

东方雨虹（002271）：民建引领和渠道优化提效下进稳健发展阶段

——2023 年半年报点评

2023 年 8 月 14 日

强烈推荐/维持

东方雨虹 公司报告

2023 年上半年公司实现营业收入 168.52 亿元，同比增长 10.10%；扣非后归属母公司股东的净利润为 12.43 亿元，同比增长 39.59%；实现 EPS 为 0.53 元。

点评：成本下降第二季度利润同比高增。2023 年上半年公司营业收入增长主要是渠道拓展和产品品类增加所致。原材料降价导致毛利率同比提升，促销和广告费用增加导致销售费用率提升、股权积累费用减少导致管理费用率下降，利息和手续费增加导致财务费用率提升。在毛利率提升和管理费用率下降的影响下利润增速高于营业收入增速。在第二季度扣非后归母净利润为 9.19 亿元，同比增长 54.71%，同比增速较第一季度提高 45.38 个百分点，但营业收入同比增速仅为 3.99%，较第一季度下降 14.81 个百分点。营业收入的增速回落和房地产行业低迷以及稳健发展的战略有关，净利润的高增主要是成本的下降。2023 年第二季度由于营业成本的下降，毛利率同比提升明显，单季度营业成本同比下降 0.44%，单季度综合毛利率为 29.10%，同比提高 3.16 个百分点，原材料沥青价格同比降幅较大影响营业成本下降。

新阶段渠道优化保稳健发展，降低房地产波动影响。受房地产波动影响行业低迷，公司着眼稳健和长远发展，充分提升渠道效率。在工程渠道领域坚持合伙人优先，对合伙人制度进行升级，以“平台+创客”为经营管理模式，充分挖掘合伙人潜能，在基建、保障房等领域提升渠道效能，提升非房领域的市场占有率。同时，积极发展零售业务，在存量房市场的旧房和旧城改造等翻新修缮领域快速布局。充分利用产品多品类优势，利用防水的客户资源和渠道快速发展非防水业务，降低房地产行业波动的影响。2023 年上半年公司各渠道结构明显改善，其中零售渠道、工程渠道和直销渠道的营业收入占比分别为 29.98%、36.45%和 31.08%，分别提高 5.02、4.78 和下降 8.37 个百分点；2023 年上半年零售、工程和直销业务渠道营业收入同比增长 32.21%、26.68%和下降 13.25%，渠道结构进一步得到优化和提效。

民建、涂料零售和修缮引领新模式和新发展。公司以 2B 模式为主，把握行业发展的机遇快速成长为绝对的行业龙头。面对行业新变化，公司又着力发展 2C 模式，并取得了明显的成效。2023 年上半年公司零售业务营业中民建营业收入达到 43.84 亿元，同比高增 34.69%，分销网点近 20 万家，而去年年底为 16 万余家。同时零售的建筑涂料合作家装公司为 4800 个，较去年底增加 600 家，专卖店达到 1700 余家，较去年年底增加 300 余家。修缮社区服务站达到 600 余个较去年年底增加约 100 个。公司这些零售业务的快速增长引领公司新模式和新发展。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 36.15、46.89 和 58.66 亿元，对应 EPS 分别为 1.44、1.86 和 2.33 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 21、16 和 13 倍。考虑到公司在地产影响的情况下进入稳健发展阶段，民建引领和渠道优化提效带来新模式和新发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：地产影响持续性超预期和零售业务发展低于预期。

公司简介：

公司致力于新型建筑防水材料的研究、生产、销售和防水工程施工业务领域，形成以主营防水业务为核心，民用建材等多元业务为延伸的建筑建材系统服务商。产品广泛房屋建筑和基建项目，包括人民大会堂、鸟巢、水立方、京沪高铁、北京地铁等国家重大项目。与万科、保利等 200 余家大型房地产商、企业集团建立长期稳定的战略合作关系。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	39.1-23.25
总市值（亿元）	726.07
流通市值（亿元）	575.3
总股本/流通 A 股（万股）	251,846/251,846
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.91

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31934.20	31213.84	36081.11	42628.53	50584.67
增长率(%)	46.96%	-2.26%	15.59%	18.15%	18.66%
归母净利润(百万元)	4204.70	2120.30	3614.48	4689.34	5866.19
增长率(%)	24.07%	-49.57%	70.47%	29.74%	25.10%
净资产收益率(%)	15.99%	7.91%	12.13%	13.93%	15.23%
每股收益(元)	1.67	0.84	1.44	1.86	2.33
PE	17.79	35.28	20.69	15.95	12.75
PB	2.84	2.79	2.51	2.22	1.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	19387.4	35595.3	32346.2	35956.9	42665.0	营业收入	31934.1	31213.8	36081.1	42628.5	50584.6
货币资金	16446.3	10539.2	11906.7	14067.4	16692.9	营业成本	22184.1	23171.4	25301.8	29357.5	34436.4
应收账款	13625.0	15509.4	17083.3	20516.0	24213.5	营业税金及附加	212.50	252.77	280.31	331.18	392.99
其他应收款	878.35	2144.05	1338.19	1581.02	1876.10	营业费用	2217.7	2657.68	3218.43	3802.47	4512.15
预付款项	1096.95	844.97	987.10	1166.23	1383.89	管理费用	1644.5	1794.86	2008.64	2373.14	2816.06
存货	1420.55	1574.78	1852.49	2149.43	2521.29	财务费用	231.84	245.23	253.15	236.91	224.41
其他流动资产	470.79	1225.57	1111.10	1202.56	1313.70	研发费用	559.31	556.32	681.62	805.31	955.61
非流动资产合计	14137.8	18209.4	17962.4	18128.7	18342.0	资产减值损失	-13.70	-77.77	-60.38	-71.33	-84.65
长期股权投资	186.65	199.98	225.89	251.80	277.71	公允价值变动收益	-49.58	-4.87	-3.00	-2.00	-1.00
固定资产	5821.95	8732.49	8352.74	8836.41	9480.58	投资净收益	21.32	-11.96	72.35	72.35	72.35
无形资产	1653.57	2191.24	1826.03	1460.82	1095.62	加：其他收益	507.63	452.62	415.76	415.76	415.76
其他非流动资产	127.58	578.36	578.36	578.36	578.36	营业利润	5098.2	2579.01	4425.19	5738.97	7177.41
资产总计	49733.2	50555.7	53919.3	60793.8	68695.9	营业外收入	20.27	59.73	31.25	31.25	31.25
流动负债合计	21110.8	21961.4	22492.9	25618.3	28797.7	营业外支出	18.34	35.34	38.55	38.55	38.55
短期借款	6127.83	6254.33	5759.76	6122.10	5867.11	利润总额	5100.1	2603.39	4417.90	5731.67	7170.12
应付账款	3617.79	3900.93	4715.40	5471.25	6417.79	所得税	886.85	485.55	803.09	1041.90	1303.38
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	4213.3	2117.84	3614.82	4689.77	5866.74
一年内到期的非流动负债	9039.91	11217.8	11375.4	13279.6	15638.5	少数股东损益	8.61	-2.45	0.33	0.43	0.54
非流动负债合计	1938.74	1405.89	1249.43	1121.28	993.74	归属母公司净利润	4204.7	2120.30	3614.48	4689.34	5866.19
长期借款	1288.18	694.47	538.01	409.86	282.32	主要财务比率					
应付债券	650.56	711.42	711.42	711.42	711.42		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	23049.5	23367.2	23742.3	26739.6	29791.4	成长能力					
少数股东权益	389.27	381.30	381.64	382.07	382.61	营业收入增长	46.96	-2.26%	15.59%	18.15%	18.66%
实收资本（或股本）	2521.20	2518.46	2518.46	2518.46	2518.46	营业利润增长	21.29	-49.41	71.59%	29.69%	25.06%
资本公积	10794.5	10721.4	10721.4	10721.4	10721.4	归属于母公司净利润增	24.07	-49.57	70.47%	29.74%	25.10%
未分配利润	12978.6	13567.2	16555.4	20432.1	25281.8	获利能力					
归属母公司股东权益合计	26683.6	27188.4	30176.9	34054.2	38904.4	毛利率（%）	30.53	25.77%	29.88%	31.13%	31.92%
负债和所有者权益	49733.2	50555.7	53919.3	60793.8	68695.9	净利率（%）	13.19	6.78%	10.02%	11.00%	11.60%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润（%）	8.45%	4.19%	6.70%	7.71%	8.54%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE（%）	15.99	7.91%	12.13%	13.93%	15.23%
经营活动现金流	4074.11	615.38	4641.37	5518.44	7290.65	偿债能力					
净利润	4213.31	2117.84	3223.77	4297.91	5474.05	资产负债率（%）	46.35	46.22%	44.03%	43.98%	43.37%
折旧摊销	518.24	775.00	1972.98	2359.56	2812.59	流动比率	1.69	1.47	1.60	1.67	1.75
财务费用	231.84	245.23	253.15	236.91	224.41	速动比率	1.55	1.33	1.45	1.51	1.59
应收账款减少	-4309.0	-1884.4	-1573.9	-3432.6	-3697.5	营运能力					
预收账款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.64	0.62	0.67	0.70	0.74
投资活动现金流	-5650.6	-4728.6	-1743.3	-2542.5	-3041.7	应收账款周转率	2.34	2.01	2.11	2.08	2.09
公允价值变动收益	-49.58	-4.87	-3.00	-2.00	-1.00	应付账款周转率	6.13	5.94	5.37	5.37	5.37
长期投资减少	751.20	-2236.1	1073.54	0.00	0.00	每股指标（元）					
投资收益	21.32	6.43	72.35	72.35	72.35	每股收益（最新摊薄）	1.67	0.84	1.44	1.86	2.33
筹资活动现金流	10799.2	-1029.2	-1530.4	-815.27	-1623.4	每股净现金流（最新摊薄）	3.67	-2.05	0.54	0.86	1.04
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产（最新摊薄）	10.58	10.80	11.98	13.52	15.45
长期借款增加	866.48	-593.71	-156.46	-128.15	-127.54	估值比率					
普通股增加	172.04	-2.74	0.00	0.00	0.00	P/E	17.79	35.28	20.69	15.95	12.75
资本公积增加	8002.83	-73.06	0.00	0.00	0.00	P/B	2.84	2.79	2.51	2.22	1.94
现金净增加额	9246.11	-5156.4	1367.55	2160.65	2625.53	EV/EBITDA	22.92	24.57	11.87	9.50	7.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	东方雨虹（002271）：市占率快速提升，民建一体化驱动长期发展	2022-04-14
行业深度报告	2023 年中期建筑建材行业报告：回归下的修复与成长	2023-07-06
行业深度报告	2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航	2022-11-29
行业深度报告	建材行业：立足后周期，着眼新变化	2022-08-31
行业普通报告	建材行业 2022 年 2 季度基金重仓股分析：着眼集中度提升和业绩弹性	2022-07-26
行业普通报告	建材行业报告：水泥价格持续下跌哪家强？	2022-06-30
行业深度报告	2022 年中期建筑建材产业发展报告：先基建后地产，行稳致远强者愈强	2022-05-30
行业普通报告	建材行业报告：着眼周期新变化，龙头和优秀公司仍是重要方向	2022-03-07

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师、选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名。2021年wind金牌分析师第2名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数):

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;
- 推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;
- 回避: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数):

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

- 看好: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;
- 看淡: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526