

2020年06月09日

证券研究报告·公司研究报告

皮阿诺(002853)轻工制造

买入(首次)

当前价: 22.25元

目标价: 29.40元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

深耕橱柜工程渠道，业绩迎风而上

投资要点

- **推荐逻辑：**受益于竣工回暖精装放量，工程行业增速确定性高，大宗业务表现亮眼，工程橱柜行业集中度有望提升，龙头市场规模将持续扩大。零售终端及线上渠道同步发力，公司产品差异化定位向中高端倾斜，品牌效应逐步形成；降本增效成果显著，盈利能力较优，业绩有望保持较快增长。
- **工程业务爆发，定制橱柜开拓增长新渠道。**定制家居行业的发展大致经历“探索起步—快速发展—挤压上升”三个阶段。在竣工回暖加精装渗透率提升下，工程业务的增速相较零售确定性更高，而橱柜品类由于高精装配套率会明确受益精装红利。工程业务一大优势在于深度绑定地产商后集中度快速提升。根据我们测算，家居单品类可期待工装中20%以上的工程占比，在中期50%精装率下橱柜龙头市场规模可达60亿元，增长前景广阔。
- **业绩稳健，工程渠道增长亮眼。**公司成立于2005年，主要经营橱柜及全屋定制家居的研发、生产和销售，2019年公司收入达到14.7亿元(+32.5%)，收入主要来自定制橱柜及其配套产品，占比达70.8%。分渠道看，公司大宗业务是主要看点，2015-2019年大宗收入CAGR达到87.2%，其中2019年公司大宗业务再上台阶，实现收入6.4亿元，同比增长110%，占比43.5%。2019年公司实现归母净利润1.8亿元(+23.3%)，2015-2019年净利润CAGR达到26.5%，业绩保持较快增长趋势。
- **差异化定位零售市场，积极开拓地产新客户，全渠道同步发力。**零售端，公司主打“9重收纳”，建立差异化产品定位，同时积极拓展高端产品占比，树立高端品牌形象；加快线下渠道下沉，布局空白网点，积极发展衣柜新品类，把握衣柜市场增量空间机会。**工程端**，公司在地产商合作基础、产能、落地服务能力等多方面优势突出，与恒大、保利、龙湖、美的等多家地产商建立合作关系，与恒大在兰考合资建厂，产能投放后供货占比将持续提升；新客户保利、龙湖等放量在即，工程业务将继续引流公司增长。**线上渠道**，入股家装平台强化线上引流，打通内容+直播抢占私域流量，积极引领流量释放新趋势。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为1.47元、1.84元、2.23元，考虑到皮阿诺的工程业务占比相对较高，业绩弹性或更大，成长属性突出，预计未来三年利润复合增速为25.6%，给予公司2020年20倍估值，目标价29.4元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**房地产市场变化的风险；市场竞争加剧的风险；现金流回收不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1471.44	1902.09	2363.06	2866.43
增长率	32.53%	29.27%	24.23%	21.30%
归属母公司净利润(百万元)	175.21	229.07	285.81	347.13
增长率	23.33%	30.74%	24.77%	21.46%
每股收益EPS(元)	1.13	1.47	1.84	2.23
净资产收益率ROE	13.90%	15.80%	16.98%	17.67%
PE	20	15	12	10
PB	2.94	2.53	2.16	1.84

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

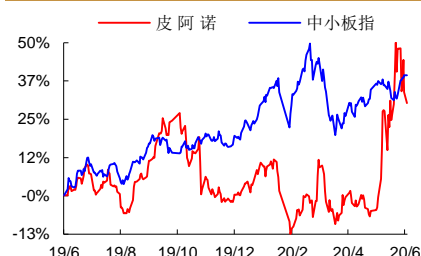
分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.55
流通A股(亿股)	0.95
52周内股价区间(元)	14.91-25.63
总市值(亿元)	34.56
总资产(亿元)	18.86
每股净资产(元)	7.59

相关研究

目 录

1 公司概况：中高端定制家居领导品牌	1
2 行业分析：定制寻求渠道变革，工程业务打开竞争局面	6
2.1 定制家居正经历渠道变革	6
2.2 精装放量，工程增速确定性高	9
3 公司分析：多渠道发力，工程橱柜增长亮眼	12
3.1 瞄准中高端市场，差异化定位“9重收纳”	12
3.2 多渠道发力，大宗业务增长靓丽	14
3.3 规模效应显现，生产成本持续下行	18
4 盈利预测与估值	20
4.1 盈利预测	20
4.2 相对估值	21
5 风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司主要产品.....	2
图 4: 2014-2019 年公司营收 (亿元) 及增速.....	2
图 5: 2014-2019 年公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	2
图 6: 2019 年公司主营结构情况.....	3
图 7: 2014-2019 年公司各品类营收 (亿元) 及增速.....	3
图 8: 2014-2019 年公司大宗业务收入及增速.....	3
图 9: 2014-2019 年公司各渠道营收占比.....	3
图 10: 2014-2019 年公司毛利率、净利率情况.....	4
图 11: 2014-2019 年公司各品类毛利率情况.....	4
图 12: 2014-2019 年公司费用率情况.....	4
图 13: 2014-2019 年公司研发费用及增速.....	4
图 14: 2014-2019 年公司经营性现金流及增速.....	5
图 15: 2014-2019 年公司 ROE 变动情况.....	5
图 16: 我国家具制造业收入增速放缓.....	6
图 17: 2012-2019 年定制家居市场规模及增速.....	6
图 18: 2019 年定制家居各品类渗透率.....	7
图 19: 2010-2019 年定制橱柜市场规模及增速.....	7
图 20: 头部定制企业门店扩张速度在 2017 年达到峰值.....	7
图 21: 2019 年头部定制企业渠道下沉基本完成.....	7
图 22: 定制企业收入增速在 2016-2017 年达到高点.....	8
图 23: 2017-2018 定制家居企业客单价 (元).....	8
图 24: 各梯队房企销售金额集中度均有提升.....	8
图 25: 2016 年后商品住宅销售增速回落.....	8
图 26: 2019 年定制家具企业营业收入 (亿元).....	9
图 27: 欧派家居 2018-2019 年大宗业务收入快速增长.....	9
图 28: 我国目标精装率与发达国家对比.....	9
图 29: 精装房开盘套数及增速.....	9
图 30: 销售增速与竣工增速开始趋同.....	10
图 31: 精装-竣工-C 端装修流程示意图.....	10
图 32: 各品类精装配套率情况.....	10
图 33: 2019 年橱柜品牌工程业务市占率.....	11
图 34: 50%精装渗透率下细分品类龙头可达到的市场规模.....	11
图 35: 皮阿诺“9 重收纳”产品定位及全屋定制产品.....	13
图 36: 全国终端渠道布局情况.....	14
图 37: 公司不同等级城市门店占比.....	14
图 38: 2019 年各区域销售收入 (百万元) 及占比.....	15
图 39: 公司各品类门店数量变化情况.....	15

图 40: 零售业务收入 (百万元) 及增速	15
图 41: 2014-2019 年公司零售业务占比	15
图 42: 公司主要合作地产商	17
图 43: 地产商客户构成	17
图 44: 2014-2019 年公司大宗业务收入 (百万元) 及增速	17
图 45: 2014-2019 年工程业务收入占比	17
图 46: 定制厨衣柜单套平均生产成本 (元) 及增速	19
图 47: 定制厨衣柜单套平均售价 (元) 及增速	19
图 48: 厨衣柜销量 (万套) 及增速	19
图 49: 2015-2019 年公司毛利率变动情况	19
图 50: 公司全国产能布局梳理	20

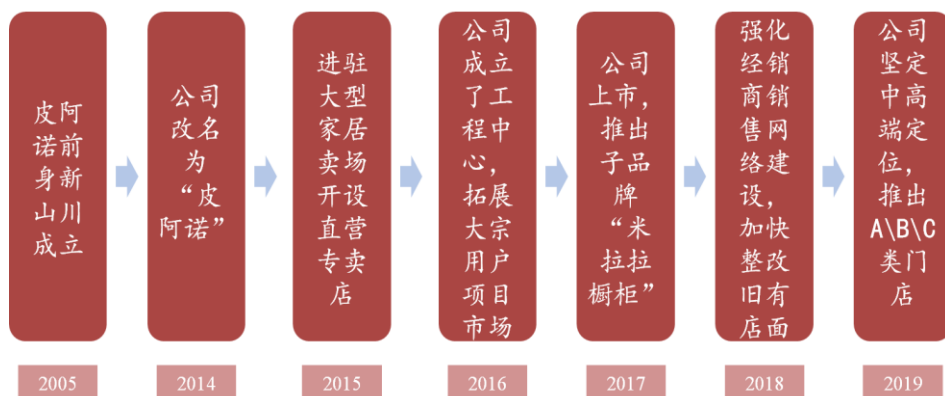
表 目 录

表 1: 公司上市募投项目情况	5
表 2: 公司股权激励计划	5
表 3: 股权激励计划考核指标	6
表 4: 公司非公开发行 A 股股票募投项目	6
表 5: 不同品类精装市场规模 (出厂) 测算	11
表 6: 2020 中国房地产开发企业 500 强首选装饰材料类品牌测评	12
表 7: 各定制品牌大宗业务收入占比提升	12
表 8: 公司门店分类	13
表 9: 分业务收入成本预测	20
表 10: 可比公司估值	21
附表: 财务预测与估值	22

1 公司概况：中高端定制家居领导品牌

广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司设立于 2005 年，主要经营橱柜及全屋定制家居的研发、生产和销售。公司率先将法式元素引入中国厨房设计之中，掀起了“品味厨房”的生活新风尚。公司依托自主研发、坚持原创设计，“阿尔卑斯”系列开创性使用防爆玻璃台面，“香雪”系列开启了行业印花烤漆的新纪元。皮阿诺在中国橱柜行业中口碑名列前茅，连任全国工商联家具装饰业商会橱柜专业委员会执行会长单位及五金制品协会厨房设备分会执行会长单位。

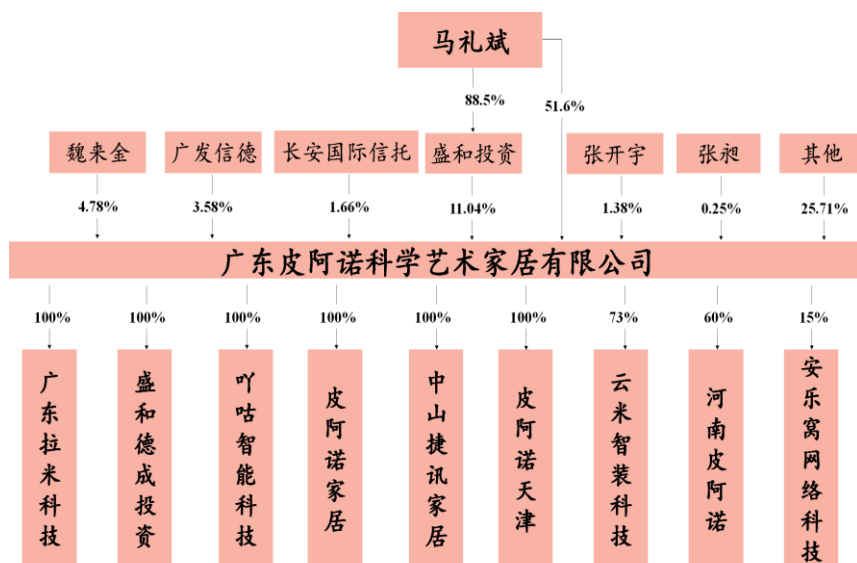
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构相对集中。根据 2019 年年报，实际控制人马礼斌合计控制 62.6% 的公司股份，公司股权结构清晰，集中度高，便于公司高效决策。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品丰富，公司主要产品包括厨房、卧室、书房、客餐厅、儿童房等家居空间量身定制的整体橱柜、整体衣柜、整体书柜、整体酒柜、整体鞋柜、木门、榻榻米及其家居配套产品。

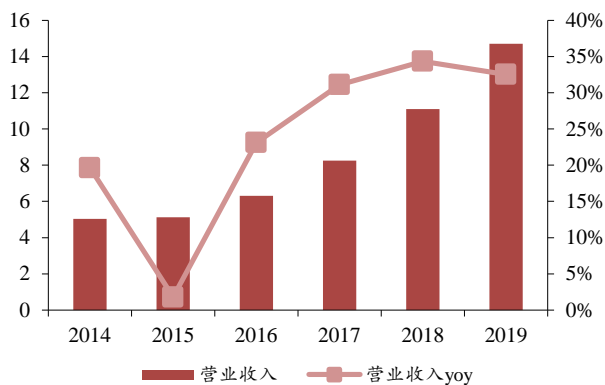
图 3：公司主要产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

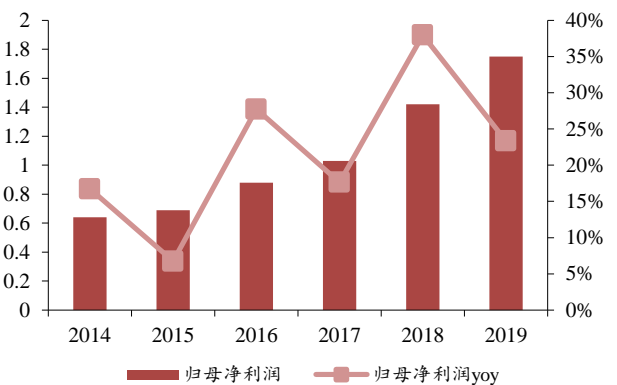
公司业绩状况：2015-2018 年公司营收和净利润复合增速分别达到 23.5%和 20.5%，保持较快增长。19 年公司业绩再上台阶，实现营收 14.7 亿元，同比增长 32.5%，实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 23.3%。

图 4：2014-2019 年公司营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

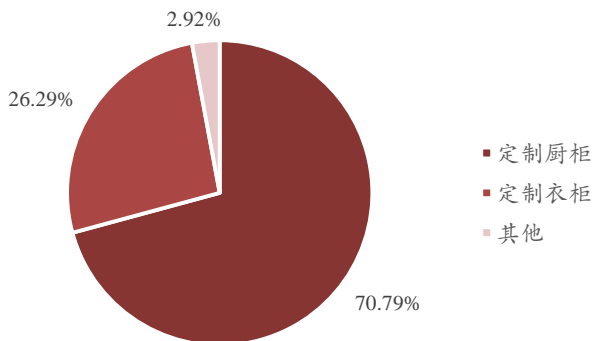
图 5：2014-2019 年公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

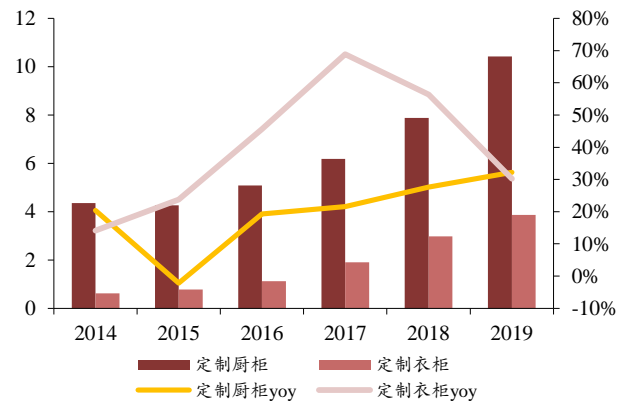
公司主营业务结构：公司收入主要来自定制橱柜及其配套产品，占比达到 70.8%，第二大品类为定制衣柜及其配套产品，占比达到 26.3%；两大品类合计占比达到 97.1%。定制橱柜的近五年的 CAGR 为 19.6%，定制橱柜近五年的 CAGR 为 38.1%。随着公司新品类的扩充，主营业务占比稍有下降，2019 年其他业务提升 0.7pp 至 2.9%。

图 6：2019 年公司主营结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

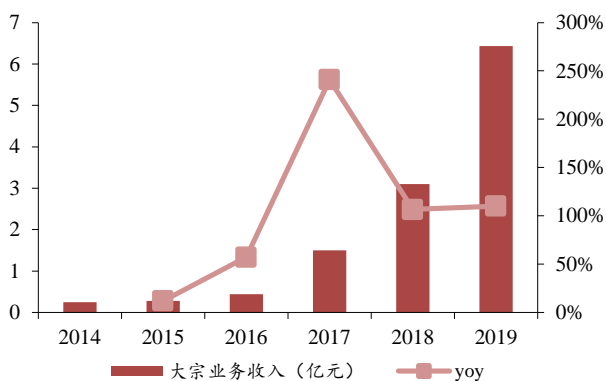
图 7：2014-2019 年公司各品类营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

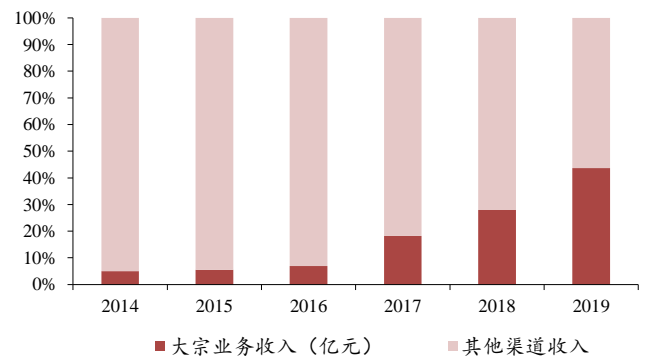
分渠道看，公司大宗业务收入保持快速增长，2015-2019 年 CAGR 达到 87.2%，其中 2019 年公司大宗业务再上台阶，实现收入 6.4 亿元，同比增长 110.0%。大宗业务在公司营收所占比重持续提升，2019 年达到 43.7%，随着公司不断推进大宗业务发展加大与头部地产商的合作，同时持续开拓地产新客户，公司大宗业务有望持续高增。

图 8：2014-2019 年公司大宗业务收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2014-2019 年公司各渠道营收占比

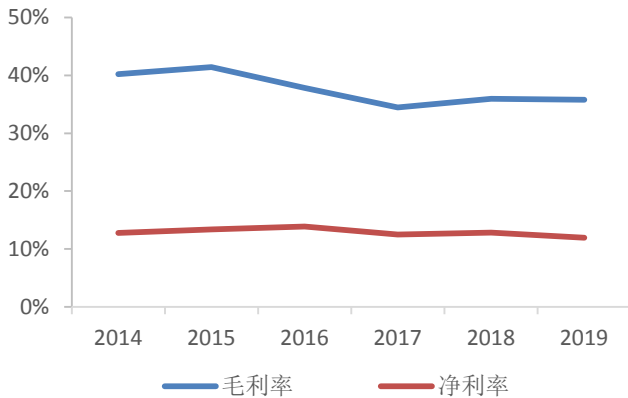


数据来源：Wind，西南证券整理

2015 年至今公司净利率基本稳定，维持在 12%-14% 区间，19 年净利率略有下降，同比减少 0.8pp，达到 11.9%。公司 2019 年毛利率为 35.8%，同比下降 0.2 个百分点。

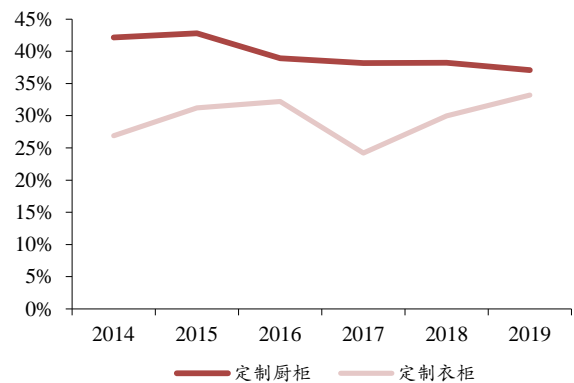
分产品看，2019 年定制厨柜的毛利率略有下降 1.1pp 至 37.1%，主要原因 1) 陆续关闭了直营店（直营店毛利率高于经销毛利率），2) 加大了厨电配套产品的促销和优惠力度，3) 工程占比持续提升。2019 年定制衣柜毛利率持续上升，提升 3.2pp 至 33.2%，主要原因是衣柜产能利用率提升，公司定制化生产加速促使规模效应逐步显现。

图 10: 2014-2019 年公司毛利率、净利率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

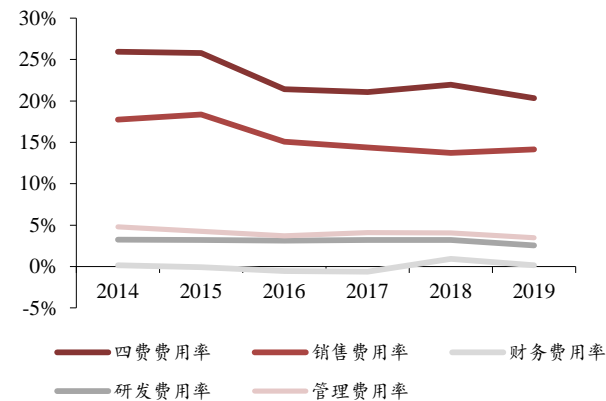
图 11: 2014-2019 年公司各品类毛利率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

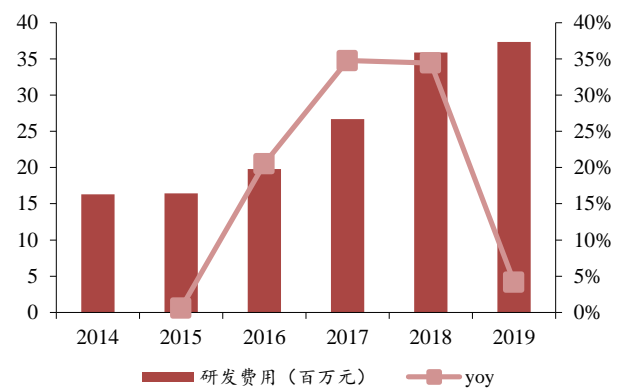
费用率方面, 自 2015 年来公司综合费用率呈持续下降趋势, 主要是因为近几年销售费用率持续下降所致: 2015-2019 年公司销售费用率从 18.4% 降至 14.2%。2019 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动+0.4/-0.6/-0.7/-0.8pp。2019 年销售费用率有所上升, 主要是大宗业务安装费和运输费等相关费用增加, 财务费用率大幅下降主要由于应收账款保理融资利息和服务费减少。

图 12: 2014-2019 年公司费用率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

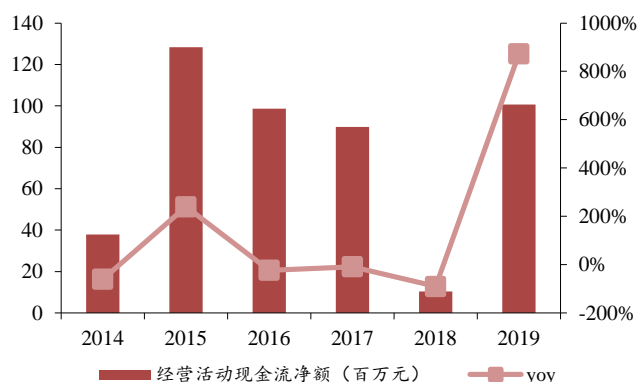
图 13: 2014-2019 公司研发费用及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

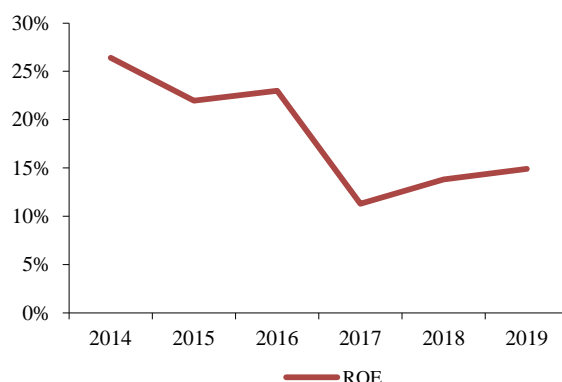
19 年底公司经营经营性现金流 1 亿元, 同比增长 872.7%, 公司非常注重并加强了对应收款项的管理, 建立起较好的现金流系统性管理机制。公司 ROE 水平略有提升。上市后公司的资产负债率从 17 年的 29% 提升至 19 年的 38%, 净利率和资产周转率保持稳定, 整体 ROE 水平提升至 14.9%。

图 14: 2014-2019 年公司经营性现金流及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 2014-2019 年公司 ROE 变动情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司持续推进智能化制造升级，河南兰考生产基地实现规模化投产，确保公司大宗业务产能供给及成本优势；天津静海生产基地通过新增和改造生产线，提升生产智能化水平，增强柔性化生产能力，实现产能翻倍提升。公司的全国产能基地布局再进一步，有效缓解公司订单生产压力，降低了物流成本，保证交货品质。

表 1: 公司上市募投项目情况

项目名称	募集资金承诺投资总额 (亿元)	截至期末投资进度
中山阜沙产能扩建项目	1.45	45.37%
天津静海产能建设项目一期	1.72	60.38%
一体化信息管理系统建设项目	0.29	94.13%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

股权激励充分，彰显公司信心。公司于 2018 年 7 月 10 日审议通过了《关于 2018 年股票期权激励计划首次授予的议案》，确定 2018 年 7 月 10 日为授予日，向激励对象授予股票期权。对 2018 年股票期权激励计划的行权价格进行调整后，授予激励对象为公司董事、高管及核心技术人员 81 名，授予股票期权数量调整为 233.1 万份，股票期权行权价格为 27.15 元/份。股权激励充分，健全了公司的激励、约束机制，彰显公司对未来发展能力的信心。

表 2: 公司股权激励计划

股权激励计划	授予日	授予数量 (万份)	激励对象	行权价格
股票期权激励计划首次授予 (2019 年调整后)	2018.07.10	233.10	董事、高管及核心技术人员共 81 人	27.15

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

考核指标较高，将有效推动公司业绩增长。本激励计划授予的股票期权分三期行权，考核年度为 2018 年，2019 年，2020 年。三个行权期内公司业绩考核指标分别为净利润较 2017 年增长不低于 30%，70% 和 120%，考核指标较高，将有效提高管理和技术人员积极性，推动公司业绩较快增长。

表 3：股权激励计划考核指标

行权期	业绩考核目标
授予股票期权的第一个行权期	2018 年公司净利润较 2017 年增长率不低于 30%
授予股票期权的第二个行权期	2019 年公司净利润较 2017 年增长率不低于 70%
授予股票期权的第三个行权期	2020 年公司净利润较 2017 年增长率不低于 120%

数据来源：公司公告，西南证券整理

非公开发行在即，产能布局持续优化。公司于 2020 年 4 月 3 日发布非公开发行 A 股股票预案，拟以募投资金在广东省中山市新建全屋定制生产基地，提升全屋定制产品产能，提高智能化生产程度。项目将建设 4 条全屋定制产品智能化生产线，项目达产后将新增年产约 35 万套，有利于增强产品供给能力，满足华南地区及其全国市场对公司产品的需求；同时新建产能将更好的布局全屋定制产品，进一步完善全屋定制家居及其配套家具的产品体系，优化及丰富公司现有产品体系和服务，践行公司“大家居”战略。另外公司拟使用募集资金 18,000 万元用于补充上市公司流动资金，以满足未来经营规模持续增长，特别是大宗业务规模提升带来的营运资金需求，优化财务结构，增加整体抗风险能力，进一步提升整体盈利能力。

表 4：公司非公开发行 A 股股票募投项目

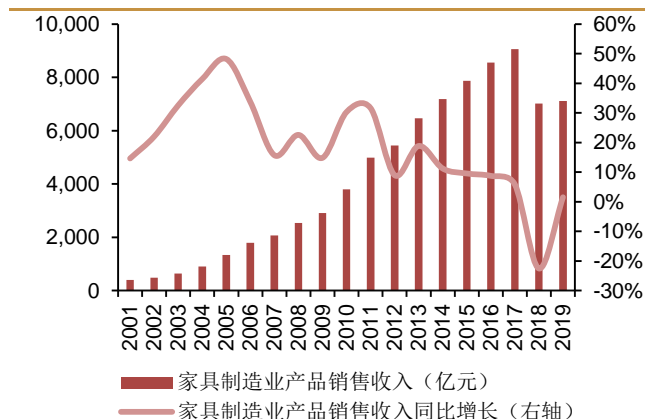
项目名称	总投资额（万元）	拟以募集资金投入金额（万元）
皮阿诺全屋定制智能制造项目	48,646.43	42,000.00
补充流动资金	18,000.00	18,000.00
合计	66,646.43	60,000.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

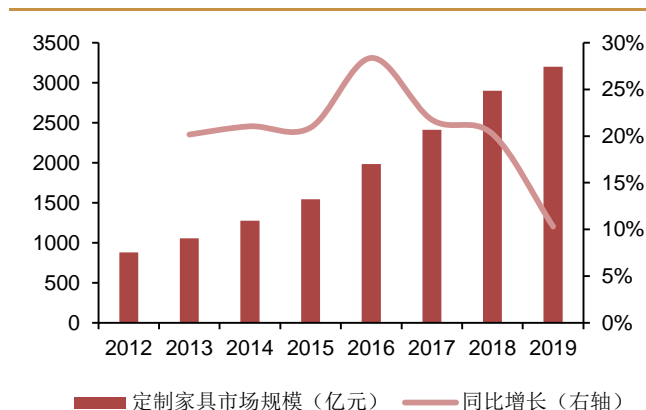
2 行业分析：定制寻求渠道变革，工程业务打开竞争局面

2.1 定制家居正经历渠道变革

定制家居以定制橱柜和衣柜为代表，与房地产周期有较强相关性。随着居民消费水平提高，消费习惯逐渐改变，定制家具行业的发展大致经历“探索起步—快速发展—挤压上升”三个阶段。目前家具制造业收入增速放缓，定制企业竞争激烈，积极寻求渠道变革、实现突围。

图 16：我国家具制造业收入增速放缓


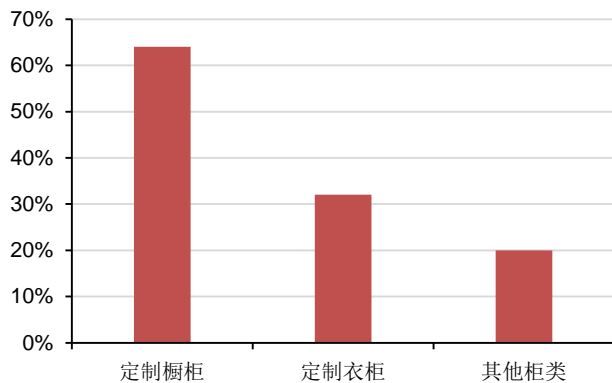
数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理

图 17：2012-2019 年定制家居市场规模及增速


数据来源：前瞻产业研究院，亿欧家居，西南证券整理

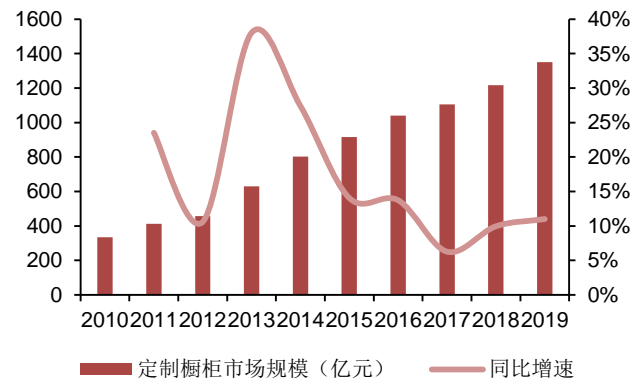
探索起步期 (2002-2015)，定制产品规模提升，定制企业以橱柜和衣柜的单品类定制为主。行业起步初期受产品红利推动，定制家具逐渐受到消费者的青睐，并逐步取代成品家具的市场份额，定制家具市场快速扩容。其中由于定制橱柜在国内起步较早，渗透率高于定制衣柜，已经达到 60%。2012-2015 年定制厨柜的市场规模增速维持在 20%左右的水平，到 2016 年已接近千亿。

图 18：2019 年定制家居各品类渗透率



数据来源：中华整木网，西南证券整理

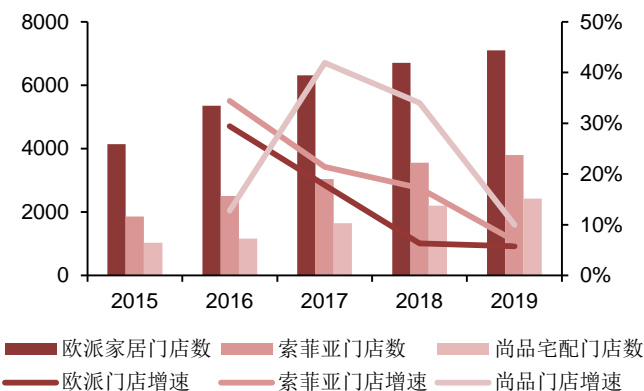
图 19：2010-2019 年定制橱柜市场规模及增速



数据来源：中华橱柜网，西南证券整理

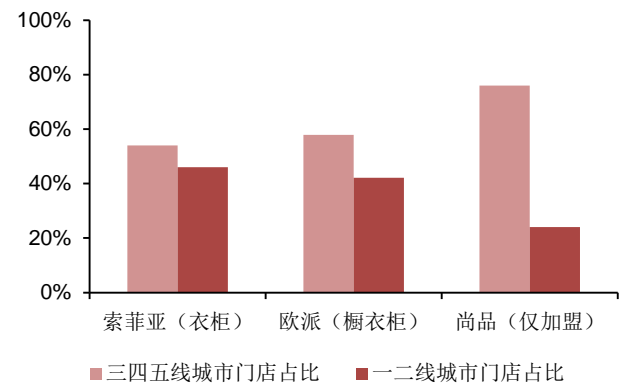
快速发展期 (2016-2018)，单品类向多品类转型，全屋定制应运而生。伴随 2016 年房地产销售达到高点，主要定制家居企业集体上市，行业销售收入和利润快速增长。2016-2017 年主要定制公司的利润增速均达到 20% 以上的高位，行业快速扩张。渠道方面，传统经销商渠道铺设逐步完全，2017 年头部定制品牌门店增速在 20% 左右，达到近年峰值。除此之外，三四五线城市门店占比普遍超过 50%，渠道下沉基本完成。

图 20：头部定制企业门店扩张速度在 2017 年达到峰值



数据来源：公司公告，西南证券整理

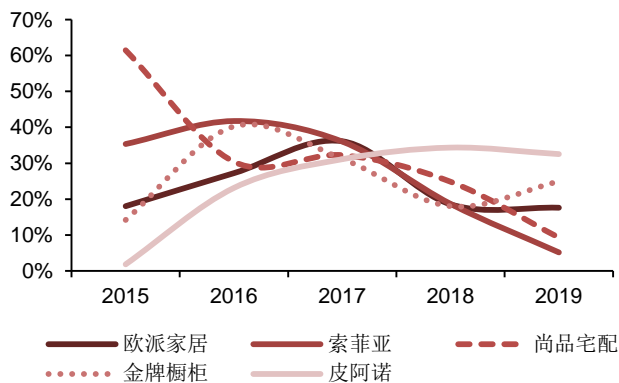
图 21：2019 年头部定制企业渠道下沉基本完成



数据来源：公司年报，西南证券整理

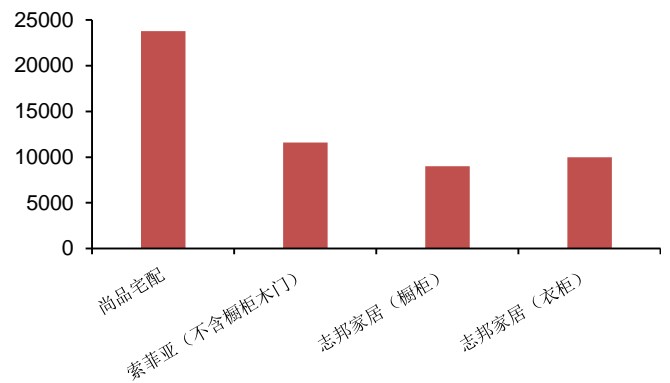
品类上来看，随着用户消费习惯的改变和消费升级逻辑逐步兑现，定制企业开始逐渐扩展到其他定制品类和配套品，向一站式大家居和全屋定制转型。2016-2017 年各大定制品牌集中扩展品类，除定制家具的主要品类橱柜衣柜以外，另拓木门、地板、家电等，逐步形成全品类布局。向多品类的升级有效拉动了客单价，2017-2018 年各定制品牌客单价纷纷逼近 20000 元，提高了门店坪效和人效。

图 22：定制企业收入增速在 2016-2017 年达到高点



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

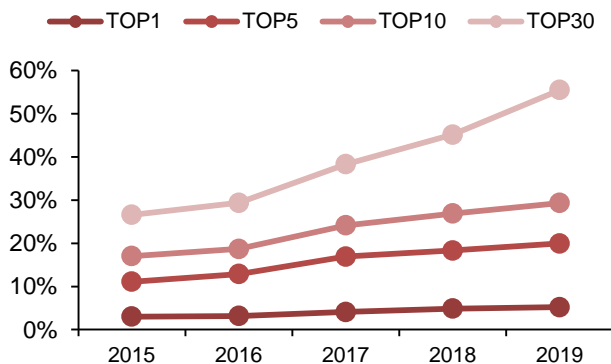
图 23：2017-2018 定制家居企业客单价（元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

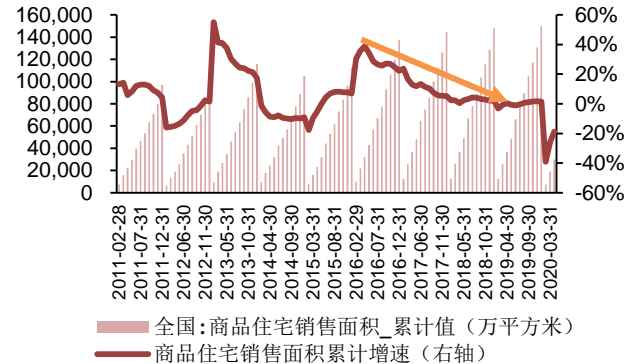
挤压上升期（2018 年下半年至今），机遇与挑战并存。随着房地产红利消退和消费者装修习惯的改变，定制家具企业由增量进入存量竞争阶段。一方面，2016 年后房地产销售回落，商品住宅销售面积增速从 2016 年的 34% 下滑到 2018 年底的 2% 左右。自然增长的定制家具需求减少，传统渠道的边际利润贡献逐步下滑，定制企业利润空间受到挤压。另一方面，精装和整装的兴起对定制行业也造成了一定冲击。2015 年以来头部房企集中度快速提升，TOP5 房企的销售金额集中度已接近 20%，各梯队房企集中度均有不同程度提升。房企的规模效应显现、议价能力提高，加上精装房政策的推进，与家具企业签订工程单成为大趋势，而装修公司凭借在当地优先获取客流的优势也逐渐加入竞争。

图 24：各梯队房企销售金额集中度均有提升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 25：2016 年后商品住宅销售增速回落

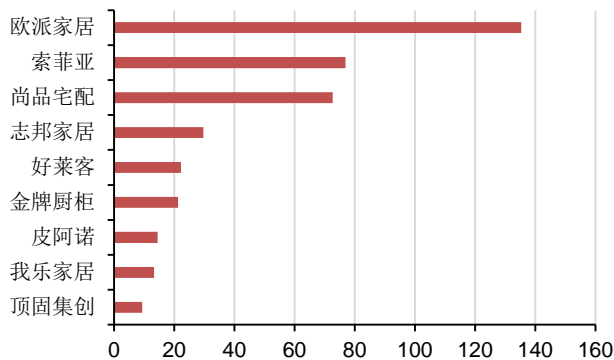


数据来源：Wind，西南证券整理

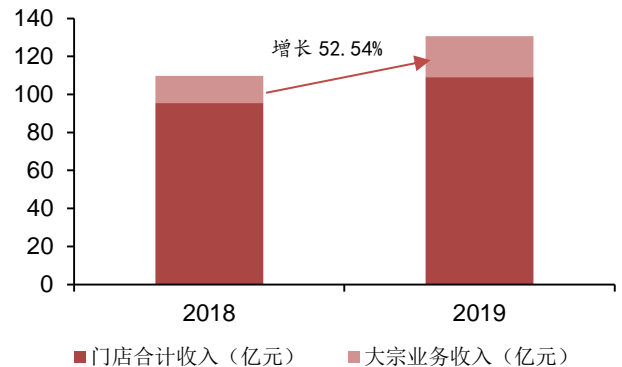
“大行业，小公司”格局明显，行业集中度仍有待提升。由于定制行业进入门槛较低，品质管理层次不齐，行业较为分散。上市公司中除欧派家居 2019 年营业收入已超过百亿元，其他上市公司的营业收入均在 100 亿元以下。

赛道逐渐分化，工程和整装成为重要增长点。在存量竞争背景下，定制企业的竞争模式从产品和门店的竞争升级为渠道多样性和流量获取能力的竞争，竞争赛道逐渐分化。定制企业寻求渠道上的突破，将流量获取的入口前移，手段主要有：1) 与房企建立合作进入精装领域，向上游发展工程业务；2) 零售端持续发挥品类间协同作用，与装修公司合作推进整装业务，提升客单价；3) 布局新零售，促进电商与传统渠道结合实现引流，行业流量获取的渠道更加立体。从龙头定制企业的利润表现来看，尽管近年终端价格战加剧，但龙头企业毛利率并未受过多影响，始终保持在 35% 以上的较高水平，主要由于及时调整了产品结构和

拓宽渠道。2015-2019 年欧铂丽全屋定制门店数量从 647 家增长到 988 家，全屋定制渠道扩展迅猛；大宗业务营业收入从 2018 年的 14.2 亿元增长至 2019 年的 21.6 亿元，增速超过 50%，助力欧派全年营收实现逆势增长。与之类似，索菲亚大家居店从 2018-2019 年增加了 118 家，大家居店数量居行业首位；索菲亚衣柜销售的大宗渠道占比从 8% 提升到 12%，大宗业务能力显著提升。预计工程和整装业务将成为定制企业的重要竞争领域和增长点，而产品和渠道能力强势的企业有望在竞争中突围。

图 26：2019 年定制家具企业营业收入（亿元）


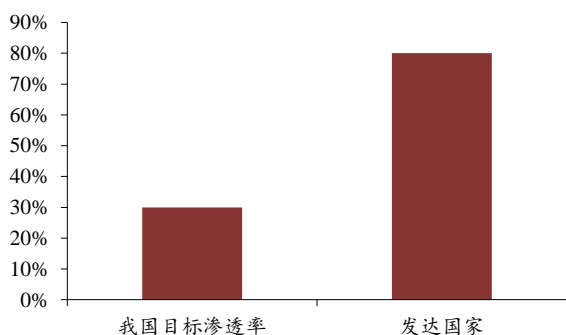
数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：欧派家居 2018-2019 年大宗业务收入快速增长


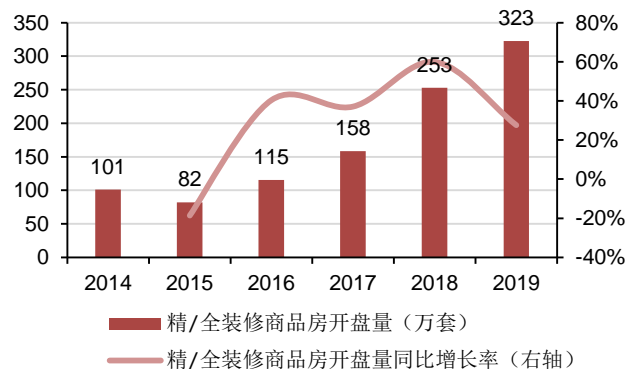
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 精装放量，工程增速确定性高

精装房政策持续推进，渗透率仍有提升空间。我国精装房市场仍处于政策传导过程中，2013 年国务院明确指导要积极推行住宅全装修工作，2017 年《建筑业“十三五”规划》中明确提出 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。据奥维云网数据显示，2018 年有 885 家开发商推出 2728 个全装修/精装房住宅项目，增长近 60%，精装房市场渗透率已达 27.5%，但相较发达国家超过 80% 的精装渗透率，仍有较大提升空间。从精装房开盘量来看，我国精装房开盘量从 2016 年起开始高速增长，根据奥维云网数据，2016-2017 年精装房开盘量同比增速均超过 35%，2018 年全国精装房开盘套数达 253 万套，同比增长 59.9%，2019 年开盘 323 万套，增长 27.6%。考虑到精装开盘到精装材料装修进场有 2-3 年滞后期，我们认为 2018-2022 年是精装市场爆发黄金期。

图 28：我国目标精装率与发达国家对比


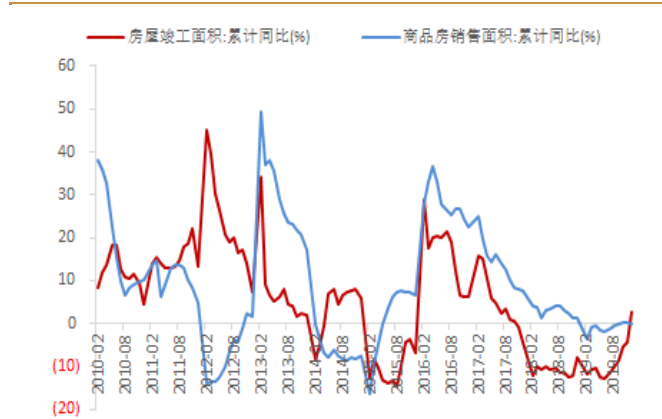
数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 29：精装房开盘套数及增速


数据来源：奥维云网，西南证券整理

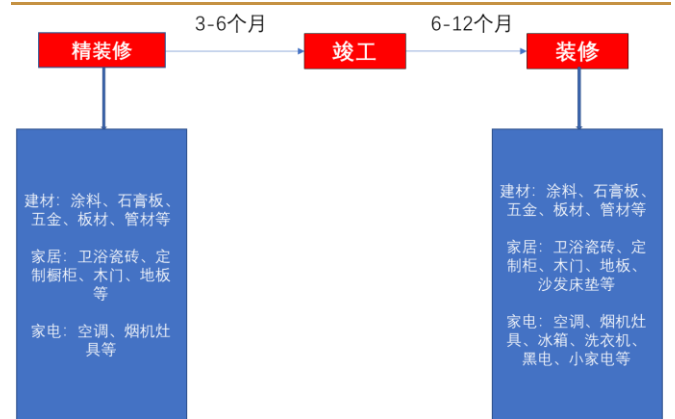
短期来看,竣工有望回补,支撑工程单放量。2019年6月开始竣工面积增速触底后迎来反弹,结束了从16年初以来长达3年半的下行趋势。截至2019年全年竣工增速达到2.6%,12月单月竣工增速达到20.2%,竣工与销售之间的背离终于迎来收敛。龙头企业竣工修复从2018年就开始了,基本领先行业竣工需求1年左右,且增速水平高于行业平均增幅;龙头精装占比高,目前大部分的家居工程业务都是龙头带动。尽管一季度竣工受疫情影响恢复不及预期,进入二季度后,随着地产商复工并加速赶工,竣工数据有望在短期内集中回补,工程单放量确定性高。

图 30: 销售增速与竣工增速开始趋同



数据来源: Wind, 西南证券整理

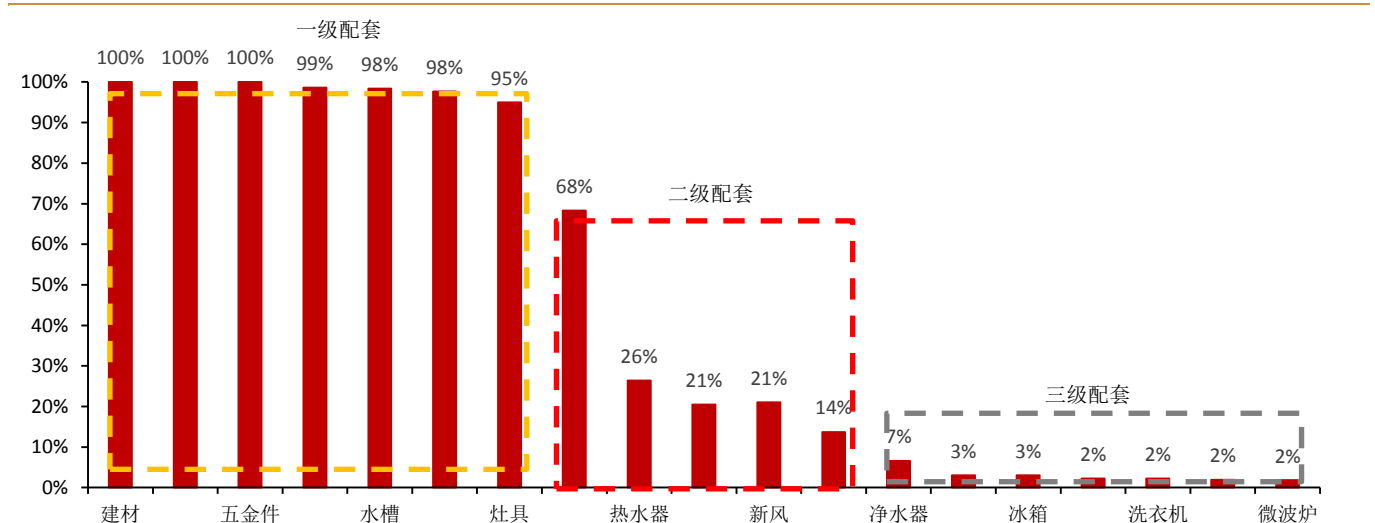
图 31: 精装-竣工-C 端装修流程示意图



数据来源: Wind, 西南证券整理

分品类来看,不同品类精装配套率区别较大,橱柜相比于衣柜的工程端优势更明显。根据奥维云网数据,精装房中建材的配套率较高,瓷砖、地板、卫浴、橱柜、木门等配套率近100%。工程业务目前涉及较多的家居领域包括瓷砖、木门、地板、橱柜、卫浴;其次是衣柜等柜体类,软体家具配套率低。定制家具行业中,定制橱柜的精装配套率更高,工程端优势比定制衣柜更明显。衣柜配套率较低,但仍有增长潜力。

图 32: 各品类精装配套率情况



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

通过参考主要上市公司做工程业务的单价，我们推算出一套房需要的各品类采购价格。每套房按 100 平米，配置 1 套橱柜、2 套卫浴、50 m²木地板、4 扇门、100 m²瓷砖（包括瓷片）来测算。同时假定橱柜、卫浴、木地板、木门、瓷砖的配套率能达到 100%；单价以每年 3% 的速度增长。根据估计，2020 年橱柜、卫浴、木地板、木门、瓷砖的精装市场规模分别为 147 亿、163 亿、196 亿、156 亿、163 亿，同比增速为 56%。2018-2023 年精装市场年复合增速可以达到 30%+，高于家居零售行业。

表 5：不同品类精装市场规模（出厂）测算

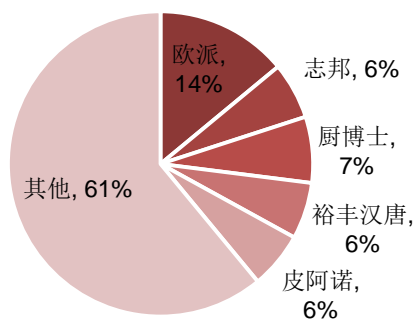
品类	覆盖率	配套数量	均价 (元/套)	精装市场规模(亿元)					
				2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
橱柜	100%	1 套	4500	53	94	147	180	206	231
卫浴	100%	2 套	2500	58	105	163	200	228	257
木地板	100%	50 m ²	6000	70	126	196	240	274	308
木门	100%	4 扇	1200	56	114	156	192	219	246
瓷砖	100%	100 m ²	5000	58	105	163	200	228	257

数据来源：奥维云网，西南证券测算

橱柜天然适合做精装，橱柜在精装房中配套率近 100%。根据我们测算，2020 年橱柜精装市场规模约 150 亿，并呈规模快速扩大之势，2018-2023 年复合增速达到 34%。目前工程橱柜领域主要厂家包括欧派橱柜、厨博士、裕丰汉唐、志邦橱柜、金牌橱柜、皮阿诺等，其中欧派橱柜市占率约 14%，志邦市占率约 6%，皮阿诺市占率约 6%，集中度高于零售品牌，但相较于其他工程品类，市占率还有较大提升空间。

竞争格局方面，工程端定制企业加速集中。随着房企的集中度不断提升，对家具供应商的产品价格、大规模柔性生产能力、资金周转能力和供应链能力提出了更高的要求，头部品牌受益明显。地产商一般单品类的采购商在 3-5 家，因此龙头的市占率可以达到较高水平。以建材中防水行业为例，龙头在某些大型地产商中供货占比可以达到 80% 以上，家居虽然单品类的集中度不如建材，但达到 20%-40% 的供货占比是可以期待的。以下限 20% 的市占率计算，在 50% 精装率下龙头的市场规模可达到 60 亿元，可再造一个当前欧派橱柜的规模，精装橱柜有望孕育大公司。

图 33：2019 年橱柜品牌工程业务市占率



数据来源：Wind，西南证券测算

图 34：50%精装渗透率下细分品类龙头可达到的市场规模

50%精装渗透率条件下细分龙头可拥有的市场规模（亿元）					
市占率/品类	橱柜	卫浴	木地板	木门	瓷砖
20%	60	67	80	64	67
30%	90	100	121	96	100
40%	121	134	161	129	134

数据来源：奥维云网，西南证券测算

2020 中国房地产开发企业 500 强首选装饰材料类品牌中，排名前三位的橱柜和定制家居品牌的首选率均在 10% 以上，工程端定制企业集中度进一步提升。2015-2019 年橱柜类定制品牌大宗业务增长更为明显，2019 年五家定制品牌的大宗业务收入增速均在 50% 以上，其中房开商首选橱柜类品牌排名前三的金牌、皮阿诺和欧派的大宗业务收入增长速度尤其亮眼，达到 60% 以上。

表 6：2020 中国房地产开发企业 500 强首选装饰材料类品牌测评

橱柜类			定制家居类		
排序	品牌名称	品牌首选率	排序	品牌名称	品牌首选率
1	金牌厨柜	17%	1	欧派家居	17%
2	皮阿诺	15%	2	索菲亚	16%
3	欧派	12%	3	金牌厨柜	13%
4	海尔	9%	4	皮阿诺	10%
5	华帝	7%	5	华帝	8%
6	志邦	6%	6	尚品宅配	7%
7	博洛尼	4%	7	志邦家居	4%
8	科勒	3%	8	好莱客	2%
8	赫斯帝	3%	9	玛格	1%
9	中意	2%	10	维意	1%
10	丽博	1%			

数据来源：中国房地产业协会，西南证券整理

表 7：各定制品牌大宗业务收入占比提升

大宗收入及占比 (亿元/%)	2015		2016		2017		2018		2019		
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	增速
欧派	4.7	8%	5.7	8%	9.6	10%	13	13%	21.6	16%	66.20%
志邦	1.5	13%	2.5	16%	3.8	19%	4	16%	6.4	22%	60%
金牌	0.4	6%	0.7	7%	1	7%	2	12%	5	25%	150%
索菲亚	1	3%	1.3	3%	1.9	3%	6	8%	9.3	12%	55%
皮阿诺					1.5	18%	3.1	28%	6.4	44%	110.0%

数据来源：公司公告，西南证券测算

3 公司分析：多渠道发力，工程橱柜增长亮眼

3.1 瞄准中高端市场，差异化定位“9 重收纳”

公司自 2002 年成立以来，始终专注于中高端橱柜衣柜等家具的定制，业务范围从最初的柜类定制逐渐延伸至全屋定制和配套品领域。凭借多年对市场需求的敏感度，公司建立了差异化产品定位——“9 重收纳”，致力于打造定制家居行业收纳第一品牌。

经过长期发展，公司已经成为定制橱柜衣柜行业的领军品牌之一，在品牌知名度、研发设计、营销网络、综合服务等方面竞争优势明显，市场影响力较强。公司是全国工商联家具装

饰业商会橱柜专业委员会执行会长和衣柜专业委员会副会长、中国五金制品协会厨房设备分会执行会长，是中国厨柜行业消费白皮书参编企业之一；公司皮阿诺商标和厨柜产品先后被认定为“广东省著名商标”、“广东省名牌产品”。截止 2018 年公司连续五年进入“广东省制造业 500 强企业”，2019 年荣获“2018-2019 十大橱柜品牌”殊荣。

图 35：皮阿诺“9 重收纳”产品定位及全屋定制产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

聚焦中高端市场，不断推进差异化战略。2019 年公司继续深耕中高端市场，多措并举推动品牌升级：1) 以产品线 and 店面装修为标准，将零售渠道终端门店分为轻奢馆 (A 类店)、简约馆 (B 类店)、现代馆 (C 类店)，重塑专卖店形象，全年新建纯高端门店 30 家，整改重装门店 127 家。2) 公司与国际顶尖设计大师加强研发合作，将产品体系由“超级收纳 1.0”升级为“超级收纳 2.0”，进一步强化“9 重收纳”的品牌价值。3) 公司更联合百隆、腾讯家具及全国工商联共同成立中国收纳研究院、发布《中国定制家居收纳指数白皮书》，引领定制行业“收纳”大势。

表 8：公司门店分类

门店类别	风格	产品线	门店设计师
A	轻奢馆	80%高端+20%中端	国际设计师
B	简约馆	30%高端+50%中端+20%低端	国内顶尖设计师
C	现代馆	50%中端+50%低端	公司内部设计师

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司对研发设计和人才培养非常重视。自成立以来，公司通过自主研发、“产-学-研”合作、上下游产业研发互动等途径，建立了较完善的研发管理体系，具备扎实的技术储备与积累。2016-19 年公司持续加大创新力度，研发投入金额不断提升。公司在研发上延续“橱、衣、木”聚焦战略，主打超级收纳产品品类和钛晶烤漆类产品品类；签约引进欧洲知名设计师，推进产品取材、品类工艺升级和产品功能配置优化。报告期内，公司共完成研发橱柜新品 5 套，衣柜新品 10 套，上市了希纳、睿纳、里斯本、赫拉、板奢等新产品，其中新产品“里斯本”荣获 2019 年度红棉中国设计奖；同时公司研发推出了新品类——木门产品，并

丰富床垫、沙发等公司软体家居产品线，延伸全屋定制家居品类，满足市场需求。依托公司良好的资源整合和设计能力，公司早已做到主导产品均为自主开发；截至 2019 年年末公司持有发明专利 2 项，实用新型专利 90 项，外观专利 128 项。

为了系统性的解决公司人才梯队建设和管理需要，公司推行了“金种子人才管理项目”，构建关键人才系统和核心人才系统，完善人才引起、发展、激励的长效机制。目前公司“金种子项目”推进顺利，第一批关键人才已经完成培养出池，第二批关键人才已完成选拔，已进入系统培养阶段。2019 年公司发布《人才管理三年发展纲要》，坚持以内部培养为主，外部引进为辅的人才培养战略，培育优秀的职业化管理团队，进一步推进人才梯队建设。公司建立了企业大学——“皮阿诺大学”，为人才培养提供完善的成长支持系统。同时，公司构建了完善的管理/技术双职业发展通道，搭建系统化的培训体系，通过特色化培训、个性化学习以及“传、帮、带”导师制，锻炼有态度、有能力、有结果的人才队伍，快速提升团队管理的竞争力。

3.2 多渠道发力，大宗业务增长靓丽

3.2.1 零售经销：终端渠道布局全国，门店重塑推动品牌形象升级

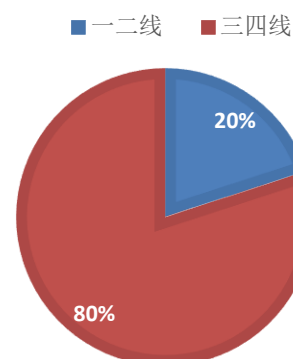
公司实施以连锁经销为主、经销与直营相结合的渠道发展模式，建立拥有橱柜、衣柜、木门等品类的综合门店，充分带动全品类协同发展。公司已建立全国性的终端渠道布局，营销服务网络覆盖国内部分四线及以上主要城市，并形成了华东、华中、西南等 7 个核心片区。目前公司共拥有 965 家终端门店，其中三四线门店居多，比例为约为 80%，一二线城市门店比例约为 20%。2019 年，公司继续完善渠道建设，增强落地服务能力，一方面优化一、二线城市的渠道布局，加快整改旧有店面形象；另一方面推动门店向三、四、五线城市有质量的下沉，加强招商拓展销售网络，公司全年新建终端门店 395 家。未来，零售渠道的拓展和重塑不仅是公司巩固竞争优势的重要手段，也是皮阿诺品牌向中高端升级的关键环节。2020-2022 年，公司计划以每年 400 家的速度开店，所有门店均以新形象店为主、其余为高端店；在地域分布上，强调在一线城市重点建立 A 类店，二三线城市以 A 类和 B 类为主，四五线城市多发展 C 类店。

图 36：全国终端渠道布局情况



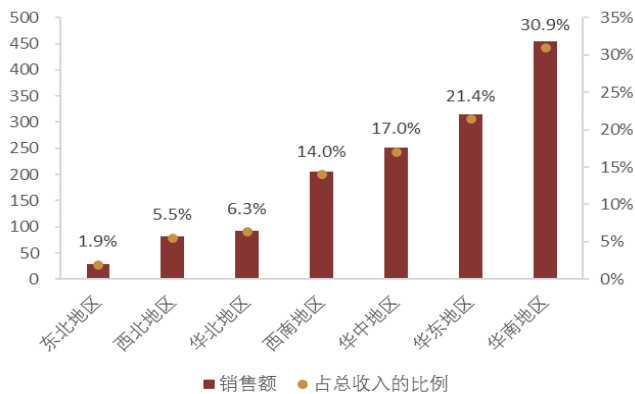
数据来源：Wind，西南证券整理

图 37：公司不同等级城市门店占比



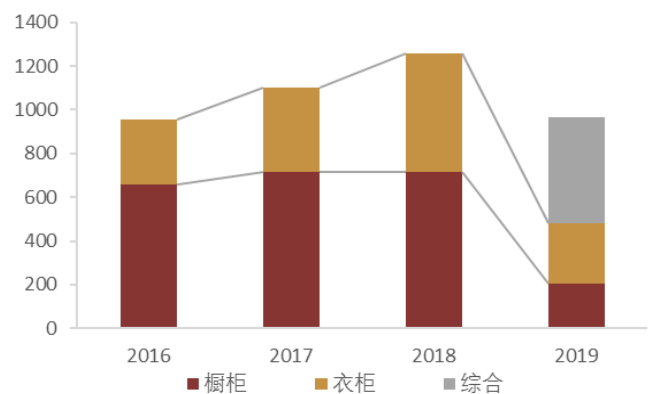
数据来源：Wind，西南证券整理

图 38：2019 年各区域销售收入（百万元）及占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 39：公司各品类门店数量变化情况



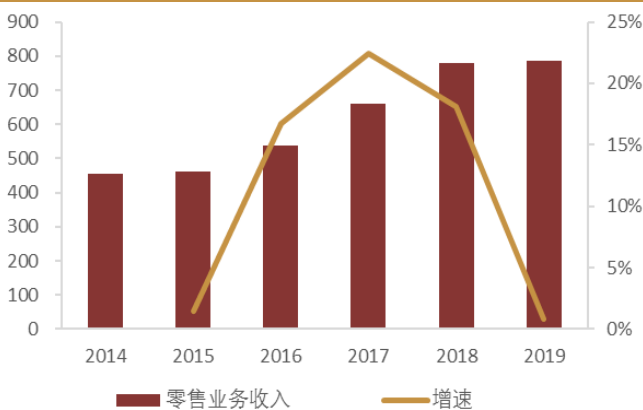
数据来源：Wind，西南证券整理

注：2019 年起橱衣综合店开始算为一家，统计口径改变导致门店数量减少。

公司自 2019 年起将厨柜、衣柜事业部合并为营销事业部，由同一团队进行经营管理，橱衣柜综合店开始统计为一家。相比于分部经营，两大营销体系的融合将进一步增强 C 端市场的橱衣联动效应，更有利于新老客户的维护及销售策略的制定。

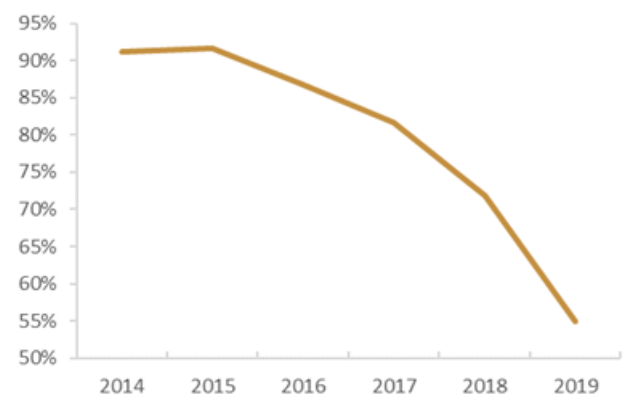
受益于公司的强渠道战略，2014-2019 年公司零售业务收入实现复合增速 11.6%，同比增速在经历 2017 年的最高点（22.4%）后快速回落，于 2019 年保持稳定增长；从具体销售模式看，经销渠道的收入逐年上升，在 2017 年出现小规模爆发，随后 2018-2019 年回归至 10% 左右的稳态增长。近几年受渠道碎片化的影响，公司将经营中心逐渐转移至工程业务渠道，促使收入结构发生明显变化。2014 年-2019 年，公司零售终端业务收入占主营业务收入的占比从 91.2% 下降至 54.9%，但仍是业绩增长重要动力。

图 40：零售业务收入（百万元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 41：2014-2019 年公司零售业务占比



数据来源：Wind，西南证券整理

公司对经销商制定了切实有效的管理制度，在准入资格认定、经销商店址与设置、经销商订货量、评级和退换货以及培训管理等各个环节进行严格把控，打造“售前+售中+售后”的监督全链条。具体措施包括：

1) 资格认定管理：对于新经销商纳入，公司设立两层筛选机制。首先区域经理对意向经销商的经营理念、团队状况、店面位置、面积等方面的综合考核考核，符合要求并报请经

总经理审批后，方可获得经销资格；获得经销资格的经销商人选还应当完成经销合同签署等从业人员培训考核通过、门店确认按设计装修验收等程序后，方可获得正式经销商资格。对于老经销商，公司在年度合同结束前一个月，对其经销资格进行考核和再认定，若老经销商销售任务的完成质量达到预期，则可获得经销商资格的延续。

2) 经营管理：选址方面，公司指派区域经理按公司的新店选址要求进行实地考察，为经销商选择门店地址和店面数量合理布局提供专业性指导，以保证门店位置选择合适、数量布局合理，有效提升终端渠道的辐射能力和竞争水平。订货量方面，公司因地制宜，根据人口、GDP 等情况，将全国经销商划分为五个市场级别，每年 12 月，按照此类级别制订经销商下一年度的订货量和任务，将每年的订货量完成率作为重要考核指标。

3) 结算和售后管理：公司对经销模式下的货款结算采取“经销商下订单→公司收款→安排生产→验收发货”的模式；公司经销商专卖店销售模式为买断式销售，公司在收到经销商支付的货款后，按照经销商最终确认的图纸和订单组织生产，生产完工验收并发货，产品的安装由经销商需自行负责。但公司通过对安装工的配置提出要求来提升经销商的安装实力，保证公司品牌的服务质量，包括 a、一级市场需配备安装工 3 人（至少含 A 级 1 人、B 级 2 人），b、二三级市场需配备安装工 2 人（至少含 A 级 1 人、B 级 1 人），c、四五级市场需配备安装工 1 人（至少含 A 级 1 人）。公司还向经销商收取品牌保证金、安装服务满意保证金等性质保证金，以规范经销商经营，保证最终客户的切实利益，维护公司品牌形象。

为迎合公司品牌升级和全渠道营销的战略，公司积极赋能经销商，以多种形式提高经销商的销售能力。为了加强多元化营销，公司举办“8.8 丈夫节”“暖家定制节”等八大八小营销活动，联动经销商专卖店，增强其营销活力，促进公司产品销售。公司自主设计研发数字营销管理系统（DMMS），并开发了移动端手机 APP，打通客户、经销商及工厂之间的一体化下单闭环系统，实现以客户为中心的销售一体化信息系统建设，以技术赋能经销商。为鼓励经销商参与到品牌升级的过程中，公司采取折扣优惠的措施，让利经销商，如购买样品时，给予 A 类店 5 折折扣、B 类店 7 折折扣、C 类店 8 折折扣；在装修领域，给予不同力度的补贴，补贴费用与业绩挂钩，当经销商达到一定业绩时发放。

3.2.2 工程渠道：业务高速增长，“直营+代理”成就行业黑马

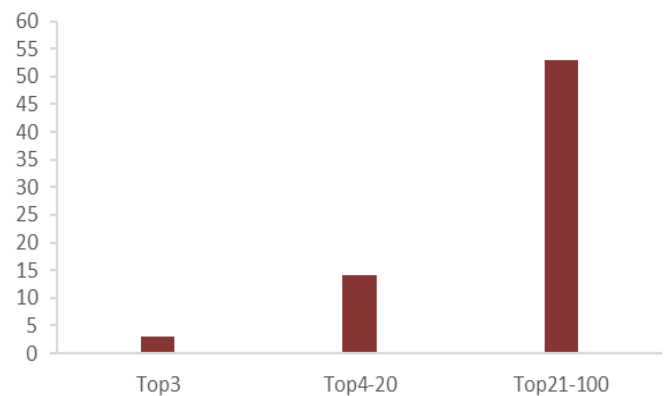
在精装新风口下，公司积极切入工程市场，以直营和代理两种模式开展大宗业务，产品以橱柜、木门为主，衣柜为辅。在工程直营模式上，公司大力拓展与全国百强地产商的合作，截至 2019 年公司已经签约中国 Top20 的房地产商 17 家、TOP100 地产商 70 余家，包括恒大、万科、碧桂园、保利、新城、龙光等，工程业务合作版图逐渐扩大。在工程经销模式上，公司已签约工程经销商 31 家，后续将继续加强招商，提高工程经销商的收入占比。

图 42: 公司主要合作地产商



数据来源：公司公告，西南证券整理

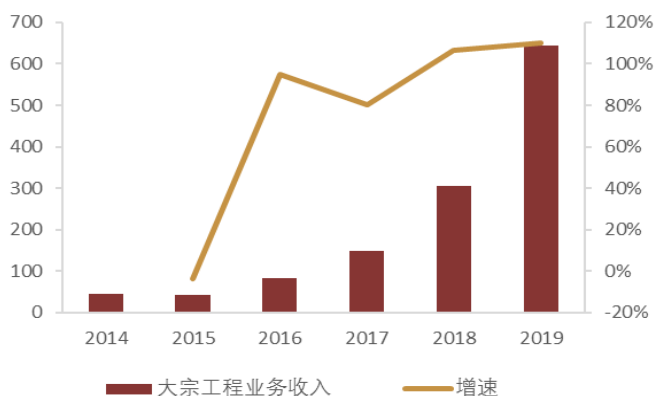
图 43: 地产商客户构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

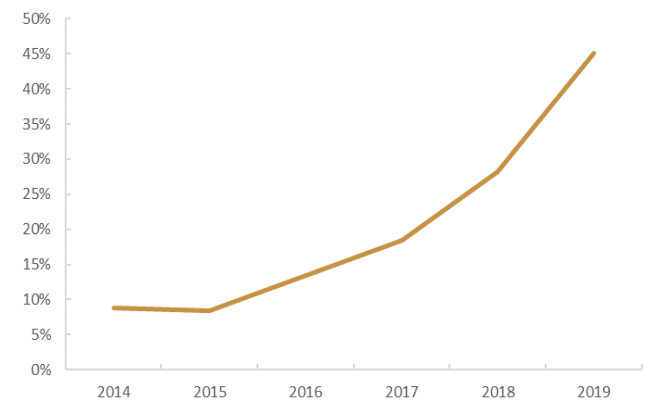
2014-2019 年，公司大宗工程业务收入 CARG 达到 71.1%，在 2018/2019 年的同比增速达到 106.7%/110%，增长迅猛；同期，工程业务占主营业务收入的比例由 8.8%提升至 43.7%，对整体营收的贡献不断增加，大宗工程业务已成为公司业绩的核心增长点。未来公司将以地产商采购金额为口径，建立层次分明的工程客户矩阵：计划开发 2 个采购额在 10 亿以上的客户，3-5 个 2-3 亿以上的中小客户，以及 10+个 5000 万以上的客户，为公司大宗业务的扩张创造更大空间。

图 44: 2014-2019 年公司大宗业务收入 (百万元) 及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 45: 2014-2019 年工程业务收入占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

从大宗客户结构上看，恒大仍旧是公司最主要的客户。恒大每年定制橱柜的采购总额接近 20 亿；19 年恒大在公司大宗销售收入的占比达到 60%。公司与恒大的合作始于 2007 年，2017 年 3 月，公司与河南恒大大家居产业园有限公司签订合作协议，在中国河南省兰考县设立河南恒大皮阿诺家居有限责任公司，公司直接持有子公司 60% 的股权，协议规定在同等条件下，恒大将优先采购合资公司生产的产品，合作模式向战略伙伴深化。2017-2019 年，公司连续三年荣膺恒大优秀供应商称号，也是唯一获得此荣誉的橱柜供应商，二者合资建设的兰考智能制造基地真正实现了工程批量生产的规模化和定制化。双方基于多年合作经验建立的标准化配套服务体系作为行业重要参考，连续入选《房地产工程采购白皮书》。

2019 年公司陆续与保利地产、阳光壹佰、奥园、朗诗、鲁能、敏捷、海伦堡等地产商建立合作关系；2020 年 3 月公司又成功中标龙湖集团，成为其新的橱柜供应商。随着更多大中型地产商的引入，恒大的业务占比将有所下降，公司大宗客户的结构会更加均衡。

3.2.3 入股家装平台强化线上引流，打通内容+直播抢占私域流量

公司紧跟电商模式的发展步调，分阶段布局线上：

1) 投资安乐窝，丰富线上引流渠道。2017年5月，公司出资人民币3000万元参与广东安乐窝网络科技有限公司的增资，增资完成后，公司持有安乐窝15%的股权，成为安乐窝第二大股东。安乐窝是中国首家泛装饰O2O交易服务平台，公司打通“F2F+OMO”建材供应链全渠道，并创建“1小时建材商超”模式，一方面减少中间商差价，提高产品性价比，另一方面大大节省了消费者选材的时间。此外安乐窝还开创性地推出518元/m²的全屋定制主材包，囊括了木地板、地砖/瓷片、橱柜、室内门、洁具/卫浴、五金配件、集成吊顶在内的五大类、38项主材和辅料，实现家具建材的一站式购齐。截至2020年5月，安乐窝已建立超过500家线下体验店，范围覆盖全国29个省、200多个城市。相比于淘宝和天猫的综合类商城，安乐窝是家装类垂直电商，市场定位更加精准；凭借多年的探索，安乐窝已有一套完备、成熟的线上运营体系。公司是传统的家居企业，在电商运营方面缺乏和技术的积累；入股后，公司可以直接借助安乐窝的平台优势打开线上销路、传播品牌价值，实现流量从线上到线下的较快转化，也避免了因自建平台而引发成本风险的可能。

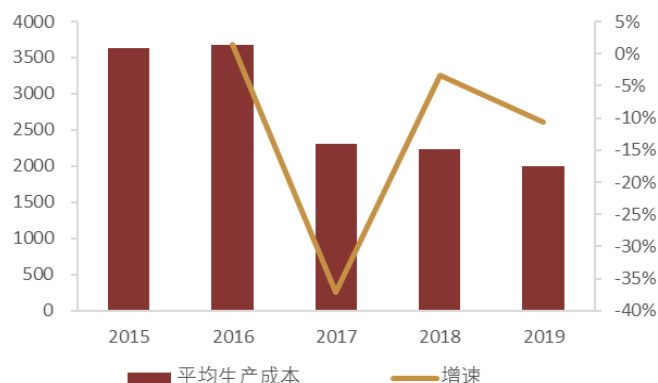
2) 入驻视频和直播平台，开拓电商新零售。皮阿诺于2018年相继登陆抖音、小红书等视频平台、以及淘宝、京东、苏宁、腾讯等直播平台，开启了公司的新零售时代；2019年公司先后举办“830总经理直播开仓抢工厂”，“118万人团样板房直购”等联动全国经销商门店的直播促销活动，通过邀请网红达人、营销高管直播、小视频推送等“带货”、引流，实现线上引流、线下签单，促进公司产品销售。2020年，公司进一步发力线上，计划打造50万粉丝抖音自媒体，达成10万线上线下私域流量池，同时公司也正在开发专属的APP，经销商门店可以通过此APP进行直播、产品展示等营销宣传。受疫情催化，线上渠道有望成为家居行业竞争的新蓝海，布局对公司传播品牌价值、打开销路、获客引流等。

3.3 规模效应显现，生产成本持续下行

2015-2019年，公司的平均生产成本持续下降，主要由于两方面原因：1) 公司通过控制采购成本控制、建立与供应商长期合作机制等手段来规避主要原材料价格波动的风险；并通过不断改进生产工艺技术，提高生产的自动化水平，提高材料利用率，减少材料损耗率，以此降低主要原材料价格波动对产品成本的影响程度。此外，由于近几年主要原材料中密度板材和五金配件的生产企业众多，原材料供给增加较快，价格也有所回落。2) 公司加快生产基地建设，通过对现有生产基地进行智能化改造升级，打造定制家居的智能工厂，进一步提高定制家居生产的智能化和自动化，减少对传统人工的依赖，因此节省了部分人工成本。

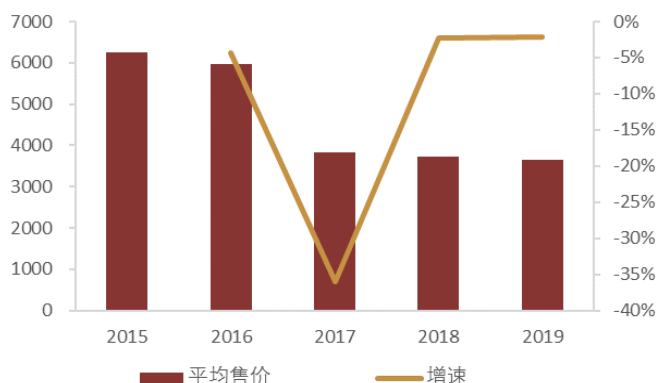
公司平均成本的减少为产品提供了降价空间，可以看到，2015-2019年间销售价格与生产价格呈现出相同的下降趋势；同时，公司不断优化产品结构，拓展木门、配套厨电等低单价品类，亦拉动平均单价下降。根据变动情况，公司平均售价的下降幅度要小于平均成本的下降幅度，因此2017年起公司主要产品毛利率小幅回升，2018-19年维持在36%的水平。销售价格持续下行，公司产品销量增长明显，同比增速于2019年达到34.6%。

图 46：定制厨衣柜单套平均生产成本（元）及增速



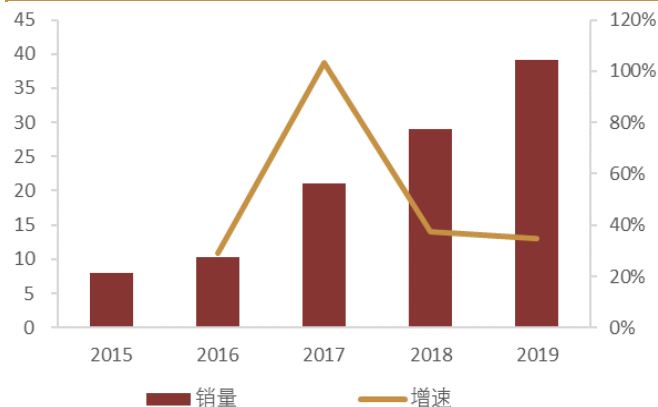
数据来源：Wind，西南证券整理

图 47：定制厨衣柜单套平均售价（元）及增速



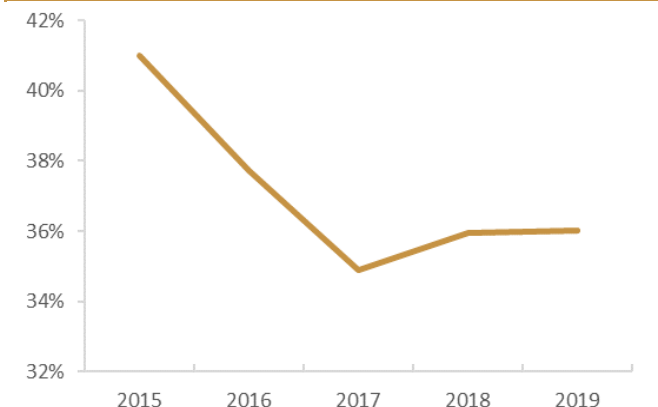
数据来源：Wind，西南证券整理

图 48：厨衣柜销量（万套）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 49：2015-2019 年公司毛利率变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

两大基地助力公司突破产能瓶颈，全国布局已成型。为解决产能不足的问题，公司于 2017 年首次公开上市并将募集资金的 71% 投入于中山阜沙产能扩建项目、天津静海产能建设项目一期；同时，公司与恒大集团合资的河南兰考制造基地正式开工建设。目前，公司三条产线的情况如下：1) 静海基地主体厂房、仓库及其他生活配套设施的建设已基本完成，其定制衣柜产线也已建成并顺利投产。2019 年，静海生产基地通过新增和改造生产线，提升生产智能化水平，增强柔性化生产能力，实现产能翻倍提升。2) 兰考基地已实现规模化投产，将释放 40 套定制橱柜的产能，能够满足公司橱柜产品对华中和华北地区的覆盖，并有效缩短了相应地区的发货周期，确保了公司大宗业务产能供给及成本优势。3) 中山阜沙产线因受项目规划调整、新冠疫情的影响仍在建设中，预计将于 2020 年 9 月完工。静海和兰考两基地的投产有效缓解了公司订单生产压力，降低了物流成本，帮助公司突破产能瓶颈的同时也保证了交货质量。

2020 年，公司拟投资 4.86 亿元在中山市板芙镇投建全屋定制智能制造生产基地，该项目将建设 4 条全屋定制产品智能化产线，计划建设期为 24 个月，项目达产后将每年新增全屋定制产品约 35 万套。可以看到，公司的生产基地布局正在全国扩展，中山阜沙、板芙镇投产后将有效缓解公司南北方产能不平衡的问题，形成全国产能布局之势，有力支撑公司业务的扩张。

图 50: 公司全国产能布局梳理



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 未来三年每年零售渠道开店 300-400 家, 3-4 年实现门店 1000 家的目标;

假设 2: 随着工程渠道集中度提升, 三年后公司橱柜工程收入的市占率达到 10%-15%;

假设 3: 随着工程业务占比提升, 毛利率或有小幅下滑趋势, 预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 35.5%、35.3%和 35.1%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入成本预测

百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计						
营业收入	826.5	1,110.3	1,471.4	1,902.1	2,363.1	2,866.4
yoy	31.1%	34.3%	32.5%	29.3%	24.2%	21.3%
营业成本	541.7	711.2	944.9	1,226.6	1,528.0	1,861.1
毛利率	34.5%	35.9%	35.8%	35.5%	35.3%	35.1%
定制橱柜及其配套家居产品						
收入	617.7	788.3	1,041.9	1,354.4	1,693.0	2,082.4
yoy	21.5%	27.6%	32.2%	30.0%	25.0%	23.0%

百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成本	381.8	487.1	655.6	860.1	1,083.5	1,343.2
毛利率	38.2%	38.2%	37.1%	36.5%	36.0%	35.5%
定制衣柜及其配套家居产品						
收入	190.0	296.9	386.8	483.5	580.2	667.3
yoy	68.9%	56.3%	30.3%	25.0%	20.0%	15.0%
成本	144.0	207.9	258.3	319.1	377.1	430.4
毛利率	24.2%	30.0%	33.2%	34.0%	35.0%	35.5%
其他						
收入	18.9	25.1	42.8	64.1	89.8	116.7
yoy	14.1%	24.3%	70.7%	50.0%	40.0%	30.0%
成本	16.0	16.1	30.9	47.5	67.4	87.6
毛利率	15.3%	35.6%	27.7%	26.0%	25.0%	25.0%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取志邦家居、欧派家居、金牌橱柜作为可比公司，可比公司 2020 年平均 PE 为 18.2 倍，考虑到皮阿诺的工程业务占比相对较高，业绩弹性或更大，成长属性明显，预计未来三年利润复合增速为 25.6%，给予公司 2020 年 20 倍估值，目标价 29.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603801	志邦家居	25.22	1.48	1.67	1.97	2.25	15.8	15.1	12.8	11.2
603833	欧派家居	112.86	4.38	4.86	5.75	6.66	26.7	23.2	19.6	16.9
603180	金牌橱柜	48.11	3.61	2.97	3.49	4.04	18.5	16.2	13.8	11.9
平均值							20.3	18.2	15.4	13.3

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

房地产市场变化的风险；市场竞争加剧的风险；现金流回收不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1471.44	1902.09	2363.06	2866.43	净利润	172.71	225.80	281.73	342.17
营业成本	944.91	1226.65	1528.04	1861.10	折旧与摊销	32.64	52.67	59.85	68.29
营业税金及附加	12.23	16.16	20.12	19.78	财务费用	2.17	1.97	1.89	1.50
销售费用	208.42	267.41	331.75	403.20	资产减值损失	-4.84	0.00	0.00	0.00
管理费用	51.08	131.24	155.96	186.32	经营营运资本变动	87.00	26.61	-59.95	-68.74
财务费用	2.17	1.97	1.89	1.50	其他	-189.03	-3.00	1.00	-2.67
资产减值损失	-4.84	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	100.66	304.05	284.52	340.55
投资收益	10.22	15.00	15.00	15.00	资本支出	-66.35	-110.00	-110.00	-110.00
公允价值变动损益	-18.00	-12.00	-14.00	-13.33	其他	-63.03	3.00	1.00	1.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-129.38	-107.00	-109.00	-108.33
营业利润	199.93	261.65	326.30	396.19	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.25	-0.46	-0.46	-0.43	长期借款	25.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	199.68	261.19	325.83	395.76	股权融资	1.41	0.00	0.00	0.00
所得税	26.97	35.39	44.10	53.59	支付股利	-31.07	-39.47	-51.72	-64.14
净利润	172.71	225.80	281.73	342.17	其他	-11.46	-1.97	-1.89	-1.50
少数股东损益	-2.50	-3.27	-4.08	-4.95	筹资活动现金流净额	-15.41	-41.45	-53.61	-65.64
归属母公司股东净利润	175.21	229.07	285.81	347.13	现金流量净额	-44.12	155.61	121.91	166.58
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	361.45	517.06	638.97	805.55	成长能力				
应收和预付款项	651.70	735.77	925.70	1147.69	销售收入增长率	32.53%	29.27%	24.23%	21.30%
存货	231.13	278.43	352.98	431.87	营业利润增长率	22.95%	30.87%	24.71%	21.42%
其他流动资产	205.68	210.27	215.18	220.54	净利润增长率	23.67%	30.74%	24.77%	21.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.09%	34.74%	22.68%	20.09%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	330.92	389.78	441.46	484.71	毛利率	35.78%	35.51%	35.34%	35.07%
无形资产和开发支出	101.37	100.19	99.00	97.82	三费率	17.78%	21.06%	20.72%	20.62%
其他非流动资产	121.02	120.68	120.33	119.98	净利率	11.74%	11.87%	11.92%	11.94%
资产总计	2003.28	2352.17	2793.62	3308.16	ROE	13.90%	15.80%	16.98%	17.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.62%	9.60%	10.08%	10.34%
应付和预收款项	595.31	732.24	916.26	1122.46	ROIC	28.09%	37.07%	41.46%	43.27%
长期借款	25.71	25.71	25.71	25.71	EBITDA/销售收入	15.95%	16.63%	16.42%	16.26%
其他负债	139.76	165.39	192.81	223.11	营运能力				
负债合计	760.79	923.34	1134.79	1371.29	总资产周转率	0.82	0.87	0.92	0.94
股本	155.34	155.34	155.34	155.34	固定资产周转率	5.77	6.09	6.92	7.62
资本公积	490.04	490.04	490.04	490.04	应收账款周转率	7.32	6.21	7.08	6.66
留存收益	528.98	718.58	952.67	1235.66	存货周转率	4.84	4.81	4.82	4.72
归属母公司股东权益	1174.36	1363.96	1598.05	1881.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.57%	—	—	—
少数股东权益	68.13	64.86	60.78	55.83	资本结构				
股东权益合计	1242.49	1428.82	1658.83	1936.87	资产负债率	37.98%	39.26%	40.62%	41.45%
负债和股东权益合计	2003.28	2352.17	2793.62	3308.16	带息债务/总负债	3.38%	2.78%	2.27%	1.88%
					流动比率	2.13	2.06	2.02	2.02
					速动比率	1.79	1.73	1.69	1.68
					股利支付率	17.73%	17.23%	18.09%	18.48%
					每股指标				
					每股收益	1.13	1.47	1.84	2.23
					每股净资产	7.56	8.78	10.29	12.11
					每股经营现金	0.65	1.96	1.83	2.19
					每股股利	0.20	0.25	0.33	0.41
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	234.74	316.30	388.04	465.98					
PE	19.73	15.09	12.09	9.96					
PB	2.94	2.53	2.16	1.84					
PS	2.35	1.82	1.46	1.21					
EV/EBITDA	11.98	8.40	6.53	5.08					
股息率	0.90%	1.14%	1.50%	1.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn