



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

装配式装修领航者，行业变革进行时

— 亚厦股份（002375）深度报告

2021 年 3 月 1 日

王舫朝 首席研究员

S1500519120002

010-83326877

wangfangzhao@cindasc.com

证券研究报告

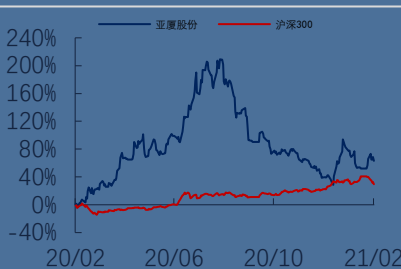
公司研究

深度报告

亚厦股份 (002375.SZ)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	8.26
52 周内股价	5.09-16.68
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	-6.35
总股本 (亿股)	13.4
流通 A 股比例 (%)	99.33
总市值 (亿元)	110.68

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

装配式装修领航者，行业变革进行时

2021 年 3 月 1 日

本期内容提要：

- ◆ **工业化是发展趋势，装配式装修存在万亿蓝海市场。** 装配式装修将传统装修的现场作业前置到工厂中标准化进行，现场仅需拼装作业，具备工期短、污染低、质量高、维修易等优势，符合绿色建筑发展要求，中央及地方不断加码推广政策。短期看，提升建筑装配率激励地产企业选择装配式装修。长期看，装修行业由劳动密集向资本密集转型，工业化生产的规模效应使装配式装修具备成本优势，装配式装修渗透率将逐步提升。
- ◆ **公司装配式装修业务 2021 年将迎来爆发增长。** 亚厦是行业中最早布局工业化发展的公司之一，历时近十年，累计研发投入超过 20 亿元，目前公司装配式装修已经领先行业进入商业化运营阶段，我们预计 2020 年收入近 5 亿元，新签订单超过 20 亿元，2021 年相关收入有望翻倍。装配式装修行业处于成长初期，公司侧重市场开发，在手订单充足，随工程周期滚动公司存量订单将爆发式释放业绩。
- ◆ **装配式装修或成公司成长支柱。** 我们看好公司装配式业务的潜力，主要基于以下原因：1) 项目集中，客单价高。目前装配式装修客户以企业和政府为主，单合同金额达到亿元级别，框架合同可达 10 亿级别。2) 客户粘性强，复购率高。工业化建造订单多为邀标形式，中标率近 100%。作为浙江本土企业，公司深度参与浙江省未来社区建设工作，持续受益于未来社区的全面复制推广。3) 预付款模式改善现金流，缓解重资产经营压力，公司应收账款周转明显加快。4) 订单充足，扩张迅速。装配式建筑持续推广稳步落地，多数钢结构企业 2020 年已实现高增长，工程周期即将滚动至装修阶段。
- ◆ **有望成为装修工业化时代的行业龙头。** 传统装修行业集中度低，依赖人工、评价标准主观等因素制约企业均质化扩张，呈现大行业、小企业格局。装配式装修实现标准化，扫清行业集中障碍。标准化的生产方式与简化的现场施工大大降低跨区域管理的难度，有助于装修企业扩大经营地域。公司率先锁定优质企业与政府客户，后续有望在扩规模、降成本方面继续领先，成为装修工业化时代的龙头。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计 2020-22 年公司归母净利润分别为 3.1 亿元、5.9 亿元、7.9 亿元，同比-27.3%、+90.4%、+33.8%，对应 EPS 0.23 元、0.44 元、0.59 元，当前股价对应 PE 为 36x、19x、14x。考虑到装配式装修存在万亿蓝海市场，公司装配式装修已率先进入商业化运营阶段，行业成长初期竞争格局良好，目前阶段尚无匹配竞争者，后续有望在扩规模、降成本方面继续领先，成为装修工业化时代的龙头，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 2020Q4 新签订单大幅增长、钢结构公司实现业绩高增长
- ◆ **风险因素：** 装配式装修推广不及预期、产能扩张不及预期、疫情反复影响工程进度

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,199	10,786	10,766	12,944	15,270
同比(%)	1.4%	17.2%	-0.2%	20.2%	18.0%
归属母公司净利润	369	426	310	590	789
同比(%)	2.4%	15.4%	-27.3%	90.4%	33.8%
毛利率(%)	13.5%	14.4%	15.4%	14.7%	15.2%
ROE(%)	4.7%	5.3%	3.7%	6.6%	8.1%
EPS (摊薄)(元)	0.28	0.32	0.23	0.44	0.59
P/E	30.01	26.00	35.74	18.77	14.03
P/B	1.40	1.38	1.33	1.24	1.14

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年3月1日收盘价

目 录

一、投资聚焦.....	6
1.1 区别于大众的认识.....	6
1.2 核心逻辑.....	6
二、工业化起步早，装配式东风至.....	6
2.1 装配式装修领航者，率先开启商业化运营.....	6
2.2 符合绿色建筑发展要求.....	7
2.3 相关政策不断加码.....	8
2.4 短期看政策红利，长期看成本优势.....	10
三、装配式装修是公司长期增长的驱动力.....	12
3.1 营收恢复高速增长，盈利能力逐年修复.....	12
3.2 研发投入大，增长动力足.....	13
3.3 在手订单充足，扩张迅速.....	13
3.4 项目集中，客单价、复购率高.....	14
3.5 预付款模式改善现金流，缓解重资产经营压力.....	15
3.6 标准化扫清行业集中障碍，公司有望成为装修工业化时代的龙头.....	16
四、装配式装修存在万亿蓝海市场.....	17
五、盈利预测及估值.....	20
六、风险因素.....	22

表 目 录

表 1：上市装修公司纷纷布局装配式装修.....	7
表 2：传统装修与装配式装修对比.....	7
表 3：装配式建筑评分表.....	10
表 4：单季度新签订单情况.....	14
表 5：装配式装修项目集中且价值高.....	15
表 6：浙江省未来社区正在进行时.....	15
表 7：精装房未来 5 年或存在万亿装配式装修市场.....	18
表 8：酒店未来 5 年装配式装修规模近千亿.....	18
表 9：长租公寓未来 5 年或贡献百亿装配式装修市场.....	20
表 10：亚厦股份营业收入及毛利率预测.....	21
表 11：可比公司估值.....	21

图 目 录

图 1：工业化起步早，目前已进入商业化运营阶段.....	7
图 2：亚厦股份打造四大核心装配式产品线.....	7
图 3：装配式装修可拆分为八大模块.....	8
图 4：装配式装修符合绿色建筑发展要求.....	8
图 5：太原阳光·汾河湾装配式装修样板间.....	8
图 6：装配式建筑发展历程.....	8
图 7：地方政府积极推动装配式建筑发展.....	9
图 8：装配式建筑政策加码.....	10
图 9：住房在装配式建筑中占比超过 50%.....	10
图 10：新开工装配式建筑面积高速增长.....	10
图 11：7 地装配式建筑占比超过 20%，上海达到 86%.....	10
图 12：建筑装饰业人力成本占比较大.....	11
图 13：农民工从事建筑业意愿降低.....	11
图 14：建筑业用工成本高于农民工平均工资水平.....	12
图 15：人工费增速远高于材料费与机械费.....	12
图 16：营收恢复高速增长.....	12
图 17：业绩表现继续强化.....	12
图 18：盈利能力逐年修复.....	13
图 19：建筑装饰与幕墙装饰是公司的核心主业.....	13
图 20：2012 年以来研发投入累计超过 20 亿.....	13
图 21：研发队伍规模稳定.....	13
图 22：2020Q4 新签订单金额超预期增长.....	14
图 23：住宅装修新签订单增长受益于装配式装修推广.....	14
图 24：装配式建筑产业链.....	14
图 25：钢结构高增长，工程周期即将传导至装修阶段.....	14

图 26: 装配式装修采用预付账款规则（以江与城项目为例）	15
图 27: 现金流压力得到缓解	16
图 28: 预收账款同比大幅增长	16
图 29: 应收账款周转加快	16
图 30: 资产负债率保持稳定	16
图 31: 建筑装饰行业产值稳定增长	17
图 32: 行业格局分散，呈现大行业、小企业状态	17
图 33: 经营地区目前以华东为主，未来或实现地域均衡	17
图 34: 主编行业工程技术标准	17
图 35: 精装修规模高速增长，渗透率不断提升	18
图 36: 精装房渗透率与发达国家相比还有较大差距	18
图 37: 新开工住房面积趋于稳定	18
图 38: 中档及以上酒店家数占比 15%，房间数占比 35%	19
图 39: 中高端连锁酒店增长驶入快车道	19
图 40: 美国酒店结构与收入结构高度匹配，2015 年	19
图 41: 2030 年中国将呈现中产阶级社会特点	19
图 42: 长租公寓租客学历分布	20
图 43: 2020 年高等教育毕业人数超过 850 万	20
图 44: 2019 年长租公寓 App 月活用户超过 200 万	20
图 45: 购房压力居高不下	20

一、投资聚焦

1.1 区别于大众的认识

市场尚未看到装配式装修对营收与利润的贡献，对装配式装修从概念到落地再到利润转化的推进存疑。我们认为装配式装修赛道处于成长初期，目前公司已经领先行业进入商业化运营阶段，我们预计 2020 年贡献收入近 5 亿元，新签装配式订单超过 20 亿元，2021 年大概率可实现收入翻倍。建筑工程周期决定先主体结构后装饰装修，多数钢结构企业 2020 年已实现高增长，工程周期即将滚动至装修阶段。公司侧重市场开发，在手订单充足，随工程周期滚动公司存量订单将爆发式释放业绩。

市场认为公司发展装配式装修将影响自身传统装修业务。我们认为工业化是装修行业的发展趋势，长期看装配式装修必将大面积取代自身及同业的传统装修。公司率先启动装修工业化，成为装配式装修行业标准的制定者，工厂化生产方式与标准化拼装作业扫清长期制约行业集中的障碍，使得装修行业均质化扩张成为可能。公司率先锁定优质企业与政府客户，后续有望在扩规模、降成本方面继续领先，成为装修工业化时代的龙头。

1.2 核心逻辑

我们认为装配式装修能够成为公司长期增长的驱动力，主要原因：

1) 政策加码，装配式装修存在万亿蓝海市场。短期看，提升建筑装配率激励地产企业选择装配式装修；长期看，工业化生产的规模效应使装配式装修具备成本优势，有助于行业由劳动密集向资本密集转型。

2) 研发投入近 10 年，公司装配式装修已领先行业进入商业化运营阶段。公司侧重市场开发，率先锁定优质企业与政府客户，在手订单充足，随工程周期滚动公司存量订单将爆发式释放业绩，预计 2021 年装配式装修收入可实现翻倍。后续有望在扩规模、降成本方面继续领先，成为装修工业化时代的龙头。

3) 装配式装修项目集中，以企业与政府客户为主；客单价高，单合同金额达到亿元级别，框架合同可达 10 亿级别；客户粘性强，作为浙江本土企业，公司深度参与浙江省未来社区建设工作，持续受益于未来社区的全面复制推广；预付款新规则大幅改善现金流，加快应收账款周转。

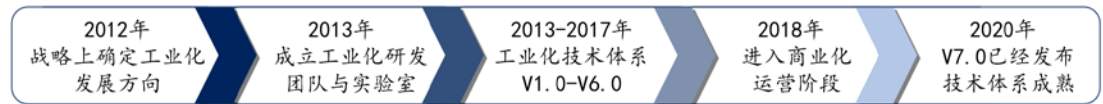
二、工业化起步早，装配式东风至

2.1 装配式装修领航者，率先开启商业化运营

公司成立于 1995 年，深耕建筑装饰与幕墙行业二十余载。2012 年确立工业化发展方向，是装修行业中第一批布局工业化的领航者。2013 年成立研发团队与实验室，研发了拥有自主知识产权的装配式装修核心技术平台。目前公司获得装配式装修专利 3500 余项，其中发明专利超过 900 项，装配式装修技术及产品通过了新技术及新产品鉴定。公司主编、参编多部装配式装修行业标准、地方标准和企业标准，综合实力遥遥领先。

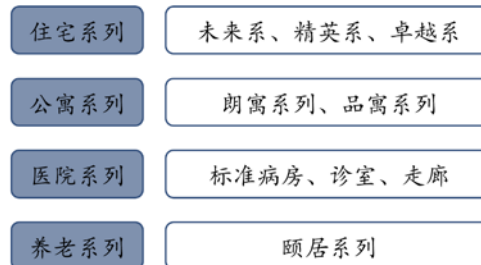
2018 年，公司首次承接装配式装修绍兴江与城精装项目，领先行业开启了装配式装修的商业化运营。2020 年，公司装配式内装技术迭代至第 7 代，产品种类更加丰富，材料质量更上一层，零甲醛更加绿色健康。装配式装修以标准化打破经营地域半径，公司在成都、太原、郑州、厦门、海南等地陆续有项目落地。

图 1：工业化起步早，目前已进入商业化运营阶段



资料来源：信达证券研发中心

图 2：亚厦股份打造四大核心装配式产品线



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 1：上市装修公司纷纷布局装配式装修

公司	装配式装修发展进程
亚厦股份	2012 年确认工业化发展方向，累计研发投入超过 10 亿，目前已建立了具有完全自主知识产权的技术平台，产品迭代至第七代，进入商业化运营阶段，已落实多个大型装配式装修项目。
金螳螂	2015 年成立装配式研发中心，目前已在全国多个城市开展装配式批量服务。2021 年 1 月，同成都城投签订装配式装修战略合作协议。
广田集团	2017 年开始组建装配化团队，2019 年正式发布“GT 装配化”产品体系，目前已更新至 3.0。
全筑股份	2007 年开始在全装修中应用装配式内装技术，已布局长租公寓、高端住宅和头部开发商标杆型示范项目。
柯利达	2019 年开始实践装配式装修模式，部分技术已在实施项目中得以落实。
东易日盛	2016 年精装正式获批为国家装配式建筑产业基地，与多家知名房地产企业形成合作，专注于未来定制化精装市场及装配式装修业务。

资料来源：各公司官网，各公司公告，信达证券研发中心

2.2 符合绿色建筑发展要求

装配式装修是将工厂生产的内装部品在现场进行组合安装的装修方式，具有设计标准化、生产工业化、施工装配化、协同信息化四大特征。传统装修依赖人工，是劳动密集型产业，随国内人口红利消退、劳动力愈加昂贵，工业化是装修行业的必由之路。

相较传统装修方式，装配式装修具备以下优势：1) 工期短，传统装修在施工现场对原材料进行加工，装配式装修将这部分工作前置到工厂中，可节省现场施工工期。2) 污染低，装配式装修干法作业几乎不产生粉尘，标准化部件减少建筑垃圾，拼装工作噪音极低。3) 质量高，工厂化部件与标准化安装流程减少对装修工人经验与技能的依赖，高度还原装修效果图，更好地满足客户预期。4) 易维修，内装部件可单独更换，管线维修不破坏主体结构。

表 2：传统装修与装配式装修对比

	传统装修	装配式装修
工法	湿法施工：石膏腻子找平、砂浆粘结、喷漆饰面等	干式施工：通过螺栓连接、胶接法、卡扣式、榫卯连接等方式实现支撑和连接
工期	-	缩短 50%
现场工种	拆除工、木工、油工、瓦工、地平工、水电工、壁纸工、保洁工等十余工种	仅需水电工和安装工
管道线路	预埋在墙内、地下、吊顶处	置于各类架空层或非承重墙体空腔内，独立于主体结构，易拆改
部品生产	使用基础材料，现场进行切割、调配等加工	工厂生产，标准部件规模化生产，非标准部件

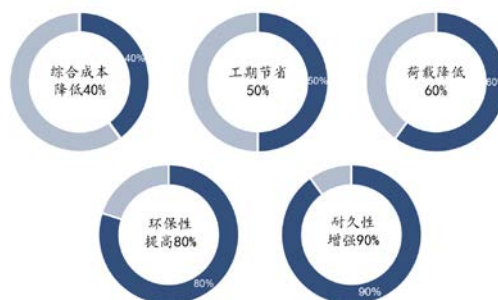
资料来源：信达证券研发中心整理

图 3：装配式装修可拆分为八大模块



资料来源：品宅科技官网，信达证券研发中心

图 4：装配式装修符合绿色建筑发展要求



资料来源：品宅科技官网，信达证券研发中心

图 5：太原阳光·汾河湾装配式装修样板间



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2.3 相关政策不断加码

2013 年国家发改委和住建部联合制定《绿色建筑行动方案》，开始推进建筑行业的供给侧改革。2016 年后，推广装配式建筑的政策密集出台，多次强调力争用 10 年时间使装配式建筑占新建建筑面积比例达到 30%。各地不断加码装配式建筑相关政策，对具体发展规划提出明确要求。根据住建部统计，2019 年全国新开工装配式建筑面积 4.2 亿平方米，同比增长 45%，占新建建筑面积比例 13.4%，大概率能够实现 2020 年占比 15% 的目标。

图 6：装配式建筑发展历程

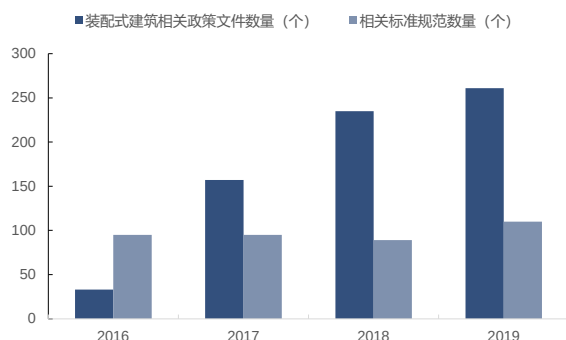


资料来源：国务院，住建部，信达证券研发中心

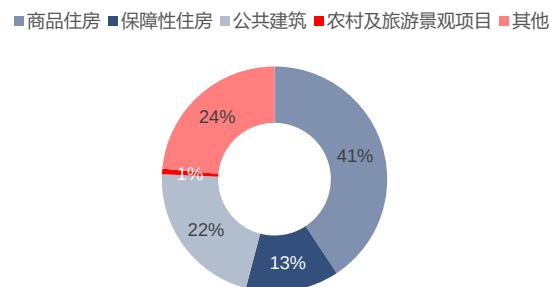
图 7：地方政府积极推动装配式建筑发展



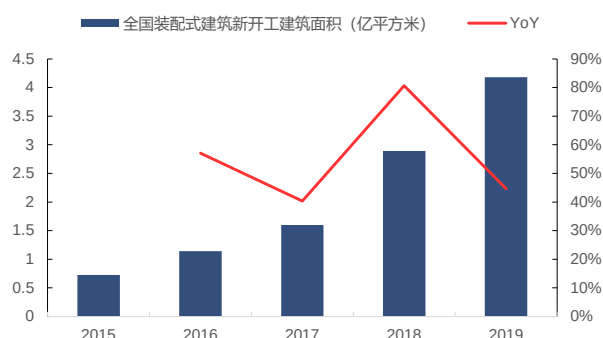
资料来源：各地住建厅（委），信达证券研发中心

图 8：装配式建筑政策加码


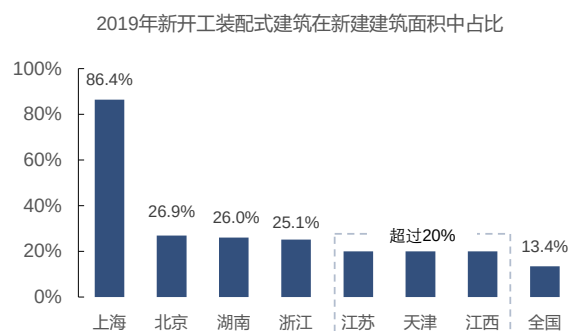
资料来源：住建部，信达证券研发中心

图 9：住房在装配式建筑中占比超过 50%


资料来源：住建部，信达证券研发中心

图 10：新开工装配式建筑面积高速增长


资料来源：住建部，信达证券研发中心

图 11：7 地装配式建筑占比超过 20%，上海达到 86%


资料来源：住建部，信达证券研发中心

2.4 短期看政策红利，长期看成本优势

短期看，提升装配率激励地产企业选择装配式装修。根据住建部编制的《装配式建筑评价标准》，装配式建筑的装配率不低于 50%，装配率达到 60%~75%、76%~90%、91%及以上时，分别被评价为 A 级、AA 级、AAA 级装配式建筑。各地政府参考建筑项目的装配率给予资助，包括直接补助、税收优惠、容积率奖励、用地保障、信贷支持等。装配式建筑评价体系可分为“主体结构+外墙”（60 分）和“内墙+装修+管线”（40 分）两大部分，相较主体结构，装配式装修的实现难度更低、增量成本更小，是地产商短期提升装配率的最优选择。

表 3：装配式建筑评分表

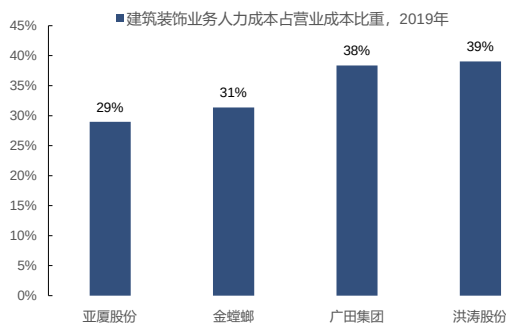
评价项目		评价要求	评价分值	最低分
主体结构 (50 分)	柱、支撑、承重墙、延性墙板等竖向构件	35% ≤ 比例 ≤ 80%	20 ~ 30*	20
	梁、板、楼梯、阳台、空调板等构件	70% ≤ 比例 ≤ 80%	10 ~ 20*	
围护墙和 内隔墙 (20 分)	非承重围护墙非砌筑	比例 ≥ 80%	5	10
	围护墙与保温、隔热、装饰一体化	50% ≤ 比例 ≤ 80%	2 ~ 5*	
	内隔墙非砌筑	比例 ≥ 50%	5	
	内隔墙与管线、装修一体化	50% ≤ 比例 ≤ 80%	2 ~ 5*	
装修和设 备管线 (30 分)	全装修	—	6	6
	干施工法楼面、地面	比例 ≥ 70%	6	
	集成厨房	70% ≤ 比例 ≤ 90%	3 ~ 6*	
	集成卫生间	70% ≤ 比例 ≤ 90%	3 ~ 6*	
	管线分离	50% ≤ 比例 ≤ 70%	4 ~ 6*	

资料来源：住建部，信达证券研发中心 (*项分值采用内插法计算)

长期看，装修行业由劳动密集向资本密集转型，我们判断工业化生产的规模效应使装配式装修具备成本优势，主要基于以下原因：

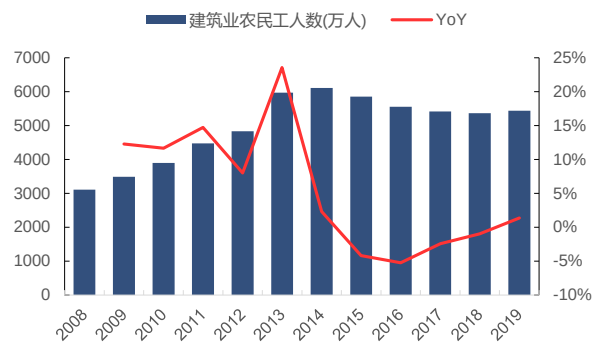
- 1) 标准化程度逐渐提高：2019 年 5 月由住建部和亚厦股份共同编制的《建筑工业化内装工程技术规程》开始施行，规范材料、部件、设计、施工及验收全过程，为行业制定标准。亚厦装配式内装平台已经迭代至第七代，标准化程度得到提高，模块数量由数千个减少至数百个，有利于工厂生产效率的提高。
- 2) 一体化减少材料损耗：传统装修消费者需自行购买或通过装修公司购买水泥、木材、涂料等原材料，后续加工在施工现场进行，不可避免地产生浪费与垃圾；装配式装修一方面通过工厂集中生产部件减少原材料的损耗，另一方面在设计环节已考虑结构、内装、管道等不同模块之间的关系，有效减少材料采购、产品生产与安装施工过程中的损耗与浪费。
- 3) 节约劳动力成本：建筑业用工成本高于农民工平均工资水平，且人工费用增速远高于材料费与机械费增速，多数建筑装饰企业人力成本占比超过 30%。尽管从事建筑业可获得较高报酬，但因现场施工工作辛苦且存在安全隐患，近年来农民工从事建筑业意愿降低。传统装修依赖工人现场施工，涉及十余工种；装配式装修将大量传统装修的现场工作前置到工厂中，现场仅需水电工与拼装工。亚厦装配式装修工期缩短 50%，从现场施工人数与工期两方面节省劳动力成本。我国人口红利已经逐渐消退，未来装配式装修的人工成本优势将进一步凸显。
- 4) 维护成本低：从消费者角度，装配式装修由模块和部件构成，更换损坏部分不影响主体结构，更换效率高且成本低。根据装配式内装研究院信息，装配式装修维修率比传统装修低 80%，能够有效降低住宅全生命周期的成本。

图 12：建筑装饰业人力成本占比较大

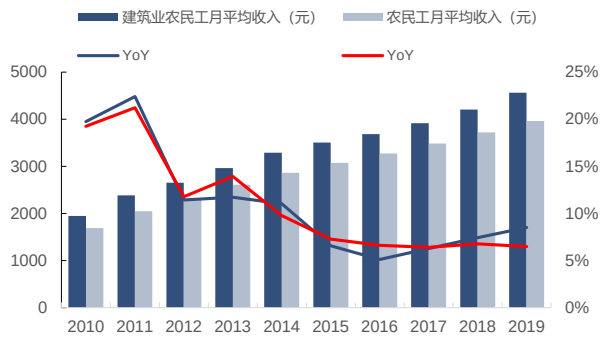


资料来源：各公司 2019 年报，信达证券研发中心

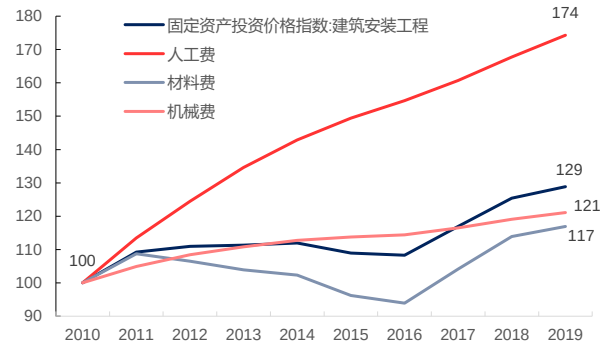
图 13：农民工从事建筑业意愿降低



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14: 建筑业用工成本高于农民工平均工资水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

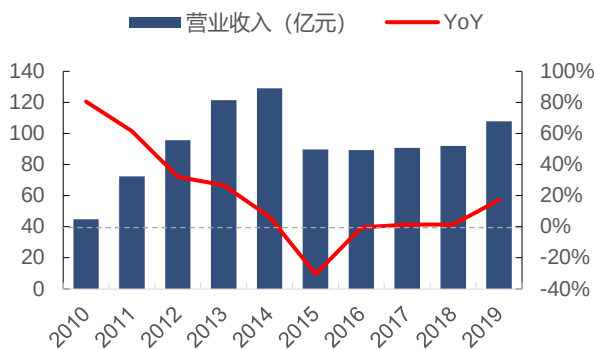
图 15: 人工费增速远高于材料费与机械费


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

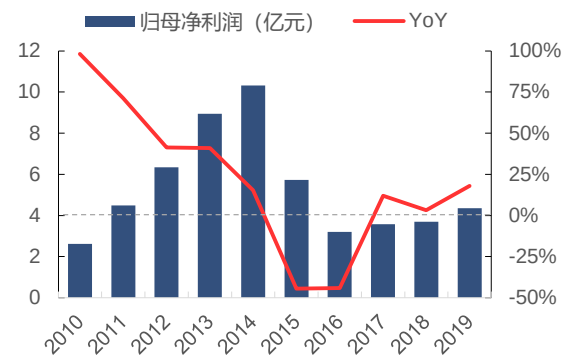
三、装配式装修是公司长期增长的驱动力

3.1 营收恢复高速增长，盈利能力逐年修复

建筑装饰行业呈现明显顺周期特征，2015 年以来我国经济增速下台阶造成投资放缓，建筑装饰行业需求乏力，行业处于筑底阶段，公司也未能走出独立行情。2019 年公司经营业绩明显回暖，实现营收 108 亿元，同比增长 17%，归母净利润 4.3 亿元，同比增长 18%。2020 年受疫情影响，有效工期仅 7 个月，实现归母净利润 3.1 亿元，较 2019 年 7 个月归母净利润 2.5 亿元（2019 年全年归母净利润/12*7）增长 24%。公司已构建“内装、外装、安装、智装、家装”五装齐发的经营格局，致力于打造“一体化”大装饰蓝海战略。2019 年营收占比超过 5% 的业务均恢复高速增长，营收及增速分别为建筑装饰工程 68.5 亿元（YoY+13.9%）、幕墙装饰工程 27.6 亿元（YoY+23.9%）、建筑智能化 6.5 亿元（YoY+36.5%）。

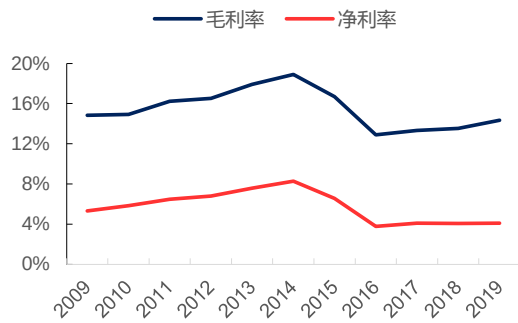
图 16: 营收恢复高速增长


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 业绩表现继续强化


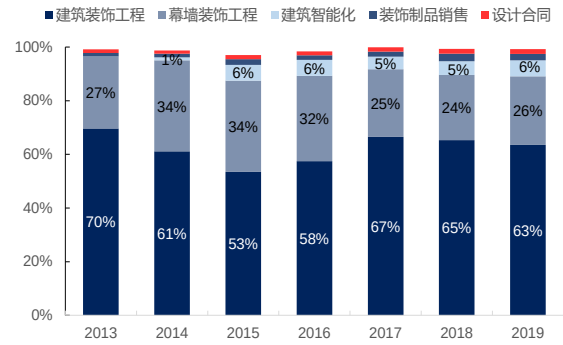
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 盈利能力逐年修复



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 建筑装饰与幕墙装饰是公司的核心主业

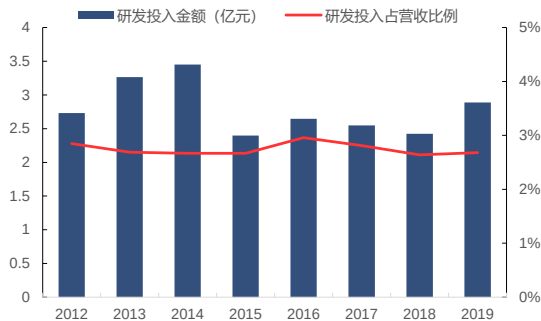


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.2 研发投入大, 增长动力足

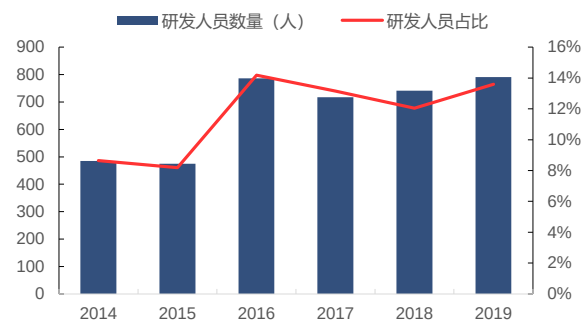
自 2012 年确立工业化发展路径以来, 公司持续进行研发投入, 累计超过 20 亿元, 研发团队规模稳定。2012-2017 年, 公司全封闭、全保留做技术, 研发支出全部费用化处理。2018 年亚厦公开其装配式内装产品, 打通软件、设计、材料、生产设备、安装全流程, 部件数量由数千件减少至数百件, 生产效率大幅提高, 于当年 9 月首次承接装配式装修项目, 合同价款 7000 万元, 表明公司已经具备商业化运营装配式装修业务的能力, 团队后续在成都、太原、郑州、厦门、海南等地陆续签约装配式装修项目, 凭借产品获得大地产商认可。2018 年公司开始对部分研发投入做资本化处理, 18/19 年公司资本化研发投入分别为 169 万元/727 万元, 占比 0.7%/2.52%, 长期持续的研发投入助力公司率先开启装配式装修的商业化运营。

图 20: 2012 年以来研发投入累计超过 20 亿



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 研发团队规模稳定



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.3 在手订单充足, 扩张迅速

2020 年 Q4 住宅装修新签订单超预期增长, 或受益于装配式装修推广。2020 年公司新签订单合计 162 亿元 (YoY+12%), 其中, 住宅装修 58 亿元 (YoY+50%), 连续三年高速增长, 占比提升 16pct 至 36%, 公共建筑装饰 98 亿元 (YoY-1%), 占比 60%, 业务呈现均衡发展态势。2020Q1-4 新签订单金额分别为 35/43/38/46 亿元, 同比+14%/+7%/-9%/+40%; 其中, 住宅装修 Q1-4 新签订单金额分别为 13/14/11/19 亿元, 同比+79%/+37%/-1%/+106%, 除 Q3 外均超预期增长, 推测高增长主要由装配式装修贡献。

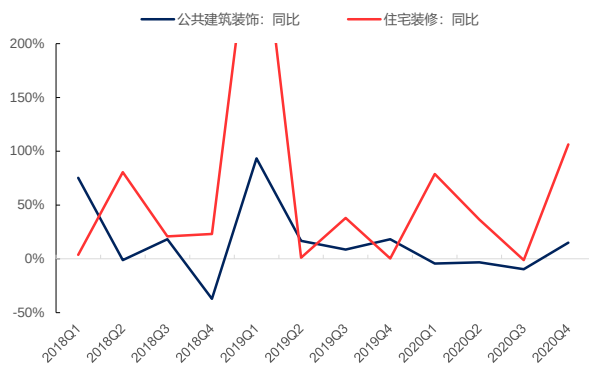
公司 2018 年开始承接装配式装修项目, 2019 年装配式工业化项目 24 个, 短时间内超预期完成绍兴江与城精装房、成都当代璞誉样板房和郑州启迪样板房项目, 我们预估 2020 年工业化项目收入近 5 亿元, 新签订单超过 20 亿元。目前装配式装修行业处于成长初期, 公司侧重市场开发, 在手订单充足, 随工程周期滚动公司存量订单将爆发式释放业绩。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

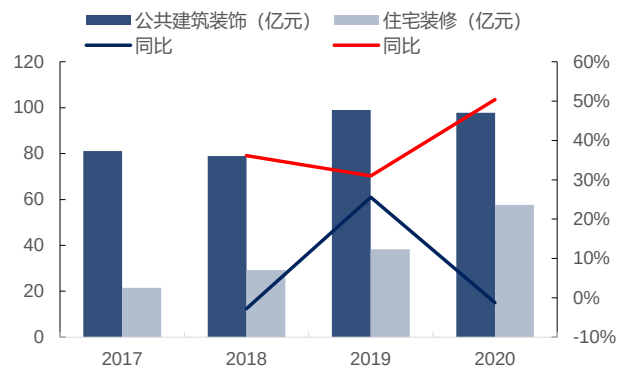
表 4：单季度新签订单情况

单位：亿元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
装饰施工	29.57	37.59	39.17	31.05	34.47	40.48	36.37	44.15
同比	125.9%	11.9%	15.6%	12.4%	16.6%	7.7%	-7.1%	42.2%
其中：公共建筑装饰	22.13	27.24	27.87	21.82	21.15	26.35	25.2	25.11
同比	93.3%	16.7%	8.6%	18.3%	-4.4%	-3.3%	-9.6%	15.1%
住宅装修	7.45	10.35	11.3	9.23	13.32	14.13	11.17	19.04
同比	354.3%	1.1%	38.0%	0.4%	78.8%	36.5%	-1.2%	106.3%
装饰设计	0.54	0.7	0.67	0.62	0.54	0.6	0.72	0.5
同比	68.8%	48.9%	-40.2%	-18.4%	0.0%	-14.3%	7.5%	-19.4%
装饰制品销售	0.88	1.52	1.84	1.11	0.41	1.51	0.97	1.24
同比	23.9%	5.6%	2.2%	48.0%	-53.4%	-0.7%	-47.3%	11.7%
合计	30.98	39.81	41.68	32.78	35.42	42.59	38.06	45.89

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22：2020Q4 新签订单金额超预期增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

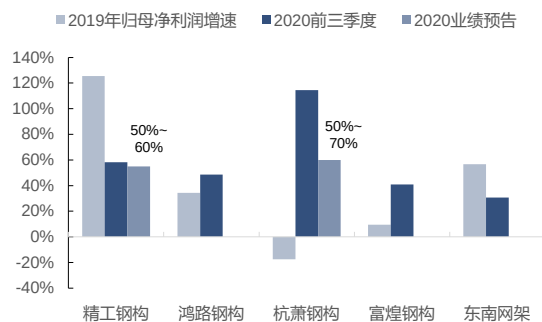
图 23：住宅装修新签订单增长受益于装配式装修推广


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

装配式建筑推广稳步推进，多数钢结构企业 2020 年已实现高增长，装修工程滞后于主体结构建造，随工程周期的滚动，我们预计公司 2021 年装配式装修将迎来爆发式增长，预估收入超过 10 亿元。

图 24：装配式建筑产业链


资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

图 25：钢结构高增长，工程周期即将传导至装修阶段


资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.4 项目集中，客单价、复购率高

目前装配式装修业务客户以企业和政府为主，标准化、工期短、即刻入住等特点高度匹配客户的需求。受益于政府公建项目投入、示范项目打造、新核价方式等，公司装配式装修规模逐渐变大，单合同金额达到亿元级别，框架合同可达 10 亿级别。2019 年 9 月，公司

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

签署启迪科技城装配式合作协议，签约金额 18 亿元，刷新全工业化装配式内装项目签约金额纪录。

表 5：装配式装修项目集中且价值高

项目名称	签约日期	签约金额	简要介绍
江与城 2#、3#楼精装修工程	2018 年 9 月	1.4 亿元	公司首个装配式装修业务合同，表明公司已经具备商业化运营装配式装修业务的能力。
成都当代璞誉	2018 年 12 月		全国首个大型“无甲醛装配式装修”社区，无需空置通风，当天交付即可入住。
郑州启迪科技城 B1、B2、B3 产业地块及 C1、C2 住宅地块	2019 年 9 月	18 亿元	签约金额刷新全工业化装配式内装项目在行业应用的新纪录，采用亚厦最新的第六代全工业化装配式内装技术，全装配、零甲醛、零污染。
浙江未来社区绍兴上虞鸿雁社区	2019 年 12 月	1.45 亿元（暂估价）	浙江省第一个公开挂网的未来社区项目，是公司首次中标浙江省未来社区工业化装配式装修项目。
中融蓝城 Co.C 理想城	2020 年 8 月	近 7 亿	亚厦在杭州的首个健康绿色装配式装修高端公寓项目。
南京扬子科创中心三期项目	2020 年 8 月		总建筑面积 9.76 万平方米，全屋应用装配式装修。

资料来源：信达证券研发中心

传统订单投标中标率为 33%，工业化建造订单多为邀标形式，中标率近 100%。2019 年浙江省启动未来社区试点方案，公司作为行业唯一代表与相关单位共同签署未来社区建设场景落地合作框架协议，并于当年 12 月中标浙江省首个未来社区工业化装配式装修项目——绍兴上虞鸿雁社区项目。根据《浙江省未来社区建设试点工作方案》，到 2019 年底培育建设省级试点 24 个，到 2021 年底培育建设省级试点 100 个，2022 年开始全面复制推广。目前，公司已与多个试点单位进行前期对接并落地相关项目，提供未来建筑场景下的专项全过程咨询服务及绿色、健康、科技、高性价比的装配式装修场景解决方案。

表 6：浙江省未来社区正在进行时

时间	文件	指导内容
2019 年 3 月	《浙江省未来社区建设试点工作方案》	到 2019 年底，培育建设省级试点 24 个；到 2021 年底，培育建设省级试点 100 个；2022 年开始，全面复制推广。
2019 年 6 月	首批未来社区试点创建项目建议名单公示	共 24 个项目，截至 2020 年 8 月底，已有 16 个试点全面开工。
2019 年 11 月	《关于高质量加快推进未来社区试点建设工作的意见》	积极营造共谋共建共享未来社区的良好氛围，确保未来社区试点项目高标准高质量落地。
2020 年 7 月	第二批未来社区试点创建项目名单公示	5 类共 36 个项目，全拆重建类 29 个，局部改造类 2 个，规划新建类 3 个，乡村类 1 个，全域类 1 个。

资料来源：浙江省政府，浙江省发改委，信达证券研发中心

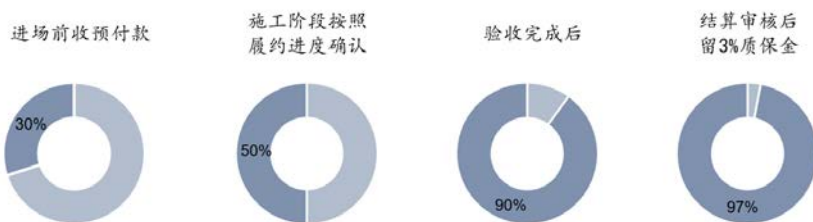
3.5 预付款模式改善现金流，缓解重资产经营压力

装配式装修合同价款结算分四个阶段（以江与城项目为例）：

- a) 承包人进场前 7 天支付合同价款的 30%作为预付款；
- b) 施工阶段按照履约进度支付；
- c) 验收完成后支付合同总价的 90%，结算审核完成后支付至结算总价的 97%；
- d) 剩余 3%作为质保金，质保期满一年返还 2%，质保期满二年返清。

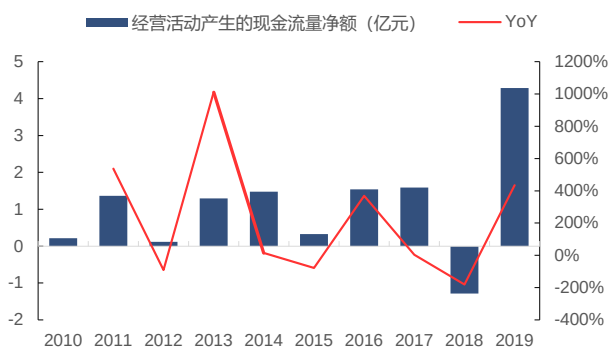
传统装修呈现重资产经营特点，各施工环节通常需要垫付资金，工程回款较慢。装配式装修采用预收款模式，公司现金流得到改善，2020 年三季度末预收账款同比增长 52%。2019 年公司应收账款周转明显加快，周转天数减少 79 天至 397 天。资产负债率保持稳定，优于行业水平。

图 26：装配式装修采用预付账款规则（以江与城项目为例）



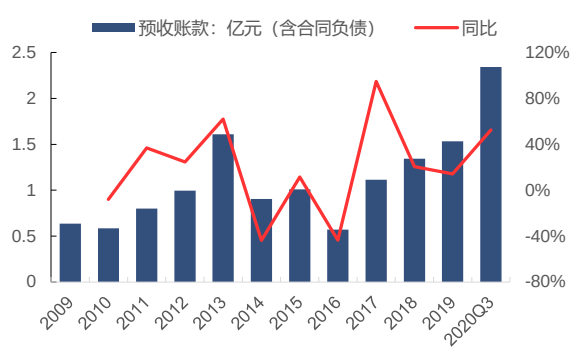
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 27：现金流压力得到缓解



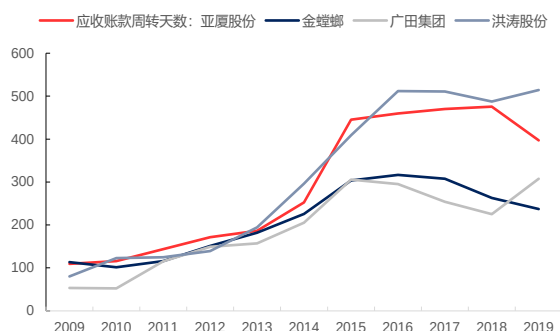
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：预收账款同比大幅增长



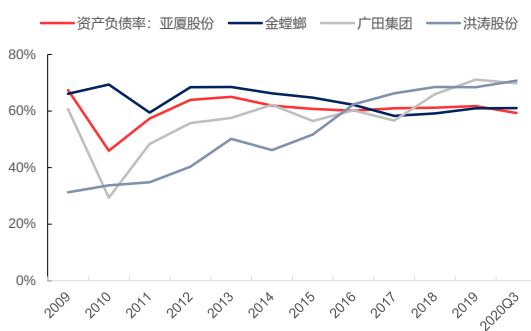
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：应收账款周转加快



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 30：资产负债率保持稳定



资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.6 标准化扫清行业集中障碍，公司有望成为装修工业化时代的龙头

经营半径制约传统装修行业提升集中度。建筑装饰行业稳定成长，2011-19 年行业产值 CAGR8.8%，2019 年实现产值 4.6 万亿，但行业格局分散，CR5 仅为 1.7%，27 家上市公司（SW 装修装饰 II）营收占行业产值比例不足 3%。2018 年国内建筑装饰企业数量 12.5 万家，地域性公司占据多数，经营具有明显地域半径，以下原因制约装修企业扩张：1）传统装修现场湿法作业，涉及十余工种，对装修设计图的还原依赖各环节工人的技艺水平与施工经验；2）工程质量缺乏规范化衡量标准，主要以业主满意等主观感受为要求。传统装修经营管理难度随地域半径扩张而加大，难以均质化扩张。

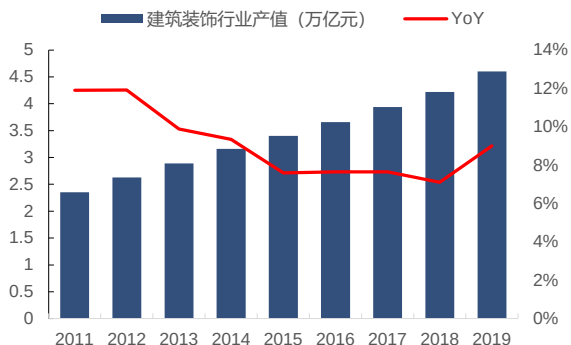
装配式装修实现标准化，扫清行业集中障碍。部件生产工厂化与现场施工拼装化是装配式装修的突出特征，标准化的生产方式与简化的现场施工大大降低跨区域管理的难度，有助于装修企业扩大经营地域。我们认为亚厦在装配式装修行业成长初期具备绝对优势，主要原因：

1) 亚厦是行业内最早布局工业化装修的公司之一，作为主编单位同住建部联合编制《建筑工业化内装工程技术规程》，是国内首个行业标准。

2) 历经十余年研发投入，目前公司装配式装修已经进入商业化运营阶段，成功打造成都璞誉示范项目，打开西南市场，吸引众多地产商合作，在太原、郑州、厦门、武汉、海南等地陆续推进装配式装修项目，未来或在成都、京津冀、珠三角等地增建生产基地，打破经营地域半径。

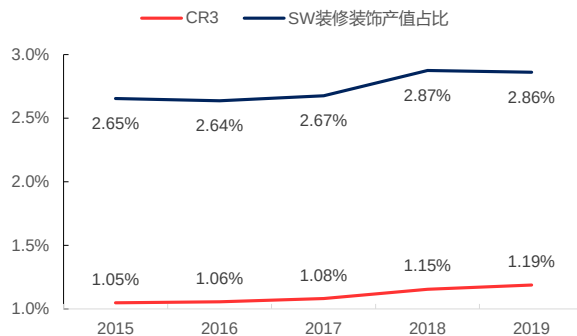
公司率先锁定优质企业与政府客户，后续有望在扩规模、降成本方面继续领先，成为装修工业化时代的龙头。

图 31：建筑装饰行业产值稳定增长



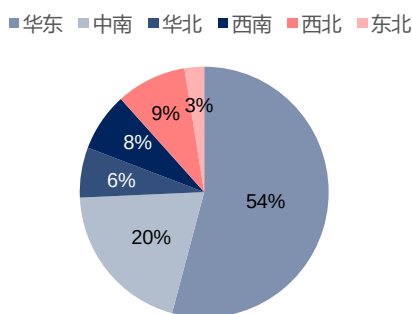
资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 32：行业格局分散，呈现大行业、小企业状态



资料来源：Wind，前瞻产业研究院信达证券研发中心（CR3 取金螳螂、亚厦股份、广田集团）

图 33：经营地区目前以华东为主，未来或实现地域均衡



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 34：主编行业工程技术标准



资料来源：住建部，信达证券研发中心

四、装配式装修存在万亿蓝海市场

标准化是装配式装修的突出特征，贴合B端客户与G端客户需求，主要应用领域包括地产精装房、长租公寓、酒店、办公楼、保障性住房、医院等。企业与政府单客价值高且项目集中，是装配式装修的优质客户。以下从地产精装房、长租公寓、酒店三个方面测算装配式装修的空间。

1) 地产精装房：建筑业发展“十三五”规划鼓励新建建筑全装修交付，提出到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%。装修行业下游客户由家庭向地产开发商转变，客户集中度提升，有利于装修行业龙头拓展市场份额。近年来国内新开盘精装房数量高速增长，但渗透率同发达地区相比还有较大差距。假设精装修渗透率每年提升1pct，至2025年，精装房渗透率达到38%，以装修价格3000元/m²估算，预计2021-25年精装房装配式装修需

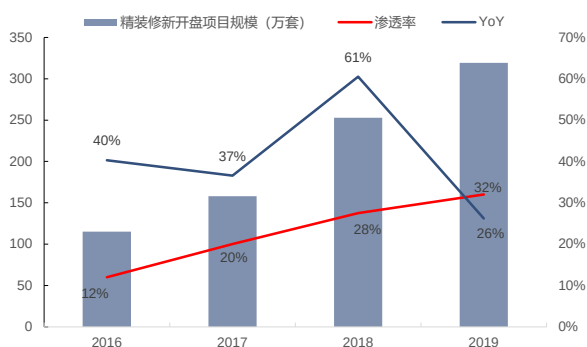
求超过 2 万亿。

表 7：精装房未来 5 年或存在万亿装配式装修市场

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
住宅新开工面积(亿平方米)	16.7	16.4	16	16	16	16	16
精装房渗透率	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%
精装房面积(亿平方米)			6.1	6.6	7.0	7.5	8.0
装配式装修渗透率			15%	20%	25%	30%	35%
以装修价格 3000 元/m ² 估算							
装配式装修规模(亿元)			2448	3360	4320	5328	6384

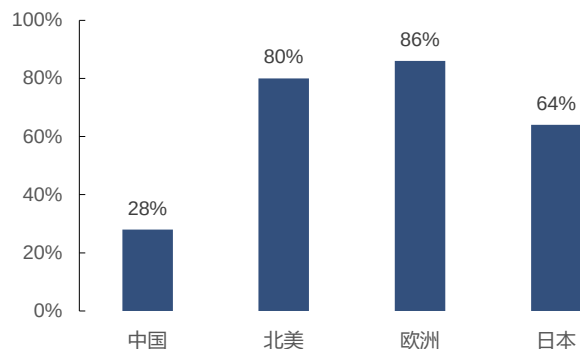
资料来源：信达证券研发中心预测

图 35：精装修规模高速增长，渗透率不断提升



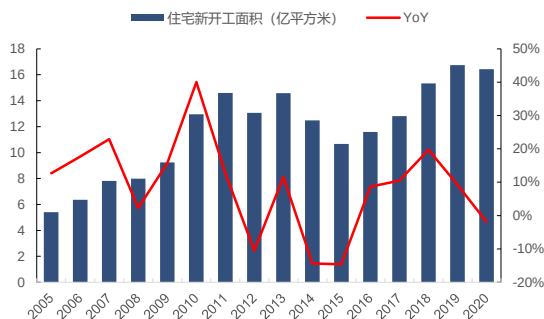
资料来源：中国产业信息网，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 36：精装房渗透率与发达国家相比还有较大差距



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 37：新开工住房面积趋于稳定



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2) 酒店：消费升级带来的旅行需求增加与后疫情时代出境游向国内游转化使得中高端酒店快速获得市场认可，2019 年经济型、中档、高档、豪华类连锁酒店客房数量同比分别持平/+52%/+47%/+18%，中高端连锁酒店增长驶入快车道。发达国家经验显示，酒店结构与国民收入结构高度匹配，我国居民收入仍处上台阶过程，根据《中国消费者 2030 年面貌前瞻》，到 2030 年中国低收入人群占比将减少至 11%，整体呈现中产阶级社会特点，中高档酒店增长动力十足。我们以 2%/8%/7%/5% 的平均年增速估算经济型/中档/高档/豪华酒店房间数量的增长，以 20 m²/25 m²/35 m²/45 m² 估算各类酒店房间面积，以每平米 2000 元/3000 元/4000 元/5500 元估算装修价格，预计未来 5 年酒店扩张带来的装配式装修市场近千亿元。

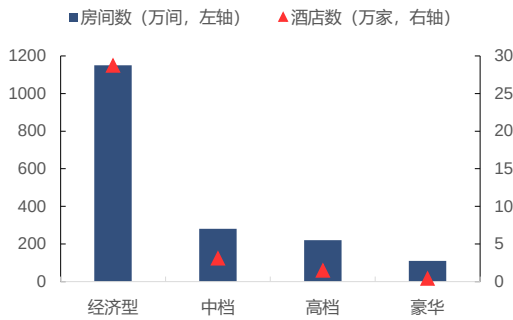
表 8：酒店未来 5 年装配式装修规模近千亿元

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
--	------	------	-------	-------	-------	-------	-------

装配式装修渗透率	15%	20%	25%	30%	35%
经济型：以房间面积 20 m ² ，装修价格 2000 元/m ² 估算					
房间数量（万间）：YoY2%	1150	1173	1196	1220	1244
新增房间数量（万间）	23	24	24	25	25
装配式装修规模（亿元）	14	19	24	30	36
中档：以房间面积 25 m ² ，装修价格 3000 元/m ² 估算					
房间数量（万间）：YoY8%	281	303	328	354	382
新增房间数量（万间）	24	26	28	31	33
装配式装修规模（亿元）	27	39	53	69	87
高档：以房间面积 35 m ² ，装修价格 4000 元/m ² 估算					
房间数量（万间）：YoY7%	221	236	253	270	289
新增房间数量（万间）	17	18	19	20	22
装配式装修规模（亿元）	35	50	66	85	106
豪华：以房间面积 45 m ² ，装修价格 5500 元/m ² 估算					
房间数量（万间）：YoY5%	111	116	122	128	134
新增房间数量（万间）	6	6	6	7	7
装配式装修规模（亿元）	22	30	40	50	61
合计（亿元）	98	138	183	234	290

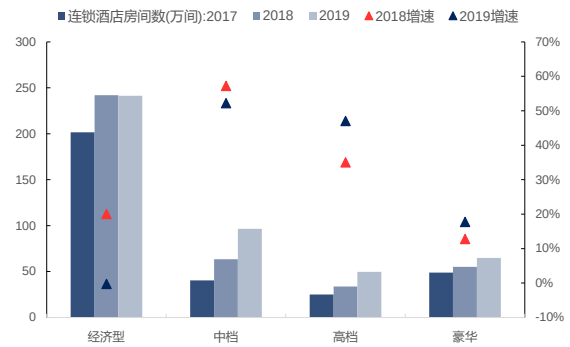
资料来源：信达证券研发中心预测

图 38：中档及以上酒店家数占比 15%，房间数占比 35%



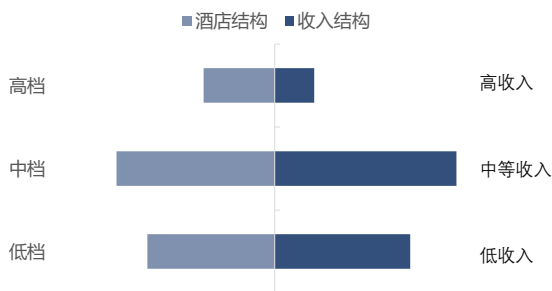
资料来源：中国饭店协会，信达证券研发中心

图 39：中高端连锁酒店增长驶入快车道



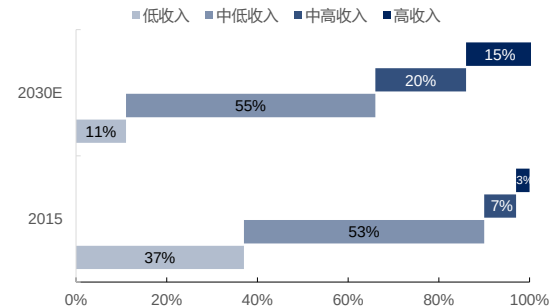
资料来源：中国饭店协会，信达证券研发中心

图 40：美国酒店结构与收入结构高度匹配，2015 年



资料来源：观研天下，信达证券研发中心

图 41：2030 年中国将呈现中产阶级社会特点



资料来源：《中国消费者 2030 年面貌前瞻》，信达证券研发中心

3)长租公寓: 高等教育群体(专科及以上学历)是长租公寓客户主力军,占比超过 90%。2020 年高等教育毕业人数 874 万,同比增长 6.3%,考虑 a)一、二线城市购房压力过高 b)年轻一代流动性更强,更易更换就业地,因此租房是多数毕业生的选择,长租公寓因省心省

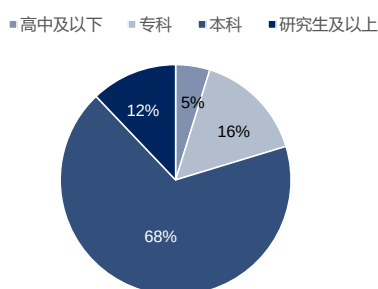
力、价格透明、产品标准化等优势受到年轻毕业生的青睐。2019 年长租公寓房源规模约 185 万间（不包括蛋壳公寓），假设以 20% 的速度增长，2025 年房源规模达到 553 万间，新增房间 330 万间，以每间 20 平方米、装修费用 1500 元/平方米计算，未来 5 年贡献装配式装修规模超过 200 亿元。

表 9：长租公寓未来 5 年或贡献百亿装配式装修市场

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
房源规模（万间）：YoY20%	185	222	266	320	384	460	552
新增房源（万间）			44	53	64	77	92
装配式装修渗透率			15%	20%	25%	30%	35%
以房间面积 20 m ² ，装修价格 1500 元/m ² 估算							
装配式装修规模（亿元）			20	32	48	69	97

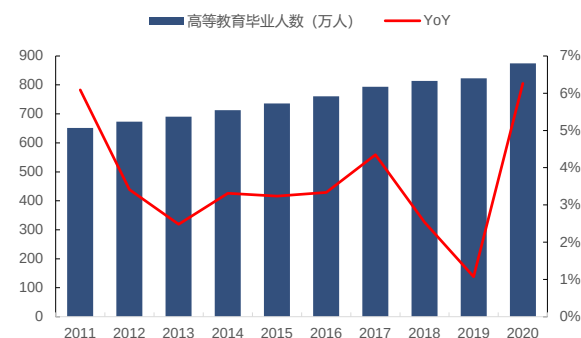
资料来源：信达证券研发中心预测

图 42：长租公寓租客学历分布



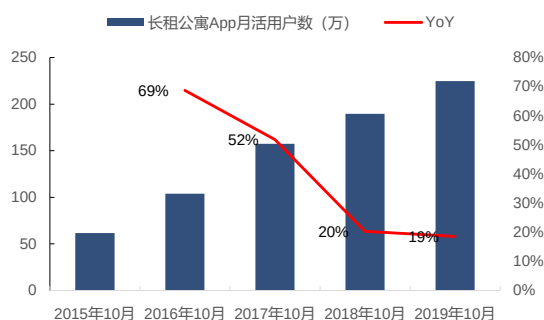
资料来源：Fastdata 极数，信达证券研发中心

图 43：2020 年高等教育毕业人数超过 850 万



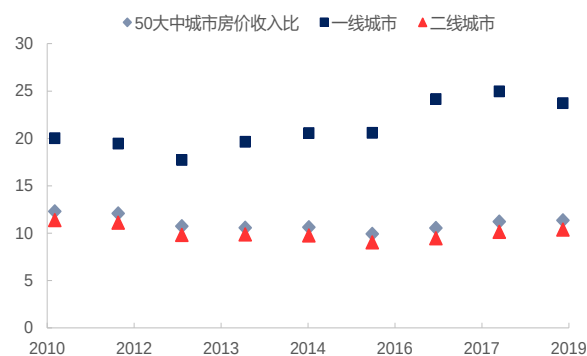
资料来源：Wind，教育部，信达证券研发中心

图 44：2019 年长租公寓 App 月活用户超过 200 万



资料来源：Wind，教育部，信达证券研发中心

图 45：购房压力居高不下



资料来源：Wind，信达证券研发中心

五、盈利预测及估值

受疫情影响，2020 年公司有效工期仅 7 个月，下半年表现亮眼，Q3 实现营收 31 亿元，同比+10%，归母净利润 1.2 亿元，同比+11%；Q4 新签订单超预期增长，其中新签订单 19 亿元，同比+106%，公共建筑装饰新签订单 25 亿元，同比+15%，疫情影响逐渐减弱，后续增长动力十足。

装配式建筑推广稳步推进，多数钢结构企业 2020 年已实现高增长，装修工程滞后于主体结构建造，随工程周期的滚动，我们预计公司 2021 年装配式装修将迎来爆发式增长，预

估收入超过 10 亿元。此外，随规模效应凸显、人力成本节省与管理难度降低，公司毛利率、净利率将进一步打开向上的空间。

我们预计公司 2020-23 年营业收入分别为 107.6 亿元、129.4 亿元、152.7 亿元、180.5 亿元，同比分别-0.2%、+20.2%、+18.0%、+18.2%。

表 10：亚厦股份营业收入及毛利率预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
建筑装饰工程	营业收入（亿元）	60.1	68.5	70.5	88.1	105.8	126.9
	YoY	-0.3%	13.9%	3.0%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	13.5%	13.8%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%
幕墙装饰工程	营业收入（亿元）	22.3	27.6	23.5	27.0	29.7	32.7
	YoY	-2.7%	23.9%	-15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	10.6%	11.9%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
建筑智能化	营业收入（亿元）	4.7	6.5	6.8	7.8	9.3	11.2
	YoY	12.7%	36.5%	5.0%	15.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	21.6%	22.2%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%
装饰制品销售	营业收入（亿元）	2.6	2.6	2.5	2.7	3.0	3.3
	YoY	47.6%	1.4%	-5.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	14.8%	19.3%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
设计合同	营业收入（亿元）	1.7	1.9	2.0	2.3	2.6	3.0
	YoY	17.7%	12.7%	5.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	28.8%	29.1%	28.9%	28.9%	28.9%	28.9%
其他	营业收入（亿元）	0.6	0.8	1.0	1.5	2.3	3.4
	YoY	432.4%	32.4%	20.0%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	34.1%	51.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
总计	营业收入（亿元）	92.0	107.9	107.7	129.4	152.7	180.5
	YoY	1.4%	17.2%	-0.2%	20.2%	18.0%	18.2%
	毛利率	13.5%	14.4%	14.3%	14.7%	15.2%	15.6%

资料来源：信达证券研发中心预测

我们预计 2020-22 年公司归母净利润分别为 3.1 亿元、5.9 亿元、7.9 亿元，同比-27.3%、+90.4%、+33.8%，对应 EPS 0.23 元、0.44 元、0.59 元，当前股价对应 PE 为 36x、19x、14x。考虑到装配式装修存在万亿蓝海市场，公司装配式装修已率先进入商业化运营阶段，行业成长初期竞争格局良好，目前阶段尚无匹配竞争者，后续有望在扩规模、降成本方面继续领先，成为装修工业化时代的龙头，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

装配式概念 相关公司	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
设计类	华阳国际	21.5	42.2	0.7	0.9	1.2	1.6	31.2	23.6	17.6	13.6
主体结构类	鸿路钢构	47.8	250.1	1.1	1.4	1.8	2.4	44.6	34.6	26.0	20.3
家居类	欧派家居	151.5	911.5	4.4	3.5	4.2	4.9	34.6	43.8	36.3	31.1
装修类	亚厦股份	8.3	110.7	0.3	0.2	0.4	0.6	25.8	35.7	18.8	14.0
平均								34.1	34.4	24.7	19.8

资料来源：Wind 一致预测，信达证券研发中心（注：股价为 2021 年 3 月 1 日收盘价）

六、风险因素

装配式装修推广不及预期、产能扩张不及预期、疫情反复影响工程进度

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	17,857	18,370	18,848	20,982	24,868	
货币资金	2,466	3,166	4,260	3,477	4,313	
应收票据	341	509	453	578	662	
应收账款	12,116	11,684	3,835	4,610	5,438	
预付账款	187	266	238	303	347	
存货	1,744	1,984	1,976	2,384	2,804	
其他	1,003	762	8,086	9,630	11,302	
非流动资产	3,059	3,261	3,336	3,293	3,249	
长期股权投资	166	178	175	175	175	
固定资产(合计)	777	797	865	835	804	
无形资产	264	247	239	226	212	
其他	1,853	2,039	2,057	2,057	2,057	
资产总计	20,916	21,630	22,185	24,275	28,116	
流动负债	12,692	13,249	13,497	14,982	18,010	
短期借款	2,030	1,839	0	0	0	
应付票据	1,007	1,866	1,821	2,220	2,598	
应付账款	8,260	7,897	9,230	10,318	12,619	
其他	1,394	1,648	2,446	2,445	2,793	
非流动负债	103	113	100	100	100	
长期借款	76	60	47	47	47	
其他	26	53	53	53	53	
负债合计	12,794	13,362	13,597	15,083	18,110	
少数股东权益	243	250	260	275	300	
归属母公司股东权益	7,879	8,018	8,328	8,917	9,707	
负债和股东权益	20,916	21,630	22,185	24,275	28,116	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	9,199	10,786	10,766	12,944	15,270	
同比(%)	1.4%	17.2%	-0.2%	20.2%	18.0%	
归属母公司净利润	369	426	310	590	789	
同比(%)	2.4%	15.4%	-27.3%	90.4%	33.8%	
毛利率(%)	13.5%	14.4%	15.4%	14.7%	15.2%	
ROE(%)	4.7%	5.3%	3.7%	6.6%	8.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.32	0.23	0.44	0.59	
P/E	30.01	26.00	35.74	18.77	14.03	
P/B	1.40	1.38	1.33	1.24	1.14	
EV/EBITDA	18.81	13.70	8.70	9.00	6.41	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	9,199	10,786	10,766	12,944	15,270	
营业成本	7,954	9,237	9,105	11,044	12,956	
营业税金及附加	39	45	43	53	62	
销售费用	213	306	312	371	440	
管理费用	248	270	280	330	393	
研发费用	241	282	281	338	399	
财务费用	61	90	-68	-107	-103	
减值损失合计	103	-72	-200	-200	-150	
投资净收益	45	44	-18	20	20	
其他	-132	15	-186	8	8	
营业利润	460	543	409	743	999	
营业外收支	-1	0	0	0	0	
利润总额	459	543	408	743	999	
所得税	85	101	76	138	185	
净利润	373	442	332	605	814	
少数股东损益	5	17	9	16	25	
归属母公司净利润	369	426	310	590	789	
EBITDA	570	717	790	851	1,063	
EPS(当年)(元)	0.28	0.32	0.23	0.44	0.59	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	-128	429	3,111	-799	821	
净利润	373	442	319	605	814	
折旧摊销	66	70	45	43	44	
财务费用	67	95	26	2	2	
投资损失	-45	-44	18	-20	-20	
营运资金变动	-647	-228	2,502	-1,632	-171	
其它	57	92	201	202	152	
投资活动现金流	-243	220	-140	18	18	
资本支出	-152	-181	-125	-2	-2	
长期投资	-155	360	3	0	0	
其他	64	41	-18	20	20	
筹资活动现金流	785	-390	-1,877	-2	-2	
吸收投资	4	0	0	0	0	
借款	908	47	-1,851	0	0	
支付利息或股息	-128	-167	-26	-2	-2	
现金净增加额	413	258	1,094	-783	837	

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。