

## 盈利能力提升，行业景气度有望上修

2025 年 5 月 8 日

- **事件：**公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。
- **归母净利润增速较快，经营现金流有所改善。**2024 年，公司实现营收 121.36 亿元，同比下降 5.7%。其中，建筑装饰收入 67.84 亿元，同比下降 5.73%；幕墙装饰收入 41.53 亿元，同比下降 3.12%；智能化系统集成收入 5.29 亿元，同比下降 20.34%；装饰制品收入 4.31 亿元，同比增长 0.35%；设计合同收入 1.43 亿元，同比下降 27.97%。公司实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 21%；实现扣非净利润 2.77 亿元，同比增长 36.21%。报告期公司实现经营活动现金净流量 2.43 亿元，同比增加 0.39 亿元。2025 年 Q1，公司实现营收 17.81 亿元，同比下降 19.67%。公司实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长 2.78%，实现扣非归母净利润 0.46 亿元，同比下降 18.53%。
- **盈利能力有所提升，减值损失有所增加。**2024 年，公司毛利率为 12.97%，同比提高 1.77pct；净利率为 2.52%，同比提高 0.55pct。期间费用率为 7.4%，同比下降 0.25pct。应收账款为 43.25 亿元，同比增加 4.16 亿元。公司资产负债率为 63.42%，同比下降 0.96pct。资产减值损失和信用减值损失合计 2.93 亿元，同比增加 1.46 亿元，信用减值损失增加较多。
- **房地产政策持续托底，行业景气度有望改善。**2024 年，公司新签订单金额合计 115.24 亿元，2023 年合计 145.58 亿元，2024 年同比下降 20.84%。2025 年一季度公司新签订单 22.87 亿元，同比下降 19.33%。4 月 25 日召开的中央政治局会议指出，加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。房地产市场持续向止跌回稳的方向迈进，装修装饰行业景气度有望上修。
- **投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.18/3.36/3.56 亿元，同比+4.90%/+5.65%/+6.01%，对应 P/E 分别为 15.95/15.10/14.24 倍。首次覆盖，建议“推荐”评级。
- **风险提示：**新签订单不及预期的风险；应收账款回收不及预期的风险；固定资产投资下滑的风险。

## 主要财务指标预测

|           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元)  | 121.36 | 125.50 | 130.75 | 138.10 |
| 收入增长率%    | -5.70  | 3.41   | 4.18   | 5.62   |
| 归母净利润(亿元) | 3.03   | 3.18   | 3.36   | 3.56   |
| 利润增速%     | 21.00  | 4.90   | 5.65   | 6.01   |
| 毛利率%      | 12.97  | 12.67  | 12.41  | 12.27  |
| 摊薄 EPS(元) | 0.23   | 0.24   | 0.25   | 0.27   |
| PE        | 16.73  | 15.95  | 15.10  | 14.24  |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 亚厦股份 (002375.SZ)

推荐 首次评级

## 分析师

龙天光

☎：021-2025-2646

✉：longtianguang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519060004

张禄荻

☎：021-2025-2651

✉：zhangludi\_sh@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060002

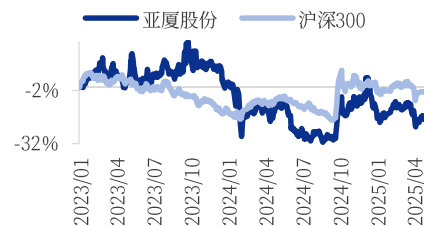
## 市场数据

2025-5-7

|              |            |
|--------------|------------|
| 股票代码         | 002375.SZ  |
| A 股收盘价(元)    | 3.78       |
| 上证指数         | 3,342.67   |
| 总股本(万股)      | 133,999.65 |
| 实际流通 A 股(万股) | 132,679.37 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 50.15      |

## 相对指数表现图

2025-05-07



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 相关研究

## 目录

## Catalog

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 一、 装修装饰龙头企业 .....           | 3 |
| (一) 公司连续多年蝉联装修装饰行业第二名 ..... | 3 |
| (二) 归母净利润增速较快，盈利能力提升 .....  | 4 |
| 二、 地产政策托底，装修装饰景气改善 .....    | 6 |
| 三、 盈利预测与投资建议 .....          | 8 |
| 四、 风险提示 .....               | 8 |

## 一、装修装饰龙头企业

### （一）公司连续多年蝉联装修装饰行业第二名

亚厦股份是我国装修装饰行业龙头企业。公司成立于 1995 年 7 月，主营业务为建筑装饰装修工程、建筑幕墙工程、建筑智能化工程的设计和施工等。公司于 2010 年 3 月 23 日在深交所正式挂牌上市，是中国民营企业 500 强、中国品牌价值 500 强企业。公司是中国建筑装饰行业持续领跑者，连续多年蝉联中国建筑装饰百强企业第二名。公司拥有建筑装饰行业一家国家住宅产业化基地、国家装配式建筑产业基地和 CNAS 实验室。公司曾获多项鲁班奖、国家优质工程银奖、全国建筑工程装饰奖(含设计类)、全国建筑装饰科技奖等奖项。

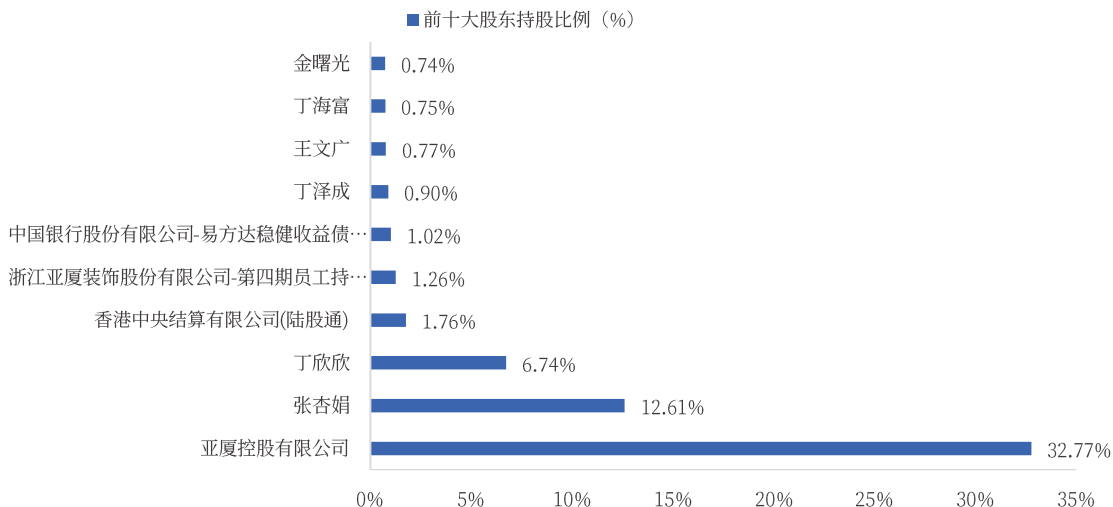
图1：亚厦股份荣获鲁班奖和国家工程金奖等



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司实控人为张杏娟与丁欣欣。截至 2025 年 03 月 31 日，公司第一大股东亚厦控股有限公司持股 32.77%。截至 2025 年 4 月 30 日，公司总市值 48 亿元，流通市值 48 亿元，前十大股东合计持股 59.41%。

图2：2025 年一季报公司前十大股东

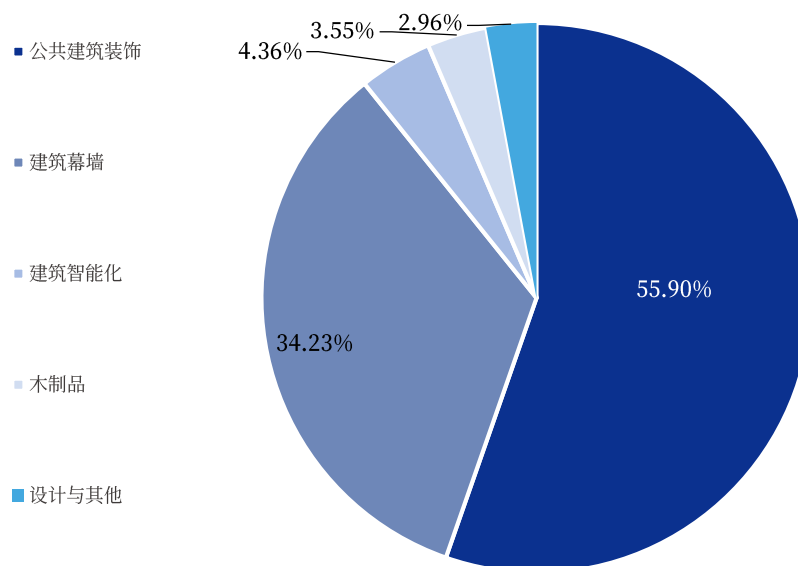


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司主营公共建筑装饰、建筑幕墙等业务。2024 年，公司公共建筑装饰收入占比 55.9%；建筑幕墙收入占比 34.23%；建筑智能化收入占比 4.36%；木制品收入占比 3.55%；设计收入占比 1.18%；

其他收入占比 0.78%。

图3：2024 年公司收入构成

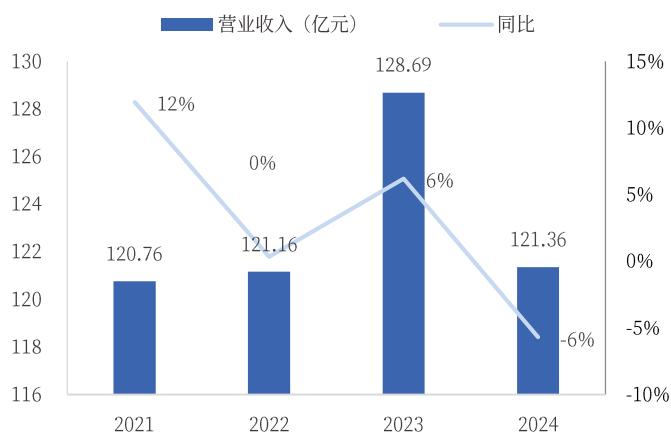


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

## （二）归母净利润增速较快，盈利能力提升

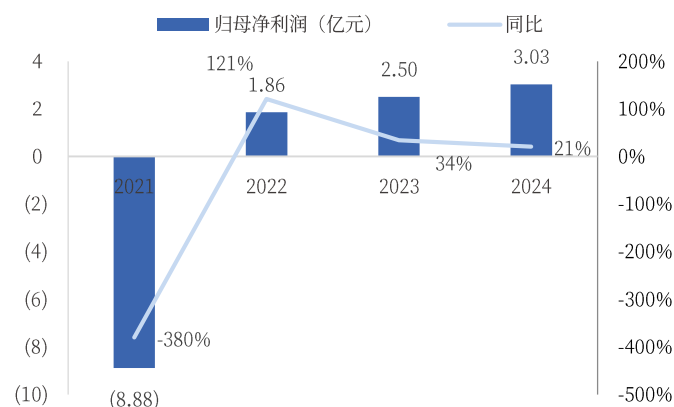
公司 2024 年归母净利润增速较快。2024 年，公司实现营收 121.36 亿元，同比下降 5.7%。其中，建筑装饰收入 67.84 亿元，同比下降 5.73%；幕墙装饰收入 41.53 亿元，同比下降 3.12%；智能化系统集成收入 5.29 亿元，同比下降 20.34%；装饰制品收入 4.31 亿元，同比增长 0.35%；设计合同收入 1.43 亿元，同比下降 27.97%。公司实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 21%；实现扣非净利润 2.77 亿元，同比增长 36.21%。报告期公司实现经营活动现金净流量 2.43 亿元，同比增加 0.39 亿元。2025 年 Q1，公司实现营收 17.81 亿元，同比下降 19.67%。公司实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长 2.78%，实现扣非归母净利润 0.46 亿元，同比下降 18.53%。

图4：2021-2024 年公司收入(亿元)及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：2021-2024 年公司归母净利润(亿元)及同比增速

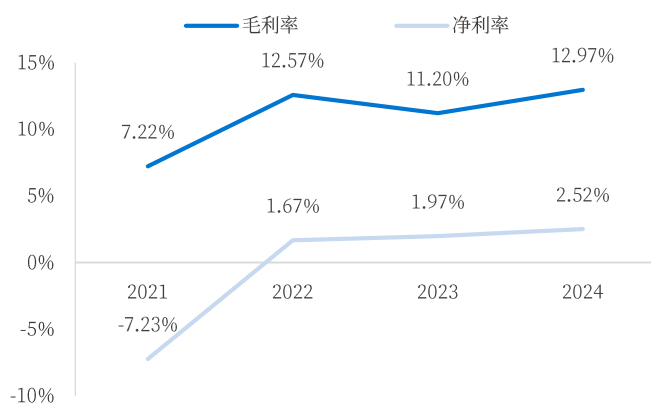


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司盈利能力有所提升。2024 年，公司毛利率为 12.97%，同比提高 1.77pct；净利率为 2.52%，同比提高 0.55pct。期间费用率为 7.4%，同比下降 0.25pct。应收账款为 43.25 亿元，同比增加 4.16

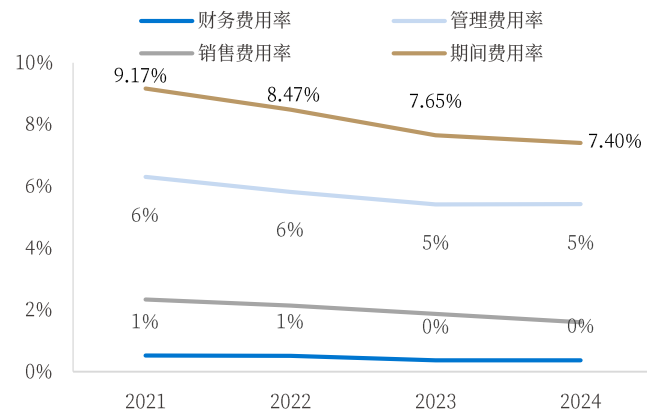
亿元。公司资产负债率为 63.42%，同比下降 0.96pct。资产减值损失和信用减值损失合计 2.93 亿元，同比增加 1.46 亿元，信用减值损失增加较多。

图6：2021-2024 公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：2021-2024 公司期间费用率

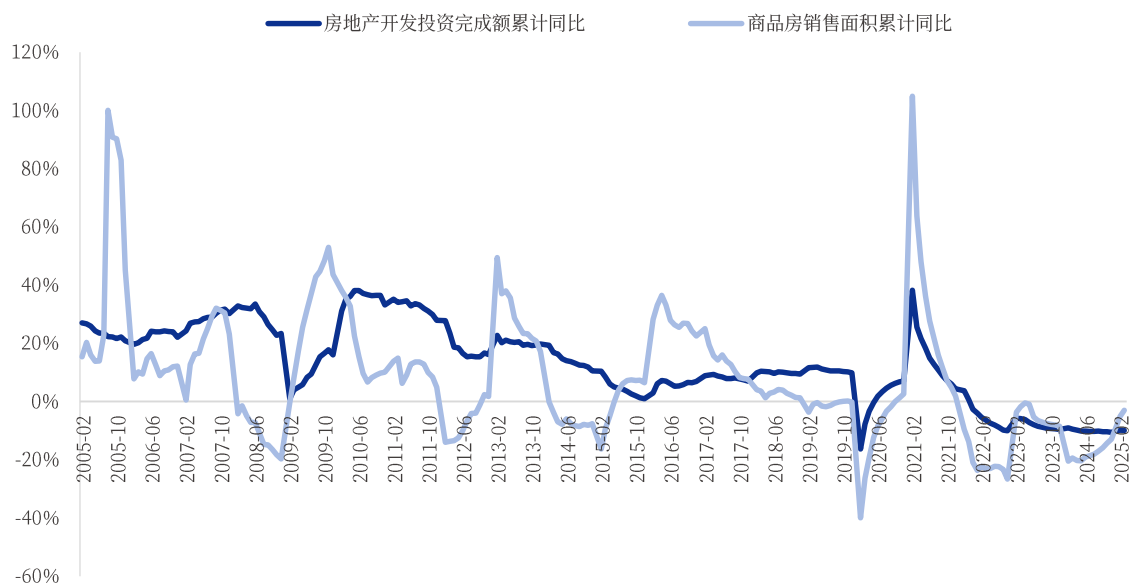


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、地产政策托底，装修装饰景气改善

**房地产投资承压，销售降幅继续收窄。**2025 年 1-3 月份，全国房地产开发投资 19904 亿元，同比下降 9.9%，降幅较 1-2 月扩大 0.1pct；2025 年 1-3 月份，商品房销售面积 21869 万平方米，同比下降 3.0%，降幅较 1-2 月收窄 2.1pct，其中住宅销售面积下降 2.0%，降幅收窄 1.4pct；商品房销售额 20798 亿元，同比下降 2.1%，降幅较 1-2 月收窄 0.5pct。整体来看，2025 年 1-3 月房地产投资承压，销售降幅继续收窄。

图8：房地产投资、销售增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**新开工、竣工面积降幅均收窄，拐点出现。**2025 年 1-3 月，房屋新开工面积 12996 万平方米，同比下降 24.4%，降幅较 1-2 月收窄 5.2pct；竣工面积 13060 万平方米，同比下降 14.3%，降幅较 1-2 月收窄 1.3pct。2024 年以来，受商品房销售低迷以及房企拿地意愿和能力下降的影响，房屋新开工面积持续下滑。2025 年，预计伴随政策的落地及商品房库存的逐步去化，房地产市场供需将实现平衡，新开工降幅有望继续收窄。竣工方面，2025 年保交楼政策延续，随着新开工面积拐点的出现，竣工面积降幅有望实现修复。

图9：房屋新开工面积、竣工面积增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

政策托底助力装修装饰行业景气度改善。2024年9月国新办发布会议来，一线城市快速响应，放开限购、下调首付比例和房贷利率，提振房地产市场信心，房地产行业有效需求得到释放。2025年4月中央政治局会议提及，加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造；加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。2025年一季度以来，一线城市二手房成交同比改善明显，我国房地产行业有望持续稳中向好，装修装饰行业景气度回升。

### 三、盈利预测与投资建议

---

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.18/3.36/3.56 亿元, 同比+4.90%/+5.65%/+6.01%, 对应 P/E 分别为 15.95/15.10/14.24 倍。首次覆盖, 建议“推荐”评级。

### 四、风险提示

---

- 1、新签订单下滑的风险;
- 2、应收账款回收不及预期的风险;
- 3、固定资产投资下滑的风险。

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表 (亿元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 184.85 | 188.56 | 196.58 | 207.33 |
| 现金         | 25.70  | 31.71  | 35.99  | 39.82  |
| 应收账款       | 43.25  | 38.29  | 37.66  | 37.41  |
| 其它应收款      | 2.30   | 2.66   | 2.69   | 2.83   |
| 预付账款       | 1.52   | 1.58   | 1.64   | 1.74   |
| 存货         | 22.02  | 24.37  | 24.91  | 26.37  |
| 其他         | 90.05  | 89.94  | 93.67  | 99.15  |
| 非流动资产      | 42.84  | 43.41  | 43.12  | 42.82  |
| 长期投资       | 1.51   | 1.51   | 1.51   | 1.51   |
| 固定资产       | 7.24   | 7.00   | 6.77   | 6.53   |
| 无形资产       | 2.04   | 2.00   | 1.96   | 1.92   |
| 其他         | 32.05  | 32.90  | 32.88  | 32.86  |
| 资产总计       | 227.68 | 231.97 | 239.70 | 250.15 |
| 流动负债       | 143.24 | 145.22 | 150.54 | 158.44 |
| 短期借款       | 12.89  | 12.89  | 12.89  | 12.89  |
| 应付账款       | 88.36  | 87.54  | 92.14  | 97.89  |
| 其他         | 41.98  | 44.79  | 45.50  | 47.65  |
| 非流动负债      | 1.17   | 1.18   | 1.18   | 1.18   |
| 长期借款       | 0.16   | 0.16   | 0.16   | 0.16   |
| 其他         | 1.01   | 1.02   | 1.02   | 1.02   |
| 负债合计       | 144.41 | 146.40 | 151.72 | 159.62 |
| 少数股东权益     | 3.09   | 3.16   | 3.22   | 3.28   |
| 归属母公司股东权益  | 80.19  | 82.41  | 84.76  | 87.25  |
| 负债和股东权益    | 227.68 | 231.97 | 239.70 | 250.15 |

| 现金流量表(亿元) | 2024A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流   | 2.43  | 8.24  | 5.67  | 5.28  |
| 净利润       | 3.05  | 3.25  | 3.41  | 3.62  |
| 折旧摊销      | 1.00  | 0.32  | 0.32  | 0.32  |
| 财务费用      | 0.55  | 0.33  | 0.33  | 0.33  |
| 投资损失      | -0.01 | 0.03  | 0.02  | 0.02  |
| 营运资金变动    | -5.18 | 1.32  | -1.42 | -2.02 |
| 其它        | 3.02  | 2.99  | 3.01  | 3.01  |
| 投资活动现金流   | -1.84 | -0.91 | -0.05 | -0.05 |
| 资本支出      | -0.96 | -0.03 | -0.03 | -0.03 |
| 长期投资      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 其他        | -0.89 | -0.88 | -0.02 | -0.02 |
| 筹资活动现金流   | -6.18 | -1.32 | -1.34 | -1.40 |
| 短期借款      | -3.71 | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 长期借款      | 0.16  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 其他        | -2.63 | -1.32 | -1.34 | -1.40 |
| 现金净增加额    | -5.59 | 6.01  | 4.28  | 3.83  |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表 (亿元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 121.36 | 125.50 | 130.75 | 138.10 |
| 营业成本     | 105.62 | 109.60 | 114.52 | 121.16 |
| 营业税金及附加  | 0.49   | 0.51   | 0.53   | 0.56   |
| 营业费用     | 1.94   | 2.23   | 2.27   | 2.39   |
| 管理费用     | 2.86   | 3.06   | 3.14   | 3.32   |
| 财务费用     | 0.46   | -0.18  | -0.30  | -0.39  |
| 资产减值损失   | -0.21  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 公允价值变动收益 | -0.05  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益    | 0.01   | -0.03  | -0.02  | -0.02  |
| 营业利润     | 3.46   | 3.63   | 3.79   | 4.04   |
| 营业外收入    | 0.02   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业外支出    | 0.03   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 利润总额     | 3.45   | 3.63   | 3.79   | 4.04   |
| 所得税      | 0.40   | 0.39   | 0.38   | 0.42   |
| 净利润      | 3.05   | 3.25   | 3.41   | 3.62   |
| 少数股东损益   | 0.03   | 0.07   | 0.06   | 0.06   |
| 归属母公司净利润 | 3.03   | 3.18   | 3.36   | 3.56   |
| EBITDA   | 5.15   | 3.77   | 3.81   | 3.98   |
| EPS (元)  | 0.23   | 0.24   | 0.25   | 0.27   |

| 主要财务比率    | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | -5.70%  | 3.41%   | 4.18%   | 5.62%   |
| 营业利润      | 28.32%  | 5.10%   | 4.34%   | 6.61%   |
| 归属母公司净利润  | 21.00%  | 4.90%   | 5.65%   | 6.01%   |
| 毛利率       | 12.97%  | 12.67%  | 12.41%  | 12.27%  |
| 净利率       | 2.49%   | 2.53%   | 2.57%   | 2.58%   |
| ROE       | 3.78%   | 3.85%   | 3.96%   | 4.08%   |
| ROIC      | 3.80%   | 3.12%   | 3.10%   | 3.15%   |
| 资产负债率     | 63.42%  | 63.11%  | 63.30%  | 63.81%  |
| 净负债比率     | -14.85% | -21.52% | -25.80% | -29.30% |
| 流动比率      | 1.29    | 1.30    | 1.31    | 1.31    |
| 速动比率      | 0.52    | 0.52    | 0.53    | 0.53    |
| 总资产周转率    | 0.53    | 0.55    | 0.55    | 0.56    |
| 应收账款周转率   | 2.95    | 3.08    | 3.44    | 3.68    |
| 应付账款周转率   | 1.21    | 1.25    | 1.27    | 1.28    |
| 每股收益      | 0.23    | 0.24    | 0.25    | 0.27    |
| 每股经营现金    | 0.18    | 0.61    | 0.42    | 0.39    |
| 每股净资产     | 5.98    | 6.15    | 6.33    | 6.51    |
| P/E       | 16.73   | 15.95   | 15.10   | 14.24   |
| P/B       | 0.63    | 0.61    | 0.60    | 0.58    |
| EV/EBITDA | 7.64    | 8.55    | 7.34    | 6.07    |
| P/S       | 0.42    | 0.40    | 0.39    | 0.37    |

图表目录

图 1： 亚厦股份荣获鲁班奖和国家工程金奖等..... 3

图 2： 2025 年一季报公司前十大股东..... 3

图 3： 2024 年公司收入构成 ..... 4

图 4： 2021-2024 公司收入(亿元)及同比增速 ..... 4

图 5： 2021-2024 公司归母净利润(亿元)及同比增速..... 4

图 6： 2021-2024 公司毛利率及净利率 ..... 5

图 7： 2021-2024 公司期间费用率 ..... 5

图 8： 房地产投资、销售增速 ..... 6

图 9： 房屋新开工面积、竣工面积增速 ..... 7

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**龙天光建筑行业分析师组长。**本科和研究生均毕业于复旦大学。2014 年就职于中国航空电子研究所。2016-2018 年就职于长江证券研究所。2018 年加入银河证券，担任通信、建筑行业组长。团队获 2017 年新财富第七名，Wind 最受欢迎分析师第五名。2018 年担任中央电视台财经频道节目录制嘉宾。2019 年获财经最佳选股分析师第一名。2021 年获东方财富 Choice 最佳分析师建筑行业第三名。2022 年获东方财富 Choice 建筑行业最佳分析师及分析师个人奖。2024 年获 Wind 金牌分析师建筑行业第四名；获东方财富 Choice 建筑行业最佳分析师第三名；获 21 世纪金牌分析师建筑行业第二名。

**张淦获建筑行业分析师。**美国杜兰大学金融硕士，5 年投资银行从业经验。2023 年加入银河证券研究院，从事建筑研究。2024 年获 Wind 金牌分析师建筑行业第四名；团队获东方财富 Choice 建筑行业最佳分析师第三名；获 21 世纪金牌分析师建筑行业第二名。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                   | 评级   | 说明                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上       |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间   |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |
|                                                                                                                                        | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上       |
|                                                                                                                                        |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间    |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
褚 颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn