

# 东方雨虹 (002271)

## 2022 年年报点评: 民建及非防品类表现突出, 盈利有望触底回升

买入 (维持)

2023 年 04 月 13 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	31,214	36,620	43,341	50,492
同比	-2%	17%	18%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	2,120	3,692	4,669	5,825
同比	-50%	74%	26%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.84	1.47	1.85	2.31
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.16	22.49	17.78	14.25

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报。实现营业总收入 312.14 亿元, 同比-2.26%; 归母净利润 21.2 亿元, 同比-49.57%。
- **民建集团表现亮眼, 非防水品类快速发展。** 分季度来看, 22Q1-Q4 公司营收增速分别为+17.31%/+1.65%/-4.51%/-15.31%, 受下游需求景气及疫情影响, Q4 收入承压。分业务看, 2022 年防水卷材/防水涂料/防水施工收入分别同比-20.36%/+17.15%/+9.30%, 砂浆粉料及建筑涂料等产品增长较快。分渠道来看, 2022 年民建集团实现营业收入 60.78 亿元, 同比增长 58%, 发展经销商数量已突破 4000 家, 分销网点 16 余万家, 分销门头近 4 万家。工程经销渠道方面, 公司持续赋能合伙人发展, 通过属地经营、渠道持续下沉, 加强所属区域市场覆盖率与渗透率。
- **原材料价格回落、人员结构优化, 盈利有望触底回升。** 公司 2022 年销售毛利率 25.77%, 同比下滑 4.76 个百分点, 主要系原材料价格持续高位影响。2022 年 Q1-4 销售毛利率分别为 28.28%/25.94%/23.81%/25.55%, 随着原材料成本下降, Q4 盈利水平逐步修复; 22 年销售净利率 6.79%, 同比下滑 6.4 个百分点, 其中 2022 年公司计提信用减值损失 3.15 亿元。期间费用率方面, 销售费用率 8.51%, 同比变动+1.57pct, 主要系职工薪酬、广宣费等增加; 管理及研发费用率 7.53%, 同比变动+0.63pct。2022 年公司人员总数 12590 人 (2021 年为 13630 人), 随着公司经营提质增效、成本回落, 盈利有望触底回升。
- **22 年全年经营性现金流承压, Q4 强化收款收现情况改善。** 公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额 6.54 亿元, 较上年同期减少 84.11%, 主要原因是销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。1) 收现比: 2022 年公司收现比 104.50%, 同比下降 6.85 个百分点; 2022 年末公司应收账款及应收票据余额 113.87 亿元, 环比 2022 年 Q3 末的 163.42 亿元大幅下降。2) 付现比: 2022 年公司付现比 108.62%, 同比下降 6.53 个百分点。未来随着公司工程经销及零售渠道的快速发展, 经营质量有望改善。
- **盈利预测与投资评级:** 公司作为防水行业龙头, 积极通过组织架构调整来覆盖空白市场, 拓展非房地产项目, 优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块, 有望通过内部资源整合和协同快速发展。未来防水新规落地需求改善, 公司防水主业市占率持续提升, 非房板块和非防业务有望进一步打开成长空间。考虑到下游需求恢复及成本下行, 我们调整 2023-2025 年归母净利润为 36.92/46.69/58.25 亿元 (2023-2024 年前值为 34.75/42.38 亿元), 对应 PE 分别为 22X/18X/14X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游房地产行业波动的风险; 原材料价格剧烈波动的风险; 行业竞争加剧风险; 应收账款风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	34.46
一年最低/最高价	22.61/52.46
市净率(倍)	3.24
流通 A 股市值(百万元)	68,444.37
总市值(百万元)	86,786.28

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.64
资产负债率(% ,LF)	46.22
总股本(百万股)	2,518.46
流通 A 股(百万股)	1,986.20

### 相关研究

《东方雨虹(002271): Q3 业绩承压, 费用压缩、现金流环比略改善》

2022-10-26

《东方雨虹(002271): 2022 年半年报点评: 多重压力下 Q2 业绩承压, C 端业务维持快速发展》

2022-08-23

## 1. 东方雨虹：民建及非防品类表现突出，盈利有望触底回升

**事件：公司发布 2022 年年报。** 实现营业总收入 312.14 亿元，同比下滑 2.26%；实现归母净利润 21.20 亿元，同比下滑 49.57%；实现扣非归母净利润 18.03 亿元，同比下滑 53.42%。其中，2022Q4 单季营业收入为 78.35 亿元，同比下滑 15.31%；归母净利润为 4.65 亿元，同比下滑 69.51%。

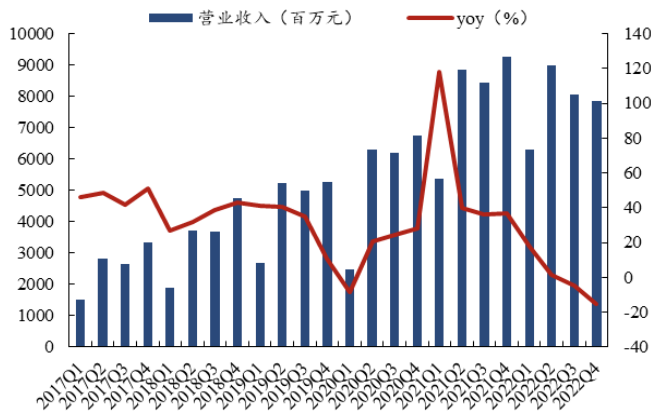
### 1.1. 民建集团表现亮眼，非防水品类快速发展

分季度来看，Q4 受疫情及需求景气影响收入下滑较为明显。2022 年 Q1-Q4 公司分别实现营业收入 63.09 亿元/89.98 亿元/80.72 亿元/78.35 亿元，Q1-Q4 营收增速分别为 17.31%/1.65%/-4.51%/-15.31%。2022 年由于下游需求景气度较低开工率不足，疫情反复扰动等因素影响收入承压。

分业务来看，砂浆粉料、建筑涂料、民用建材等品类规模持续增加。2022 年防水卷材实现营业收入 124.77 亿元，同比下滑 20.36%；防水涂料实现营业收入 115.05 亿元，同比增长 17.15%，砂浆粉料及建筑涂料等产品增速较快；防水施工实现营业收入 44.03 亿元，同比增长 9.30%；其他主营业务收入 19.71 亿元（主要包括无纺布、保温材料等），同比增长 41.21%；材料销售 8.59 亿元，同比下滑 16.06%。公司在保持防水主业市场地位的同时，积极布局非织造布、特种薄膜、VAE 乳液、VAEP 胶粉等上游产业，提升公司供应链抗风险能力，进一步构筑公司更深、更宽的护城河。

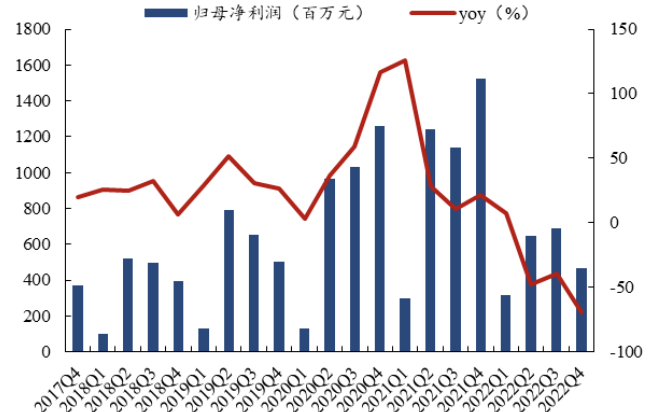
分渠道来看，公司积极推动渠道结构调整。1) 民建集团：2022 年民建集团实现营业收入 60.78 亿元，同比增长 58%，发展经销商数量已突破 4000 家，分销网点 16 余万家，分销门头近 4 万家。民建集团聚焦防水防潮系统和铺贴美缝系统的双主业发展战略，持续引领防水涂料、防水卷材行业新发展，同时加速提升瓷砖胶、美缝剂双品类市场占有率，孵化培育腻子粉、加固剂等墙辅材料及胶类、管业等新品类。2) 工建集团：工程经销渠道方面，公司持续赋能合伙人发展，通过属地经营、渠道持续下沉，加强所属区域市场覆盖率与渗透率；工程直销方面，公司坚持风险控制优先，巩固优质房地产客户业务的同时加大非房地产业务开拓，工业建筑、能源建设、铁路、公路、轨道交通、隧道及地下工程、民生工程等方面多点开花，先后与多家大型企业集团签订了战略合作协议或长期供货协议。

图1: 东方雨虹单季度收入变化 (百万元, %)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图2: 东方雨虹单季度归母净利润变化 (百万元, %)

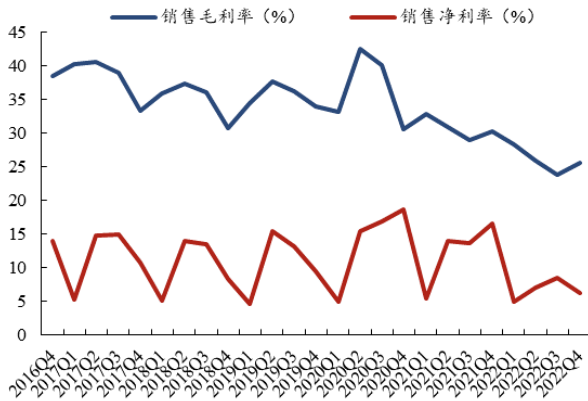


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

## 1.2. 原材料价格回落、人员结构优化, 盈利有望触底回升

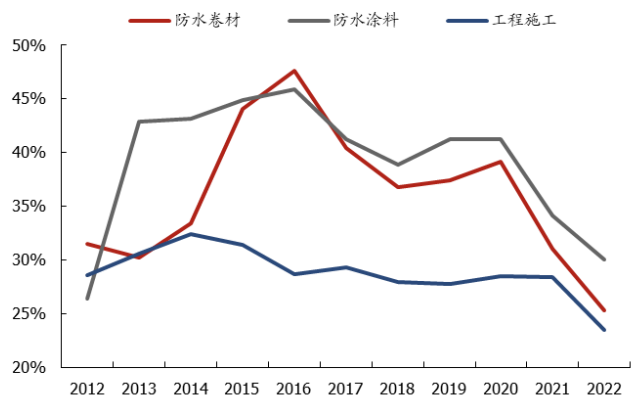
原材料价格高位之下毛利率承压, 22Q4 已有环比改善。公司 2022 年销售毛利率 25.77%, 同比下滑 4.76 个百分点, 主要系报告期内主要原材料价格持续高位影响。分季度看, 2022 年 Q1-4 公司销售毛利率分别为 28.28%/25.94%/23.81%/25.55%, 随着原材料成本下降, Q4 盈利水平逐步修复。公司 2022 年销售净利率 6.79%, 同比下滑 6.4 个百分点, 其中 2022 年公司计提信用减值损失 3.15 亿元。

图3: 东方雨虹毛利率、净利率变动情况 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

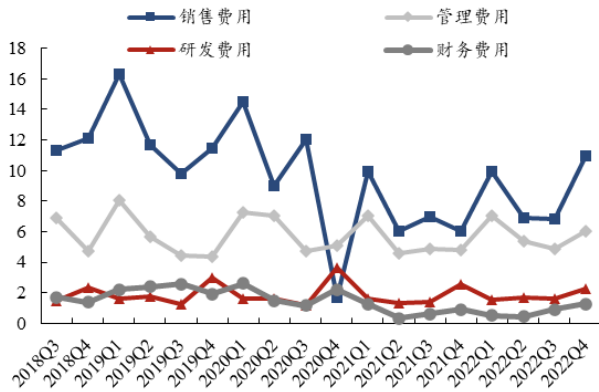
图4: 东方雨虹分业务毛利率变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

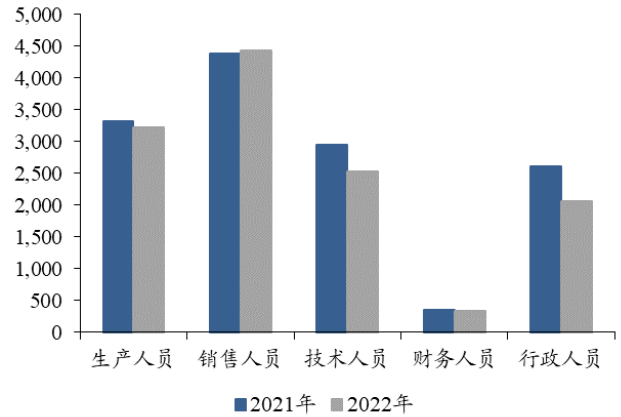
人员数量有所优化, 销售费用率短期提升。期间费用率方面, 公司 2022 年销售费用率 8.51%, 同比变动+1.57pct; 管理及研发费用率 7.53%, 同比变动+0.63pct; 财务费用率 0.79%, 同比变动+0.06pct。其中, 单 Q4 销售费用率 10.96%, 同比变动+4.89pct, 主要系收入规模下滑费用摊销减少及人工薪酬增加 (主要涉及一次性补偿等)。2022 年末公司人员总数 12590 人 (2021 年末为 13630 人), 公司 2022 年进行人员结构优化, 强调降本增效, 人员数量有一定精简。

图5: 东方雨虹单季度期间费用率变动情况 (%)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图6: 东方雨虹人员数量变动情况

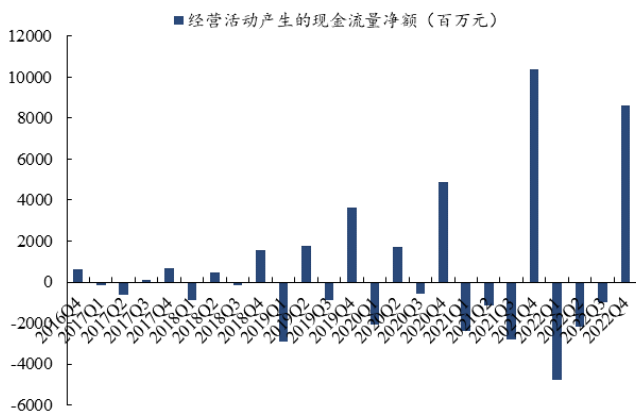


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

### 1.3. 22 年全年经营性现金流承压, Q4 强化收款收现情况改善

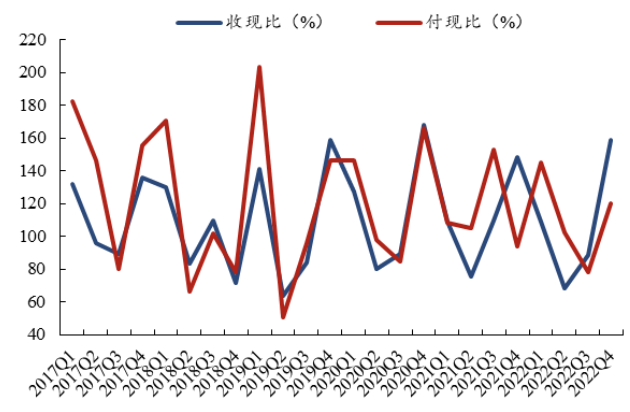
公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额 6.54 亿元, 较上年同期减少 84.11%, 主要原因是销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。1) 收现比情况: 2022 年公司收现比 104.50%, 同比下降 6.85 个百分点, 其中单 Q4 收现比 159.05%, 同比提升 10.81 个百分点, Q4 公司强化回款收现情况有所改善; 2022 年末公司应收账款及应收票据余额 113.87 亿元, 环比 2022 年 Q3 末的 163.42 亿元大幅下降。2) 付现比情况: 2022 年公司付现比 108.62%, 同比下降 6.53 个百分点; 2022 年末公司应付账款及应付票据余额 44.89 亿元, 同比下降 24.47%。未来随着公司工程经销及零售渠道的快速发展, 经营质量有望改善。

图7: 东方雨虹经营性现金流净额变动情况 (百万元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图8: 东方雨虹分季度收现比、付现比情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

## 2. 盈利预测与投资建议

公司作为防水行业龙头, 积极通过组织架构调整来覆盖空白市场, 拓展非房地产项

目，优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块，有望通过内部资源整合和协同快速发展。未来防水新规落地需求改善，公司防水主业市占率持续提升，非房板块和非防业务有望进一步打开成长空间。考虑到下游需求恢复及成本下行，我们调整 2023-2025 年归母净利润为 36.92/46.69/58.25 亿元（2023-2024 年前值为 34.75/42.38 亿元），对应 PE 分别为 22X/18X/14X，维持“买入”评级。

### 3. 风险提示

下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险。

### 东方雨虹三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>32,346</b>	<b>36,122</b>	<b>41,849</b>	<b>49,548</b>	<b>营业总收入</b>	<b>31,214</b>	<b>36,620</b>	<b>43,341</b>	<b>50,492</b>
货币资金及交易性金融资产	11,146	12,412	14,427	18,179	营业成本(含金融类)	23,171	26,526	31,282	36,283
经营性应收款项	13,823	15,945	18,747	21,490	税金及附加	253	275	325	379
存货	1,575	1,694	1,936	2,137	销售费用	2,658	2,812	3,251	3,686
合同资产	3,039	3,296	3,684	4,292	管理费用	1,795	1,941	2,254	2,575
其他流动资产	2,763	2,775	3,056	3,450	研发费用	556	652	771	899
<b>非流动资产</b>	<b>18,209</b>	<b>18,354</b>	<b>18,428</b>	<b>18,370</b>	财务费用	245	273	271	254
长期股权投资	200	200	200	200	加:其他收益	453	608	693	808
固定资产及使用权资产	8,732	8,899	8,894	8,822	投资净收益	-12	18	22	25
在建工程	2,049	1,852	1,807	1,745	公允价值变动	-5	0	0	0
无形资产	2,191	2,361	2,481	2,551	减值损失	-393	-370	-355	-350
商誉	150	150	150	150	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	73	78	83	88	<b>营业利润</b>	<b>2,579</b>	<b>4,397</b>	<b>5,548</b>	<b>6,900</b>
其他非流动资产	4,813	4,813	4,813	4,813	营业外净收支	24	20	25	28
<b>资产总计</b>	<b>50,556</b>	<b>54,476</b>	<b>60,278</b>	<b>67,918</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,603</b>	<b>4,417</b>	<b>5,573</b>	<b>6,928</b>
<b>流动负债</b>	<b>21,961</b>	<b>22,649</b>	<b>24,342</b>	<b>26,718</b>	减:所得税	486	729	908	1,108
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,833	6,833	6,833	6,833	<b>净利润</b>	<b>2,118</b>	<b>3,688</b>	<b>4,664</b>	<b>5,820</b>
经营性应付款项	4,489	5,087	5,999	6,759	减:少数股东损益	-2	-4	-5	-6
合同负债	3,324	3,846	4,536	5,261	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,120</b>	<b>3,692</b>	<b>4,669</b>	<b>5,825</b>
其他流动负债	7,316	6,882	6,974	7,865	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.84	1.47	1.85	2.31
非流动负债	1,406	1,706	1,906	2,106	EBIT	2,915	4,414	5,458	6,671
长期借款	544	844	1,044	1,244	EBITDA	3,729	5,374	6,489	7,764
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.77	27.56	27.82	28.14
租赁负债	151	151	151	151	归母净利率(%)	6.79	10.08	10.77	11.54
其他非流动负债	711	711	711	711	收入增长率(%)	-2.26	17.32	18.35	16.50
<b>负债合计</b>	<b>23,367</b>	<b>24,354</b>	<b>26,248</b>	<b>28,824</b>	归母净利润增长率(%)	-49.57	74.12	26.47	24.77
归属母公司股东权益	26,807	29,743	33,657	38,727					
少数股东权益	381	378	373	367					
<b>所有者权益合计</b>	<b>27,188</b>	<b>30,121</b>	<b>34,030</b>	<b>39,094</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>50,556</b>	<b>54,476</b>	<b>60,278</b>	<b>67,918</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	654	3,219	4,076	5,751	每股净资产(元)	10.64	11.81	13.36	15.38
投资活动现金流	-4,729	-1,097	-1,088	-1,012	最新发行在外股份(百万股)	2,518	2,518	2,518	2,518
筹资活动现金流	-1,029	-887	-1,003	-1,016	ROIC(%)	6.88	10.14	11.42	12.54
现金净增加额	-5,118	1,235	1,985	3,723	ROE-摊薄(%)	7.91	12.41	13.87	15.04
折旧和摊销	814	961	1,031	1,093	资产负债率(%)	46.22	44.71	43.54	42.44
资本开支	-4,173	-1,080	-1,075	-1,002	P/E (现价&最新股本摊薄)	39.16	22.49	17.78	14.25
营运资本变动	-2,928	-1,747	-2,185	-2,416	P/B (现价)	3.10	2.79	2.47	2.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

