目前渗透率较低，成本高于普通装修，短期靠政策推动，长期则受益于不断上涨的用工成本和规模化生产优势。2022 年 1 月，住建部印发《“十四五”建筑业发展规划》，提出“十四五”期间装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%以上，培育一批智能建造和装配式建筑产业基地。各地分别针对装配式建筑出台了相关的优惠政策，包括：1）财政奖励或补贴；2）税收优惠；3）容积率奖励；4）用地和金融政策支持等。

表 4：装配式建筑相关政策

颁布日期	颁布部门	政策规划	简介
2022 年 1 月	住建部	《“十四五”建筑业发展规划》	积极推进装配化装修方式在商品住房项目中的应用，推广管线分离、一体化装修技术，推广集成化模块化建筑部品，促进装配化装修与装配式建筑深度融合。大力推广应用装配式建筑，积极推进高品质钢结构住宅建设，鼓励学校、医院等公共建筑优先采用钢结构。培育一批装配式建筑生产基地。
2021 年 3 月	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	发展智能建造，推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅，建设低碳城市。
2020 年 8 月	住建部	《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	装配式建筑、星级绿色建筑工程项目应推广全装修，积极发展成品住宅，倡导菜单式全装修，满足消费者个性化需求。推进装配化装修方式在商品住房项目中的应用，推广管线分离、一体化装修技术，推广集成化模块化建筑部品，提高装修

颁布日期	颁布部门	政策规划	简介
2020年7月	住建部	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的大力发展装配式建筑，推动建立以标准部品为基础的专业化、规模化、信息化生产体系。	品质，降低运行维护成本。
2020年7月	住建部	《绿色建筑创建行动方案》	推广装配化建造方式。推动装配式装修。打造装配式建筑产业基地，提升建造水平。

资料来源：政府官网，西部证券研发中心

根据住建部2018年编制的《装配式建筑评价标准》，高于50分才能被判定为装配式建筑。评价项目中，与装配式装修相关的项目达7项，涉及40分。若希望被评为更高级别的装配式建筑获得相应优惠政策，则需求加大装配式装修力度。

表 5：装配式建筑评分标准

	评价项目	评价要求	评价分值	最低分
主体结构 (50分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件	35%≤比例≤80%	20~30*	20
	梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件	70%≤比例≤80%	10~20*	
围护墙和内隔墙 (20分)	非承重围护墙非砌筑	比例≥80%	5	10
	围护墙与保温、隔热、装饰一体化	50%≤比例≤80%	2~5*	
	内隔墙非砌筑	比例≥50%	5	
	内隔墙与管线、装修一体化	50%≤比例≤80%	2~5*	
装修和设备管线 (30分)	全装修	—	6	6
	干施工法楼面、地面	比例≥70%	6	—
	集成厨房	70%≤比例≤90%	3~6*	—
	集成卫生间	70%≤比例≤90%	3~6*	—
	管线分离	50%≤比例≤70%	4~6*	—

资料来源：《装配式建筑评价标准》，西部证券研发中心；备注：表中带“*”项的分值采用“内插法”计算，计算结果取小数点后1位

3.2 争做装配式装修开拓者

2023年2月投资者关系活动中,管理层指出公司的装配式业务将以项目试点制进行招标,公司已具备优质的技术基础,从技术和最终流程端配合保利进行高质量发展。从体量上说,保利装配式的规划将在今年年中以后,公司将先稳固基础订单,再配合保利进行高质量发展。我们认为,公司于制造端已做好开展装配式装修业务的准备,待保利推广装配式装修后,即可开始为公司提供订单。

保利发展作为具有国资背景的大型房地产开发企业,积极响应国家“碳达峰、碳中和”的号召,深入贯彻绿色发展理念,从绿色设计、施工、运营等方面将绿色发展相关要求落实落细。同时,保利始终贯彻高质量发展理念,将产品品质放在首位,通过极具竞争的产品力获取市场份额。装配式装修不仅可以实现建筑行业的节能减排,同时可以标准化装修体系,确保住宅精装质量,提升住宅品质,因此我们认为保利有较强大动力实施装配式装修,推动装配式装修行业发展。

如上文所述,假设至2030年,保利交付套数为55.5万套,精装修比例达到71%,精装修中装配式装修渗透率为15%,套均按153平方米考虑(2022年保利竣工面积3975万平方米,交付25.9万套,套均153平方米),装配式装修造价按2000元/平方米,则预计至2030年保利提供的装配式装修市场规模为181亿元。

2022年10月投资者关系活动中，管理层指出保利资本重比例参与皮阿诺的投资，计划将皮阿诺培养为装配式装修环节唯一战略合作平台。公司有望率先受益于保利的装配式装修的推广。

表 6：2023-2030 年保利预计提供的装配式装修市场规模

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保利交付套数（万套）	28.5	31.3	34.5	37.9	41.7	45.9	50.5	55.5
yoy	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
单套面积（㎡）	153							
交付面积（万㎡）	4,359	4,795	5,274	5,802	6,382	7,020	7,722	8,494
精装比例	57.00%	59.00%	61.00%	63.00%	65.00%	67.00%	69.00%	71.00%
装配式装修渗透率	1.00%	3.00%	5.00%	7.00%	9.00%	11.00%	13.00%	15.00%
装配式装修面积（万㎡）	24.85	84.87	160.87	255.86	373.35	517.39	692.68	904.65
装配式装修造价（元/㎡）	2000							
装配式装修规模（亿元）	4.97	16.97	32.17	51.17	74.67	103.48	138.54	180.93

资料来源：保利发展公司财报，西部证券研发中心

四、多渠道发力开拓零售市场，携手阿里实现数字化管理

4.1 拓展新渠道，完善销售体系

公司坚定中高端定制家居品牌战略，持续深耕经销商渠道。截至 2021 年末，公司经销门店总数为 992 家，其中，橱柜门店 127 家、衣柜门店 131 家、综合门店 734 家，2021 年全年完成招商 350 家，新增门店 294 家（含新开分店）。

表 7：公司 2017-2021 年零售渠道门店数量（家）

	2017	2018	2019	2020	2021
橱柜门店	387	716	204	142	127
衣柜门店	398	540	272	118	131
综合门店	-	-	489	680	734
合计	785	1256	965	940	992

资料来源：公司财报，西部证券研发中心；备注：2022 年数据未披露

面对信息爆炸时代下的流量碎片化特征，除传统经销商传统渠道外，公司积极拓展整装、地产拎包、新零售、设计师等新渠道，进一步完善全渠道销售体系。2017-2022 年，公司零售渠道营收由 6.59 亿元增长至 8.53 亿元，复合增速 5.31%。

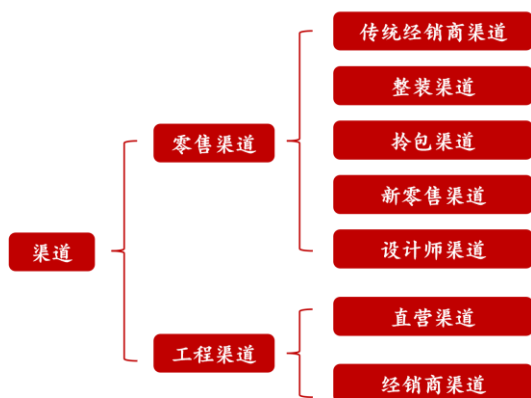
整装渠道：公司通过总对总或通过当地经销商与各地家装公司开展合作，公司负责提供定制化家居产品生产制造、安装以及销售支持，装企负责提供设计落地施工。2022 年上半年，公司合作开发了近 600 家整装/家装公司，经销商通过整装渠道实现出库销售额约 3800 万元，较去年同期增长达 172.44%。

拎包渠道：公司以物业提供的服务平台为基础，为业主提供家居软装产品全覆盖的一站式采购。2021 年拎包渠道开发并合作物业项目包括：龙湖、碧桂园、万科、中海、美的、金茂、招商、华润、中梁、越秀等近 30 多家物业公司。在此基础上，2022 年上半年，公司与全国各地 202 个楼盘项目达成拎包业务合作，完成拎包项目 137 个楼盘项目上样，较 2021 年同期增长 118 个楼盘，经销商通过拎包渠道实现出库销售额约 4100 万元。

新零售渠道：为应对疫情对线下门店产生的冲击，公司积极通过官方直销和第三方（天猫、京东、抖音等）平台获取线上流量，实现定制家居的线上营销到线下服务闭环。2021年公司建立了数字化营销体系，开发完成第四代微信数字门店系统并上线。2021年通过各平台累计派单4万单，成交率达8%，成交金额达8000万元，近三年保持近35%年复合增长率。2022年线上平台累计派单量同比增长43%，成交单数同比增长127%。

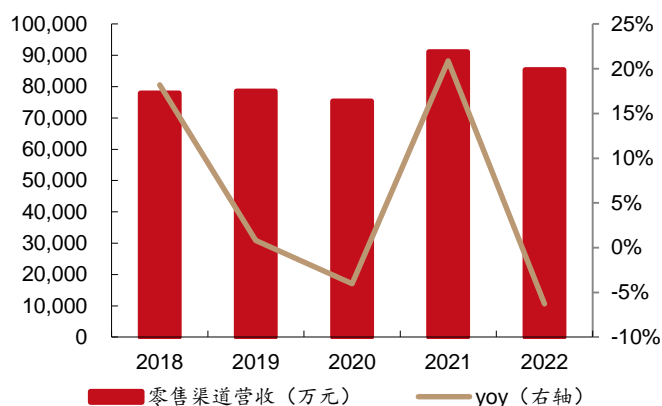
设计师渠道：2021年公司开始打造设计师渠道：携手优居、新浪家居两大主流媒体平台打造圈层影响力，策划多场大型设计师活动及区域设计师活动，与超过300名设计师达成合作。借助设计师渠道精准链接中高端客户群体，进一步缩短了产品到用户的距离。2022年设计师渠道营超8000万元，平均客单值超8万元。

图 22：公司搭建全渠道销售体系



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 23：2018-2022 年公司零售渠道营收及增速



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

4.2 携手阿里打通零售终端数字化

信息技术的应用源于公司长期不断的摸索、研究和优化。在“2022年皮阿诺战略经销商营销峰会”上，公司与阿里巴巴旗下家居家装平台“每平每屋”签订了合作协议，双方将在设计下单一体化领域达成合作，以解决行业数字化发展中存在的软件与系统之间的接口不联通、系统的集成应用无法发挥功能以及设计信息和数据共享转换不通畅等问题。借助于每平每屋系统，公司建立起免建库、线上获客、在线设计、免费云渲染、一键下单、100%还原拆单、准确交付等优势，经销商经营效率得到进一步提升，因多次绘图、转单、数据补录造成的错缺漏、沟通成本高、下单周期长等问题得到彻底解决。

2023年5月，公司发布公告称保利资本、皮阿诺与每平每屋签署合作框架协议：三方拟共同拓展数字化装配式装修业务、在数字化装配式家装领域建立长期合作关系。

图 24：每平每屋设计家家居 AIGC 技术及应用场景图谱



资料来源：每平每屋设计家公众号，西部证券研发中心

五、盈利预测及投资建议

5.1 关键假设及盈利预测

营收方面，公司采用大宗业务模式和零售经销模式双轮驱动的复合营销模式。2023-2025年，宏观角度：一方面保交楼政策推动下，定制家居作为地产链竣工端产品需求有望同比改善，另一方面新冠感染自2023年1月8日起实施“乙类乙管”，对生产生活的影响将显著下降；经营角度：2023年3月公司创始人完成了对珠海鸿禄的股权转让（至此保利集团通过下属企业合计持有公司21.89%的股份），实现了与保利发展的深度绑定。协同发展下保利发展有望为公司提供更多订单，带动公司大宗业务快速发展。同时零售渠道在多模式推动下有望维持较快增速。

毛利率方面，2023-2025年，原材料价格上涨对公司毛利率的负向影响不容忽视，但考虑到2023-2025年营收到回到上升通道，会分摊固定成本，因此预计2023-2025年毛利率小幅持续改善。2023-2025年毛利率预计分别为30.22%、31.01%、31.37%。

基于以上分析，我们预计2023-2025年零售渠道营收分别为9.81、11.48、13.78亿元，同比+15%、+17%、+20%；工程渠道营收分别为7.30、10.30、12.00亿元，同比+30.38%、+41.12%、+16.55%。综上，我们预计2022-2024年公司分别实现营业收入17.56亿元、22.28亿元、26.33亿元，同比增长20.97%、26.87%、18.18%。实现归母净利润2.03亿元、2.93亿元、3.57亿元，同比增长32.1%、44.4%、21.9%。

表 8：公司 2022-2024 年盈利预测（单位：万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
零售					
营业收入	91,076	85,345	98,147	114,832	137,799
yoy	20.90%	-6.29%	15.00%	17.00%	20.00%
营业成本	57,997	56,757	65,072	75,789	90,534
毛利率	36.32%	33.50%	33.70%	34.00%	34.30%
工程					
营业收入	87,857	55,959	72,959	102,959	120,000
yoy	23.39%	-36.31%	30.38%	41.12%	16.55%
营业成本	60,572	42,710	55,011	75,160	87,000
毛利率	31.06%	23.68%	24.60%	27.00%	27.50%
其它					
营业收入	3,432	3,861	4,500	5,000	5,500
yoy	21.55%	12.49%	16.55%	11.11%	10.00%
营业成本	1,865	2,123	2,453	2,700	2,943
毛利率	45.65%	45.02%	45.50%	46.00%	46.50%
合计					
营业收入	182,366	145,166	175,606	222,791	263,299
yoy	22.10%	-20.40%	20.97%	26.87%	18.18%
营业成本	120,435	101,589	122,535	153,649	180,476
毛利率	33.96%	30.02%	30.22%	31.03%	31.46%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

5.2 相对估值

我们选取欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、我乐家居作为可比公司，根据 Wind 一致预测结果，2023 年行业可比公司平均 PE 为 13.31 倍。我们认为公司与保利发展实现了深度绑定，未来协同作用下有望成为保利的“橱柜工程部”和装配式装修环节唯一战略合作平台，未来三年归母净利润复合增速有望超过 30%，23 年 PEG（23 年 PE/未来三年复合归母净利润增速）为 0.50，小于行业平均水平 0.71，因此给予公司 2023 年 20 倍 PE。公司 2022-2024 年实现归母净利润归母净利润 2.03 亿元、2.93 亿元、3.57 亿元，对应 EPS 1.09、1.57、1.91 元/股，对应 2023 年目标价 21.80 元/股。

表 9：可比公司估值

代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			PEG		ROE (%)
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	23E	22A	
603833.SH	欧派家居	95.60	582	26.88	31.57	36.97	42.69	27.54	18.45	15.75	1.11	17.37	
002572.SZ	索菲亚	16.17	148	10.64	13.29	15.62	18.22	15.57	11.10	9.44	0.57	18.22	
603801.SH	志邦家居	29.15	91	5.37	6.40	7.55	8.83	15.62	14.20	12.03	0.79	19.91	
603801.SH	金牌厨柜	30.98	48	2.77	3.96	4.81	5.76	15.96	12.07	9.94	0.44	11.24	
603898.SH	好莱客	10.46	33	4.31	3.08	3.60	4.12	8.17	10.56	9.05	-	15.12	
603326.SH	我乐家居	7.97	25	1.41	1.87	2.20	2.48	17.92	13.47	11.45	0.65	14.88	
平均值									13.31	11.28	0.71		
002853.SZ	皮阿诺	17.46	33	1.54	2.03	2.93	3.57	23.66	16.26	11.26	0.50	12.82	

资料来源：Wind，西部证券研发中心；截至 2023 年 6 月 5 日收盘，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

5.3 投资建议

公司于 2017 年上市，上市至今营收由 8.26 亿元（2017 年）增长至 14.52 亿元（2022 年），营收复合增速 11.93%，持续经营能力得到验证。公司经过 20 年的经营积累，已成为国内领先的定制家居产品企业之一，是国内首家定制橱柜上市企业。

产品方面，公司以橱柜起步，逐渐从橱柜企业向木作企业转变，已形成整体橱柜、全屋定制及门墙等三大核心品类，与装配式装修需求相匹配。2017-2022 年间，衣柜+门墙营收占比已由 22.99%提升至 38.91%；渠道方面，公司工程+零售双轮驱动，零售端除持续深耕传统经销渠道，还积极开拓整装、拎包入住、设计师及线上渠道，实现多渠道布局。工程端一方面积极拓展工程经销商渠道，充分发挥经销商本地资源丰富优势，另一方面聚焦央企国企，与保利发展实现了深度绑定，协同效应显著；经营方面，公司积极推动全流程信息化，与阿里旗下“每平每屋”合作，错缺漏、沟通成本高、下单周期长等问题得到彻底解决借助于系统，经销商经营效率得到进一步提升。

我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.03 亿元、2.93 亿元、3.57 亿元，对应 EPS 1.09、1.57、1.91 元/股，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应 2023 年目标价 21.80 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

六、风险提示

1) 房地产业回落风险

公司产品为建筑重要组成部分，终端主要应用场景依然是住宅。尽管中央及各级政府出台各类政策确保房地产行业健康平稳发展，并将“保交楼”作为现阶段各责任主体的主要工作任务，但考虑到房企资金压力依然较大，大量项目债权债务关系复杂处理难度大，未来房地产市场仍然面临下行风险，下游市场的收缩有可能会对公司的发展产生不利影响。

2) 市场竞争加剧风险

由于整体家居行业市场前景广阔，越来越多的制造企业通过拓品类进入各细分领域。行业竞争也从初始的价格竞争进入到品牌、渠道、设备升级改造、研发、服务、人才、管理等复合竞争层级上来，市场竞争的加剧将导致行业平均利润率下降。虽然公司在行业内具备一定品牌力，同时具有较强的制造能力和较为完善的渠道，但若市场竞争持续加剧，公司未采取有效方法提高产品附加值，满足消费者需求，届时公司将面临目标客户群体流失、主营业务收入和盈利能力下滑的风险。

3) 协同效应不及预期风险

目前保利集团已通过下属企业持有公司 21.89%的股份，未来保利发展预计会与公司开展更密切的合作，协同效应凸显。但若因竞争激烈，公司无法在保利发展集采时取得明显优势，或者保利发展装配式装修推进速度不及预期，则公司将无法从保利发展处获取可观订单。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	611	562	688	810	990	营业收入	1,824	1,452	1,756	2,228	2,633
应收款项	581	620	715	904	1,073	营业成本	1,204	1,016	1,225	1,536	1,805
存货净额	180	163	243	261	318	营业税金及附加	15	13	16	20	24
其他流动资产	195	153	252	200	202	销售费用	181	155	176	212	250
流动资产合计	1,567	1,499	1,899	2,175	2,583	管理费用	109	104	114	136	158
固定资产及在建工程	529	646	706	930	1,143	财务费用	6	6	7	9	10
长期股权投资	4	1	1	1	1	其他费用/（-收入）	996	(12)	(11)	(14)	(15)
无形资产	208	203	231	243	252	营业利润	(688)	169	229	329	402
其他非流动资产	82	72	69	69	62	营业外净收支	1	(0)	0	0	0
非流动资产合计	823	923	1,008	1,243	1,459	利润总额	(686)	169	229	330	402
资产总计	2,390	2,422	2,907	3,418	4,042	所得税费用	37	19	25	37	45
短期借款	75	40	102	56	49	净利润	(723)	150	204	293	357
应付款项	938	913	1,059	1,297	1,560	少数股东损益	6	(3)	1	0	0
其他流动负债	24	19	23	22	21	归属于母公司净利润	(729)	154	203	293	357
流动负债合计	1,038	972	1,185	1,375	1,630						
长期借款及应付债券	144	131	166	199	217	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他长期负债	58	57	56	57	56	盈利能力					
长期负债合计	202	188	222	255	273	ROE	-47.5%	12.7%	14.7%	17.8%	18.2%
负债合计	1,240	1,160	1,406	1,630	1,904	毛利率	34.0%	30.0%	30.2%	31.0%	31.5%
股本	187	187	187	187	187	营业利润率	-37.7%	11.7%	13.0%	14.8%	15.3%
股东权益	1,150	1,262	1,500	1,788	2,138	销售净利率	-39.6%	10.4%	11.6%	13.2%	13.6%
负债和股东权益总计	2,390	2,422	2,907	3,418	4,042	成长能力					
						营业收入增长率	22.1%	-20.4%	21.0%	26.9%	18.2%
现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营业利润增长率	-367.6%	124.6%	35.3%	43.7%	22.0%
净利润	(723)	150	204	293	357	归母净利润增长率	-470.0%	121.1%	32.1%	44.4%	21.9%
折旧摊销	57	46	57	62	72	偿债能力					
利息费用	6	6	7	9	10	资产负债率	51.9%	47.9%	48.4%	47.7%	47.1%
其他	338	(28)	(43)	19	32	流动比	1.51	1.54	1.60	1.58	1.58
经营活动现金流	(321)	174	225	383	471	速动比	1.34	1.37	1.40	1.39	1.39
资本支出	(207)	(158)	(140)	(293)	(291)						
其他	207	41	(85)	60	6	每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
投资活动现金流	1	(117)	(225)	(234)	(285)	每股指标					
债务融资	111	(60)	92	(23)	1	EPS	(3.91)	0.82	1.09	1.57	1.91
权益融资	5	(40)	35	(5)	(7)	BVPS	6.17	6.78	8.05	9.60	11.47
其它	(82)	(21)	0	0	0	估值					
筹资活动现金流	34	(121)	126	(28)	(6)	P/E	-	21.2	16.1	11.1	9.1
汇率变动						P/B	2.8	2.6	2.2	1.8	1.5
现金净增加额	(287)	(64)	126	122	179	P/S	1.8	2.2	1.9	1.5	1.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

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。

分析师声明

本人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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。