

亚厦股份 (002375.SZ)

Q2 营收有所加速，下半年业绩有望逐步回升

Q2 营收有所加速，原材料涨价及减值增多短期制约盈利。公司 2021H1 实现营收 53.1 亿元，同增 37%，两年 H1 复合增速 6%；实现归母净利润 1.0 亿元，同降 18%；实现扣非后归母净利润 0.8 亿元，同降 18%，利润下降主要系原材料及劳务成本上涨致毛利率下降、信用减值计提增多所致。分季度看，Q1/Q2 分别实现营收 19.3/33.8 亿元，同增 31%/41%，Q2 营收有所加速；分别实现归母净利润 0.7/0.3 亿元，同比变化+26%/-55%。分业务板块看，建筑装饰/幕墙装饰/智能化业务分别实现营收 31.5/15.2/3.5 亿元，同增 18%/93%/60%，幕墙与智能化系统集成业务放量。2021H1 公司新签订单 92.8 亿元，同增 19%，其中工装/住宅分别累计新签 59.0/30.3 亿元，同增 24%/11%，订单增长稳健，当前公司累计已签约未完工订单额达 262 亿元，为 2020 年营收 2.4 倍，在手订单充裕。后续随着公司订单持续转化，原材料价格波动及减值因素逐渐消退，全年业绩有望稳健增长。

毛利率有所下降，费用率下行，Q2 现金流明显好转。2021H1 公司毛利率 13.1%，YoY-2.3 个 pct，公司毛利率下降主要系上半年原材料及劳务成本上升，同时较低毛利的幕墙业务营收占比提升 8.3 个 pct 所致，其中建筑装饰/幕墙装饰毛利率分别为 13.2%/10.1%，YoY-2.3/-2.3 个 pct。期间费用率 9.6%，YoY-1.4 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动 -0.6/-0.7/+0.3/-0.4 个 pct，销售费用率下降预计主要系地产调控趋严，公司业务拓展趋于谨慎，营销活动减少所致；管理费用率下降主要系公司项目信息化管理体系建设成效显现所致；研发费用率上升主要系公司在材料、设计、智能化与信息化等领域研发投入持续增多所致。资产（含信用）减值损失约 5100 万元，同比增加约 2300 万元，预计在地产融资趋紧情况下，公司基于审慎性原则针对住宅装饰业务减值准备计提增加。净利率 1.9%，YoY-1.3 个 pct。2021H1 公司经营性现金流净额净流出 10.5 亿元，与去年同期基本持平，其中 Q1/Q2 分别为净流出 10.8 亿/净流入 3200 万元，Q2 环比有所改善。收现比/付现比分别为 104%/93%，同比变动-2/-19 个 pct。

工业化内装实力突出，BIM 体系为智能建造赋能。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。同时公司持续加强 BIM 技术开发，上半年 BIM 深化设计工作效率实现再提升 30%，目前公司 BIM 体系已较为完善，可一体化管控方案设计与深化、智能生产、施工安装等流程，实现精准下单现场较少切割拼装、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。

投资建议：我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.5/5.4/6.2 亿元，分别变动 42%/20%/15%，EPS 分别为 0.34/0.40/0.47 元，当前股价对应 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨风险，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	12,013	13,868	15,942
增长率 yoy (%)	17.2	0.0	11.4	15.4	15.0
归母净利润 (百万元)	426	317	450	541	623
增长率 yoy (%)	15.4	-25.4	41.7	20.2	15.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.32	0.24	0.34	0.40	0.47
净资产收益率 (%)	5.3	3.9	5.2	5.9	6.4
P/E (倍)	20.5	27.4	19.4	16.1	14.0
P/B (倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	装修装饰
前次评级	买入
8月30日收盘价(元)	6.50
总市值(百万元)	8,709.98
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)	12.19

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): 年度现金流远超利润, 疫后经营有望逐季改善》2021-04-29
- 2、《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
- 3、《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



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	18370	18654	20952	22592	25731
现金	3166	3433	3467	3751	4111
应收票据及应收账款	12192	4942	12038	12838	14229
其他应收款	363	358	445	482	584
预付账款	266	269	327	361	430
存货	1984	1795	2400	2409	3101
其他流动资产	398	7858	2275	2752	3277
非流动资产	3261	3627	3653	3721	3777
长期投资	178	187	200	210	221
固定资产	797	870	919	1020	1131
无形资产	253	244	192	134	68
其他非流动资产	2032	2326	2342	2357	2357
资产总计	21630	22280	24605	26314	29509
流动负债	13249	13501	15415	16630	19244
短期借款	1839	1645	1645	1645	1645
应付票据及应付账款	9763	10109	11953	13340	15636
其他流动负债	1648	1747	1816	1645	1963
非流动负债	113	200	180	162	143
长期借款	60	100	80	62	43
其他非流动负债	53	100	100	100	100
负债合计	13362	13701	15595	16792	19387
少数股东权益	250	272	287	304	327
股本	1340	1340	1340	1340	1340
资本公积	1909	1912	1912	1912	1912
留存收益	4960	5229	5634	6123	6695
归属母公司股东权益	8018	8307	8723	9217	9795
负债和股东权益	21630	22280	24605	26314	29509

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	429	554	424	509	595
净利润	442	332	464	558	646
折旧摊销	70	83	80	90	102
财务费用	90	72	76	82	85
投资损失	-44	14	-33	-27	-22
营运资金变动	-228	-93	-120	-141	-166
其他经营现金流	98	147	-42	-53	-50
投资活动现金流	220	-14	-30	-78	-86
资本支出	270	146	14	58	46
长期投资	360	85	-12	-10	-11
其他投资现金流	850	217	-29	-31	-51
筹资活动现金流	-390	-161	-359	-147	-149
短期借款	-191	-194	0	0	0
长期借款	-17	40	-20	-19	-19
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	3	0	0	0
其他筹资现金流	-182	-12	-340	-129	-130
现金净增加额	258	379	35	284	360

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10786	10787	12013	13868	15942
营业成本	9237	9249	10269	11773	13487
营业税金及附加	45	39	47	55	62
营业费用	306	277	322	388	466
管理费用	270	301	396	472	558
研发费用	282	323	422	495	568
财务费用	90	72	76	82	85
资产减值损失	-72	-27	0	0	0
其他收益	16	24	0	0	0
公允价值变动收益	61	46	42	53	50
投资净收益	44	-14	33	27	22
资产处置收益	-3	21	0	0	0
营业利润	543	412	558	683	789
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	2	3	3	2	3
利润总额	543	409	556	682	788
所得税	101	77	92	124	142
净利润	442	332	464	558	646
少数股东损益	17	14	15	17	23
归属母公司净利润	426	317	450	541	623
EBITDA	633	495	635	766	874
EPS (元)	0.32	0.24	0.34	0.40	0.47

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	17.2	0.0	11.4	15.4	15.0
营业利润(%)	18.0	-24.2	35.5	22.5	15.6
归属于母公司净利润(%)	15.4	-25.4	41.7	20.2	15.2
获利能力					
毛利率(%)	14.4	14.3	14.5	15.1	15.4
净利率(%)	3.9	2.9	3.7	3.9	3.9
ROE(%)	5.3	3.9	5.2	5.9	6.4
ROIC(%)	4.6	3.2	4.4	5.1	5.5
偿债能力					
资产负债率(%)	61.8	61.5	63.4	63.8	65.7
净负债比率(%)	-15.1	-16.7	-19.1	-21.2	-23.7
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.4	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	0.5	0.6
应收账款周转率	0.9	1.3	1.4	1.1	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	0.34	0.40	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.41	0.32	0.38	0.44
每股净资产(最新摊薄)	5.98	6.20	6.51	6.88	7.31
估值比率					
P/E	20.5	27.4	19.4	16.1	14.0
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	12.0	15.2	11.5	9.1	7.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

图表1: 公司主要财务数据 (百万元)

	2017年	2018年	2019年	2020年	2020上半年	2021上半年	2021一季单季	2020二季单季	2021二季单季
营业收入	9,069	9,199	10,786	10,787	3,881	5,308	1,929	2,404	3,379
营业成本	7,859	7,954	9,237	9,249	3,281	4,611	1,652	2,031	2,960
毛利率	13.33%	13.53%	14.36%	14.26%	15.46%	13.13%	14.38%	15.50%	12.41%
销售费用	154	213	306	277	137	158	92	70	66
管理费用	432	248	270	301	151	170	92	73	79
研发费用	0	241	282	323	100	151	50	65	100
财务费用	54	61	90	72	38	30	15	21	16
销售费用率	1.69%	2.32%	2.84%	2.57%	3.53%	2.98%	4.76%	2.92%	1.96%
管理费用率	4.77%	2.69%	2.50%	2.79%	3.88%	3.21%	4.75%	3.04%	2.33%
研发费用率	0.00%	2.62%	2.61%	3.00%	2.57%	2.84%	2.61%	2.72%	2.97%
财务费用率	0.59%	0.66%	0.83%	0.67%	0.98%	0.57%	0.76%	0.87%	0.47%
期间费用率	7.06%	8.29%	8.78%	9.03%	10.96%	9.59%	12.87%	9.56%	7.72%
资产(含信用)减值损失	189	103	-132	190	28	51	-55	58	106
投资收益	59	45	44	-14	3	-3	-1	4	-2
营业外收入	2	0	2	1	1	0	0	0	0
营业外支出	4	1	2	3	0	1	1	0	1
税前利润	412	459	543	409	151	138	81	89	57
所得税	41	85	101	77	26	29	11	15	19
所得税率	10.05%	18.61%	18.52%	18.91%	17.25%	21.30%	13.34%	17.46%	32.72%
少数股东权益占比	3.38%	1.22%	3.75%	4.27%	2.78%	8.26%	1.65%	8.71%	20.47%
归母净利润	358	369	426	317	122	99	69	67	30
净利率	3.94%	4.01%	3.95%	2.94%	3.14%	1.87%	3.59%	2.78%	0.90%
摊薄EPS(元)	0.2669	0.2753	0.3177	0.2369	0.0910	0.0742	0.0516	0.0499	0.0226
经营性现金流净额	159	-128	429	554	-1,060	-1,047	-1,079	-17	32
收现比	96%	104%	106%	99%	107%	104%	154%	87%	76%
付现比	74%	78%	72%	75%	111%	93%	187%	87%	40%

资料来源: Wind, 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：021-38124100

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