

亚厦股份 (002375.SZ)

Q4 订单大增 40%，工业化内装为重要驱动力

Q4 订单大幅加速略超预期，装配式驱动住宅订单翻倍增长。公司 2020Q4 新签订单 45.9 亿元，同比增长 40%，较 Q3 大幅加速 49 个 pct，略超市场预期。其中公装/住宅分别新签 25/19 亿元，同增 15%/106%，住宅订单实现翻倍增长，是 Q4 订单增长核心动力。2020 全年新签订单 162 亿元，同增 12%，较 Q1-3 提速 3 个 pct，疫情环境下订单增长仍强，彰显经营韧性，其中公装/住宅分别新签订单 98/58 亿元，同比变化-1%/50%。公司住宅订单大幅增长，主要系装配式装修业务持续开拓，我们预计公司 2020 年中标该类订单规模在 30-40 亿元量级，较 2019 年 9-10 亿元量级大幅增长，相关产品市场认可度持续提升。截至四季度末，公司累计已签约未完工订单 234 亿元，是公司 2019 年营收 2.2 倍，在手订单充裕，保障后续营收及业绩持续恢复。

工业化内装实力突出，BIM 信息化体系为智能制造持续赋能。公司持续推动工业化内装产品研发，目前已更迭至第七代，并已自建两条装配式装修生产线，能够实现部品部件大比例工厂预制、现场装配、干法施工，产品具有甲醛等有害物质低、即装即住等优势，并可持续提供装修后市场服务。当前公司已自建较为完善的 BIM 体系，可一体化管控方案设计与深化、智能生产、施工安装等流程，实现精准下单现场无切割拼装、总装与辅件工厂高效协同生产、多模块同时开工、现场废料率明显下降等效果。公司装配式体系优势突出，BIM 信息化工具赋能，在装配式装修市场逐渐打开阶段，公司有望率先受益。

装饰需求回暖，传统主业持续恢复。近年来随着宏观环境改善，同时公司持续优化业务、改善管理，营收与业绩开始逐年回升，2019 年分别实现营收与业绩 108/4.3 亿元，同增 17%/15%。2020 年疫情环境下公司增长短暂放缓，但随着 2020 年下半年国内疫情基本控制、经济明显企稳、装饰需求回暖，公司订单及营收呈加快回升。预计随着公司订单质量持续提升、管理能力不断增强、并加大审计收款力度，公司盈利能力、财报质量、现金流情况均有望不断改善，传统主业有望保持稳健恢复趋势。

投资建议：我们预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.2/5.0/7.0 亿元，分别变动-25%/+56%/+40%，EPS 分别为 0.24/0.37/0.52 元（2019-2022 年 CAGR 为 18%），当前股价对应 PE 分别为 37/24/17 倍，鉴于公司工业化内装业务成长潜力充足，传统装饰主业持续恢复，维持“买入”评级。

风险提示：工业化内装业务推广不及预期风险，应收账款产生坏账风险，地产调控趋严风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,199	10,786	10,812	13,116	15,752
增长率 yoy (%)	1.4	17.2	0.2	21.3	20.1
归母净利润 (百万元)	369	426	320	500	701
增长率 yoy (%)	3.1	15.4	-24.7	56.1	40.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.28	0.32	0.24	0.37	0.52
净资产收益率 (%)	4.6	5.3	3.9	5.7	7.4
P/E (倍)	32.0	27.8	36.9	23.6	16.9
P/B (倍)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3

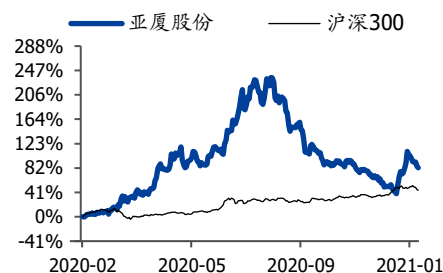
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	装修装饰
前次评级	买入
最新收盘价	8.82
总市值(百万元)	11,818.77
总股本(百万股)	1,340.00
其中自由流通股(%)	99.33
30 日日均成交量(百万股)	17.42

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《亚厦股份 (002375.SZ): 工业化内装稳步拓展, 传统主业加快改善》2020-12-25
- 2、《亚厦股份 (002375.SZ): Q3 营收业绩稳步回升, 盈利能力持续提升趋势》2020-10-31
- 3、《亚厦股份 (002375.SZ): Q2 业绩恢复受减值拖累, 装配式装修业务稳步推进》2020-08-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17857	18370	17496	23315	22729
现金	2466	3166	3257	3935	3922
应收票据及应收账款	12457	12192	11570	15335	15103
其他应收款	354	363	356	516	531
预付账款	187	266	188	363	299
存货	1744	1984	1727	2767	2475
其他流动资产	649	398	398	398	398
非流动资产	3059	3261	3608	3932	4277
长期投资	166	178	195	212	228
固定资产	777	797	1049	1271	1514
无形资产	264	253	203	146	81
其他非流动资产	1852	2032	2161	2303	2454
资产总计	20916	21630	21104	27247	27006
流动负债	12692	13249	12413	18102	17200
短期借款	2030	1839	2000	2585	2400
应付票据及应付账款	9267	9763	8809	13661	12970
其他流动负债	1394	1648	1604	1855	1830
非流动负债	103	113	135	126	117
长期借款	76	60	82	73	64
其他非流动负债	26	53	53	53	53
负债合计	12794	13362	12548	18228	17317
少数股东权益	243	250	262	277	298
股本	1340	1340	1340	1340	1340
资本公积	1909	1909	1909	1909	1909
留存收益	4630	4960	5244	5689	6313
归属母公司股东权益	7879	8018	8294	8742	9392
负债和股东权益	20916	21630	21104	27247	27006

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-128	429	414	630	746
净利润	373	442	332	515	722
折旧摊销	66	70	83	104	126
财务费用	61	90	93	112	130
投资损失	-45	-44	-37	-36	-43
营运资金变动	-647	-228	-36	-41	-146
其他经营现金流	64	98	-21	-24	-43
投资活动现金流	-243	220	-373	-367	-386
资本支出	153	270	331	307	330
长期投资	-140	360	-16	-16	-16
其他投资现金流	-230	850	-58	-77	-72
筹资活动现金流	785	-390	50	29	13
短期借款	866	-191	161	200	200
长期借款	48	-17	23	-9	-9
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	72	0	0	0	0
其他筹资现金流	-201	-182	-133	-161	-178
现金净增加额	413	258	92	292	373

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9199	10786	10812	13116	15752
营业成本	7954	9237	9276	11235	13369
营业税金及附加	39	45	66	59	75
营业费用	213	306	346	433	528
管理费用	248	270	292	354	425
研发费用	241	282	303	328	394
财务费用	61	90	93	112	130
资产减值损失	103	-72	108	46	50
其他收益	12	16	0	0	0
公允价值变动收益	64	61	21	24	43
投资净收益	45	44	37	36	43
资产处置收益	-1	-3	0	0	0
营业利润	460	543	386	609	867
营业外收入	0	2	4	2	2
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	459	543	388	609	867
所得税	85	101	56	94	145
净利润	373	442	332	515	722
少数股东损益	5	17	11	15	21
归属母公司净利润	369	426	320	500	701
EBITDA	579	633	493	747	1029
EPS (元)	0.28	0.32	0.24	0.37	0.52

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.4	17.2	0.2	21.3	20.1
营业利润(%)	11.4	18.0	-28.8	57.7	42.2
归属于母公司净利润(%)	3.1	15.4	-24.7	56.1	40.2
获利能力					
毛利率(%)	13.5	14.4	14.2	14.3	15.1
净利率(%)	4.0	3.9	3.0	3.8	4.5
ROE(%)	4.6	5.3	3.9	5.7	7.4
ROIC(%)	4.2	4.6	3.4	4.8	6.3
偿债能力					
资产负债率(%)	61.2	61.8	59.5	66.9	64.1
净负债比率(%)	-4.2	-15.1	-13.5	-13.9	-14.8
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0
应付账款周转率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.32	0.24	0.37	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	0.32	0.31	0.47	0.56
每股净资产(最新摊薄)	5.88	5.98	6.19	6.52	7.01
估值比率					
P/E	32.0	27.8	36.9	23.6	16.9
P/B	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	20.2	16.9	21.9	14.4	10.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司季度订单统计

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
单季度新签订单金额	14.12	35.50	36.79	30.72	30.98	39.81	41.68	32.78	35.42	42.59	38.06	45.89
传统装饰施工	13.09	33.59	33.87	27.63	29.57	37.59	39.17	31.05	34.47	40.48	36.37	44.15
公共建筑装饰	11.45	23.35	25.67	18.44	22.13	27.24	27.87	21.82	21.15	26.35	25.20	25.11
住宅装修	1.64	10.24	8.19	9.19	7.45	10.35	11.30	9.23	13.32	14.13	11.17	19.04
装饰设计	0.32	0.47	1.12	0.76	0.54	0.70	0.67	0.62	0.54	0.60	0.72	0.50
装饰制品销售	0.71	1.44	1.80	0.75	0.88	1.52	1.84	1.11	0.41	1.51	0.97	1.24
单季度新签订单增速	57.8%	17.2%	21.9%	-20.5%	119.4%	12.1%	13.3%	6.7%	14.3%	7.0%	-8.7%	40.0%
传统装饰施工	61.6%	14.7%	18.9%	-24.8%	125.9%	11.9%	15.6%	12.4%	16.6%	7.7%	-7.1%	42.2%
公共建筑装饰	75.3%	-1.1%	18.2%	-37.1%	93.3%	16.7%	8.6%	18.3%	-4.4%	-3.3%	-9.6%	15.1%
住宅装修	3.8%	80.6%	20.8%	23.2%	354.3%	1.1%	38.0%	0.4%	78.8%	36.5%	-1.2%	106.3%
装饰设计	-8.6%	2.2%	119.6%	-1.3%	68.8%	48.9%	-40.2%	-18.4%	0.0%	-14.3%	7.5%	-19.4%
装饰制品销售	42.0%	166.7%	51.3%	-33.0%	23.9%	5.6%	2.2%	48.0%	-53.4%	-0.7%	-47.3%	11.7%
累计新签订单增速	57.8%	26.5%	24.5%	8.4%	119.4%	42.7%	30.2%	24.0%	14.3%	10.2%	3.2%	11.5%
传统装饰施工	61.6%	24.9%	22.3%	5.4%	125.9%	43.9%	32.0%	27.0%	16.6%	11.6%	4.7%	13.2%
公共建筑装饰	75.3%	15.5%	16.6%	-2.8%	93.3%	41.9%	27.7%	25.5%	-4.4%	-3.8%	-5.9%	-1.3%
住宅装修	3.8%	63.9%	43.1%	36.2%	354.3%	49.8%	45.0%	31.0%	78.8%	54.2%	32.7%	50.4%
装饰设计	-8.6%	-2.5%	44.7%	27.8%	68.8%	57.0%	0.0%	-5.2%	0.0%	-8.1%	-2.6%	-6.7%
装饰制品销售	42.0%	106.7%	77.1%	40.3%	23.9%	11.6%	7.3%	13.8%	-53.4%	-20.0%	-31.8%	-22.8%
截至报告期末累计已签约未完工订单金额	181.22	199.52	208.89	196.26	209.20	223.58	231.89	216.95	233.06	242.81	240.74	233.85
传统装饰施工	176.53	193.99	201.45	188.16	203.35	216.66	224.57	210.72	225.11	233.51	231.19	225.16
公共建筑装饰	134.43	150.12	154.20	141.93	150.21	154.49	171.75	154.46	152.09	158.27	162.77	143.57
住宅装修	42.10	43.87	47.25	46.23	53.14	62.17	52.82	56.26	73.02	75.24	68.42	81.59
装饰设计	3.67	3.87	5.02	4.21	4.30	4.89	5.47	4.89	5.29	5.63	5.56	5.81
装饰制品销售	1.02	1.66	2.43	2.49	1.56	2.02	1.85	1.34	2.66	3.67	3.99	2.88
单季度中标未签订单金额	13.15	28.75	27.93	35.07	42.19	31.87	22.84	29.14	26.17	34.01	32.40	35.04
传统装饰施工	12.59	27.22	27.36	24.00	41.60	31.06	22.07	28.29	25.80	33.17	31.28	33.66
公共建筑装饰	8.59	20.99	18.81	16.79	21.68	24.64	17.28	16.07	19.40	21.50	18.71	22.44
住宅装修	4.00	6.23	8.55	7.21	19.92	6.42	4.79	12.22	6.40	11.67	12.57	11.22
装饰设计	0.03	0.07	0.04	0.02	0.01	0.10	0.10	0.23	0.05	0.11	0.05	0.02
装饰制品销售	0.53	1.46	0.52	0.45	0.58	0.71	0.67	0.67	0.32	0.73	1.07	1.36

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com