

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

亚厦股份(002375)

投资评级 买入

上次评级 买入

王筋朝 首席研究员

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

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

Q3 毛利率大幅修复, 股权激励注入信心

2021年10月31日

事件:

公司发布21年三季报, 前三季度实现营收87.59亿元, 同比+26.1%, 归母净利润2.55亿元, 同比+3.7%, 加权平均ROE3.02%, 较上年同期持平。

单三季度实现营收34.51亿元, 同比+12.6%, 环比+2.1%, 归母净利润1.55亿元, 同比+25.4%, 环比+412.1%, 加权平均ROE1.83%, 较上年同期+0.32pct。

点评:

- **单季度毛利率大幅修复。**21Q1-3分别实现收入19.29亿元、33.79亿元、34.51亿元, 同比+30.6%、+40.6%、+12.6%; 毛利率分别为14.4%、12.4%、16.5%, 净利率分别为3.6%、1.1%、4.8%, 单三季度盈利能力已修复至历史较高水平, 考虑1) 装配式装修具有更高的毛利率、2) 减值压力缓解, 未来净利率仍有较大提升空间。
- **资产质量改善, 合同负债大幅提升。**前三季度计提减值损失合计1.23亿元, 影响归母净利润1.03亿元。应收账款占总资产比例高是行业特性, 20-21年减值损失金额较大主要原因是受疫情影响部分下游客户经营恶化。装配式装修采用预收款模式, 改善现金流, 缓解应收账款压力, 报告期公司合同负债3.81亿元, 较期初+199%。
- **订单总体稳定。**前三季度新签订单合计124.3亿元, 同比+7.1%, 其中公共建筑装饰77.2亿元, 同比+6.2%, 住宅装修41.1亿元, 同比+6.5%。单三季度新签订单31.6亿元, 同比-17.1%, 或受地产信心不足与公司接单谨慎影响。
- **股权激励彰显信心。**公司推出员工持股计划, 参加人员包括董监高8人及其他人员13人, 涉及1692万股, 占总股本1.26%, 认购价格3.63元/股。2021-23年扣非归母净利润考核目标分别为5.20亿元、7.28亿元、10.20亿元, 同比+116%、+40%、+40%。
- **看好装配式装修与智能制造带来的发展机遇。**工业化是装修行业的发展趋势, 公司率先启动装配式装修, 成为行业标准的制定者, 上半年实施工业化装修项目22个, 不断加大BIM技术开发, 设计效率再提升30%。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。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计21-23年公司归母净利润分别为5.25亿元、7.36亿元、10.43亿元, 同比分别+65.3%、+40.1%、+41.9%。装配式装修存在万亿蓝海市场, 公司已率先进入商业化运营阶段, 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, 维

持“买入”评级。

- **风险因素：**装配式装修推广不及预期、产能扩张不及预期、应收账款管理不善

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	10,786	10,787	13,078	15,437	18,782
增长率 YoY %	17.2%	0.0%	21.2%	18.0%	21.7%
归属母公司净利润 (百万元)	426	317	525	736	1,043
增长率 YoY%	15.4%	-25.4%	65.3%	40.1%	41.9%
毛利率%	14.4%	14.3%	15.1%	15.5%	16.1%
净资产收益率ROE%	5.3%	3.8%	5.9%	7.6%	9.8%
EPS(摊薄)(元)	0.32	0.24	0.39	0.55	0.78
市盈率 P/E(倍)	18.13	31.00	18.99	13.55	9.56
市净率 P/B(倍)	0.97	1.20	1.12	1.04	0.93

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月29日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	18,370	18,654	21,579	24,691	28,903	
货币资金	3,166	3,433	3,892	4,446	5,208	
应收票据	509	668	717	804	926	
应收账款	11,684	4,274	4,926	5,448	6,125	
预付账款	266	269	321	378	456	
存货	1,984	1,795	2,421	2,694	3,354	
其他	762	8,216	9,302	10,922	12,833	
非流动资产	3,261	3,627	3,642	3,651	3,665	
长期股权投资	178	187	187	187	187	
固定资产	797	870	934	1,009	1,078	
无形资产	247	244	247	247	248	
其他	2,039	2,326	2,274	2,208	2,151	
资产总计	21,630	22,280	25,221	28,342	32,567	
流动负债	13,249	13,501	15,614	17,952	21,074	
短期借款	1,839	1,645	1,645	1,645	1,645	
应付票据	1,866	1,911	2,220	2,650	3,177	
应付账款	7,897	8,198	9,663	11,454	13,778	
其他	1,648	1,747	2,086	2,202	2,473	
非流动负债	113	200	456	456	456	
长期借款	60	100	356	356	356	
其他	53	100	100	100	100	
负债合计	13,362	13,701	16,070	18,407	21,530	
少数股东权益	250	272	289	317	357	
归属母公司股东权益	8,018	8,307	8,862	9,617	10,681	
负债和股东权益	21,630	22,280	25,221	28,342	32,567	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,786	10,787	13,078	15,437	18,782
同比 (%)	17.2%	0.0%	21.2%	18.0%	21.7%
归属母公司净利润	426	317	525	736	1,043
同比	15.4%	-25.4%	65.3%	40.1%	41.9%
毛利率 (%)	14.4%	14.3%	15.1%	15.5%	16.1%
ROE%	5.3%	3.8%	5.9%	7.6%	9.8%
EPS (摊薄)(元)	0.32	0.24	0.39	0.55	0.78
P/E	18.13	31.00	18.99	13.55	9.56
P/B	0.97	1.20	1.12	1.04	0.93
EV/EBITDA	9.00	12.56	10.47	7.77	5.09

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	10,786	10,787	13,078	15,437	18,782	
营业成本	9,237	9,249	11,098	13,038	15,754	
营业税金及附加	45	39	48	59	71	
销售费用	306	277	366	432	507	
管理费用	270	301	392	463	526	
研发费用	282	323	392	463	563	
财务费用	90	72	1	1	-8	
减值损失合计	-72	-27	-42	-20	-20	
投资净收益	44	-14	-7	0	0	
其他	15	-72	-65	-24	-18	
营业利润	543	412	667	937	1,329	
营业外收支	0	-3	-2	0	0	
利润总额	543	409	665	937	1,329	
所得税	101	77	123	173	246	
净利润	442	332	542	764	1,083	
少数股东损益	17	14	17	28	40	
归属母公司净利润	426	317	525	736	1,043	
EBITDA	724	679	796	1,000	1,377	
EPS (当年)(元)	0.32	0.24	0.39	0.55	0.78	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	429	554	282	641	853
净利润	442	332	542	764	1,083
折旧摊销	70	83	15	19	17
财务费用	95	88	53	59	59
投资损失	-44	14	7	0	0
营运资金变动	-228	-93	-465	-271	-377
其它	92	131	131	70	70
投资活动现金流	220	-14	-26	-28	-31
资本支出	-181	-104	-23	-28	-31
长期投资	360	85	0	0	0
其他	41	5	-3	0	0
筹资活动现金流	-390	-161	204	-59	-59
吸收投资	0	5	0	0	0
借款	2,134	2,822	256	0	0
支付利息或股息	-167	-129	-53	-59	-59
现金流净增加额	258	379	459	554	763

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。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。