

2022年05月02日

皮阿诺 (002853.SZ)

## 高比例计提减值致盈利短期承压，零售渠道稳步拓展助推长期发展

■事件：皮阿诺发布2021年报及2022年一季报。2021年公司实现营业收入18.24亿元，同比增长22.10%；归母净利润-7.29亿元，同比下降470.05%，剔除减值准备影响，调整后归母净利润为2.66亿元，同比增长35.02%；扣非后归母净利润-7.33亿元，同比下降490.78%。其中2021Q4当季公司实现营业收入5.07亿元，同比增长4.79%；归母净利润-8.98亿元；扣非后归母净利润-8.92亿元。

此外，2022Q1当季公司实现营业收入2.36亿元，同比下降31.84%；归母净利润0.19亿元，同比下降46.87%；扣非后归母净利润0.16亿元，同比下降48.93%。

### ■全面落地中高端战略，持续优化生产效能

分品类看，2021年定制橱柜、定制衣柜、木门分别实现收入11.80/5.91/0.18亿元，同比增长13.03%/42.98%/131.93%。公司2021年推动中高端战略转型，组建全新的品牌管理团队，制定新的品牌三年发展规划及发展目标，持续提升品牌力。在产品设计上，公司与知名设计大师合作开发并推出大师级高端定制产品：镜、合、羽，进一步优化提升产品超级收纳、抗污抗菌、适老家居（便利、安防）等功能。同时，公司于2021年推出“欧松板”，采用食品级PMDI生态胶，实现全链条绿色生产，使得欧松板甲醛含量趋近于0，推动环保板材的升级。

产能方面，2021年公司通过减少委外生产、提升材料利用率、改善部分生产工艺、引进自动化生产设备、开展精益生产项目、提升订单的周转效率等措施积极应对原材料成本上涨。2021年实现阜沙基地降本1000万元，天津基地降本600万元，兰考基地降本470万元。各个基地人均产值均取得明显提升。2021年7月，公司板芙基地一期项目完成封顶，一期项目计划新建4条全屋定制产品智能化生产线，建成达产后将新增全屋定制产品年产能约35万套。板芙基地预计将于2022年8月正式投入生产使用，将有效提升公司现有全屋定制产品产能。

### ■零售渠道加速拓展，大宗渠道持续优化

分渠道来看，2021年公司零售、大宗渠道分别实现收入9.11/8.79亿元，同比增长20.90%/23.39%。1)零售业务方面，公司全面推动县级市场的店面下沉，并积极拓展新零售、地产拎包、家装、设计师等渠道。截至2021年末，公司经销门店总数为992家，其中，橱柜、衣柜、综合门店数达127/131/734家，普通县级市场门店新增超过120家，累

公司快报

证券研究报告

其他轻工

投资评级 **买入-A**  
首次评级

6个月目标价：**12.26元**  
股价（2022-04-29）**10.24元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	1,910.20
流通市值(百万元)	1,067.77
总股本(百万股)	186.54
流通股本(百万股)	104.27
12个月价格区间	9.75/25.43元

#### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.26	-15.1	-40.78
绝对收益	-19.62	-31.23	-58.61

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002  
luoqs1@essence.com.cn

计达 419 家，县级市场覆盖率进一步提升。2) 大宗业务方面，公司聚焦央企、国企及优质民企等优质核心地产商，与保利、中海、华润、远洋、龙湖等达成深度战略合作，2021 年相关业务在工程大宗销售额中占比达 23.34%，销售金额同比增长 535.48%。同时，公司积极推进多品类融合，2021 年全年工程衣柜、书柜、电视柜等全屋产品销售额达 0.77 亿元，同比增长 263.16%。在运营模式上，公司坚持直营+经销商并重，持续加大工程经销商开拓并提升销售占比。2021 年全年新增开拓工程经销商 11 家，累计达成合作 56 家。2021 年工程经销商渠道销售额达 0.75 亿元，同比增长 149.69%，占比从 2020 年的 4.21% 提升至 8.52%。

### ■高比例计提减值与疫情双重影响，盈利短期有所承压

21 年公司综合毛利率为 33.96%，同比下滑 0.12pct，主要系大宗业务占比提升所致。22Q1 公司综合毛利率 29.76%，同比下滑 1.84pct，主要由于疫情反复各渠道承压影响。21 年公司净利率为-39.64%，同比下滑 54.07pct，主要由于公司受恒大事件影响、对部分大客户高比例计提减值所致，21 年信用减值损失和资产减值损失合计 10.03 亿元。

22Q1 公司净利率为 7.81%，同比下滑 2.78pct。

期间费用方面，21 年公司期间费用率为 16.24%，同比上升 0.34pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.92%/3.16%/2.83%/0.33%，同比分别+1.33/-0.57/-0.24/-0.18pct，其中销售费用率增长系公司加大业务推广力度所致。22Q1 公司期间费用率为 20.58%，同比上升 3.88pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.75%/4.32%/4.22%/0.30%，同比分别+1.87/+0.85/+1.11/+0.04pct。

■投资建议：公司大宗业务持续优化，零售渠道持续拓展与完善。我们预计皮阿诺 2022-2024 年营业收入为 20.32、24.08、28.27 亿元，同比增长 11.42%、18.50%、17.40%；归母净利润为 2.39、3.06、3.48 亿元，同比增长 132.80%、28.03%、13.73%，对应 PE 为 8.0x、6.2x、5.5x，给予买入-A 的投资评级。

■风险提示：市场竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险，大宗业务应收账款回款不及预期风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,493.6	1,823.7	2,032.0	2,408.0	2,827.0
净利润	196.9	-728.8	239.0	306.0	348.0
每股收益(元)	1.06	-3.91	1.28	1.64	1.87
每股净资产(元)	10.30	6.17	7.31	8.73	10.42
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	9.7	-2.6	8.0	6.2	5.5
市净率(倍)	1.0	1.7	1.4	1.2	1.0
净利润率	13.2%	-40.0%	11.8%	12.7%	12.3%
净资产收益率	10.3%	-63.3%	17.5%	18.8%	17.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034