

皮阿诺(002853)深度研究报告

# “收纳”家居典范，大宗业务优势渐显

推荐(首次)

目标价: 34元

当前价: 22.85元

- ❖ **专注橱柜整合衣柜，布局全屋。**皮阿诺成立于2005年，主要从事中高端定制橱柜、衣柜、木门等木作三大件及其配套家居产品的研发、设计、生产、销售和安装与售后等服务。公司于2014年推出“6年质保，7星定制”服务标准，由此开启全屋定制业务。2017年3月10日，皮阿诺在深交所成功上市。
- ❖ **需求向好，家具企业迎发展良机。**家具作为房地产后周期行业，其消费很大程度上受到房地产行业的影响。但由于2020年一季度新型肺炎疫情爆发，抑制了我国房地产交易及家装工作。我们认为，商品房交易与家装需求更多的为刚性需求，只会延缓并不会因为疫情而消失。预计随着疫情缓解，2020年三四季度料将出现新一轮交房高峰，带动家装需求快速释放。与此同时，房地产企业集中度提升与精装房政策的快速推进为家具企业工程业务渠道销售提供更多机遇与挑战。二线家具企业有望在此过程中凭借自身生产能力、品牌力、渠道力等优势进一步抢夺小企业份额，实现快速扩张。
- ❖ **家具企业渠道变革加速，大宗业务占比提升。**目前我国定制家具行业竞争激烈，渠道力成为家具公司取胜关键，为获取更多流量，主要定制家具公司不断开拓大宗客户，大宗业务收入占比呈上升趋势，2019年皮阿诺大宗业务占比最高，已经由2014年的8.80%提升至45.05%，金牌厨柜大宗收入占比由2014年的7.58%提升至24.10%，志邦家居大宗业务占比一直在13%以上，2019年大宗占比由2014年的15.41%提升至21.59%，欧派家居大宗业务收入占比由2014年的7.94%提升至2019年的16.18%。我们认为大宗业务发展一方面是对公司品牌实力、设计生产制造能力的考验，另一方面也是对公司资金实力的考验，品牌力强且资金实力雄厚的定制家具公司有望获益。
- ❖ **积极扩产，经销与工程客户稳定，双品牌战略快速发展。**生产端，皮阿诺采用以订单式自主生产为主，以外协和OEM外包生产为辅，“标准件+非标件”相结合的复合生产模式。公司积极拓展产能以满足定制家居市场的需求增长及公司业务快速发展的需求，进而巩固市场地位，2019年年底公司定制厨柜、衣柜及其配套家居产品产量已经达到了45.77万套，同比增长47.11%。产品端，公司以橱柜为基础，拓展衣柜、木门及家居产品，延伸全屋定制，2019年公司橱柜、衣柜收入分别为10.42亿(同比+32.17%)和3.87亿(同比+30.26%)，占总收入比重分别为70.81%和26.29%。销售端，公司采取“经销+工程”模式进行销售，大宗业务发展迅速；多元化营销塑造公司高端品牌定位，聚焦“收纳”功能，进行差异化营销；皮阿诺与米拉拉双品牌运营快速发展。
- ❖ **流量竞争下大宗业务优势显现，首次覆盖，给予“推荐”评级。**我国家具行业竞争激烈，家具企业纷纷寻求渠道变革，将获取流量的时间节点向前推移，大宗业务优势显现。皮阿诺在生产端产能扩充、产品端品类拓展以及渠道端营销变革方面均积极探索，未来收入业绩有望稳定增长。我们看好公司大宗业务未来发展前景，预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.10/2.79/3.55亿元，对应当前市值PE分别为17/13/10倍。公司上市以来估值中枢23倍，同时考虑到公司大宗业务快速发力与多品类协同发展，我们给予公司34元/股目标价，对应2020年25XPE，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**渠道拓展竞争加剧，信息系统开发不及预期，房地产市场大幅波动。

## 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1,471	1,756	2,146	2,588
同比增速(%)	32.5%	19.3%	22.2%	20.6%
归母净利润(百万)	176	210	279	355
同比增速(%)	23.3%	19.7%	33.0%	27.3%
每股盈利(元)	1.13	1.35	1.80	2.29
市盈率(倍)	20	17	13	10
市净率(倍)	3	3	2	2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年06月05日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师: 郭庆龙

电话: 010-63214658

邮箱: guoqinglong@hcyjs.com

执业编号: S0360518100001

证券分析师: 陈梦

电话: 010-66500831

邮箱: chenmeng1@hcyjs.com

执业编号: S0360518110002

联系人: 葛文欣

电话: 010-63215669

邮箱: gewenxin@hcyjs.com

## 公司基本数据

总股本(万股)	15,534
已上市流通股(万股)	9,522
总市值(亿元)	35.5
流通市值(亿元)	21.76
资产负债率(%)	33.9
每股净资产(元)	7.6
12个月内最高/最低价	26.72/14.42

## 市场表现对比图(近12个月)



## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告是我们发布的首篇皮阿诺个股深度覆盖报告，在行业现状与发展趋势分析基础上，深度剖析公司在产品拓展、产能扩充与渠道建设方面的优势。

### 投资逻辑

本篇报告首先从发展历史、股权结构、业务机构及盈利能力角度对公司进行简要介绍；然后对家具行业需求与供给方面的现状与发展趋势进行分析；最后对公司产品、产能及渠道销售方面进行深入解析。我们认为，皮阿诺聚焦“收纳”进行差异化竞争，大宗业务优势显现，未来收入业绩有望稳定增长。考虑到公司大宗业务快速发力与多品类协同发展，我们首次覆盖，给予“推荐”评级

### 关键假设、估值与盈利预测

假设公司大宗业务中橱柜、衣柜收入占比分别为 70%和 30%，零售业务收入增长主要来源店面开拓与单店收入提升。考虑到公司聚焦定制家具行业并稳定经营，我们采用 DCF 估值，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.10/2.79/3.55 亿元，对应当前市值 PE 分别为 17/13/10 倍。

# 目 录

一、皮阿诺：专注橱柜，整合衣柜，布局定制，延伸家居.....	6
（一）橱柜起家，整合衣柜品牌，布局全屋定制.....	6
（二）公司的股权结构集中，实际控制人为马礼斌.....	7
（三）内销为主，定制橱柜为主要收入来源.....	8
二、家具需求向好，渠道变革加速，大宗业务占比提升.....	9
（一）需求向好，家具企迎发展良机.....	9
1、2020 年下半年料将迎来交房高峰，释放家装需求.....	9
2、地产行业集中度提升与精装房政策快速推进，家具企业工程渠道获得更多机遇与挑战.....	10
（二）家具企业寻求渠道变革，大宗业务占比提升.....	11
（三）全屋定制成行业主流，整装渠道势起.....	14
三、积极扩产满足战略发展，多元化品牌战略塑造高端定位.....	15
（一）生产端：积极扩增产能满足战略发展，逐步拓展品类延伸全屋定制.....	15
（二）产品端：橱柜为主，衣柜占比提升.....	16
1、整体橱柜：皮阿诺以整体橱柜起家，目前收入占比近七成.....	16
2、整体衣柜：快速发展，毛利率水平提升.....	17
3、逐步拓展品类，延伸全屋定制.....	17
（三）销售端：积极发展大宗模式，多元化营销塑造高端品牌定位.....	18
1、经销为主，大宗业务发展迅速.....	18
2、多元化营销塑造高端品牌定位.....	19
3、双品牌运营，主打中高端市场.....	20
四、首次覆盖，给予“推荐”评级.....	21
五、风险提示.....	22

# 图表目录

图表 1	皮阿诺发展历程.....	6
图表 2	皮阿诺主要产品示例.....	7
图表 3	2020Q1 皮阿诺十大股东持股明细.....	7
图表 4	公司收入呈现快速增长.....	8
图表 5	公司归母净利润保持稳步提升.....	8
图表 6	公司以厨柜为主，定制衣柜收入占比提升.....	8
图表 7	公司收入中华南、华东、华中合计近七成.....	8
图表 8	皮阿诺毛利率水平基本稳定（单位：%）.....	9
图表 9	皮阿诺净利率水平保持平稳（单位：%）.....	9
图表 10	家具主营业务收入与商品房交房数据相关度高.....	9
图表 11	房屋竣工面积与商品房销售面积单月同比增速.....	10
图表 12	房地产行业市场集中度:销售金额:CR30（%）.....	11
图表 13	房地产行业市场集中度:销售面积:CR30（%）.....	11
图表 14	精装房相关政策梳理.....	11
图表 15	主要定制家具公司经销渠道收入占比.....	12
图表 16	主要定制家具公司大宗业务收入占比.....	12
图表 17	主要定制家具公司 2016 年渠道结构.....	12
图表 18	主要定制家具公司 2019 年渠道结构.....	12
图表 19	主要定制家具大宗业务收入规模（万元）.....	13
图表 20	2016 年主要定制家具公司向前三大客户销售收入规模.....	13
图表 21	部分定制家具公司大宗业务信用政策.....	14
图表 22	部分上市定制家具公司主要品类拓展路径.....	14
图表 23	部分定制家具公司拓展整装业务情况.....	15
图表 24	皮阿诺产能及产能利用率.....	16
图表 25	皮阿诺产量及产销率.....	16
图表 26	皮阿诺智能化生产基地.....	16
图表 27	皮阿诺橱柜收入及增速.....	17
图表 28	2019 年主要上市公司橱柜收入规模及毛利率.....	17
图表 29	皮阿诺衣柜占比逐渐上升，成为第二大主业.....	17
图表 30	2019 年主要上市公司衣柜收入规模及毛利率.....	17
图表 31	皮阿诺 2019 年主要对外投资.....	18
图表 32	皮阿诺不同渠道收入占比.....	18
图表 33	与恒大、万科合作收入占大宗模式收入比例.....	18

图表 34 不同家具企业经销商数量（家） .....	19
图表 35 不同家具企业门店数量（家） .....	19
图表 36 皮阿诺百度搜索指数变化.....	20
图表 37 米拉拉风格展示.....	20
图表 38 皮阿诺历史动态市盈率走势.....	21
图表 39 定制家具 PE(TTM)同行业比较 .....	22

## 一、皮阿诺：专注橱柜，整合衣柜，布局定制，延伸家居

### （一）橱柜起家，整合衣柜品牌，布局全屋定制

皮阿诺前身为 2005 年成立的中山市新山川实业有限公司，主要从事中高端定制橱柜、衣柜、木门等木作三大件及其配套家居产品的研发、设计、生产、销售和安装与售后等服务。凭借过硬产能与研发技术，经过多年打造，公司定制厨柜已形成豪华欧式宫廷、实木美式、一般简欧等产品系列，定制衣柜已形成实木欧式、现代百叶等产品系列，以满足客户多样化的消费需求。在定制厨柜及衣柜行业形成专业优势与品牌形象后，公司于 2014 年推出“6 年质保，7 星定制”服务标准，由此开启全屋定制业务，同年 5 月公司正式变更为广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司。2017 年 3 月 10 日，皮阿诺在深交所成功上市。2018 年，公司发布全新品牌定位“9 重收纳”，逐步延伸至其他家居领域。

图表 1 皮阿诺发展历程

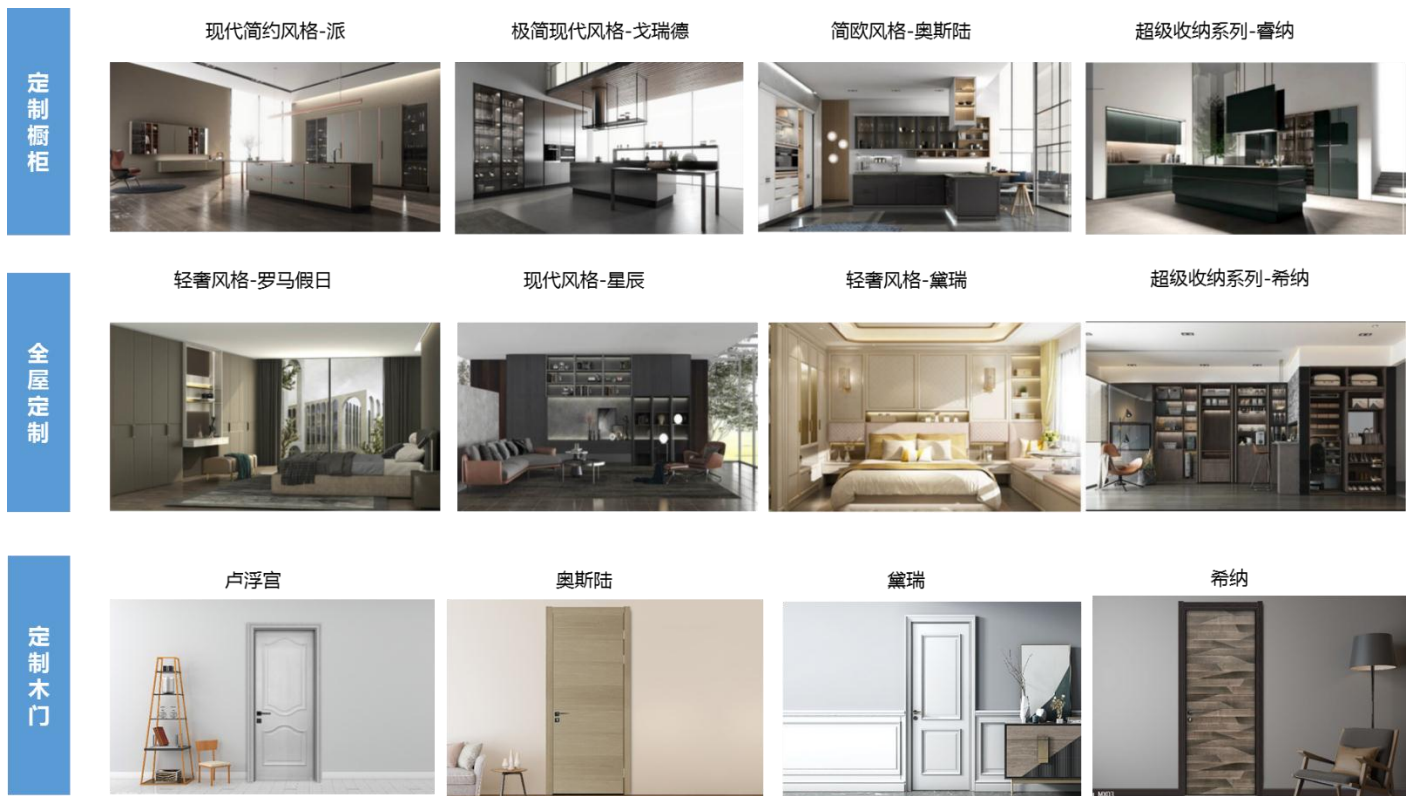


资料来源：皮阿诺官网，皮阿诺招股书，华创证券

公司产品定位于中高端消费市场，目前定制厨柜已形成豪华欧式宫廷、实木美式、一般简欧、印花烤漆、钢琴烤漆、现代吸塑 6 个主要产品系列；定制衣柜已形成实木欧式、一般简欧、现代百叶、现代皮革、现代板式 5 个主要产品系列，多样化的风格定位及丰富的产品文化内涵能够满足中高端客户多样化的消费需求。



图表 2 皮阿诺主要产品示例



资料来源：皮阿诺官网，皮阿诺年报，华创证券

## （二）公司的股权结构集中，实际控制人为马礼斌

公司的股权结构集中，实际控制人为马礼斌。上市之前马礼斌直接持有公司 68.90% 的股份，通过盛和正道间接持有 13.05% 的股份，合计持有发行前 81.95% 的股份，占绝对控股地位。上市发行新股后，马礼斌直接持股 51.60%，通过持有盛和正道 88.50% 的股权间接持股 9.77%，合计持股 61.37%，既是控制股东又是实际控制人。

图表 3 2020Q1 皮阿诺十大股东持股明细

股东名称	方向	期末参考市值（亿元）	2020Q1 持股数量（股）	占总股本比例（%）
马礼斌	不变	13.7067	80,156,250	51.60
中山市盛和正道投资企业(有限合伙)	不变	2.9334	17,154,505	11.04
魏来金	不变	1.2700	7,426,745	4.78
广发信德投资管理有限公司	不变	0.9501	5,556,400	3.58
长安国际信托股份有限公司 - 长安信托 - 皮阿诺 2018 员工持股集合资金信托计划	不变	0.4413	2,580,500	1.66
张开宇	不变	0.3655	2,137,500	1.38
中国工商银行股份有限公司 - 泰康策略优选灵活配置混合型证券投资基金	增加	0.1612	942,550	0.61
陈起凡	新进	0.1232	720,450	0.46
张昶	不变	0.0675	395,000	0.25
陈建华	新进	0.0545	318,700	0.21

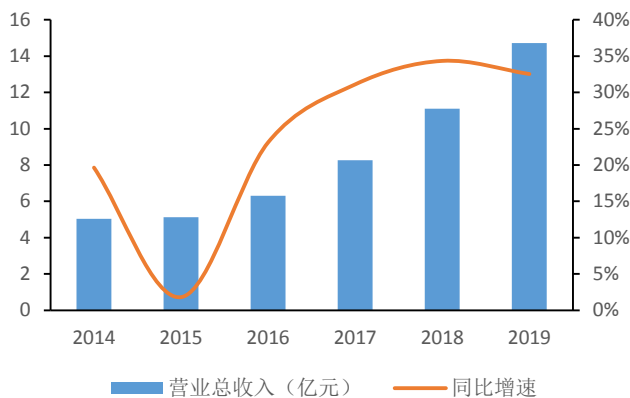
股东名称	方向	期末参考市值 (亿元)	2020Q1 持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
合计		20.0734	117,388,600	75.57

资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 内销为主, 定制橱柜为主要收入来源

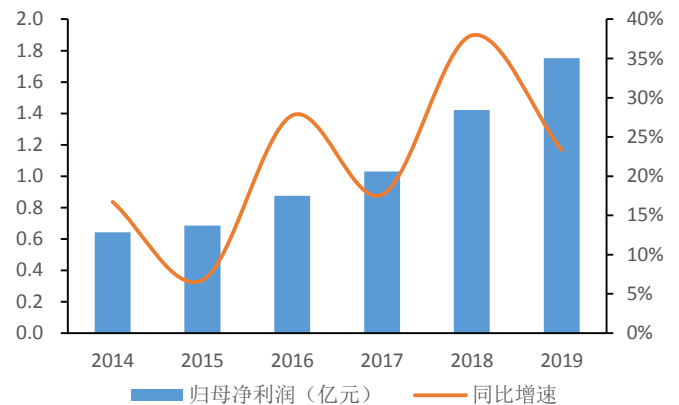
公司收入业绩规模逐年提升。2014 年至 2019 年公司收入规模由 5.03 亿元提升至 14.71 亿元, 复合增长率 24.0%; 归母净利润由 2014 年的 0.64 亿元提升至 2019 年的 1.75 亿元, 复合增长率 22.2%。

图表 4 公司收入呈现快速增长



资料来源: Wind, 华创证券

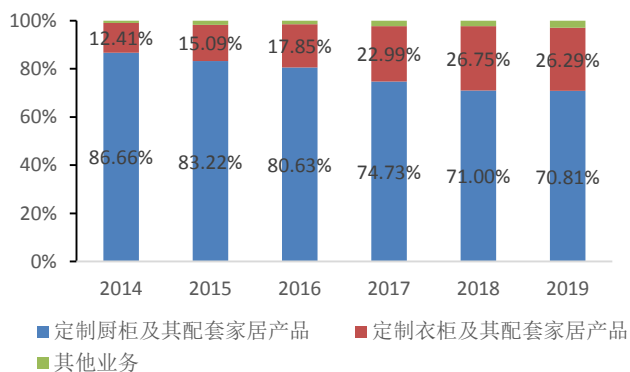
图表 5 公司归母净利润保持稳步提升



资料来源: Wind, 华创证券

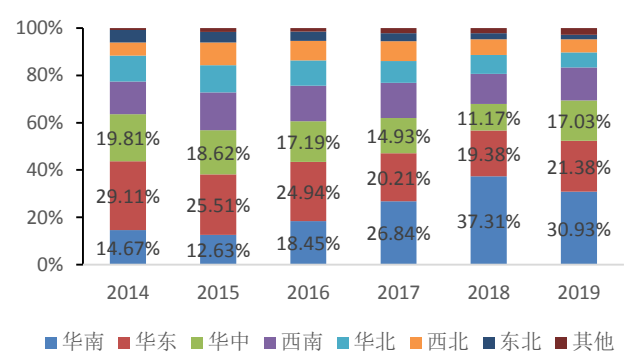
目前公司收入结构中, 分产品来看, 定制橱柜占比在 71%左右, 定制衣柜占比增速有所放缓, 2019 年定制衣柜收入占比 26.31%。分区域来看, 公司以内销为主, 其中 2019 年收入中华南、华东、华中区域收入占总收入比例分别约为 31%、21%和 17%。

图表 6 公司以橱柜为主, 定制衣柜收入占比提升



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 公司收入中华南、华东、华中合计近七成

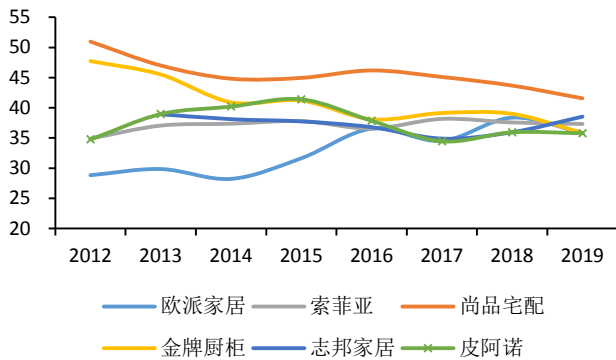


资料来源: Wind, 华创证券

盈利能力呈稳定发展趋势。公司毛利率与净利率水平基本稳定, 2019 年毛利率 35.78%, 净利率 11.74%, 净利率处于同行业较好水平且相对较为稳定。

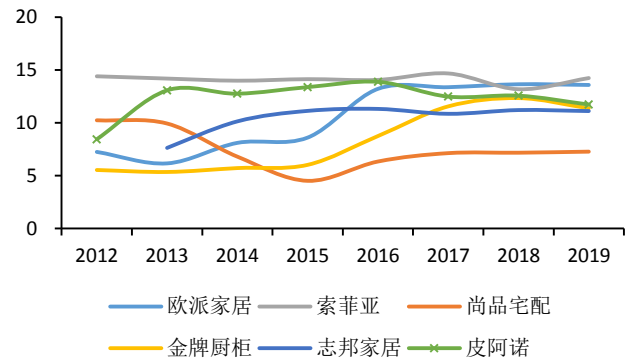


图表 8 皮阿诺毛利率水平基本稳定 (单位: %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 皮阿诺净利率水平保持平稳 (单位: %)



资料来源: Wind, 华创证券

## 二、家具需求向好, 渠道变革加速, 大宗业务占比提升

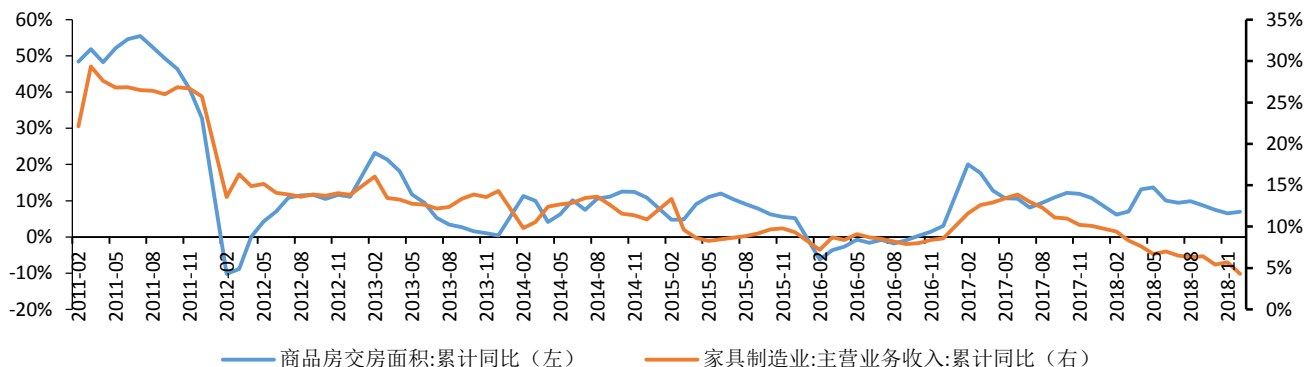
家具作为房地产后周期行业, 其消费很大程度受到房地产行业的影响。从我国房屋竣工和商品房销售数据来看, 房屋竣工面积同比增速高峰之后大约 4 个月商品房销售面积同比增速出现高点。2019 年四季度我国房屋竣工面积同比增长, 据此推断, 2020 年一季度或出现商品房销售同比快速增长, 但是由于今年一季度我国新型肺炎疫情扩散, 很大程度影响我国房地产交易及家装工作进行, 我们认为, 商品房交易与家装需求更多的为刚性需求, 只会延缓并不会因为疫情而消失。预计随着疫情缓解, 2020 年三四季度料将出现新一轮交房高峰, 带动家装需求快速释放。与此同时, 房地产企业集中度提升与精装房政策的快速推进为家具企业工程业务渠道销售提供更多机遇与挑战。二线家具企业有望在此过程中凭借自身生产能力、品牌力、渠道力等优势进一步抢夺小企业份额, 实现快速扩张。

### (一) 需求向好, 家具企迎发展良机

#### 1、2020 年下半年料将迎来交房高峰, 释放家装需求

家具作为房地产后周期行业, 其消费很大程度受到房地产行业的影响。由于我国商品房销售分为现房和期房, 我们以期房与现房数据为基础进行加工, 拟合出商品房交房面积, 进一步比较商品房交房面积变动与家具销售情况的关联度。结果显示: 家具行业主营业务收入变动趋势与交房面积同比变动趋势呈现强关联性。

图表 10 家具主营业务收入与商品房交房数据相关度高

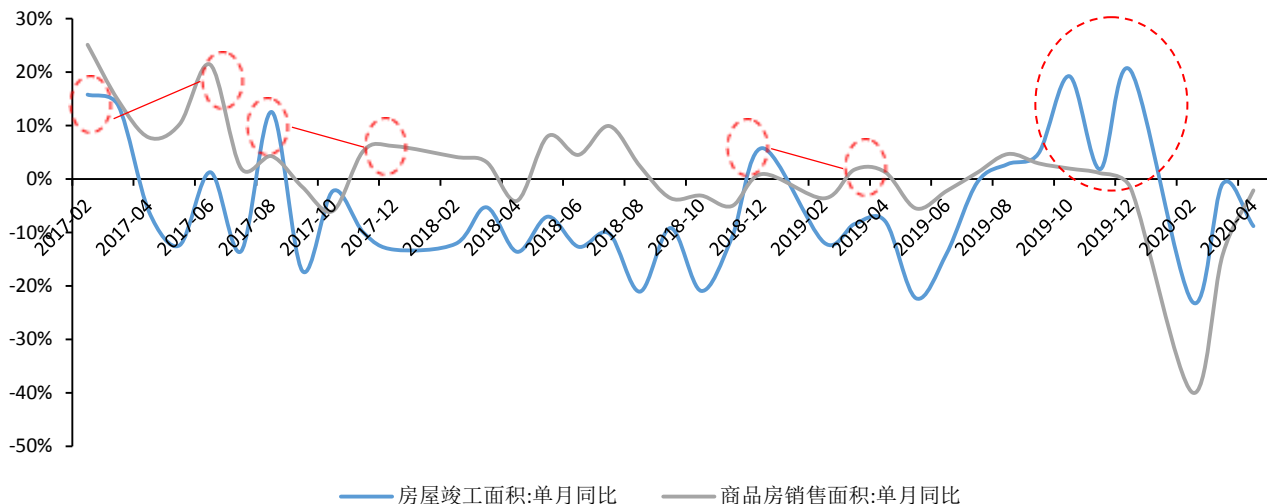


资料来源: Wind, 华创证券

2020 年或迎来新一轮交房高峰, 带动家装需求提升。从我国房屋竣工和商品房销售数据来看, 房屋竣工面积同比增

速高峰之后大约 4 个月商品房销售面积同比增速出现高点。2019 年四季度我国房屋竣工面积同比较快增长，2019 年 10 月至 12 月，房屋竣工面积单月同比增速分别为+19.22%、+1.08%和+20.23%。据此推断，2020 年一季度会出现商品房销售同比快速增长，但是由于今年一季度我国新型肺炎疫情原因，很大程度影响我国房地产交易及家装工作进行，我们认为，商品房交易与家装需求更多的为刚性需求，只会延缓并不会因为疫情而消失。预计随着疫情缓解，2020 年三四季度料将出现新一轮交房高峰，带动家装需求快速释放。

**图表 11 房屋竣工面积与商品房销售面积单月同比增速**

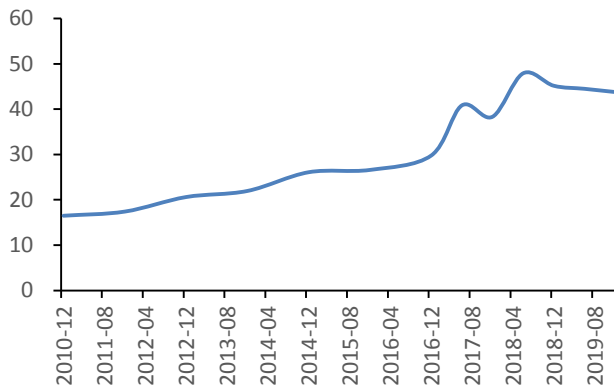


资料来源：Wind，华创证券

## 2、地产行业集中度提升与精装房政策快速推进，家具企业工程渠道获得更多机遇与挑战

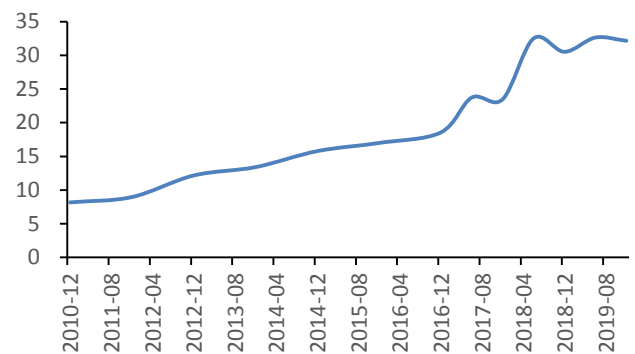
我国房地产行业集中度提升与精装房政策迅速推进，倒逼家具企业渠道变革。近几年我国房地产行业采购发生改变，一方面我国房地产行业集中度提升，大型房地产企业采购议价能力提高。其中，房地产行业市场集中度销售面积 CR30 从 2010 年的 8.17% 增长至 2019 年的 32.15%，同期销售金额 CR30 由 16.49% 提升至 43.79%。另一方面，精装房政策迅速推进要求房企实行集中采购。自 1998 年中央首提精装房概念开始，我国精装房市场逐步发展。2011 年《建筑业发展“十三五”规划》提出要鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房，新建住宅使用全装修迅速成为了行业共识。2017 年《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》提出，到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积要达到 30%，进一步的对全装修房提出了更高的要求。中央对于全装修政策的陆续出台也推动了各地方省市对于全装修房的高度重视，各个省份也陆续推出因地制宜的地方政策来促进全装修房的更高程度的普及。对家具企业而言，房地产企业集中度提升与精装房政策的快速推进为家具企业工程业务渠道销售提供更多机遇与挑战。

图表 12 房地产行业市场集中度:销售金额:CR30 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 房地产行业市场集中度:销售面积:CR30 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 精装房相关政策梳理

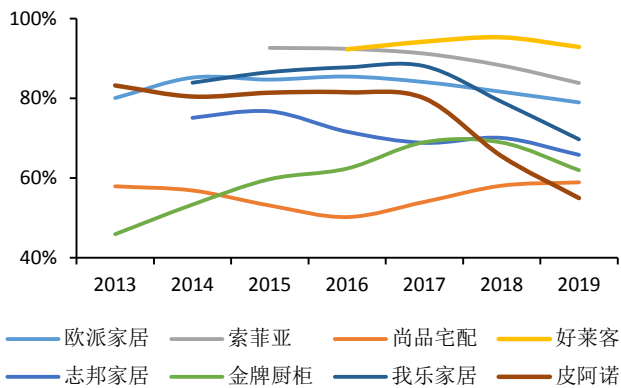
发布时间	政策名称	主要内容	出台部门
1998/08/20	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	积极推广一次性装修或菜单式装修模式,避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象。	建设部等八部委局
2002/07/18	《建筑业发展“十二五”规划》	逐步取消毛坯房,直接向消费者提供全装修成品房,规范装修市场;推行住宅装修工业化生产,提高现场装配化程度,使之成为工业化住宅建筑体系的重要组成部分。	建设部
2008/08/01	《绿色建筑行动方案》	1、要根据本地区实际,以治理野蛮装修、防止破坏房屋结构为重点,着力把好住宅装饰装修安全关; 2、进一步完善本地区住宅装饰装修管理制度; 3、完善扶持政策,推广全装修房。引导和鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式,逐步达到取消毛坯房,直接向消费者提供全装修成品房的目标。	住建部
2011/07/06	《建筑业发展“十三五”规划》	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。	住建部
2013/01/01	《装配式建筑评价标准》	积极推行住宅全装修,鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修,促进个性化装修和产业化装修相统一。	发改委和住建部
2017/04/26	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	制定新建建筑全装修交付的鼓励政策,提高新建住宅全装修成品交付比例,到 2020 年,新开工全装修成品住宅面积达到 30%。	住建部
2017/12/12	《建筑业发展“十二五”规划》	装配式建筑必须采用全装修	住建部

资料来源: 住建部, 华创证券

## (二) 家具企业寻求渠道变革, 大宗业务占比提升

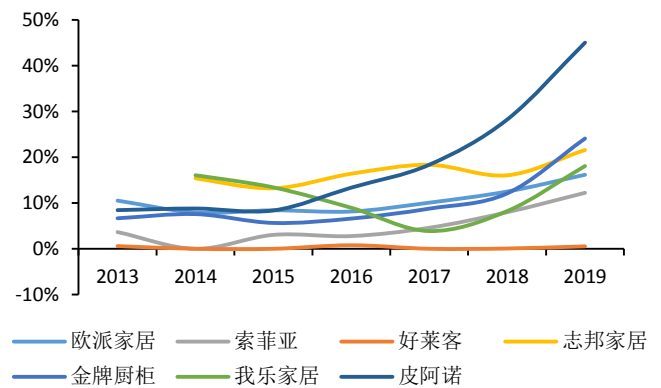
在地产压制与行业竞争加剧压力下, 家具企业纷纷寻求渠道变革, 将获取流量的时间节点向前推移, 目前家具厂商产品出货以经销商渠道为主, 但大宗业务占比上升趋势明显。整体来看, 我国主要定制家具上市公司以经销为主, 欧派家居和索菲亚经销渠道收入占比均在 75%以上, 志邦家居和金牌厨柜在 60%左右。近两年, 主要定制家具公司大宗业务占比呈上升趋势, 2019 年皮阿诺大宗业务占比最高, 已经由 2014 年的 8.80%提升至 45.05%, 志邦家居大宗业务占比一直在 13%以上, 2019 年大宗占比由 2014 年的 15.41%提升至 21.59%, 欧派家居大宗业务收入占比由 2014 年的 7.94%提升至 2019 年的 16.18%, 金牌厨柜大宗收入占比由 2014 年的 7.58%提升至 24.10%。

图表 15 主要定制家具公司经销渠道收入占比



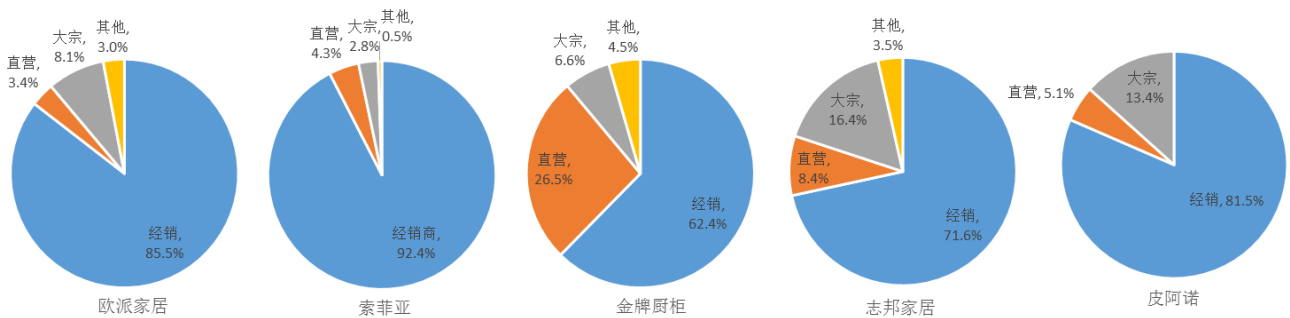
资料来源：各公司招股说明书，年报，华创证券

图表 16 主要定制家具公司大宗业务收入占比



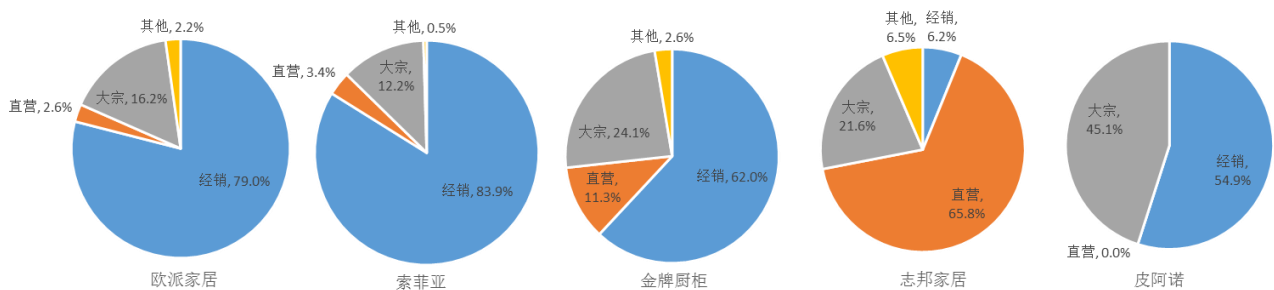
资料来源：各公司招股说明书，年报，华创证券

图表 17 主要定制家具公司 2016 年渠道结构



资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，华创证券

图表 18 主要定制家具公司 2019 年渠道结构



资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，华创证券

龙头企业在大宗业务方面规模领先。由于地产商和装修公司处在流量入口上游，且能够批量采购，家具企业积极开展大宗业务，从近几年家具企业大宗业务收入规模绝对数来看，龙头企业依托品牌力、供货能力等获取了更多大宗业务订单，收入规模也处于领先水平。2019 年，欧派家居、索菲亚、皮阿诺、志邦家居、金牌厨柜大宗业务收入分

别为 21.62 亿、7.55 亿、6.43 亿、6.39 亿和 5.05 亿。

**图表 19 主要定制家具大宗业务收入规模（万元）**

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
欧派家居	41,845	37,561	46,636	57,227	96,411	141,762	216,228
索菲亚	6,303	-	9,220	10,909	23,687	48,424	75,526
志邦家居	-	15,702	15,103	24,771	39,590	39,075	63,947
金牌厨柜	3,745	5,200	4,425	7,259	12,373	20,253	50,491
我乐家居	-	8,368	7,768	6,056	3,543	8,907	24,098
皮阿诺	3,520	4,387	4,219	8,300	14,829	30,645	64,367

资料来源：相关公司招股说明书，相关公司年报，华创证券

家具公司在与地产商、装修公司合作时议价能力尚为有限，易形成对单一或数个大宗客户依赖。根据主要定制家具公司招股书数据，家具企业主要面对的大宗客户为恒大、万科、碧桂园等全国性大型地产商以及地方性房地产商、装修公司。2016 年欧派家居、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居、皮阿诺第一大客户均为大宗客户，销售收入规模占当期营业总收入比重分别为 1.02%、7.01%、1.39%、8.64% 和 5.95%。

**图表 20 2016 年主要定制家具公司向前三大客户销售收入规模**

公司	前三大客户	销售金额（万元）	销售金额占营收比重
欧派家居	保利房地产（集团）股份有限公司及其关联方	7,254.52	1.02%
	广州市番禺祈福新邨房地产有限公司	3,714.27	0.52%
	广州新建开发装饰有限公司	2,156.26	0.30%
志邦家居	恒大地产集团有限公司下属单位	11,011.14	7.01%
	王泽志控制的单位	4,244.18	2.70%
	北京智慧家厨房设备有限公司	4,150.51	2.64%
金牌厨柜	重庆市狄田建材有限公司	1,526.05	1.39%
	厦门东源泰建筑工程有限公司	1,190.91	1.08%
	海南丽家装饰材料有限公司	1,085.31	0.99%
我乐家居	广州恒大材料设备有限公司	5,839.12	8.64%
	南京快特兰汀家居有限公司	3,379.07	5.00%
	四川成都我乐橱柜（古代英）	929.38	1.37%
皮阿诺	广州恒大-大宗用户客户	3,746.36	5.94%
	上海广诺-上海经销商	1,594.47	2.53%
	上海张江万科房地产开发有限公司-大宗用户客户	1,236.31	1.96%

资料来源：各公司招股说明书，华创证券

注：欧派家居为前三大大宗客户数据

在信用政策方面，每个定制家具公司在具体开展大宗业务时收款模式各有差异，目前主要定制家具公司有两种授信方式：一种是欧派家居大宗经销商支付保证金方式，即在安排大宗客户业务订单生产时实际已收到全额货款；另一种是分阶段收款方式。



**图表 21 部分定制家具公司大宗业务信用政策**

公司名称	主要信用政策
欧派家居	公司大宗业务由经销商负责业务开拓和产品安装，在公司与经销商、大宗客户签订业务订单后，除大宗业务客户向公司支付一定比例的货款外，经销商需按照销售货款扣除安装费用和预收大宗客户货款后的差额向公司支付保证金。公司在安排大宗客户业务订单生产时实际已收到全额货款，相关应收账款基本不存在坏账损失风险。
志邦家居	大宗业务模式主要包括房地产开发商和工程经销商。 房地产开发商：针对一般房地产开发商采取按进度付款方式进行货款结算；对于广州恒大，下单结算货款 10%，到货结算货款 20%，安装验收结算货款 70%，上述各期结算款均在 6 个月内以商业承兑汇票支付。 工程经销商：在收取工程经销商全款后，公司按照订单安排生产。
金牌厨柜	给工程代理商的信用政策主要是融资担保支持和货款结算方式上的支持。 （1）融资担保：为了及时收回货款，经过授权，工程代理商可在兴业银行办理“卖方担保买方融资业务”，即工程代理商与兴业银行签订授信贷款合同并约定贷款用途，贷款只能用于支付代理商与公司之间购销合同项下的货款，公司为前述合同提供担保，该贷款账户由公司和代理商共同管理。（2）货款结算：一般情况下，下单前工程代理商支付货款的 30%，出货前支付该笔货款的 70%；经授权的个别代理商，下单前支付货款的 30%，出货前支付货款 40%，剩余 30%的货款给予 1 个月信用期。
皮阿诺	根据公司与大宗用户签订的合同信用期条款约定，合同签署后公司需预收部分定金，产品安装并经验收合格，公司与客户进行账单核对并开具发票后，收取 95%左右的货款（公司开票、客户核对账单及付款一般需一个月左右），剩余 5%质保金于质保期（一般为 2 年）满后收取。

资料来源：各公司招股说明书，华创证券

### （三）全屋定制成行业主流，整装渠道势起

我国定制家具发展大致分为三个阶段：（1）1990s 至 2004 年：单品类定制阶段。行业呈现年 20%以上的高增长，市场规模不断扩大至千亿级别，渗透率逐年提升。定制家具市场格局以中小厂商居多，行业较为分散。通过开单品类专卖店的形式进行渠道下沉。（2）2004 年至 2014 年：除尚品宅配外，部分厂商开始朝多品类定制家具发展，例如欧派家居、皮阿诺。（3）2014 年以后，定制家具厂商沿着“柜体类/木门类单品类→多品类→全屋”的成长路径发展，集中开启全屋定制战略。欧派家居在橱柜基础上，早于其他定制家具公司陆续拓展卫浴、衣柜、木门等业务，而二线家具企业如志邦家居、金牌厨柜则在 2015 年及之后拓展衣柜业务及开启全屋定制战略。

**图表 22 部分上市定制家具公司主要品类拓展路径**

欧派家居	1994年 整体橱柜	2003年 卫浴	2005年 整体衣柜	2010年 定制木门	2014年 全屋定制	
索菲亚		2003年 定制衣柜			2014年 定制橱柜	2017年 定制木门
志邦家居	1998年 定制橱柜				2015年 定制衣柜	2016年 全屋定制 2018年 定制木门
金牌厨柜	1999年 定制橱柜					2016年 定制衣柜 2018年 定制木门

资料来源：华创证券整理

随着国内精装、整装业务的持续推进，传统家具零售渠道客流受冲击较为明显，其中家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。为布局整装渠道，拓展客户资源，目前我国主要定制家具公司陆续开展整装业务，据各公司年报及半年报披露数据，各公司开展整装业务方式有所差异，其中欧派家居主要通过与合作家装公司合作进行整装业务开拓，尚品宅配采用自营整装与 Homkoo 整装云相结合模式，索菲亚 2019 年开始探索整装业务，金牌厨柜通过投资设立整装子公司进行整装业务拓展，志邦家居则通过与全国性整装公司合作进入整装领域。

**图表 23 部分定制家具公司拓展整装业务情况**

公司名称	开展整装业务时间	整装业务表现
欧派家居	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>2018 年全年接单业绩突破 3.5 亿；2019 年整装订单接单突破 6 亿元，同比增长达 106%。</li> <li>至 2019 年底，公司已有整装大家居经销商 275 家，开设整装大家居门店 288 家。</li> </ul>
尚品宅配	2017 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>2018 年公司整装收入 1.94 亿元，自营整装工地交付数 849 个，年末公司 Homkoo 整装云会员数量超过 1200 家；</li> <li>2019 年上半年公司整装业务收入约 1.55 亿元，自营整装工地交付数 708 个，期末公司 Homkoo 整装云会员数量 1663 家。</li> </ul>
索菲亚	2019 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>整装/家装渠道是公司 2019 年新开发渠道，年度内主要任务是打造专属产品，制度、流程和合作伙伴开发，还未形成规模销售。</li> </ul>
金牌厨柜	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>2018 年 12 月投资设立厦门金牌桔家云整装科技有限公司，公司持股 80%，整合产业链资源逐步构建整装服务能力；</li> <li>2019 年桔家云整装专卖店 2 家（全部为新增）。</li> </ul>
志邦家居	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司与全国性大型整装公司合作，为其全国客户提供定制部品和服务。</li> </ul>

资料来源：各公司年报及半年报，华创证券

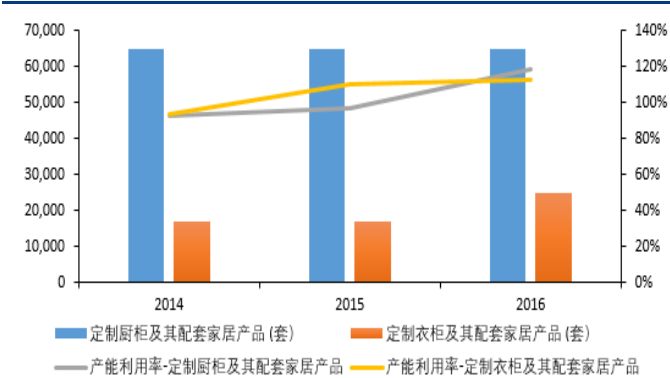
### 三、积极扩产满足战略发展，多元化品牌战略塑造高端定位

生产端，皮阿诺采用以订单式自主生产为主，以外协和 OEM 外包生产为辅，“标准件+非标件”相结合的复合生产模式。公司上市前 3 年（2014-2016）定制厨柜产品产能利用率分别为 92.45%、97.10%和 118.63%；定制衣柜产能利用率分别是 93.45%、110.40%及 112.43%，产能无法满足公司战略发展需求，皮阿诺积极拓展产能以满足定制家居市场的需求增长及业务快速发展的需求，进而巩固市场地位。在营销端，公司采用经销模式、大宗业务模式及 O2O 模式的复合营销模式，积极发展大宗业务。品牌建设上，公司确立“收纳”为核心品牌基因，通过展会、新品发布会、丈夫节 IP 线上线下全国全网联动推广“皮阿诺”品牌，逐步完善终端门店形象，同时借助三、四线市场已有影响力，延伸至一、二线市场进行品牌拓展，打造皮阿诺品牌 IP。

#### （一）生产端：积极扩增产能满足战略发展，逐步拓展品类延伸全屋定制

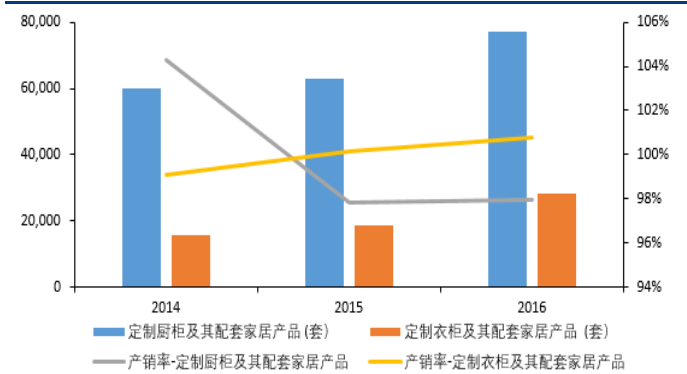
公司采用以订单式自主生产为主，以外协和 OEM 外包生产为辅，“标准件+非标件”相结合的复合生产模式。公司上市前 3 年（2014-2016）定制厨柜产品产能利用率分别为 92.45%、97.10%和 118.63%；定制衣柜产能利用率分别是 93.45%、110.40%及 112.43%，产能无法满足公司战略发展需求，皮阿诺积极拓展产能以满足定制家居市场的需求增长及公司业务快速发展的需求，进而巩固市场地位。截止 2016 年年底，公司定制厨柜、定制衣柜及配套家居产品产能共计 9 万套，其中定制厨柜及其配套家居产品有 6.5 万套，定制衣柜及其配套家居产品有 2.5 万套。另据公司 2017 年与 2018 年年报数据，公司 2017 年与 2018 年产能分别同比提升 40%和 70%，据此测算至 2018 年末公司产能达到 21.42 万套。自 2017 年上市募集资金投资项目以来，公司生产能力不断扩大，产量也随之实现逐步提升，2019 年年底公司定制厨柜、衣柜及其配套家居产品产量已经达到了 45.77 万套，同比增长 47.11%。

图表 24 皮阿诺产能及产能利用率



资料来源：皮阿诺招股说明书，华创证券

图表 25 皮阿诺产量及产销率



资料来源：皮阿诺招股说明书，华创证券

**构建智能化制造基地，产能预计达到 200 万套。**公司陆续构建了三大智能化制造基地，引进智能化设备生产线，使生产加工水平上了一个崭新的台阶，年产能预计能够达到 200 万套，产品生产全程采用自动化、信息化、精细化三管齐下。

图表 26 皮阿诺智能化生产基地



河南工厂



阜沙工厂



天津工厂

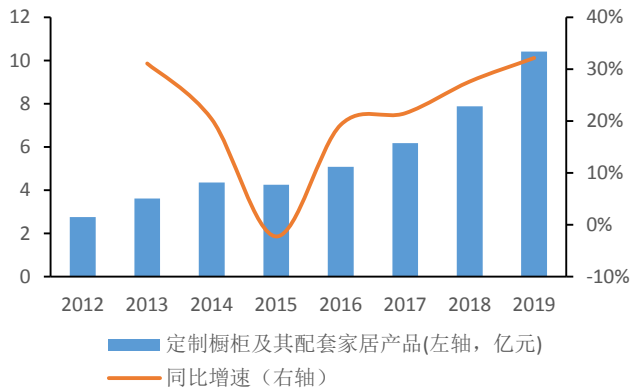
资料来源：皮阿诺官网，华创证券

## （二）产品端：橱柜为主，衣柜占比提升

### 1、整体橱柜：皮阿诺以整体橱柜起家，目前收入占比近七成

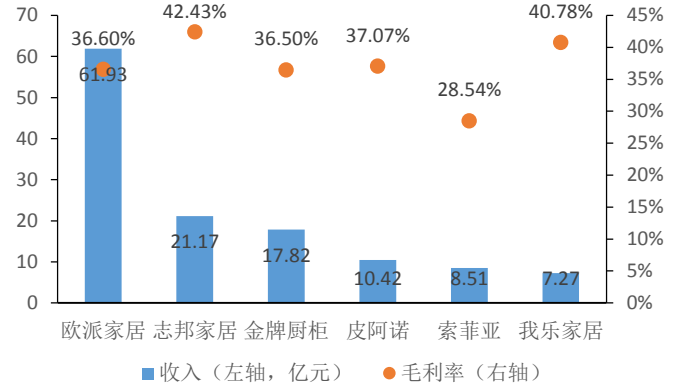
橱柜为公司第一大业务，近年来随着整体衣柜的崛起及公司其他产品的开拓，整体橱柜占总体收入的比重逐渐下降，2019 年公司橱柜营业收入从 2012 年的 2.76 亿元增加至 2019 年 10.42 亿元，CAGR20.89%，占总收入的比重从 2012 年的 89.83% 下降至 2019 年的 70.81%。同业竞争方面，目前我国橱柜行业企业众多竞争激烈，欧派在收入规模和盈利能力方面均处于行业领先地位，我国 A 股上市家具公司中，皮阿诺橱柜年销售规模排名第四。

图表 27 皮阿诺橱柜收入及增速



资料来源：皮阿诺招股书，年报，华创证券

图表 28 2019 年主要上市公司橱柜收入规模及毛利率

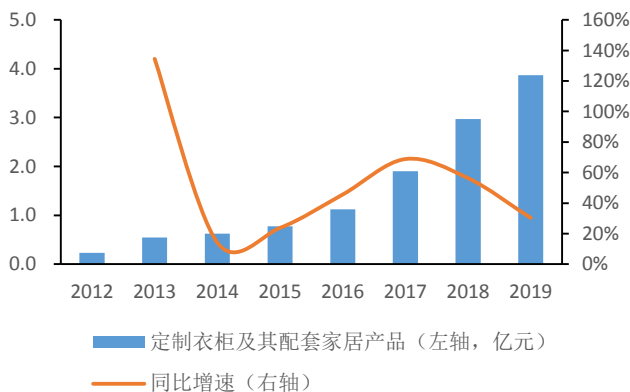


资料来源：各公司 2019 年报，华创证券

## 2、整体衣柜：快速发展，毛利率水平提升

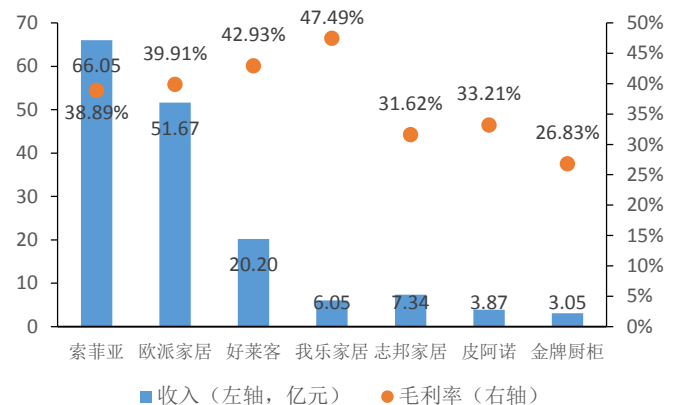
皮阿诺衣柜业务保持快速增长，营业收入从 2012 年的 0.23 亿元增加至 2019 年 3.87 亿元，CAGR 达 49.35%，占总收入的比重从 2012 年的 7.59% 增长至 2019 年的 26.29%。盈利能力方面，公司整体衣柜毛利率呈上升趋势，2019 年毛利率由 2012 年的 25.32% 提升至 33.21%。同业竞争方面，目前我国衣柜行业企业众多，竞争激烈，皮阿诺衣柜收入规模次于索菲亚、欧派家居、好莱客、我乐家居及志邦家居，居于第六位。

图表 29 皮阿诺衣柜占比逐渐上升，成为第二大主业



资料来源：皮阿诺招股书，年报，华创证券

图表 30 2019 年主要上市公司衣柜收入规模及毛利率



资料来源：各公司 2019 年报，华创证券

## 3、逐步拓展品类，延伸全屋定制

2017 年公司同河南恒大成立合资公司以发挥其精装家居产品的专业化优势，并以衣柜和木作类产品为主线，整合木门、窗等品类资源，积极拓宽配套家居及装配饰品类。2018 年公司对全屋定制的款式、设计，工艺进行全方位升级，推出新中式全屋产品品类，并丰富书房、客餐厅产品品类，由全屋定制向全品类定制升级。2019 年 3 月公司为满足客户日益增长的家居智能化消费需求投资设立了深圳市吡咕智能家居科技有限公司以进一步拓展延伸产品品类，推进公司定制木作大家居战略发展。同年 11 月公司竞拍获得中山市广福村土地使用权用于全屋定制智能制造项目。公司三年内聚焦打造超级收纳产品品类和钛晶烤漆类产品品类，并研发推出了新品类—木门产品，同时丰富床垫、沙发等软体家居产品线，持续研发创新以实现全屋定制家居品类延伸。



**图表 31 皮阿诺 2019 年主要对外投资**

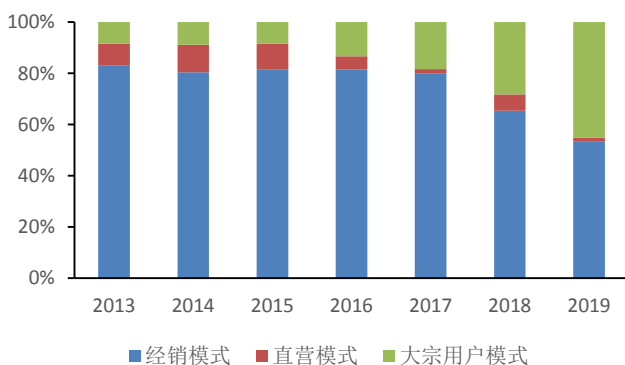
项目名称	公告日期	计划投资金额	主要内容
设立投资中山盛和德成投资发展有限公司	2019-03-13	1 亿人民币	拟通过股权投资等模式拓展业务领域，延伸公司产业链，为公司橱柜、全屋定制、木门及配套家居业务未来发展提供有力支撑。
投资设立皮阿诺（香港）国际有限公司	2019-03-13	0.1 亿港元	拟通过在香港设立全资子公司，利用其独特优势以更好地开拓海外业务，推进公司国际化进程。
投资设立深圳市叶咕智能家居科技有限公司	2019-03-13	0.3 亿人民币	拟通过设立智能家居公司进一步丰富公司产品品类和客户群体，进一步拓宽和延伸业务领域和产业链条，增强市场竞争力。
竞拍获得中山市板芙镇广福村土地使用权	2019-11-05	0.86 亿人民币	拟将该土地使用权用于全屋定制智能制造项目，优化公司产品结构，完善战略布局和产能布局。

资料来源：公司公告，华创证券

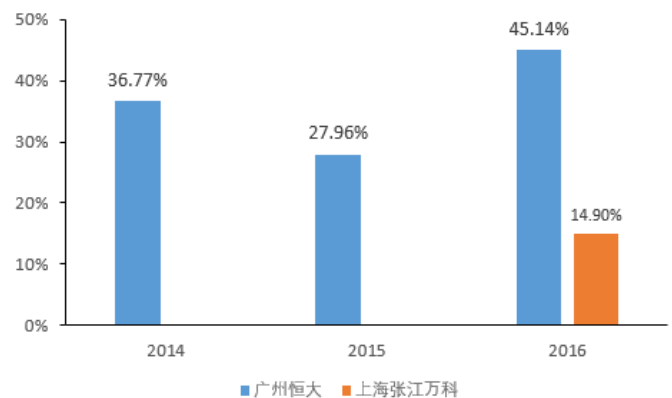
### （三）销售端：积极发展大宗模式，多元化营销塑造高端品牌定位

#### 1、经销为主，大宗业务发展迅速

公司以经销为主，大宗业务占比提升。通过经销商销售是公司最主要的销售渠道，2019 年公司经销渠道实现收入 7.85 亿元，占公司主营业务收入比例为 53.35%。公司充分利用经销商资源利于公司加速渠道下沉，扩大品牌辐射范围，进而开拓并稳定市场。大宗业务方面，公司通过与知名房地产商战略合作及工程经销商代理相结合的模式开展大宗业务。公司收入结构中，大宗业务占比逐年提升，2019 年公司大宗业务实现营收 6.43 亿元，同比增长 110.04%，大宗收入占主营业务比重约为 45%。

**图表 32 皮阿诺不同渠道收入占比**


资料来源：皮阿诺招股说明书，皮阿诺年报，华创证券

**图表 33 与恒大、万科合作收入占大宗模式收入比例**


资料来源：皮阿诺招股说明书，华创证券

皮阿诺经销商与门店数量有较大提升空间。由于统计口径调整原因，皮阿诺 2019 年末店面数量较 2018 年减少至 965 家，其中橱柜类门店 204 家，衣柜类门店 272 家，综合门店 489 家（2018 年之前皮阿诺橱柜、衣柜事业部分由独立团队经营，一家综合门店算两家）。公司自 2019 年起将橱、衣柜事业部合并为营销事业部，橱衣柜综合开始统计为一家）。同行业方面，从近几年定制家具公司经销商及门店拓展情况来看，截至 2019 年年末，除欧派家居（经销商数量 5199 家）、索菲亚（经销商数量 3043 家）和志邦家居（2141 家），其他定制家具公司经销商数量均未超过 2000 家。门店数量方面，截至 2019 年年末，欧派家居门店数量 7062 家，索菲亚门店数量 3952 家，志邦家居门店 2827 家，尚品宅配门店数量 2421 家，金牌厨柜 2144 家，其他定制家具公司门店数量均未超过 2000 家。



图表 34 不同家具企业经销商数量（家）

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	备注
欧派家居	2,210	2,557	2,813	3,616	4,258	4,779	5199	不含墙饰经销商
索菲亚	650	800	1,100	1,400	2,050	2,771	3043	
好莱客	553	672	926	1000-	1000+	1100+	1100+	
志邦家居		813	919	1,061	1,400	1,815	2141	
金牌厨柜	350	497	578	603	-	-	-	
我乐家居	-	784	807	706	740	800+	-	
皮阿诺	685	729	780	881	1,026	1,126	-	

资料来源：相关公司招股说明书，相关公司年报，华创证券

图表 35 不同家具企业门店数量（家）

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	备注
欧派家居				5,060	5,938	6,708	7,062	不含墙饰门店
索菲亚	1,200	1,520	1,861	2,500	3,035	3,558	3,952	
尚品宅配	830	969	1,073	1,157	1,642	2,100	2,421	
好莱客	691	857	1,174	1300-	1,511	1,766	1,795	
志邦家居		981	1,007	1,265	1,759	2,363	2,827	
金牌厨柜	453	628	741	806	1,250	1,759	2,144	
我乐家居		760	787	731	1,062	1,283	1,170	
皮阿诺	751	819	881	959	1,103	1,256	965	

资料来源：相关公司招股说明书，相关公司年报，华创证券

注：2018 年之前皮阿诺橱柜、衣柜事业部分由独立团队经营，一家综合门店算两家。公司自 2019 年起将橱、衣柜事业部合并为营销事业部，橱衣柜综合开始统计为一家。

## 2、多元化营销塑造高端品牌定位

**公司实施多元化营销，提升产品品牌力。**自 2007 年起皮阿诺橱柜由影帝陈宝国先生担任形象代言人，共同演绎“让男人爱上厨房”的厨间新风尚，成为业内知名的“明星橱柜”。2011 年公司发布全新视觉识别形象管理手册(VIS)。2017 年公司推出全新子品牌一米拉拉橱柜，打造“高美学、高品质、高性价比的好橱柜”的品牌核心价值。2018 年公司推出全新品牌定位——“9 重收纳”，并通过“春设撩人 315 全国联动”、“8.8 丈夫节”等系列营销活动传递品牌能量。2019 年公司在保持传统营销投入的同时积极开拓电商、设计师家装、品牌联盟、社区推广渠道等多渠道营销，在电商新零售渠道，公司相继登陆抖音、小红书等视频平台以及淘宝、京东、苏宁、腾讯等直播平台，并先后举办“830 总经理直播开仓抢工厂”“118 万人团样板房直购”等联动全国经销商门店的直播促销活动，通过邀请网红达人、营销高管直播、小视频推送等“带货”、引流，实现线上引流，线下签单，促进公司产品销售。

**聚焦“收纳”功能，进行差异化营销。**公司将收纳功能作为定制产品的基本要求和核心价值，不断升级收纳产品系列，2019 年公司将产品体系由“超级收纳 1.0”升级为“超级收纳 2.0”，加大品牌核心价值“九重收纳，空间就是大”的推广，并联合百隆、腾讯家居及全国工商联家具装饰业商会共同发布《中国定制家居收纳指数白皮书》，打造定制家居行业收纳第一品牌。

图表 36 皮阿诺百度搜索指数变化



资料来源：百度指数，华创证券

### 3、双品牌运营，主打中高端市场

公司目前拥有皮阿诺和米拉拉橱柜两大品牌，其中皮阿诺品牌采取高举中打模式，即高举高品牌形象(VI)、高终端形象(SI)、高产品形象(高颜值)、主打高性价比的产品性，并聚焦“橱柜、全屋、木门”三大类定制核心产品。米拉拉橱柜作为子品牌，品牌调性更国际化、更高端化、更年轻化，专注于优质低价整体定制橱柜的推广和普及。

**米拉拉橱柜品牌发展良好，利于抢占细分市场。**2017年公司基于品牌多元化建设适时推出子品牌“米拉拉橱柜”。该品牌确定了“高美学、高品质、高性价比的好橱柜”的品牌核心价值、“出众亦厚道”的广告语及“皮阿诺家居年轻定制时尚品牌”品牌背书，进行了VI、SI等方面的系统建设和输出。米拉拉橱柜作为面向年轻消费群体的定制橱柜品牌，依托皮阿诺家居优势开创了“模块化生产+魔方化设计+积木化装配+柔性化裁切”的颠覆性发展模式，聚焦全国B2B互联网家装和整装公司渠道，以标准化产品和高性价比产品定位成功打通客户需求、终端设计、工厂制造等各环节阻点，不仅与生活家、安乐窝、橙家、优采宝等知名家装公司建立了合作，而且在南京、成都等地市场成功落地终端零售模式，推动着定制橱柜向着更时尚、更快捷、更环保、更具性价比的方向发展。

图表 37 米拉拉风格展示



资料来源：米拉拉整装官网

#### 四、首次覆盖，给予“推荐”评级

综合来看，行业层面，我国家具行业竞争激烈，家具企业纷纷寻求渠道变革，将获取流量的时间节点向前推移，大宗业务快速扩容。公司层面，皮阿诺在生产端产能扩充、产品端品类拓展以及渠道端营销变革方面均积极探索，未来收入业绩有望稳定增长。目前公司估值处于历史估值中枢位置，考虑到公司大宗业务快速发力与多品类协同发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

##### 核心逻辑 1：行业需求向好，家具企业渠道变革加速迎发展良机。

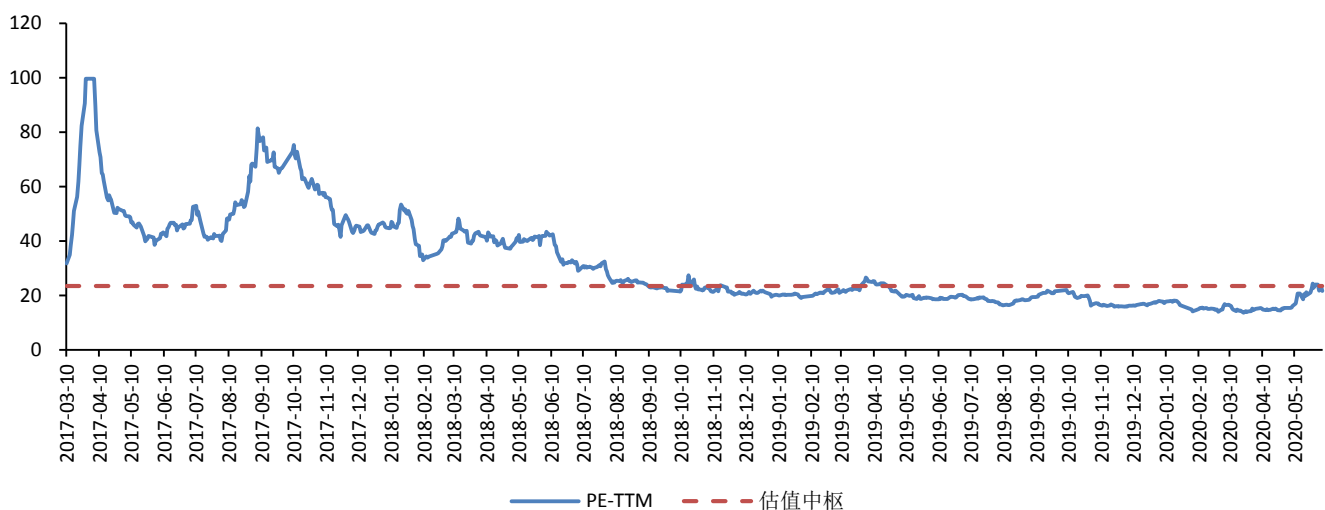
- **需求方面**，房地产行业集中度提升与精装房政策的快速推进，使得房地产商在装修流量入口的掌控力进一步提升，地产商向家具、卫浴、家电等厂商集中采购时议价能力提高，倒逼具有强装修属性的定制家具公司进行渠道变革，积极拓展大宗业务。
- **供给方面**，目前我国定制家具行业竞争激烈，渠道力成为家具公司取胜关键，为获取更多流量，定制家具公司在初期会采取牺牲部分毛利抢夺大宗订单情况，这一方面是对公司品牌实力、设计生产制造能力的考验，另一方面也是对公司资金实力的考验。我们认为，大宗业务将成为未来定制家具销售的重要渠道之一，品牌力强且资金实力雄厚的定制家具公司有望获益。

##### 核心逻辑 2：公司积极扩产，经销与工程客户稳定，双品牌战略快速发展。

- **生产端**，公司积极拓展产能以满足定制家居市场的需求增长及公司业务快速发展的需求，进而巩固市场地位。
- **产品端**，公司以橱柜为基础，拓展衣柜、木门及家居产品，延伸全屋定制。
- **销售端**，公司采取“经销+工程”模式进行销售，大宗业务发展迅速；多元化营销塑造公司高端品牌定位，聚焦“收纳”功能，进行差异化营销；皮阿诺与米拉拉双品牌运营。

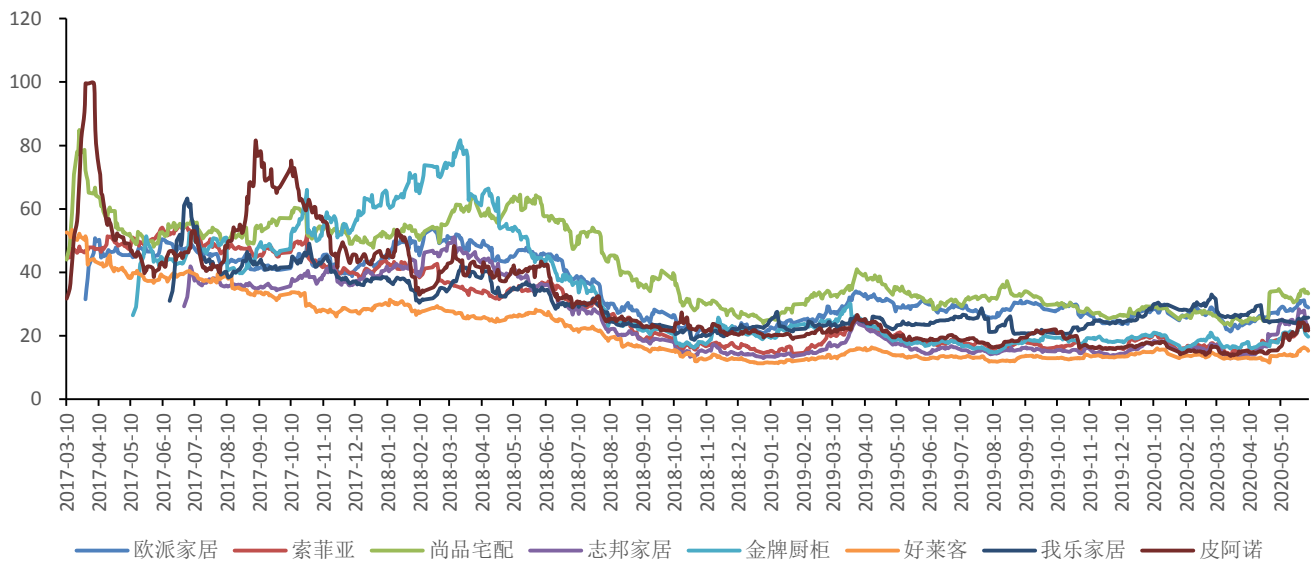
估值方面，皮阿诺历史估值中枢 23 倍，今年以来 PE(TTM)由年初的 18 倍调整至现在的 22 倍，我们认为一定程度隐含了市场对对公司大宗业务模式的看好。与同行业公司比较来看，公司目前估值水平处于同行业上市公司中等水平。

图表 38 皮阿诺历史动态市盈率走势



资料来源：Wind，华创证券

图表 39 定制家具 PE(TTM)同行业比较



资料来源: Wind, 华创证券

## 五、风险提示

渠道拓展竞争加剧，信息系统开发不及预期，房地产市场大幅波动。

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	361	430	514	675
应收票据	288	343	420	506
应收账款	326	369	451	544
预付账款	29	35	42	50
存货	231	270	327	392
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	215	219	227	234
流动资产合计	1,450	1,666	1,981	2,401
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	300	395	460	488
在建工程	31	31	51	81
无形资产	101	91	82	74
其他非流动资产	121	120	119	119
非流动资产合计	553	637	712	762
<b>资产合计</b>	<b>2,003</b>	<b>2,303</b>	<b>2,693</b>	<b>3,163</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	151	181	219	262
应付账款	296	353	427	512
预收款项	86	103	126	152
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	86	86	86	86
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	62	81	92	107
流动负债合计	681	804	950	1,119
长期借款	26	36	46	56
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	54	54	54	54
非流动负债合计	80	90	100	110
<b>负债合计</b>	<b>761</b>	<b>894</b>	<b>1,050</b>	<b>1,229</b>
归属母公司所有者权益	1,174	1,344	1,582	1,878
少数股东权益	68	65	61	56
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,242</b>	<b>1,409</b>	<b>1,643</b>	<b>1,934</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,003</b>	<b>2,303</b>	<b>2,693</b>	<b>3,163</b>

### 现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>101</b>	<b>203</b>	<b>228</b>	<b>292</b>
现金收益	208	249	326	407
存货影响	-72	-39	-57	-65
经营性应收影响	-277	-106	-167	-189
经营性应付影响	215	103	136	153
其他影响	27	-4	-9	-16
<b>投资活动现金流</b>	<b>-129</b>	<b>-125</b>	<b>-125</b>	<b>-105</b>
资本支出	-86	-126	-126	-105
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-43	1	1	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-15</b>	<b>-9</b>	<b>-19</b>	<b>-26</b>
借款增加	26	10	10	10
股利及利息支付	-35	-43	-61	-75
股东融资	1	30	30	30
其他影响	-7	-6	2	9

### 利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,471</b>	<b>1,756</b>	<b>2,146</b>	<b>2,588</b>
营业成本	945	1,128	1,366	1,635
税金及附加	12	16	15	18
销售费用	208	255	309	370
管理费用	51	70	77	91
研发费用	37	56	69	83
财务费用	2	1	1	2
信用减值损失	-6	0	0	0
资产减值损失	-5	2	1	1
公允价值变动收益	-18	-8	-6	2
投资收益	10	10	9	8
其他收益	3	6	5	5
<b>营业利润</b>	<b>200</b>	<b>240</b>	<b>318</b>	<b>405</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>200</b>	<b>240</b>	<b>318</b>	<b>405</b>
所得税	27	33	43	55
<b>净利润</b>	<b>173</b>	<b>207</b>	<b>275</b>	<b>350</b>
少数股东损益	-3	-3	-4	-5
<b>归属母公司净利润</b>	<b>176</b>	<b>210</b>	<b>279</b>	<b>355</b>
NOPLAT	175	207	276	352
EPS(摊薄) (元)	1.13	1.35	1.80	2.29

### 主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	32.5%	19.3%	22.2%	20.6%
EBIT 增长率	17.2%	19.1%	32.8%	27.5%
归母净利润增长率	23.3%	19.7%	33.0%	27.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.8%	35.8%	36.4%	36.8%
净利率	11.7%	11.8%	12.8%	13.5%
ROE	14.1%	14.9%	17.0%	18.4%
ROIC	17.4%	17.7%	19.8%	21.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	38.0%	38.8%	39.0%	38.8%
债务权益比	6.4%	6.4%	6.1%	5.7%
流动比率	212.9%	207.2%	208.5%	214.6%
速动比率	179.0%	173.6%	174.1%	179.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	49	71	69	69
应付账款周转天数	91	104	103	103
存货周转天数	74	80	79	79
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.13	1.35	1.80	2.29
每股经营现金流	0.65	1.31	1.47	1.88
每股净资产	7.56	8.65	10.18	12.09
<b>估值比率</b>				
P/E	20	17	13	10
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	31	26	19	16

资料来源：公司公告，华创证券预测



## 轻工纺服组团队介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

**研究员：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018 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	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@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	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	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500