

大宗业务拖累业绩表现，零售业务实现稳健成长

核心观点：

- **事件：**公司发布 2022 年半年度报告。报告期内，公司实现营收 5.75 亿元，同比下降 31.93%；归母净利润 0.6 亿元，同比下降 39%；基本每股收益 0.32 元/股。其中，公司第 2 季度单季实现营收 3.39 亿元，同比下降 31.99%；归母净利润 0.41 亿元，同比下降 34.58%。
- **原材料价格上涨，致公司毛利率同比下降。**报告期内，公司综合毛利率为 29.93%，同比下降 3.68pct。其中，22Q2 单季毛利率为 30.05%，同比下降 4.96pct，环比改善 0.29pct。公司毛利率同比有所下滑，主要是因为：报告期内，公司主营产品原材料价格维持高位。
- **营收下滑致期间费用率上升，Q2 公司净利率环比改善。**费用率方面，报告期内，公司期间费用率为 20.94%，同比提升 4.83pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.15% / 4.55% / 3.88% / 0.36%，分别同比提升 2.43 pct / 1.43 pct / 0.82 pct / 0.15 pct。公司期间费用率全面上涨，主要是因为报告期内营收下滑，固定成本占比提升。**净利率方面**，2022 年上半年，公司净利率为 10.28%，同比下降 1.91 pct；22Q2 单季公司净利率为 12%，同比下降 1.3 pct，环比改善 4.2 pct。
- **零售业务韧性凸显，衣柜类产品稳健成长。**报告期内，公司零售业务实现营收 3.61 亿元，同比增长 6.77%。其中，橱柜产品受精装修房、整装等渠道分流影响，实现营收 1.36 亿元，同比下降 9.13%；衣柜产品渗透率及客单值持续提升，实现营收 2.15 亿元，同比增长 17.08%；门墙产品实现营收 0.1 亿元，同比增长 95.5%。
- **零售经销商整装、拎包入住齐头并进，全面推进设计师渠道建设。**报告期内，公司加快零售经销商整装、拎包入住渠道拓展，上半年，合作开发近 600 家整装/家装公司，与全国各地 202 个楼盘项目达成拎包入住业务合作。**整装渠道方面**，上半年，194 家门店完成 224 家整装/家装公司上大样，占总店数近 20%，同比增加 186 家，经销商通过整装渠道实现出库销售额约 3,800 万元，同比增长 172.44%。**拎包入住方面**，报告期内，公司完成拎包入住项目 137 个楼盘项目上样，同比增加 118 个楼盘，经销商通过拎包入住渠道实现出库销售额约 4,100 万元。**设计师渠道方面**，报告期内，公司完成初步建设，达成合作设计师 300 余位，通过设计师渠道引流下单实现零售带单销售额超 2,600 万元，平均客单值超 6 万元。
- **大宗业务渠道聚焦优化，短期业绩承压拖累整体表现。**报告期内，公司大宗工程业务聚焦央国企、开拓经销商渠道，实现营收 1.99 亿元，同比下降 59.6%。其中，央国企房产客户销售额占工程业务营收比例为 25.81%，同比上涨 8.27 pct；工程经销商渠道销售额占工程业务营收比例为 10.39%，同比上涨 4.79 pct。
- **投资建议：**公司深耕定制领域，全品类、全渠道布局持续赋能，渠道下沉提高市场占有率，未来成长性显著，预计公司 2022/23/

皮阿诺 (002853.SZ)

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

☎：010-80926000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

市场表现

2022.08.26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

24 年能够实现基本每股收益 1.48 / 1.9 / 2.21 元/股，对应 PE 为 10X / 8X / 7X，维持“推荐”评级。

● **盈利预测**

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	1823.66	2092.83	2447.14	2832.32
同比增速 (%)	22.10	14.76	16.93	15.74
归母净利润	-728.77	276.23	353.70	411.48
同比增速 (%)	-470.05	137.90	28.05	16.34
EPS (元/股)	-3.91	1.48	1.90	2.21
PE	—	10.11	7.90	6.79

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2022/8/26 收盘价）

- **风险提示：**经济增长不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

表：财务报表和主要财务比率

利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1823.66	2092.83	2447.14	2832.32	流动资产	1566.87	2060.19	2441.38	3260.50
营业成本	1204.35	1387.13	1609.00	1858.85	现金	610.85	213.77	1141.93	1084.92
营业税金及附加	15.33	17.58	19.58	22.66	应收账款	301.33	314.72	382.42	457.09
营业费用	180.89	230.21	259.40	297.39	其它应收款	101.54	29.73	144.22	68.96
管理费用	57.55	83.71	88.10	101.96	预付账款	9.67	27.03	28.32	30.92
财务费用	6.01	3.31	3.31	3.31	存货	180.24	412.26	249.20	491.57
资产减值损失	-42.01	-0.50	0.80	-0.70	其他	363.24	1062.68	495.29	1127.03
公允价值变动收益	-14.63	0.00	0.00	0.00	非流动资产	823.08	794.97	768.16	739.85
投资净收益	11.83	8.37	9.79	8.50	长期投资	4.03	4.03	4.03	4.03
营业利润	-687.61	324.97	416.12	484.10	固定资产	395.95	367.84	341.03	312.72
营业外收入	2.46	0.00	0.00	0.00	无形资产	208.15	208.15	208.15	208.15
营业外支出	1.18	0.00	0.00	0.00	其他	214.95	214.95	214.95	214.95
利润总额	-686.33	324.97	416.12	484.10	资产总计	2389.95	2855.16	3209.54	4000.35
所得税	36.57	48.75	62.42	72.61	流动负债	1037.74	1414.11	1414.79	1794.12
净利润	-722.90	276.23	353.70	411.48	短期借款	75.00	75.00	75.00	75.00
少数股东损益	5.87	0.00	0.00	0.00	应付账款	343.39	530.04	475.54	674.60
归属母公司净利润	-728.77	276.23	353.70	411.48	其他	619.35	809.07	864.25	1044.51
EBITDA	-614.30	348.11	436.59	507.42	非流动负债	202.04	202.04	202.04	202.04
EPS(元/股)	-3.91	1.48	1.90	2.21	长期借款	143.90	143.90	143.90	143.90
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	其他	58.14	58.14	58.14	58.14
经营活动现金流	-321.47	-214.65	921.82	-61.99	负债合计	1239.78	1616.15	1616.83	1996.16
净利润	-722.90	276.23	353.70	411.48	少数股东权益	-0.58	-0.58	-0.58	-0.58
折旧摊销	61.32	27.61	27.61	27.61	归属母公司股东权益	1150.75	1239.59	1593.29	2004.77
财务费用	13.00	3.31	3.31	3.31	负债和股东权益	2389.95	2855.16	3209.54	4000.35
投资损失	-11.83	-8.37	-9.79	-8.50	主要财务比率(%)	2021A	2022E	2023E	2024E
营运资金变动	-672.50	-514.02	547.65	-496.80	营业收入	22.10%	14.76%	16.93%	15.74%
其它	1011.43	0.59	-0.66	0.90	营业利润	-367.61%	147.26%	28.05%	16.34%
投资活动现金流	0.65	8.28	9.65	8.30	归属母公司净利润	-470.05%	137.90%	28.05%	16.34%
资本支出	-200.95	-0.09	-0.14	-0.20	毛利率	33.96%	33.72%	34.25%	34.37%
长期投资	-6.00	0.00	0.00	0.00	净利率	-39.96%	13.20%	14.45%	14.53%
其他	207.60	8.37	9.79	8.50	ROE	-63.33%	22.28%	22.20%	20.53%
筹资活动现金流	33.61	-190.71	-3.31	-3.31	ROIC	-51.64%	18.57%	19.09%	18.27%
短期借款	35.46	0.00	0.00	0.00	P/E	—	10.11	7.90	6.79
长期借款	74.68	0.00	0.00	0.00	P/B	2.43	2.25	1.75	1.39
其他	-76.52	-190.71	-3.31	-3.31	EV/EBITDA	—	8.06	4.30	3.81
现金净增加额	-287.21	-397.08	928.16	-57.01	PS	1.53	1.24	1.06	0.92

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12 年行业分析师经验、8 年轻工制造行业分析师经验。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn