

2023 年 09 月 26 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

行业出清加速龙头份额提升，装配式装修或迎来拐点

—亚厦股份（002375.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

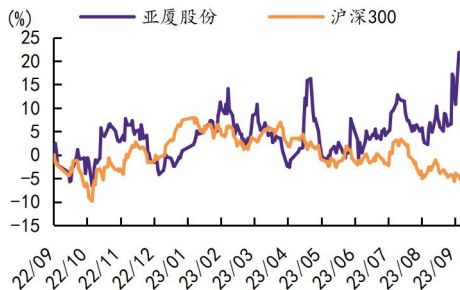
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-09-26

当前股价（元）	5.41
总市值（亿元）	72
总股本（百万股）	1340
流通股本（百万股）	1331
52 周价格范围（元）	4.25-5.53
日均成交额（百万元）	79.87

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 建筑装饰行业领军企业之一，行业出清后龙头或迎来集中度提升时机

公司多年深耕建筑装饰行业，为行业老牌龙头之一。2023H1 实现营业收入 56.86 亿元，同比+4.50%；归母净利/扣非归母净利 1.28/1.11 亿元，同比+7.42%/18.89%；新签订单 73.60 亿元，同比+7.29%，在手订单 155.08 亿元；其中，2023Q2 实现收入 35.97 亿元，同比+5.79%；归母净利 0.66 亿元，同比+100.0%。2023H1 经营性净现金流-11.10 亿元，同比减少流出 1.76 亿元，现金流有所改善。我们认为，受到地产影响的装饰行业出清速度加快，龙头集中度提升斜率或加速。

■ 装配式装修或迎来拐点，公司竞争优势显著

装配式建筑装修与城中村改造契合度明显，市场规模有望受城中村改造推动。城中村改造又具备体量大与周期短的特征，装修质量难以把控的痛点，装配式建筑具备工期较快，环保属性强，节约材料成本等优点，装配式建筑的优点更好的契合了本轮城中村改造的需要。目前，我国多个地区已经推出关于推进装配式建筑占比的政策，例如杭州市建设委发布的《关于持续推进装配式建筑发展的实施意见》，要求自 2023 年 8 月 1 日起，新立项政府投资的新建建筑项目全部采用装配式建造，到 2027 年实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 40%。未来随着各地区政策推进，装配式建筑有望持续受益。

公司深耕装配式建筑优质赛道，把握装配式政策东风。公司不断投入装配式建筑的全流程竞争力建设：材料端降本提质，生产端智能高效，设计端精细快捷，施工端增质保速，公司已成为行业内唯一一家同时拥有国家住宅产业化基地和国家装配式建筑产业基地的公司。目前，公司已与杭州铁木辛柯建筑设计事务所有限公司签署战略合作协议，双方基于发展装配式建筑的共同意愿，就钢结构建筑与装配式装修深度融合发展促进建筑产业转型升级进行深度合作。公司在装配式装修积累了多年的优势，有望充分抢占本轮城中村政策带来的增量市场。

■ 延伸“一体化”大装饰格局，打造多维增长曲线

公司布局智能化建筑，控股系统集成领域龙头万安智能。公司控股国内智能化系统集成龙头企业一万安智能，万安智能围绕“顶层设计”、“泛在智联”及“数据驱动”的产业目标，构建“一站式”智慧建筑综合服务新模式战略，结合大数据、边缘计算、数字孪生等创新技术，打造数智化综合解

决方案，持续为“城市更新”、“智慧城市”和“城市低碳”贡献力量。

公司布局 3D 打印建筑技术，参股全球 3D 建筑打印领先企业盈创科技。根据公司年报，公司参股全球 3D 建筑打印领先企业—盈创科技（公司参股 23.52%），盈创科技将固废转变为建筑科技 3D 打印“油墨”原材料，依托盈创建筑 3D 打印数字移动工厂，就地打印建筑、盈恒石建筑材料，并用于城市更新、农业农村、新基建等领域。

■ 盈利预测

考虑到公司在装配式装修领域的竞争优势，我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 130.8、143.2、159.0 亿元，EPS 分别为 0.22、0.31、0.41 元，当前股价对应 PE 分别为 24.7、17.6、13.3 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

（1）政策落地不及预期风险；（2）地产复苏不及预期风险

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	12,116	13,077	14,320	15,901
增长率（%）	0.3%	7.9%	9.5%	11.0%
归母净利润（百万元）	186	293	412	543
增长率（%）	-121.0%	57.6%	40.3%	31.9%
摊薄每股收益（元）	0.14	0.22	0.31	0.41
ROE（%）	2.3%	3.6%	4.9%	6.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：				
现金及现金等价物	3,542	3,585	3,428	3,229
应收款	4,172	4,503	4,931	5,475
存货	2,823	3,085	3,349	3,688
其他流动资产	8,640	9,326	10,212	11,339
流动资产合计	19,178	20,499	21,921	23,731
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	819	794	752	707
在建工程	49	19	8	3
无形资产	229	217	206	195
长期股权投资	153	153	153	153
其他非流动资产	2,753	2,753	2,753	2,753
非流动资产合计	4,003	3,937	3,872	3,811
资产总计	23,180	24,436	25,793	27,542
流动负债：				
短期借款	1,896	1,896	1,896	1,896
应付账款、票据	10,900	11,912	12,932	14,238
其他流动负债	1,708	1,708	1,708	1,708
流动负债合计	15,025	16,078	17,152	18,526
非流动负债：				
长期借款	10	10	10	10
其他非流动负债	189	189	189	189
非流动负债合计	198	198	198	198
负债合计	15,223	16,277	17,350	18,725
所有者权益				
股本	1,340	1,340	1,340	1,340
股东权益	7,957	8,159	8,443	8,817
负债和所有者权益	23,180	24,436	25,793	27,542

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	203	320	449	592
少数股东权益	17	26	37	48
折旧摊销	63	66	64	60
公允价值变动	17	60	60	60
营运资金变动	-275	-225	-505	-635
经营活动现金净流量	25	247	104	125
投资活动现金净流量	-8	55	53	50
筹资活动现金净流量	578	-117	-165	-217
现金流量净额	595	184	-8	-42

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,116	13,077	14,320	15,901
营业成本	10,593	11,524	12,510	13,774
营业税金及附加	50	52	57	64
销售费用	259	275	301	334
管理费用	334	366	401	445
财务费用	62	39	28	31
研发费用	371	458	501	557
费用合计	1,027	1,137	1,231	1,367
资产减值损失	-216	-216	-216	-216
公允价值变动	17	60	60	60
投资收益	-14	200	200	200
营业利润	248	391	548	723
加：营业外收入	2	2	2	2
减：营业外支出	1	1	1	1
利润总额	248	391	549	724
所得税费用	45	72	100	132
净利润	203	320	449	592
少数股东损益	17	26	37	48
归母净利润	186	293	412	543

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	0.3%	7.9%	9.5%	11.0%
归母净利润增长率	-121.0%	57.6%	40.3%	31.9%
盈利能力				
毛利率	12.6%	11.9%	12.6%	13.4%
四项费用/营收	8.5%	8.7%	8.6%	8.6%
净利率	1.7%	2.4%	3.1%	3.7%
ROE	2.3%	3.6%	4.9%	6.2%
偿债能力				
资产负债率	65.7%	66.6%	67.3%	68.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.9	2.9	2.9	2.9
存货周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
每股数据(元/股)				
EPS	0.14	0.22	0.31	0.41
P/E	38.9	24.7	17.6	13.3
P/S	0.6	0.6	0.5	0.5
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。