

亚厦股份 (002375.SZ)

年度现金流远超利润，疫后经营有望逐季改善

年报及 Q1 业绩符合预期，疫后经营有望逐季改善。公司 2020 年实现营收 107.9 亿元，同增 0.02%，疫情情况下仍实现正增长体现经营韧性。其中根据公司装配式订单转化情况，我们判断公司全年工业化内装收入约 5 亿元。2020 年归母净利润 3.2 亿元，同降 25%。2020 年公司收入持平但利润下滑的主要原因是公司基于十分保守的态度对应收款进行了充分计提，同时退回近 2000 万元子公司万安智能业绩结算补偿款所致。2021Q1 公司实现营收 19.3 亿元，同增 31%，与 2019Q1 基本持平；实现归母净利润 6918 万元，同增 26%，较 2019Q1 下降 17%。Q1 营收业绩增长符合预期，由于装饰行业处经济后周期，预计随着疫后经济复苏向装饰行业传导，公司经营有望逐季改善。

毛利率基本持平，研发投入持续增加。2020 年公司毛利率 14.3%，YoY-0.1 个 pct，基本保持平稳，其中建筑装饰工程/幕墙装饰工程毛利率分别为 15.3%/10.6%，YoY+1.5/-1.2 个 pct。期间费用率 9.0%，YoY+0.2 个 pct。其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY-0.3/+0.3/+0.4/-0.2 个 pct。其中研发费用率提升主要系公司加大工业化内装产品研发所致。资产（含信用）减值损失约 1.9 亿元，较上年多约 5800 万元，主要系公司基于保守态度对应收账款坏账做了充分计提所致。所得税率 18.9%，YoY+0.4 个 pct，保持平稳。归母净利率 2.94%，YoY-1.00 个 pct。**Q1 来看**，2021Q1 公司毛利率 14.4%，YoY-1.0 个 pct。Q1 期间费用率 12.9%，YoY-0.4 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY+0.3/-0.5/+0.3/-0.4 个 pct，销售费用率提升主要系新签订单增加，销售人员薪酬及推广费用相应增多；研发费用率提升主要系公司持续加大工业化内装研发投入所致。Q1 资产减值损失冲回约 5500 万元，较上年同期多冲回 2500 万元，主要系公司收回长期账款、坏账计提减少所致。Q1 归母净利率 3.59%，YoY-0.14 个 pct。

现金流远超账面利润，收款保持良好状态。公司 2020 年经营性现金流净流入 5.5 亿元，较上年增加 1.3 亿元，主要系公司加大资金统筹力度，与项目相关保证金、押金支出净额较上年减少所致。经营性现金流覆盖利润 1.7 倍，而 2019 年覆盖 1.0 倍，2020 年现金流规模已远超账面利润水平。Q1 经营活动现金流净流出约 10.8 亿元，与上年同期基本持平，装饰行业一季度因采购材料、支付工资等因素存在，现金流净流出是正常现象。而公司 Q1 收入大幅增长的同时现金流流出规模与往年持平，且收现比为 154%，YoY+14 个 pct，表明公司收款情况较为健康。

Q1 订单续创历史最大单季签单量，装配式装修继续贡献主要增量。公司 2020Q1 新签订单 48.9 亿元，同比增长 38%，续创历史最大单季签单量。其中公装/住宅分别新签 29/18 亿元，同增 39%/37%，公装与住宅订单同步高增长。根据公司新签住宅订单情况，我们判断公司 Q1 新签工业化订单约 6 亿元。截至 Q1 末，公司累计已签约未完工订单 254 亿元，是 2020 年营收 2.4 倍，在手订单充裕。后续随着疫后装饰行业环境持续改善，公司订单有望向营收及业绩加速转换，促业绩持续修复。

投资建议：我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 5.1/6.5/8.1 亿元，分别变动 60%/27%/25%，EPS 分别为 0.38/0.48/0.61 元，当前股价对应 PE 分别为 21/17/13 倍，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,786	10,787	13,196	16,004	19,197
增长率 yoy (%)	17.2	0.0	22.3	21.3	20.0
归母净利润（百万元）	426	317	509	647	811
增长率 yoy (%)	15.4	-25.4	60.2	27.2	25.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.32	0.24	0.38	0.48	0.61
净资产收益率 (%)	5.3	3.9	5.8	6.9	8.0
P/E（倍）	25.3	33.9	21.2	16.7	13.3
P/B（倍）	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	装修装饰
前次评级	买入
4 月 28 日收盘价(元)	8.04
总市值(百万元)	10,773.57
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)	8.38

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)：Q4 营收持续改善，疫后业绩有望加速恢复》2021-02-26
- 2、《亚厦股份 (002375.SZ)：Q4 订单大增 40%，工业化内装为重要驱动力》2021-01-30
- 3、《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



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	18370	18654	23153	24365	30160	营业收入	10786	10787	13196	16004	19197
现金	3166	3433	3512	3782	4114	营业成本	9237	9249	11278	13588	16240
应收票据及应收账款	12192	4942	13645	14140	17591	营业税金及附加	45	39	51	64	75
其他应收款	363	358	524	545	737	营业费用	306	277	344	432	518
预付账款	266	269	385	408	544	管理费用	270	301	422	528	639
存货	1984	1795	2813	2739	3896	研发费用	282	323	463	560	664
其他流动资产	398	7858	2275	2752	3277	财务费用	90	72	83	95	105
非流动资产	3261	3627	3770	3924	4071	资产减值损失	-72	-27	0	0	0
长期投资	178	187	200	210	221	其他收益	16	24	0	0	0
固定资产	797	870	1011	1188	1384	公允价值变动收益	61	46	42	53	50
无形资产	253	244	192	134	68	投资净收益	44	-14	33	27	22
其他非流动资产	2032	2326	2368	2392	2398	资产处置收益	-3	21	0	0	0
资产总计	21630	22280	26923	28290	34231	营业利润	543	412	631	817	1027
流动负债	13249	13501	17669	18432	23595	营业外收入	2	1	1	1	1
短期借款	1839	1645	1645	1645	1645	营业外支出	2	3	3	2	3
应付票据及应付账款	9763	10109	14121	15072	19819	利润总额	543	409	629	816	1026
其他流动负债	1648	1747	1903	1715	2131	所得税	101	77	104	148	185
非流动负债	113	200	183	166	148	净利润	442	332	525	668	841
长期借款	60	100	83	66	48	少数股东损益	17	14	17	21	30
其他非流动负债	53	100	100	100	100	归属母公司净利润	426	317	509	647	811
负债合计	13362	13701	17852	18598	23744	EBITDA	633	495	710	906	1124
少数股东权益	250	272	289	310	340	EPS (元)	0.32	0.24	0.38	0.48	0.61
股本	1340	1340	1340	1340	1340	主要财务比率					
资本公积	1909	1912	1912	1912	1912	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	4960	5229	5687	6273	7017	成长能力					
归属母公司股东权益	8018	8307	8782	9382	10148	营业收入(%)	17.2	0.0	22.3	21.3	20.0
负债和股东权益	21630	22280	26923	28290	34231	营业利润(%)	18.0	-24.2	53.2	29.5	25.7
						归属于母公司净利润(%)	15.4	-25.4	60.2	27.2	25.3
						获利能力					
						毛利率(%)	14.4	14.3	14.5	15.1	15.4
						净利率(%)	3.9	2.9	3.9	4.0	4.2
						ROE(%)	5.3	3.9	5.8	6.9	8.0
						ROIC(%)	4.6	3.2	5.0	6.0	7.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	61.8	61.5	66.3	65.7	69.4
						净负债比率(%)	-15.1	-16.7	-19.4	-21.1	-22.9
						流动比率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
						速动比率	1.2	0.6	1.0	1.0	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	0.9	1.3	1.4	1.2	1.2
						应付账款周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.32	0.24	0.38	0.48	0.61
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.41	0.44	0.45	0.51
						每股净资产(最新摊薄)	5.98	6.20	6.55	7.00	7.57
						估值比率					
						P/E	25.3	33.9	21.2	16.7	13.3
						P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
						EV/EBITDA	15.3	19.4	13.1	10.0	7.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

图表 1: 公司主要财务数据

单位: 百万元	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2020一季单季	2021一季单季
营业收入	8,937	9,069	9,199	10,786	10,787	1,477	1,929
营业成本	7,785	7,859	7,954	9,237	9,249	1,250	1,652
毛利率	12.89%	13.33%	13.53%	14.36%	14.26%	15.40%	14.38%
销售费用	164	154	213	306	277	67	92
管理费用	387	432	248	270	301	77	92
研发费用	0	0	241	282	323	34	50
财务费用	58	54	61	90	72	17	15
销售费用率	1.84%	1.69%	2.32%	2.84%	2.57%	4.51%	4.76%
管理费用率	4.33%	4.77%	2.69%	2.50%	2.79%	5.25%	4.75%
研发费用率	0.00%	0.00%	2.62%	2.61%	3.00%	2.33%	2.61%
财务费用率	0.64%	0.59%	0.66%	0.83%	0.67%	1.16%	0.76%
期间费用率	6.81%	7.06%	8.29%	8.78%	9.03%	13.24%	12.87%
资产(含信用)减值损失	74	189	103	-132	190	-30	-55
投资收益	12	59	45	44	-14	-1	-1
营业外收入	10	2	0	2	1	0	0
营业外支出	2	4	1	2	3	0	1
税前利润	378	412	459	543	409	63	81
所得税	40	41	85	101	77	11	11
所得税率	10.59%	10.05%	18.61%	18.52%	18.91%	16.95%	13.34%
少数股东权益占比	5.50%	3.38%	1.22%	3.75%	4.27%	-5.55%	1.65%
归母净利润	319	358	369	426	317	55	69
净利率	3.57%	3.94%	4.01%	3.95%	2.94%	3.73%	3.59%
摊薄EPS(元)	0.2383	0.2669	0.2753	0.3177	0.2369	0.0411	0.0516
经营性现金流净额	154	159	-128	429	554	-1,043	-1,079
收现比	97%	96%	104%	106%	99%	140%	154%
付现比	72%	74%	78%	72%	75%	151%	187%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司逐季订单情况(亿元)

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
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	48.93
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	47.54
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	29.32
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	18.22
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	0.57
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	0.82
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%	38.1%
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%	37.9%
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%	38.6%
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%	36.8%
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%	5.6%
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%	100.0%
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%	38.1%
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%	37.9%
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%	38.6%
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%	36.8%
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%	5.6%
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%	100.0%
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	254.11
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	244.89
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	153.82
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	91.07
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	5.42
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	3.80
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	29.02
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	28.51
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	18.00
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	10.51
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	0.03
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	0.48

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所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