

皮阿诺 (002853) 2021 年报和 2022 年一季报点评

## 零售与大宗协同发展，减值计提及疫情扰动下利润端承压

### 事项:

- ❖ 公司发布 2021 年年度报告及 2022 年一季报。2021 年全年实现营业收入 18.24 亿元，YOY+22.10%；实现归母净利润-7.29 亿元，YOY-470.05%，剔除减值后 YOY+35.02%；实现扣非归母净利润-7.33 亿元，YOY-490.78%。单 Q4 实现营业收入 5.07 亿元，YOY+4.79%；实现归母净利润-8.98 亿元，YOY-1315.36%；实现扣非归母净利润-8.92 亿元，YOY-1385.07%。2022 年第一季度实现营业收入 2.36 亿元，YOY-31.84%；实现归母净利润 0.19 亿元，YOY-46.87%；实现扣非归母净利润 0.16 亿元，YOY-48.93%。

### 评论:

- ❖ **传统渠道深耕与新渠道拓展同驱动，承压下实现稳增长。**分产品看，橱柜/衣柜/门墙分别实现营收 11.80/5.91/0.18 亿元，分别同增 13.03/42.98/131.93%。经销门店新增 294 家至 992 家，其中橱柜/衣柜/综合门店数量分别为 127/131/734 家，完成新招商 350 家，单店收入同增 14.56%；普通县级市场新增 120 家至 419 家，占比达到 42.24%，下沉市场成效显著；门墙处于高增速招商扩张阶段，低基数下翻倍实现 0.18 亿元。分渠道和区域看，21 年零售经销/大宗业务分别实现营收 9.11/8.79 亿元，分别同增 20.90/23.39%；华东地区营收同增 56.46% 至 4.64 亿元，占比达 25.44%，华北/西南/东北分别同增 92.83/58.46/42.42%。1) 持续赋能经销商，聚焦中高端定制战略，店面升级和服务优化深化品牌形象打造差异竞争；2) 大宗采取工程直营+经销商并重优化业务结构，拓展优质核心地产商，多品类合作提升单项销售额，全年收入占比达 48.18%；3) 新渠道方面，重点开拓设计师渠道助力精准定位中高端客户，全年达成合作 300+位；全面构建数字化营销平台，增强客户粘性与私域流量互通，累计各平台派单 4 万+，成交金额达 8000 万。
- ❖ **Q4 大额减值叠加原材料价格下，利润端承压。**全年毛利率同减 0.12pct 至 33.96%，销售费用率同增 1.33pcts 至 9.92%，主要系加大营销推广所致；其中零售/工程分别变动 0.66/-1.45pcts 至 36.32/31.06%，单零售端橱柜/衣柜/门墙毛利率分别同增 0.82/1.05/0.21pct。以精益管理对冲原材料上涨压力，持续优化生产效能，阜沙/天津/兰考基地分别实现降本 1000/600/470 万元，人均产值均明显提升。新建 4 条智能化生产线将于 2022 年 8 月投入生产，每年预增全屋定制产能 35 万套。21Q4 计提大额客户相关款项减值下全年实现归母净利润-7.29 亿元，YOY-470.05%，剔除减值后同增 35.02%。
- ❖ **疫情下大宗订单交付延迟，Q1 业绩承压。**22Q1 实现营收 2.36 亿元，YOY-31.84%，主要系 21Q1 释放积压需求下基数较大及 22Q1 疫情反复大宗延迟交付和部分终端网点关闭所致。疫情反复下大宗业务安装验收皆延后；封控城市家居卖场及终端网点关闭下，零售仍保持 30% 的增长。全国市场持续开拓下沉或增强抵御局部疫情风险能力，若疫情向好有望恢复增长。
- ❖ **产能扩张&渠道优化，维持“推荐”评级。**公司在稳步扩充产能，产品端厨衣木协同，渠道端零售工程双管齐下，未来公司收入业绩有望恢复增长。我们预计 22-24 年归母净利润分别为 3.37/3.95/4.56 亿元，对应 22/23/24 年 PE 为 6/5/4X，参考相对估值法，给予 22 年 8 倍 PE，给予目标价 14.5 元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**市场竞争加剧；信息系统开发不及预期；房地产市场大幅波动等。

### 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	1,824	2,136	2,476	2,816
同比增速(%)	22.1%	17.1%	15.9%	13.7%
归母净利润(百万)	-729	337	395	456
同比增速(%)	-470.0%	146.3%	17.1%	15.3%
每股盈利(元)	-3.91	1.81	2.12	2.44
市盈率(倍)	-3	6	5	4
市净率(倍)	1.7	1.3	1.0	0.8

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价

## 推荐 (维持)

目标价: 14.5 元

当前价: 10.24 元

### 华创证券研究所

证券分析师: 刘佳昆

邮箱: liujiakun@hcyjs.com

执业编号: S0360521050002

### 公司基本数据

总股本(万股)	18,654.27
已上市流通股(万股)	10,427.47
总市值(亿元)	19.10
流通市值(亿元)	10.68
资产负债率(%)	47.90
每股净资产(元)	6.17
12 个月内最高/最低价	25.43/9.75

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

- 《皮阿诺 (002853) 2020 年报与 2021 年一季报点评: 多品类协同, 业绩增速逐季提升》  
2021-05-09
- 《皮阿诺 (002853) 2020 年三季报点评: Q3 收入业绩持续改善, 整体表现符合预期》  
2020-10-23
- 《皮阿诺 (002853) 2020 年半年报点评: Q2 收入业绩增速趋势向好, 大宗业务快发展》  
2020-08-28

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	611	677	1,051	1,535
应收票据	161	542	637	767
应收账款	301	323	420	443
预付账款	10	33	38	40
存货	180	313	361	400
合同资产	7	5	7	10
其他流动资产	304	249	267	288
流动资产合计	1,567	2,137	2,774	3,473
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	396	406	415	423
在建工程	133	163	193	223
无形资产	208	187	169	152
其他非流动资产	82	82	80	79
非流动资产合计	823	842	861	881
<b>资产合计</b>	<b>2,390</b>	<b>2,979</b>	<b>3,635</b>	<b>4,354</b>
短期借款	75	110	146	181
应付票据	247	269	336	402
应付账款	343	420	504	570
预收款项	0	0	0	0
合同负债	157	184	213	242
其他应付款	106	106	106	106
一年内到期的非流动负债	7	7	7	7
其他流动负债	103	118	137	157
流动负债合计	1,038	1,214	1,449	1,665
长期借款	144	219	293	368
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	58	58	58	58
非流动负债合计	202	277	351	426
<b>负债合计</b>	<b>1,240</b>	<b>1,491</b>	<b>1,800</b>	<b>2,091</b>
归属母公司所有者权益	1,151	1,488	1,835	2,262
少数股东权益	-1	0	0	1
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,150</b>	<b>1,488</b>	<b>1,835</b>	<b>2,263</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,390</b>	<b>2,979</b>	<b>3,635</b>	<b>4,354</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-321</b>	<b>32</b>	<b>387</b>	<b>476</b>
现金收益	-663	403	461	520
存货影响	101	-133	-48	-39
经营性应收影响	449	-425	-196	-154
经营性应付影响	-18	99	151	133
其他影响	-189	88	19	16
<b>投资活动现金流</b>	<b>1</b>	<b>-80</b>	<b>-80</b>	<b>-80</b>
资本支出	-196	-81	-81	-81
股权投资	-4	0	0	0
其他长期资产变化	201	1	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>34</b>	<b>114</b>	<b>67</b>	<b>88</b>
借款增加	117	110	110	110
股利及利息支付	-54	-56	-37	-58
股东融资	1	1	1	1
其他影响	-30	59	-7	35

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,824</b>	<b>2,136</b>	<b>2,476</b>	<b>2,816</b>
营业成本	1,204	1,400	1,617	1,834
税金及附加	15	18	20	22
销售费用	181	212	246	279
管理费用	58	67	78	89
研发费用	52	60	70	80
财务费用	6	3	5	5
信用减值损失	-961	-6	-6	-6
资产减值损失	-42	-1	-1	-1
公允价值变动收益	-15	-15	-15	-15
投资收益	12	12	12	12
其他收益	10	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>-688</b>	<b>376</b>	<b>440</b>	<b>507</b>
营业外收入	3	2	2	3
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>-686</b>	<b>377</b>	<b>441</b>	<b>509</b>
所得税	37	39	46	53
<b>净利润</b>	<b>-723</b>	<b>338</b>	<b>395</b>	<b>456</b>
少数股东损益	6	1	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-729</b>	<b>337</b>	<b>395</b>	<b>456</b>
NOPLAT	-717	341	400	460
EPS(摊薄) (元)	-3.91	1.81	2.12	2.44

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	22.1%	17.1%	15.9%	13.7%
EBIT 增长率	-357.6%	155.9%	17.3%	15.0%
归母净利润增长率	-470.0%	146.3%	17.1%	15.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	34.0%	34.5%	34.7%	34.9%
净利率	-39.6%	15.8%	16.0%	16.2%
ROE	-63.4%	22.7%	21.5%	20.1%
ROIC	-50.4%	20.9%	19.5%	18.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.9%	50.0%	49.5%	48.0%
债务权益比	24.7%	26.5%	27.5%	27.1%
流动比率	1.5	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.3	1.5	1.7	1.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6
应收账款周转天数	41	53	54	55
应付账款周转天数	102	98	103	105
存货周转天数	69	63	75	75
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-3.91	1.81	2.12	2.44
每股经营现金流	-1.72	0.17	2.07	2.55
每股净资产	6.17	7.98	9.84	12.13
<b>估值比率</b>				
P/E	-3	6	5	4
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	-18	25	22	19

## 轻工纺服组团介绍

组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	程婧斐	销售经理	010-66500681	chengjingfei@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570
段佳音		资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
汪丽燕		高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
包青青		高级销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
董姝彤		销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
巢莫雯		销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
张嘉慧		销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
邓洁		销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
王春丽		销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
周玮		销售助理		zhouwei@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	柯任	高级销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	王世韬	销售助理		wangshitao1@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com

私募销售组	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wange@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522