

2023年08月12日

零售+粉料高增，渠道变革效果显著

东方雨虹(002271)

评级:	买入	股票代码:	002271
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	39.5/22.61
目标价格:		总市值(亿)	726.07
最新收盘价:	28.83	自由流通市值(亿)	575.30
		自由流通股数(百万)	1,995.49

事件概述: 公司发布半年度报告, 23H1实现营业收入168.52亿元, 同比+10.10%, 实现归母净利润13.34亿元, 同比+38.07%, 与业绩预告情况相符。拆分看 23Q2实现营业收入93.57亿元, 同比+3.99%, 实现归母净利润9.49亿元, 同比增长46.15%。

► **渠道变革零售/粉料高增, 毛利率全年回升, 现金流同比好转。** 1) 按产品拆分看, 防水卷材实现收入71.83亿元同比+1.13% (毛利率27.44%, 同比+0.15pct), 涂料51.84亿元同比+22.46% (毛利率37.56%, 同比+5.2pct), 砂浆粉料19.04亿元同比+42.99% (毛利率28.23%, 同比+5.2pct), 工程施工13.67亿元同比-5%; 2) 按渠道拆分看, 零售渠道实现收入50.52亿元同比+32.21%, 工程渠道61.42亿元同比+26.68%, 直销52.38亿元同比-13.25%。公司零售为先、工程渠道合伙人战略再深化的战略使得上述渠道增速恢复显著, 直销渠道下滑反应了公司对应收账款的把控力度, 上半年渠道变革对冲地产相关业务的下滑。23H1收现比为94%, 对比去年同期提升了9个百分点; 23H1经营性现金流净额-39.4亿元(去年同期-69.8亿元), 同比显著出现好转; Q2毛利率回升至29.1%, 同比环比分别提升3.16、0.44个百分点, 原材料同比有所下降叠加公司较为优秀的库存管理, 我们认为第三季度的毛利率仍有提升空间。

► **零售业务继续高增, 同比+32.21%。** 公司继续坚持C端优先战略, 强品牌、优服务、扩品类, 以民建集团、德爱威涂料零售、雨虹到家服务为代表的C端零售业务增长显著, 23H1公司零售业务实现收入50.52亿元, 同比增长32.21%, 占公司营业收入的29.98%, 占比不断提高。

(1) **民建集团同比高增+35%:** 23H1, 民建集团实现营业收入43.84亿元, 同比+34.69%。推动防水及瓷砖美缝双主业发展, 并积极培育加固剂、胶类、五金、管类产品, 致力于为消费者打造一站式建筑建材采购平台, 提升C端影响力。渠道上, 公司持续推进渠道下沉, 重点关注薄弱市场, 进一步扩大主品类城市覆盖, 推动经销网络进一步细化, 23H1, 民建集团百万经销商签约数量增长近700家, 已覆盖近5万家门店和近20万家分销网点。同时, 公司加强了与装饰公司的合作, 加速以“虹哥汇”为核心的会员运营体系建设, 深度绑定全国专卖店, “虹哥汇”会员数量已突破230万人。

(2) **建筑涂料“德爱威”签约2200+经销商, 2.5万+销售网点:** 在产品层面, “德爱威”色彩优势显著, 拥有800万海量色彩配方库, 凭借产品上的优势, “德爱威”积极进行经销商、家装公司、终端会员的全链条开拓, 目前已签约2200余家经销商, 铺设了2.5万余家终端销售网点, 与约200个头部家装公司及4600多个区域家装公司开展合作, 在终端市场上建立了1700余家专卖店, 并率先启动“万象崛起”会员推广创新方案, 锁定专业人士, 逐步沉淀专业会员百万余名。

(3) **老旧小区修缮需求放量在即, 已布局600+家门店。** 老旧小区改造修缮需求旺盛, 存量市场逐步打开。公司以渗漏维修为业务流量入口, 围绕家庭修缮形成漏水修缮、刷新服务、门窗修缮、空气治理、暖通修缮、局改整装、易屋美墅、渗漏智检、智能改造等多元化服务模式及一站式解决方案。目前雨虹与京东居家就线下门店及商品供应链合作、到家业务、服务商品化等方面深度合作,

共建家装建材、建筑修缮行业“线上+线下”全渠道、“商品+供应链+履约服务”一体化的生态圈。截至到 23H1，建筑修缮集团雨虹到家服务在全国已布局运营中心、社区服务站等 600 余家门店。这与当下我国存量市场的需求有较大的契合，今年 7 月，国常会通过了《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，其中满足条件的 21 个城市将成为重点城市进行改造，以及其他城市的老旧小区的修缮需求旺盛，存量建筑修缮市场逐步打开。

▶**砂浆粉料成为新的重磅增长点，同比+42.99%**。23H1 公司砂浆粉料业务实现收入 19.04 亿元，同比增长 42.99%，占营业收入的 11.30%，成为重要的业绩增长点之一。公司砂浆粉料集团下设“华砂”“壁安”两大品牌，分别负责砂浆和腻子粉产品的经营；公司自 08 年开始孕育“华砂”品牌，15 年成立华砂公司，旨在打造“中华砂浆第一品牌”。目前已完备瓷砖铺贴、墙面涂装、保温粘结、地面找平、基础修建等 5 大产品体系；23H1，公司不断创新产品品类，加强石膏砂浆、外墙防水砂浆、装饰砂浆等各类产品的研发，更好地满足了消费者的多样化需求。同时，砂浆粉料集团进一步完善了生产基地布局更好地满足了砂浆粉料对运输距离的要求。零售端，集团充分利用防水渠道的优势，实现了协同效应，快速扩大了产品的市场覆盖范围；工程端，公司以工厂为圆心，建立了“销技供产服”一体化公司，23H1 已布局 700 余家砂粉工程渠道经销商，提高了响应速度和服务质量，积极推进企业集采库品牌入围，提升了砂浆粉料的配套率。

▶**工程渠道深化改革，防水主业市占率提高**。今年 4 月实施的防水新规不仅提高了防水设计寿命和等级等质量要求，还大幅增加了防水材料的消耗量。面对下游客户对建筑品质需求的不断提升，公司凭借产品研发、品类、品牌、营销网络、成本、产能布局等多方面的优势，进一步扩大了防水涂料等产品的市场占有率。同时，公司在工程端持续深化渠道改革，降低直销占比，全面培育和赋能各类合伙人，包括资源合伙人、中小微合伙人、专业领域合伙人等，有效提升了细分区域市场的覆盖率和渗透率。这一模式有助于降低施工业务的垫资需求和经营风险，23H1 公司经营活动净现金流为 -39.43 亿元，同比大幅改善 43.51%。

▶**原材料供应链完善、价格下行及业务结构优化共同提升毛利率水平**。23H1 公司毛利率水平由去年同期的 26.9% 上升至 28.9%，提升 2pct。23H1 全资子公司“虹石新材料”在扬州化学工业园区投产了 VAE 乳液、VAEP 胶粉项目的一期工程，可以为防水涂料、砂浆粉料供应高质量原材料，增强了公司供应链的稳定性和抗风险能力。从原材料市场价格来看，23Q2 沥青现货主流价维持约 3800 元/吨，低于去年同期水平。毛利率较高的 C 端零售业务占比也进一步增加，双因素共同促进了毛利率的提升。

投资建议

我们维持 2023-2025 年公司营业收入 370.93/438.29/505.10 亿元的盈利预测，预计归母净利润 38.64/51.37/60.92 亿元，EPS 1.53/2.04/2.42 元；对应 8 月 11 日 28.83 元收盘价 18.79/14.14/11.92xPE，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，原材料大幅度波动，产能投放不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,934	31,214	37,093	43,829	50,510
YoY (%)	47.0%	-2.3%	18.8%	18.2%	15.2%
归母净利润(百万元)	4,205	2,120	3,864	5,137	6,092
YoY (%)	24.1%	-49.6%	82.2%	32.9%	18.6%
毛利率 (%)	30.5%	25.8%	28.0%	29.4%	30.3%
每股收益 (元)	1.74	0.85	1.53	2.04	2.42
ROE	16.0%	7.9%	12.7%	14.4%	14.6%
市盈率	16.57	33.92	18.79	14.14	11.92

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话:

研究助理: 金兵

邮箱: jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31,214	37,093	43,829	50,510	净利润	2,118	3,864	5,136	6,091
YoY(%)	-2.3%	18.8%	18.2%	15.2%	折旧和摊销	814	1,095	1,372	1,591
营业成本	23,171	26,703	30,959	35,209	营运资金变动	-2,611	3,812	-8,189	5,134
营业税金及附加	253	285	336	391	经营活动现金流	654	9,328	-1,033	13,515
销售费用	2,658	2,946	3,492	4,066	资本开支	-4,173	-4,364	-4,067	-4,164
管理费用	1,795	2,062	2,434	2,823	投资	1,054	-986	-1,141	-1,238
财务费用	245	28	-50	168	投资活动现金流	-4,729	-5,313	-5,199	-5,384
研发费用	556	679	789	913	股权募资	7	0	0	0
资产减值损失	-78	0	0	0	债务募资	-88	1,309	1,317	1,110
投资收益	-12	60	35	44	筹资活动现金流	-1,029	715	909	643
营业利润	2,579	4,719	6,270	7,442	现金净流量	-5,118	4,730	-5,323	8,774
营业外收支	24	5	11	11	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	2,603	4,724	6,280	7,454	成长能力				
所得税	486	860	1,144	1,363	营业收入增长率	-2.3%	18.8%	18.2%	15.2%
净利润	2,118	3,864	5,136	6,091	净利润增长率	-49.6%	82.2%	32.9%	18.6%
归属于母公司净利润	2,120	3,864	5,137	6,092	盈利能力				
YoY(%)	-49.6%	82.2%	32.9%	18.6%	毛利率	25.8%	28.0%	29.4%	30.3%
每股收益	0.85	1.53	2.04	2.42	净利率	6.8%	10.4%	11.7%	12.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.2%	6.6%	7.7%	7.8%
货币资金	10,539	15,270	9,946	18,721	净资产收益率 ROE	7.9%	12.7%	14.4%	14.6%
预付款项	845	1,073	1,253	1,398	偿债能力				
存货	1,575	1,592	2,187	2,113	流动比率	1.47	1.38	1.39	1.41
其他流动资产	19,387	18,159	27,675	25,980	速动比率	1.20	1.12	1.10	1.14
流动资产合计	32,346	36,094	41,061	48,211	现金比率	0.48	0.58	0.34	0.55
长期股权投资	200	241	270	300	资产负债率	46.2%	47.3%	46.4%	45.9%
固定资产	8,563	10,795	12,521	14,191	经营效率				
无形资产	2,191	2,763	3,255	3,781	总资产周转率	0.62	0.68	0.70	0.70
非流动资产合计	18,209	22,306	25,951	29,540	每股指标 (元)				
资产合计	50,556	58,400	67,013	77,751	每股收益	0.85	1.53	2.04	2.42
短期借款	6,254	7,519	8,793	9,873	每股净资产	10.64	12.08	14.12	16.54
应付账款及票据	4,489	6,553	6,724	8,322	每股经营现金流	0.26	3.70	-0.41	5.37
其他流动负债	11,218	12,074	14,064	16,004	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	21,961	26,146	29,581	34,199	估值分析				
长期借款	544	544	544	544	PE	33.92	18.79	14.14	11.92
其他长期负债	862	907	948	978	PB	3.15	2.39	2.04	1.74
非流动负债合计	1,406	1,450	1,492	1,522					
负债合计	23,367	27,597	31,073	35,721					
股本	2,518	2,518	2,518	2,518					
少数股东权益	381	381	381	380					
股东权益合计	27,188	30,804	35,940	42,031					
负债和股东权益合计	50,556	58,400	67,013	77,751					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。