

23Q2 幕墙高增装修承压，底部渐渐清晰

亚厦股份(002375)

评级:	买入	股票代码:	002375
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	5.53/4.2
目标价格:		总市值(亿)	64.05
最新收盘价:	4.78	自由流通市值(亿)	63.62
		自由流通股数(百万)	1,330.99

事件概述: 公司发布中期报告, 2023H1 实现营业收入 56.86 亿元, 同比+4.50%, 实现归母净利润 1.28 亿元, 同比+7.42%, 实现扣非归母净利润 1.11 亿元, 同比+18.89%, 新签订单 73.60 亿元, 同比+7.29%, 在手订单 155.08 亿元同比保持稳定; 其中, Q2 实现收入 35.97 亿元, 同比+5.77%, 实现归母净利润 6585 万元, 同比+98.56%, 实现扣非归母净利润 5679 万元, 同比+289.75%; 业绩受益低基数显著回升, 符合市场预期。23H1 经营性净现金流-11.10 亿元, 同比+13.69%, 现金流逐渐改善。

► **装饰装修收入短期承压, 底部渐渐清晰, 盈利质量提升。** 23H1 公司建筑装饰工程业务收入 28.75 亿元, 同比-9.03%, 行业短期需求承压, 行业底部大量竞争对手退出装修行业或者转型新业务。我们从订单增速看到积极因素, 23H1 公司合计新签订单金额增加至 73.6 亿元, 同比+7.29%, 其中住宅装修增速显著, 同比+137.57%, 其中 Q2 新签订单 39.09 亿元同增 11.24%, 环比有加快趋势。房开商优胜劣汰长期来看有利于优质房企和优质供应商, 底部渐渐清晰; 建筑装饰工程业务 23H1 毛利率 13.01%同比增长 2.35 个百分点, 行业低谷期公司严控订单质量优化结构, 加速降本和回款管理, 盈利质量提升。

► **幕墙业务高增长, BIPV 抬高门槛。** 23H1 幕墙装饰工程收入 22.27 亿元, 同比+33.32%, 业绩亮眼。在幕墙领域公司连续 5 年在“中国建筑幕墙行业百强企业第二名”, 公司发挥其在专业施工的技术优势, 在行业内已经有众多优质项目。公司基于自身在幕墙领域的积累和实力优势, 据公司年报, 公司与碲化镉光伏薄膜企业龙焱能源科技(杭州)就 BIPV 领域展开合作, 双方共同成立“亚厦-龙焱建筑光伏一体化联合实验室”对建筑资源进行整合, 开拓 BIPV 市场。2022 年全年公司已中标 BIPV 项目订单金额为 3.4 亿元, 较上年同期增长 1021%, 项目订单增速迅猛。我们认为 BIPV 项目是壁垒较高、附加值高的领域, 未来空间大。既可以填补公司在 BIPV 领域的空白, 又可为传统幕墙和装饰业务引流 (BIPV 为公建类客户为主), 业务间的协同性强。

► **装配式建筑和装修政策大力推广, 未来增量可观。** 公司作为装配式装修的行业龙头, 已形成了独有的装配式七大系统。浙江省的政策鼓励: 2023 年 2 月, 浙江省明确要着力提升装配式建造品质, 推动智能建造与新型建筑工业化协同发展; 2023 年 7 月, 杭州市要求装配式建筑比例在 2027 年达到 40%、配套细节落地政策并推广装配式内装。我们认为各地方装配式建筑政策有望持续落地支撑公司工业化订单放量, 且因装配式装修的生产和安装的特性, 其与城中村改造、城市更新天然契合, 公司将是该领域首批的受益者。

► **智能化和 3D 打印未来成长性强。** 23H1 智能化系统集成收入 2.64 亿元, 同比-3.31%; 实施主题之一子公司厦门万安上半年收入 3.1 亿元; 据公司半年报, 万安智能主要参与研究了《老旧小区改造体制机制研究》项目和《既有社区健康改造关键技术研究及应用》, 为存量市场蓄力。3D 打印业

务方面，参股公司盈创科技（参股比例 23.52%）拥有专利 377 项，其中发明专利 26 项，是全球第一家掌握 3D 建筑打印的高科技企业。3D 打印建筑技术为整个建筑体系带来革命，它将设计、施工、装备、新型材料、应用融合等综合为一个新的体系。

投资建议

考虑到下游需求释放节奏推后和减值的影响，我们维持收入预测 2023-2025 年 135.89/150.36/166.83 亿元，下调归母净利润 3.33/4.74/6.79 亿元（原 4.67/5.94/7.24 亿元），下调 EPS 0.25/0.35/0.51 元（原 0.35/0.44/0.54 元），对应 8 月 30 日 4.78 元收盘价 19.23/13.52/9.43xPE。维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，施工成本高于预期，新业务拓展不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,076	12,116	13,589	15,036	16,683
YoY (%)	11.9%	0.3%	12.2%	10.7%	11.0%
归母净利润(百万元)	-888	186	333	474	679
YoY (%)	-379.7%	121.0%	78.9%	42.2%	43.4%
毛利率 (%)	7.2%	12.6%	12.8%	13.3%	14.1%
每股收益 (元)	-0.66	0.14	0.25	0.35	0.51
ROE	-12.0%	2.4%	4.2%	5.6%	7.4%
市盈率	-7.24	34.14	19.23	13.52	9.43

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

研究助理：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,116	13,589	15,036	16,683	净利润	203	348	496	715
YoY (%)	0.3%	12.2%	10.7%	11.0%	折旧和摊销	120	84	88	89
营业成本	10,593	11,846	13,037	14,322	营运资金变动	-615	-162	-722	-184
营业税金及附加	50	54	61	67	经营活动现金流	25	555	118	838
销售费用	259	309	337	373	资本开支	-59	-66	-71	-67
管理费用	334	392	434	478	投资	53	-149	-73	-80
财务费用	62	-8	-12	-4	投资活动现金流	-8	-247	-180	-183
研发费用	371	420	465	515	股权募资	38	0	0	0
资产减值损失	-17	-20	-20	-20	债务募资	-45	134	150	152
投资收益	-14	-30	-33	-34	筹资活动现金流	-280	17	46	41
营业利润	248	417	594	860	现金净流量	-263	325	-17	695
营业外收支	1	1	1	1					
利润总额	248	417	595	861	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	45	70	99	146	成长能力				
净利润	203	348	496	715	营业收入增长率	0.3%	12.2%	10.7%	11.0%
归属于母公司净利润	186	333	474	679	净利润增长率	121.0%	78.9%	42.2%	43.4%
YoY (%)	121.0%	78.9%	42.2%	43.4%	盈利能力				
每股收益	0.14	0.25	0.35	0.51	毛利率	12.6%	12.8%	13.3%	14.1%
					净利率	1.5%	2.5%	3.2%	4.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	0.8%	1.4%	1.7%	2.4%
货币资金	3,542	3,867	3,850	4,545	净资产收益率 ROE	2.4%	4.2%	5.6%	7.4%
预付款项	164	249	259	280	偿债能力				
存货	2,823	470	3,694	578	流动比率	1.28	1.28	1.25	1.29
其他流动资产	12,648	15,077	15,719	18,375	速动比率	0.51	0.63	0.49	0.62
流动资产合计	19,178	19,663	23,522	23,778	现金比率	0.24	0.25	0.21	0.25
长期股权投资	153	138	125	113	资产负债率	65.7%	65.2%	68.4%	66.2%
固定资产	819	794	768	743	经营效率				
无形资产	229	220	212	202	总资产周转率	0.52	0.58	0.58	0.60
非流动资产合计	4,003	4,157	4,242	4,333	每股指标 (元)				
资产合计	23,180	23,820	27,764	28,112	每股收益	0.14	0.25	0.35	0.51
短期借款	1,896	2,018	2,158	2,306	每股净资产	5.71	5.95	6.30	6.81
应付账款及票据	10,900	11,067	14,181	13,506	每股经营现金流	0.02	0.41	0.09	0.63
其他流动负债	2,229	2,239	2,422	2,577	每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	15,025	15,323	18,761	18,389	估值分析				
长期借款	10	10	10	10	PE	34.14	19.23	13.52	9.43
其他长期负债	189	201	211	215	PB	0.77	0.80	0.76	0.70
非流动负债合计	198	211	221	225					
负债合计	15,223	15,534	18,982	18,614					
股本	1,340	1,340	1,340	1,340					
少数股东权益	300	315	337	374					
股东权益合计	7,957	8,286	8,782	9,498					
负债和股东权益合计	23,180	23,820	27,764	28,112					

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

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

朱昊冉：建筑建材+新材料行业研究助理，香港理工大学理学硕士，北京交通大学工科学士，曾任职于百强房企战略部、上市公司投资部总监；主导多个基金管理和收并购项目，拥有5年建筑建材行业研究与4年投资经验。

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。