

亚厦股份 (002375.SZ)

Q3 经营整体稳健，盈利能力边际改善

经营平稳，减值计提增加制约业绩释放。公司 2021Q1-3 实现营收 87.6 亿元，同增 26%；实现归母净利润 2.5 亿元，同增 4%，业绩增速明显慢于收入，预计主要系在今年地产调控持续较紧背景下，公司基于审慎客观态度，Q1-3 减值计提明显高于往年（信用减值累计计提 0.82 亿元，较去年同期多 0.41 亿元）。分季度看，Q1-3 分别实现营收 19.3/33.8/34.5 亿元，同增 31%/41%/13%；分别实现归母净利润 0.69/0.30/1.55 亿元，同比分别 -26%/-55%/+25%，Q3 单季业绩创 2016 年以来最高水平，延续较好经营趋势。公司 Q1-3 累计新签订单 124 亿元，同增 7.1%，其中公装/住宅分别累计新签 77/41 亿元，同增 6.2%/6.5%，今年累计订单持续保持正增长，显示一定经营韧性。截至 Q3 末公司已签约未完工订单达 265 亿元，为公司 2020 年营收 2.5 倍，充足订单保障公司后续营收业绩稳步增长。

Q3 毛利率边际改善，费用率下降，原材料各料增加致现金流出增加。公司 2021Q1-3 毛利率为 14.47%，较上年同期基本持平，其中 Q3 单季毛利率 16.54%，较去年 Q3 提升 2.25 个 pct，Q3 单季盈利能力边际改善。期间费用率 9.20%，较上年同期下降 0.35 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动 -0.40/-0.07/+0.37/-0.24 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；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。资产减值（含信用减值）损失 1.23 亿元，较上年同期增加约 0.82 亿元，一方面因执行新会计准则，合同资产减值损失、其他非流动资产减值损失调整至“资产减值损失”列报；另一方面因地产融资趋紧，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 2.91%，同比小幅下降 0.63 个 pct。2021Q1-3 公司经营性现金流净流出 14.0 亿元，较去年同期流出量扩大 4.8 亿元，主要系原材料价格上涨情况下公司提前备料（Q3 末存货较去年底增加 7.2 亿元）。收付现比分别为 97%/87%，较上年同期变动 -4/-4 个 pct。

工业化内装业务持续拓展，有望受益绿色建筑发展。今年以来国内双碳政策持续深化，装配式装修节能减排效益突出，是实现绿色建筑重要手段之一。公司是国内较早开拓装配式装修企业之一，已提供超 500 万平米工业化内装产品，运营模式已逐步成型，并持续通过对材料端、生产端、设计端、施工端等多个方面优化改良，提升项目利润率。在政策环境友好、公司加快开拓市场背景下，我们预计前三季度公司已签及中标工业化内装订单达 17-18 亿元，初成规模。随着绿色建筑加快发展、公司产能释放，公司预计工业化内装业务规模未来有望维持 30%-50% 的年复合增长率，逐步成为新增长点。

投资建议：我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.5/6.0/7.9 亿元，同增 43%/33%/30%，2020-2023 年 CAGR 为 57%，EPS 分别为 0.34/0.45/0.59 元，当前股价对应 PE 为 22/17/13 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，财务内控监管处罚风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,786	10,787	13,139	16,488	20,626
增长率 yoy (%)	17.2	0.0	21.8	25.5	25.1
归母净利润（百万元）	426	317	453	603	786
增长率 yoy (%)	15.4	-25.4	42.8	33.1	30.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.32	0.24	0.34	0.45	0.59
净资产收益率 (%)	5.3	3.9	5.2	6.5	7.9
P/E (倍)	23.4	31.4	22.0	16.5	12.7
P/B (倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

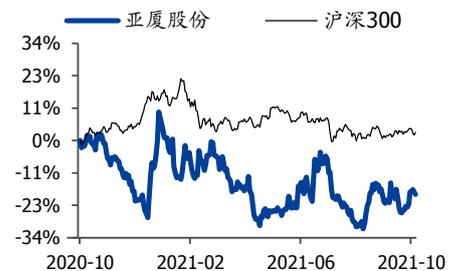
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	装修装饰
前次评级	买入
10月29日收盘价(元)	7.44
总市值(百万元)	9,969.57
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)	10.49

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

相关研究

- 1、《亚厦股份 (002375.SZ)：员工持股划定高增目标，工业化内装有望加速开拓》2021-09-28
- 2、《亚厦股份 (002375.SZ)：Q2 营收有所加速，下半年业绩有望逐步回升》2021-08-31
- 3、《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

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	23004	25228	31597
现金	3166	3433	3270	3371	3518
应收票据及应收账款	12192	4942	13762	15165	19211
其他应收款	363	358	520	581	797
预付账款	266	269	383	435	588
存货	1984	1795	2795	2924	4205
其他流动资产	398	7858	2275	2752	3277
非流动资产	3261	3627	3765	3971	4201
长期投资	178	187	200	210	221
固定资产	797	870	1006	1227	1497
无形资产	253	244	192	134	68
其他非流动资产	2032	2326	2367	2400	2415
资产总计	21630	22280	26769	29199	35797
流动负债	13249	13501	17573	19443	25287
短期借款	1839	1645	1645	1645	1645
应付票据及应付账款	9763	10109	14028	16044	21445
其他流动负债	1648	1747	1899	1753	2196
非流动负债	113	200	183	167	152
长期借款	60	100	83	67	52
其他非流动负债	53	100	100	100	100
负债合计	13362	13701	17755	19610	25438
少数股东权益	250	272	287	306	335
股本	1340	1340	1340	1340	1340
资本公积	1909	1912	1912	1912	1912
留存收益	4960	5229	5637	6183	6904
归属母公司股东权益	8018	8307	8727	9283	10024
负债和股东权益	21630	22280	26769	29199	35797

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	369	510	633
净利润	442	332	468	622	815
折旧摊销	70	83	82	99	120
财务费用	90	72	86	108	130
投资损失	-44	14	-13	-11	-3
营运资金变动	-228	-93	-212	-254	-379
其他经营现金流	98	147	-42	-53	-50
投资活动现金流	220	-14	-164	-241	-297
资本支出	270	146	126	196	219
长期投资	360	85	-12	-10	-11
其他投资现金流	850	217	-51	-55	-88
筹资活动现金流	-390	-161	-366	-169	-189
短期借款	-191	-194	0	0	0
长期借款	-17	40	-17	-16	-16
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	-349	-153	-173
现金净增加额	258	379	-162	101	147

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10786	10787	13139	16488	20626
营业成本	9237	9249	11235	13997	17450
营业税金及附加	45	39	51	66	81
营业费用	306	277	355	445	557
管理费用	270	301	394	533	666
研发费用	282	323	414	544	697
财务费用	90	72	86	108	130
资产减值损失	-72	-27	99	99	103
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	13	11	3
资产处置收益	-3	21	0	0	0
营业利润	543	412	562	762	996
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	561	760	994
所得税	101	77	93	138	179
净利润	442	332	468	622	815
少数股东损益	17	14	15	19	29
归属母公司净利润	426	317	453	603	786
EBITDA	633	495	645	862	1113
EPS (元)	0.32	0.24	0.34	0.45	0.59

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	21.8	25.5	25.1
营业利润(%)	18.0	-24.2	36.6	35.5	30.7
归属于母公司净利润(%)	15.4	-25.4	42.8	33.1	30.3
获利能力					
毛利率(%)	14.4	14.3	14.5	15.1	15.4
净利率(%)	3.9	2.9	3.4	3.7	3.8
ROE(%)	5.3	3.9	5.2	6.5	7.9
ROIC(%)	4.6	3.2	4.5	5.7	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	61.8	61.5	66.3	67.2	71.1
净负债比率(%)	-15.1	-16.7	-16.9	-17.1	-17.3
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
速动比率	1.2	0.6	1.0	1.0	0.9
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	1.1	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	0.45	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.41	0.28	0.38	0.47
每股净资产(最新摊薄)	5.98	6.20	6.51	6.93	7.48
估值比率					
P/E	23.4	31.4	22.0	16.5	12.7
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.0	17.8	13.5	10.0	7.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

图表1: 公司主要财务数据 (金额单位: 百万元)

	2017年	2018年	2019年	2020年	2020Q1-3	2021Q1-3	2021Q3	2021Q2	2020Q3
营业收入	9,069	9,199	10,786	10,787	6,946	8,759	3,451	3,379	3,065
营业成本	7,859	7,954	9,237	9,249	5,908	7,491	2,880	2,960	2,627
毛利率	13.33%	13.53%	14.36%	14.26%	14.94%	14.47%	16.54%	12.41%	14.29%
销售费用	154	213	306	277	210	229	71	66	73
管理费用	432	248	270	301	217	268	98	79	67
研发费用	0	241	282	323	180	259	109	100	80
财务费用	54	61	90	72	56	49	19	16	18
销售费用率	1.69%	2.32%	2.84%	2.57%	3.02%	2.62%	2.07%	1.96%	2.38%
管理费用率	4.77%	2.69%	2.50%	2.79%	3.13%	3.06%	2.83%	2.33%	2.18%
研发费用率	0.00%	2.62%	2.61%	3.00%	2.59%	2.96%	3.15%	2.97%	2.62%
财务费用率	0.59%	0.66%	0.83%	0.67%	0.81%	0.56%	0.55%	0.47%	0.58%
期间费用率	7.06%	8.29%	8.78%	9.03%	9.55%	9.20%	8.60%	7.72%	7.77%
资产(含信用)减值损失	189	103	-132	190	41	123	72	106	13
投资收益	59	45	44	-14	-16	-4	-1	-2	-20
营业外收入	2	0	2	1	1	0	0	0	0
营业外支出	4	1	2	3	2	2	1	1	2
税前利润	412	459	543	409	309	330	192	57	157
所得税	41	85	101	77	53	57	28	19	27
所得税率	10.05%	18.61%	18.52%	18.91%	17.07%	17.33%	14.48%	32.72%	16.89%
少数股东权益占比	3.38%	1.22%	3.75%	4.27%	4.07%	6.71%	5.69%	20.47%	5.31%
归母净利润	358	369	426	317	246	255	155	30	124
净利率	3.94%	4.01%	3.95%	2.94%	3.54%	2.91%	4.49%	0.90%	4.04%
摊薄EPS(元)	0.2669	0.2753	0.3177	0.2369	0.1833	0.1900	0.1157	0.0226	0.0923
经营性现金流净额	159	-128	429	554	-912	-1,396	-349	32	148
收现比	96%	104%	106%	99%	101%	97%	86%	76%	93%
付现比	74%	78%	72%	75%	91%	87%	79%	40%	66%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 公司逐季订单情况 (金额单位: 亿元)

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
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	43.82	31.55
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	41.79	28.99
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	29.68	18.2
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	12.11	10.79
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	0.74	0.73
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	1.29	1.83
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%	2.9%	-17.1%
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%	3.2%	-20.3%
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%	12.6%	-27.8%
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%	-14.3%	-3.4%
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%	23.3%	1.4%
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%	100.0%	-14.6%	88.7%
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%	38.1%	18.9%	7.1%
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%	19.2%	6.3%
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%	24.2%	6.2%
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%	10.5%	6.5%
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%	14.9%	9.7%
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%	100.0%	9.9%	36.3%
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	261.97	264.91
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	252.16	253.41
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	150.5	154.12
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	101.66	99.29
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	5.81	6.02
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	4	5.48
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	30.32	26.87
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	29.66	26.37
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	24.04	19.14
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	5.62	7.23
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	0.01	0.06
装饰制品销售	0.53	1.46	0.52	0.45	0.58	0.71	0.67	0.32	0.73	1.07	1.36	0.48	0.65	0.44	

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：021-38124100

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