

东方雨虹(002271)

报告日期: 2023年08月14日

## 渠道变革改善盈利结构+现金流, 涂料/砂粉表现亮眼

### ——东方雨虹 2023 年中报点评

#### 投资要点

##### □ 公司发布 2023 年中报

23H1 公司实现收入 168.52 亿元, 同比增长 10.10%; 实现归母净利润 13.34 亿元, 同比增长 38.07%; 实现扣非归母净利润 12.43 亿元, 同比增长 39.59%。  
 23 年单 Q2 公司实现收入 93.57 亿元, 同比增长 3.99%; 实现归母净利润 9.49 亿元, 同比增长 46.15%; 实现扣非归母净利润 9.19 亿元, 同比增长 54.71%。

##### □ 盈利弹性预计主要来自渠道变革, 发力小 B 端+C 端增速亮眼

主要由于以下三点: (1) 以民建集团、德爱威涂料零售、雨虹到家为代表的 C 端零售业务保持较快增速, 23H1 零售渠道收入 50.51 亿元, 同比增长 32.21%, 占比 29.98% (同比+5.01pct), 毛利率 40.71%, 同比提升 5.32pct, 其中民建集团收入 43.84 亿元, 同比增长 34.69%; (2) 工程渠道全力发展合伙人, 有望改善盈利结构, 同时一体化公司渠道下沉有望进一步提升市占率, 23H1 工程渠道收入 61.42 亿元, 同比增长 26.68%, 占比 36.45% (同比+4.77pct), 毛利率 23.25%, 同比提升 2.11pct; (3) 成本压力持续缓解, 以华东地区沥青市场主流价作为参考, 主要原材料沥青 Q2 均价 4426 元/吨, 环比-3.73%、同比-13.11%。

##### □ 涂料、砂粉收入及盈利端增速亮眼, 逆势表现强大成长性

23Q2 地产新开工数据偏弱, 公司防水卷材收入小幅增长, 但涂料/砂粉的收入及盈利端均表现亮眼, 主要系公司大力发展民建战略, 非防水品类如砂浆粉料等增速强劲, 客单价提升叠加渠道赋能逻辑下有望持续提升市占率、贡献业绩弹性。分产品来看: (1) 防水卷材收入 71.84 亿元, 同比增长 1.13%, 占比 42.63% (同比下降 3.78pct), 毛利率 27.44%, 同比提升 0.15pct; (2) 涂料收入 51.85 亿元, 同比增长 22.46%, 占比 30.77% (同比提升 3.11pct), 毛利率 37.56%, 同比提升 5.17pct; (3) 砂浆粉料收入 19.05 亿元, 同比增长 42.99%, 占比 11.30% (同比提升 2.60pct), 毛利率 28.23%, 同比提升 5.22pct, 23H1 公司已在全国布局 700 余家砂粉专业工程渠道经销商; (4) 工程施工收入 13.67 亿元, 同比下降 4.99%, 占比 8.11% (同比下降 1.29pct)。

##### □ 渠道变革带来盈利能力改善+经营质量优化

随着公司渠道变革逐渐深入, 零售及合伙人渠道占比不断提升, 盈利能力及现金流情况有望持续改善。公司 23H1 毛利率 28.90%, 同比提升 1.99pct; 单 Q2 毛利率 29.10%, 同比提升 3.16pct; 单 Q2 净利率 10.21%, 较 23Q1 提升 5.17pct。公司 23H1 经营性现金流净额-39.42 亿元, 较 22H1 的-69.80 亿元增加了 30.38 亿元, 主要系销售产品等所得; 应收账款 136.76 亿元, 同比增长 6.24%, 应收账款增速慢于营收增速。23H1 期间费用率 16.44%, 同比增加 0.09pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.76%/5.65%/1.50%/0.54%, 分别同比增加+0.59/-0.43/-0.14/+0.06pct, 主要系公司促销费及广宣费增加。

##### □ 盈利预测与估值

我们认为, 2023 年公司工程端渠道变革有望持续改善盈利结构同时优化经营质量, 防水市占率有望持续提升, 非防水品类依靠零售渠道有望快速扩张贡献业绩弹性, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 368.94、435.35、500.63 亿元, 同比增长 18.20%、18.00%、15.00%, 实现归母净利润 36.71、47.82、56.13 亿元, 同比增长 73.13%、30.28%、17.38%, 对应 EPS 为 1.46、1.90、2.23 元, 对应 PE 为 19.78、15.18、12.93X。我们看好公司作为防水龙头强大的工程端订单获取能力和零售端渠道能力, 发展韧性较强, 维持“买入”评级。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

研究助理: 刘梓晖  
 liuziye@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 28.83
总市值(百万元)	72,607.32
总股本(百万股)	2,518.46

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《Q3 承压符合预期, 新规落地助力龙头 —— 东方雨虹点评报告》 2022.10.28
- 《【浙商大消费】东方雨虹: Q1 收入稳健增长, 成本端压力仍存》 2022.04.28
- 《【浙商大消费】东方雨虹: 逆势高质量高增长, 期待非房+C 端再发力》 2022.04.12

**□ 风险提示**

基建、地产投资增速不及预期；沥青等原材料价格波动风险等；工程业务回款不及预期；渠道拓展不及预期；新品类业务拓展不及预期等。

**财务摘要**

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	31213.84	36894.03	43534.60	50063.27
(+/-) (%)	-2.26%	18.20%	18.00%	15.00%
归母净利润	2120.30	3670.86	4782.22	5613.36
(+/-) (%)	-49.57%	73.13%	30.28%	17.38%
每股收益(元)	0.84	1.46	1.90	2.23
P/E	34.24	19.78	15.18	12.93

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	32,346	36,154	41,690	47,427
现金	10,539	14,509	16,960	19,723
交易性金融资产	607	337	350	431
应收账款	11,387	12,361	14,054	16,014
其它应收款	2,138	1,366	1,930	2,501
预付账款	845	1,031	1,273	1,360
存货	1,575	1,908	2,081	2,418
其他	5,256	4,643	5,042	4,980
<b>非流动资产</b>	18,209	18,367	21,100	22,968
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	200	184	190	191
固定资产	8,563	9,878	11,421	13,080
无形资产	2,191	2,553	2,878	3,270
在建工程	2,049	2,019	2,098	1,954
其他	5,206	3,733	4,512	4,472
<b>资产总计</b>	50,556	54,521	62,790	70,395
<b>流动负债</b>	21,961	21,281	24,687	26,695
短期借款	6,254	4,969	5,784	5,669
应付款项	4,489	6,323	7,142	7,744
预收账款	0	0	0	0
其他	11,218	9,989	11,761	13,282
<b>非流动负债</b>	1,406	1,263	1,349	1,340
长期借款	544	544	544	544
其他	862	719	805	796
<b>负债合计</b>	23,367	22,545	26,036	28,034
少数股东权益	381	377	372	365
归属母公司股东权益	26,807	31,600	36,382	41,995
<b>负债和股东权益</b>	50,556	54,521	62,790	70,395

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	654	6,650	4,684	5,949
净利润	2,118	3,667	4,777	5,607
折旧摊销	775	649	778	921
财务费用	245	320	263	226
投资损失	12	12	12	12
营运资金变动	(1,654)	458	(799)	(1,140)
其它	(842)	1,543	(346)	324
<b>投资活动现金流</b>	(4,729)	(1,987)	(2,774)	(2,923)
资本支出	(2,909)	(1,879)	(2,342)	(2,377)
长期投资	(13)	16	(6)	(1)
其他	(1,806)	(123)	(426)	(545)
<b>筹资活动现金流</b>	(1,029)	(694)	542	(264)
短期借款	126	(1,285)	815	(115)
长期借款	(560)	0	0	0
其他	(596)	592	(273)	(149)
<b>现金净增加额</b>	(5,104)	3,969	2,452	2,763

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	31,214	36,894	43,535	50,063
营业成本	23,171	26,058	30,424	34,617
营业税金及附加	253	299	353	405
营业费用	2,658	2,913	3,389	4,038
管理费用	1,795	2,054	2,390	2,805
研发费用	556	697	787	914
财务费用	245	320	263	226
资产减值损失	393	464	548	630
公允价值变动损益	(5)	(5)	(5)	(5)
投资净收益	(12)	(12)	(12)	(12)
其他经营收益	453	416	459	443
<b>营业利润</b>	2,579	4,489	5,824	6,855
营业外收支	24	(7)	6	8
<b>利润总额</b>	2,603	4,481	5,830	6,863
所得税	486	815	1,054	1,256
<b>净利润</b>	2,118	3,667	4,777	5,607
少数股东损益	(2)	(4)	(6)	(6)
<b>归属母公司净利润</b>	2,120	3,671	4,782	5,613
EBITDA	3,566	5,291	6,709	7,862
EPS (最新摊薄)	0.84	1.46	1.90	2.23

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-2.26%	18.20%	18.00%	15.00%
营业利润	-49.41%	74.04%	29.75%	17.70%
归属母公司净利润	-49.57%	73.13%	30.28%	17.38%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.77%	29.37%	30.12%	30.85%
净利率	6.78%	9.94%	10.97%	11.20%
ROE	7.87%	12.41%	13.92%	14.19%
ROIC	6.60%	10.09%	11.23%	11.61%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.22%	41.35%	41.47%	39.82%
净负债比率	31.57%	26.09%	25.68%	23.71%
流动比率	1.47	1.70	1.69	1.78
速动比率	1.40	1.61	1.60	1.69
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.70	0.74	0.75
应收账款周转率	3.18	3.36	3.55	3.41
应付账款周转率	6.16	5.95	6.02	6.11
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.84	1.46	1.90	2.23
每股经营现金	0.26	2.64	1.86	2.36
每股净资产	10.64	12.55	14.45	16.67
<b>估值比率</b>				
P/E	34.24	19.78	15.18	12.93
P/B	2.71	2.30	2.00	1.73
EV/EBITDA	22.82	12.13	9.32	7.59

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>