



买入（维持）

所属行业：建筑材料/其他建材
当前价格(元)：29.83

证券分析师

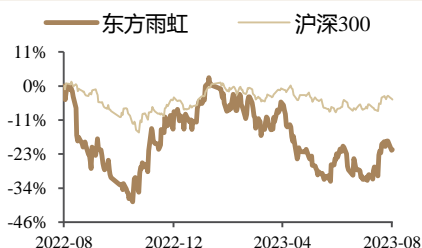
闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.69	1.84	3.11
相对涨幅(%)	10.98	-2.01	5.45

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《东方雨虹(002271.SZ)：新一期股权激励计划发布，防水龙头坚定信念走出阵痛期》，2023.6.6
- 《东方雨虹(002271.SZ)：23Q1业绩超预期，盈利和现金流均改善》，2023.4.25
- 《东方雨虹(002271.SZ)：行业底部已过，消费建材龙头渠道转型加速》，2023.4.13
- 《东方雨虹(002271.SZ)：Q3至暗时刻已过，Q4有望逐步改善》，2022.10.25
- 《东方雨虹(002271.SZ)：地产下行周期，渠道转型加速进行》，2022.8.23

东方雨虹(002271.SZ)：渠道变革初见成效，经营质量稳步提升

投资要点

- **事件**：公司2023年上半年公司实现收入168.52亿元(+10.1%)，归母净利润13.34亿元(+38.07%)，扣非归母净利润12.43亿元(+39.59%)；其中Q2实现营收93.57亿元(+4%)，归母净利润9.49亿元(+46.15%)，扣非归母净利润9.19亿元(+54.7%)。
- **加速渠道变革，经营质量逐步改善**。公司Q1-Q2收入增速分别为18.8%、4%，主要是一季度疫情放开后，前期压制的购房需求集中释放，地产新房、二手房成交回暖支撑需求；进入二季度，宏观经济承压，地产销售等数据下行拖累行业需求；在行业下行周期，公司积极战略调整，工程业务加速一体化公司渠道下沉，提升渠道业务占比，同时，以民建集团、德爱威涂料零售、建筑修缮集团雨虹到家服务为代表的C端零售业务保持稳健增长，上半年，公司零售业务实现营收约50.5亿元，同比增长32.21%，占公司总营收比例的29.98%，其中民建集团实现营收43.84亿元(+34.69%)，零售业务占比提升有利于优化现金流及提高经营质量。而Q2成本端主要原材料沥青价格同比有所下滑，以山东地区重交沥青价格为例，Q2均价约3704元/吨，同比下滑11%，环比提升约1.6%，沥青在防水材料成本里占比约20-30%，原材料价格下滑利于公司毛利率修复，23Q2公司毛利率为29.1%，环比提升约0.44个pct，同比提升约3.2个pct，盈利能力逐步恢复。
- **上半年经营性净现金流同比改善明显，应收账款增速低于营收增速**。2023年上半年公司经营性现金流净额为-39.43亿元，同比少流出30.4亿元，其中Q2净流出1.37亿元，同比大幅改善，23Q2公司收现比为0.82x，同比增加0.14x；经营活动净现金流明显改善主要由于公司加大渠道变革，提升经销及零售占比，优化直销，回款情况明显好转所致；2023年二季度末，公司应收账款和应收票据合计同比下降4.1%，低于同期营收增速，其他应收款为39.29亿元，较年初增加12.9亿元，其中押金及保证金约28.2亿元，较年初增加约10亿元，随着公司业务规模的扩大，保证金规模随之增加。2023H1末，公司账面货币资金为54.8亿元，资产负债率为42.57%，较年初回落3.65个pct，充足的货币资金为公司生产经营提供有力保障，公司经营质量稳步提升。
- **23Q2信用减值约2.07亿元，期间费用率约为14.13%**。公司上半年信用减值约4.07亿元，其中Q2减值约2.07亿元，主要是应收账款按照账龄做减值计提，随着房企经营压力增大，公司对账期容忍度降低，加强应收账款回款力度，降低坏账风险；Q2公司期间费用率为14.13%，同比下降约0.3个pct，费用率改善以及成本下行使得公司Q2销售净利率恢复到10.21%，同比提升3.14个pct，公司整体费用管控能力仍在提升。
- **产品多元化发展，打造综合建材集团**。公司在主营建筑防水材料的基础上，大力开拓建筑装饰涂料、特种砂浆、建筑粉料、建筑节能保温、建筑工程修缮服务和上游材料非织造布、VAE乳液等多领域产品发展，依托防水材料多年积累的销售渠道和客户资源，多产品布局打造综合建材集团。报告期内，以砂粉科技、虹昇新能源为代表的业务板块深耕细作、蓄势发力；其中砂粉科技集团依托公司零售渠道网点布局，快速增加砂粉产品覆盖范围，2023年上半年已在全国布局700余家砂粉专业工程渠道经销商，上半年公司砂浆粉料业务实现收入约19亿元，同比增长42.99%，为公司带来新的业绩增长点。
- **投资建议**：公司作为防水行业龙头，加速渠道变革，业务多元化发展抵御单一品类

的失速风险，上半年公司业绩体现了经营韧性以及经营质量的提升，同时公司发布新一期股权激励调动员工积极性；随着近期政治局会议定调地产政策基调，到住建部则明确政策方向，再到北上广深表态将实时优化房地产政策，郑州、南京等地出台地产优化政策，下半年地产有望快速触底企稳，公司经营情况有望更进一步；考虑到上半年地产下行带来的需求承压，我们调整 23-25 年公司归母净利润分别为 35.8、50 和 63 亿元，对应 EPS 分别为 1.42、1.98、2.5 元，对应 PE 估值分别为 21、15、11.9 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料持续涨价，成本压力加剧；地产投资大幅低于预期；行业竞争加剧，企业扩张进度低于预期；环保监管放松，产能退出进度不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	2,518.46
流通 A 股(百万股):	1,986.20
52 周内股价区间(元):	23.17-38.96
总市值(百万元):	75,125.79
总资产(百万元):	47,313.31
每股净资产(元):	10.79

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,934	31,214	36,113	42,353	49,884
(+/-)YOY(%)	47.0%	-2.3%	15.7%	17.3%	17.8%
净利润(百万元)	4,205	2,120	3,584	4,996	6,298
(+/-)YOY(%)	24.1%	-49.6%	69.0%	39.4%	26.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.67	0.84	1.42	1.98	2.50
毛利率(%)	30.5%	25.8%	30.3%	30.7%	31.1%
净资产收益率(%)	16.0%	7.9%	12.1%	14.4%	15.4%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.84	1.42	1.98	2.50
每股净资产	10.64	11.77	13.75	16.25
每股经营现金流	0.26	1.70	2.05	2.56
每股股利	0.10	0.30	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	39.87	20.96	15.04	11.93
P/B	3.15	2.53	2.17	1.84
P/S	2.41	2.08	1.77	1.51
EV/EBITDA	22.68	13.69	10.89	8.61
股息率%	0.3%	1.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.8%	30.3%	30.7%	31.1%
净利润率	6.8%	9.9%	11.8%	12.6%
净资产收益率	7.9%	12.1%	14.4%	15.4%
资产回报率	4.2%	7.1%	8.6%	9.4%
投资回报率	6.5%	11.1%	12.3%	13.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-2.3%	15.7%	17.3%	17.8%
EBIT 增长率	-45.6%	70.3%	25.9%	24.6%
净利润增长率	-49.6%	69.0%	39.4%	26.1%
偿债能力指标				
资产负债率	46.2%	40.7%	39.4%	38.7%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
现金比率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	127.2	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	24.8	24.8	24.8	24.8
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	3.6	3.3	3.2	3.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,120	3,584	4,996	6,298
少数股东损益	-2	-4	-6	-7
非现金支出	1,206	1,169	911	890
非经营收益	-59	257	141	120
营运资金变动	-2,611	-733	-885	-862
经营活动现金流	654	4,273	5,156	6,438
资产	-4,173	-3,737	-3,966	-3,800
投资	1,054	0	0	0
其他	-1,609	-25	21	25
投资活动现金流	-4,729	-3,762	-3,945	-3,775
债权募资	8,873	-2,754	-500	-150
股权募资	7	0	0	0
其他	-9,910	-994	-167	-153
融资活动现金流	-1,029	-3,748	-667	-303
现金净流量	-5,118	-3,237	544	2,360

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 9 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31,214	36,113	42,353	49,884
营业成本	23,171	25,182	29,369	34,376
毛利率%	25.8%	30.3%	30.7%	31.1%
营业税金及附加	253	292	343	404
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	2,658	3,250	3,600	3,991
营业费用率%	8.5%	9.0%	8.5%	8.0%
管理费用	1,795	2,010	2,325	2,795
管理费用率%	5.8%	5.6%	5.5%	5.6%
研发费用	556	644	755	889
研发费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
EBIT	2,781	4,734	5,961	7,429
财务费用	245	238	167	153
财务费用率%	0.8%	0.7%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-78	-600	-300	-300
投资收益	-12	25	21	25
营业利润	2,579	4,396	6,130	7,725
营业外收支	24	5	5	8
利润总额	2,603	4,401	6,135	7,733
EBITDA	3,594	5,303	6,572	8,019
所得税	486	821	1,144	1,442
有效所得税率%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
少数股东损益	-2	-4	-6	-7
归属母公司所有者净利润	2,120	3,584	4,996	6,298

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,539	7,302	7,847	10,207
应收账款及应收票据	11,387	10,482	12,293	14,479
存货	1,575	1,711	1,996	2,336
其它流动资产	8,845	9,732	10,921	12,355
流动资产合计	32,346	29,228	33,057	39,377
长期股权投资	200	200	200	200
固定资产	8,563	10,844	13,336	15,764
在建工程	2,049	2,529	2,944	3,294
无形资产	2,191	2,604	3,058	3,498
非流动资产合计	18,209	21,383	24,744	27,962
资产总计	50,556	50,611	57,801	67,339
短期借款	6,254	3,500	3,000	2,850
应付票据及应付账款	4,489	4,879	5,690	6,660
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	11,218	10,814	12,702	15,129
流动负债合计	21,961	19,193	21,391	24,639
长期借款	544	544	544	544
其它长期负债	862	862	862	862
非流动负债合计	1,406	1,406	1,406	1,406
负债总计	23,367	20,598	22,797	26,045
实收资本	2,518	2,518	2,518	2,518
普通股股东权益	26,807	29,636	34,632	40,930
少数股东权益	381	377	371	364
负债和所有者权益合计	50,556	50,611	57,801	67,339

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。