

2020年10月20日

Q3 业绩回升&现金流持续改善，非公开发行顺利推进

皮阿诺(002853)

评级:	买入	股票代码:	002853
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	28.64/14.91
目标价格:		总市值(亿)	33.34
最新收盘价:	21.46	自由流通市值(亿)	15.95
		自由流通股数(百万)	74.34

事件概述

皮阿诺发布 2020 年第三季度报告，2020 年前三季度公司实现营收 10.10 亿元，同比增长 0.24%；归母净利润 1.23 亿元，同比下滑 0.44%；扣非后归母净利润 1.18 亿元，同比增长 2.86%。其中，Q1、Q2、Q3 营业收入分别为 1.80、3.34、4.96 亿元，同比分别-15.52%、-2.26%、+9.55%；归母净利润分别为 0.04、0.46、0.73 亿元，同比分别-74.13%、+3.73%、+14.10%；扣非后归母净利润分别为 0.02、0.45、0.72 亿元，同比分别-83.37%、+4.44%、+17.64%。三季度业绩持续改善，营收同比实现 10%左右的增长，利润增速高于营收，业绩增长符合预期。

分析判断：

▶ 业绩持续改善，利润增长快于营收。

分季度来看，单三季度营收端实现同比 10%的正增长；利润端从二季度开始实现同比正增长，三季度同比增速提升至 15%，公司业绩逐季改善，我们认为主要得益于线下客流的逐渐恢复以及精装修项目的推进，公司零售衣柜业务量价齐升，零售橱柜业务持续改善以及工程橱柜业务继续保持高增长。在大宗业务方面，公司确定 2020 年为工程业务修整期，不断优化客户结构，如引入央企保利地产，提升工程经销商业务占比，增强设计师、项目经理团队建设等，通过专业+服务方式，与优质地产商强强合作，不断优化大宗业务质量，此外，加大对工程事业部团队的扩张、工程渠道产能布局，为后续大宗业务高质量高发展奠定了坚实基础。

▶ 多举措并行，盈利能力大幅提升。

盈利能力方面，2020 前三季度公司毛利率、净利率分别为 39.19%、13.38%，同比分别+3.98pct、+1.54pct，其中 Q1、Q2、Q3 毛利率分别为 35.65%、39.39%、40.35%，同比分别+1.82pct、+2.99pct、+5.39pct；净利率分别为 2.38%、15.32%、16.06%，同比分别-4.63pct、+2.50pct、+2.67pct。单三季度公司盈利能力继续提升，其中毛利率提升较为显著，我们认为主要为：1) 毛利率相对较高的定制橱柜业务占比提升。公司上半年加大对工程渠道布局，不断优化质量，预计三季度大宗业务（主要为橱柜大宗）继续保持高增长，带来橱柜业务占比的进一步提升；2) 规模效应逐渐发挥。兰考生产基地产能释放，产量同比提升明显，规模效应逐渐发挥；3) 强化生产管理，提质增效。继续推进制造体系基地化战略经营模式，有效实现提质增效。净利率提升幅度不及毛利率，主要为期间费用率影响，2020 前三季度公司期间费用率为 23.11%，同比+2.21pct，其中销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率同比分别+0.65pct、+1.04pct、+0.53pct。

▶ 大宗业务客户回款增加，经营活动现金流大幅改善。

公司对应收账款回款加大管理，大宗业务客户回款增加，经营活动现金流改善，2020 前三季度公司经营活动现金流量净额 2.42 亿元，同比增长 297.57%。我们认为，精装修行业仍保持较高景气度，公司大宗业务有望保持高增长，并且随着公司客户结构不断优化、规模效应的发挥、议价能力的提升以及工程经销商业务的加快发展，现金流有望持续改善。

▶ 非公开发行股票发行项目审核通过，未来成长可期。

10月12日，公司非公开发行股票的申请获得审核通过，进展较为顺利。后续随着项目的落地，公司全屋定制智能产品不断扩充及升级，产品供应能力增强、结构持续优化，有助于公司进一步扩大产品市占率，提升公司核心竞争力，促进公司的长期可持续健康发展。

投资建议：

零售业务方面，四季度是家居消费旺季，C端需求将持续改善，公司零售端全年有望实现稳定增长；其次，大宗业务方面，今年公司持续大宗业务质量，并积极加大团队、客户、产能、工程经销商的布局，为后续高增长高质量发展奠定基础；第三，非公开发行项目审核通过，后续投产后，有望成为新的增长点。考虑到疫情对公司的影响，我们下调盈利预测，2020-2022年营收由此前的17.65、22.63、28.96亿元下调至15.96、20.44、26.14亿元，同比增长8.4%、28.1%、27.9%；归母净利润由此前的2.07、2.65、3.38亿元下调至1.91、2.44、3.11亿元；对应的PE分别为17倍、14倍、11倍，维持“买入”评级。

风险提示：

工程大宗业务拓展不及预期；应收账款风险；地产销售大幅下滑；行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,110	1,471	1,596	2,044	2,614
YoY (%)	34.3%	32.5%	8.4%	28.1%	27.9%
归母净利润(百万元)	142	175	191	244	311
YoY (%)	38.0%	23.3%	8.9%	27.9%	27.5%
毛利率 (%)	35.9%	35.8%	36.4%	36.2%	35.6%
每股收益 (元)	0.91	1.13	1.23	1.57	2.00
ROE	13.8%	14.9%	13.7%	14.6%	15.4%
市盈率	23.47	19.03	17.48	13.66	10.72

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,471	1,596	2,044	2,614	净利润	173	189	241	307
YoY (%)	32.5%	8.4%	28.1%	27.9%	折旧和摊销	33	30	33	35
营业成本	945	1,015	1,304	1,683	营运资金变动	-21	-48	-54	-63
营业税金及附加	12	14	18	22	经营活动现金流	201	165	212	269
销售费用	208	253	329	425	资本开支	-169	-161	-81	-51
管理费用	51	63	78	92	投资	0	0	0	0
财务费用	2	-2	-2	-3	投资活动现金流	-129	-153	-71	-38
资产减值损失	-5	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
投资收益	10	8	10	13	债务募资	26	23	0	0
营业利润	200	219	279	356	筹资活动现金流	-15	21	-2	-2
营业外收支	0	0	-1	0	现金净流量	-44	33	139	228
利润总额	200	219	279	356					
所得税	27	30	38	48	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	173	189	241	307	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	175	191	244	311	营业收入增长率	32.5%	8.4%	28.1%	27.9%
YoY (%)	23.3%	8.9%	27.9%	27.5%	净利润增长率	23.3%	8.9%	27.9%	27.5%
每股收益	1.13	1.23	1.57	2.00	盈利能力 (%)				
					毛利率	35.8%	36.4%	36.2%	35.6%
					净利率	11.7%	11.8%	11.8%	11.8%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	8.7%	8.4%	8.8%	9.2%
货币资金	361	394	533	761	净资产收益率 ROE	14.9%	13.7%	14.6%	15.4%
预付款项	29	25	35	46	偿债能力 (%)				
存货	231	250	329	433	流动比率	2.13	2.18	2.12	2.11
其他流动资产	828	902	1,074	1,294	速动比率	1.75	1.80	1.73	1.71
流动资产合计	1,450	1,571	1,971	2,535	现金比率	0.53	0.55	0.57	0.63
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	38.0%	36.1%	37.3%	38.6%
固定资产	300	358	411	449	经营效率 (%)				
无形资产	101	99	97	94	总资产周转率	0.73	0.70	0.74	0.77
非流动资产合计	553	708	789	844	每股指标 (元)				
资产合计	2,003	2,280	2,760	3,379	每股收益	1.13	1.23	1.57	2.00
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.56	8.94	10.73	12.98
应付账款及票据	447	480	617	796	每股经营现金流	1.30	1.06	1.37	1.73
其他流动负债	234	241	311	405	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	681	721	928	1,201	估值分析				
长期借款	26	49	49	49	PE	19.03	17.48	13.66	10.72
其他长期负债	54	54	54	54	PB	2.42	2.40	2.00	1.65
非流动负债合计	80	103	103	103					
负债合计	761	824	1,030	1,303					
股本	155	155	155	155					
少数股东权益	68	66	63	59					
股东权益合计	1,242	1,456	1,729	2,076					
负债和股东权益合计	2,003	2,280	2,760	3,379					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。