

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	32.97
总股本/流通股本(亿股)	25.18 / 19.86
总市值/流通市值(亿元)	830 / 655
52周内最高/最低价	51.80 / 23.25
资产负债率(%)	46.2%
市盈率	38.79
第一大股东	李卫国
持股比例(%)	22.7%

研究所

分析师: 丁士涛
SAC 登记编号: S1340522090005
Email: dingshitao@cnpsec.com
研究助理: 刘依然
SAC 登记编号: S1340122090020
Email: liuyiran@cnpsec.com

东方雨虹(002271)

渠道变革深化，市占率逆势提升

● 事件：

公司发布 2022 年度报告，2022 年实现营业收入 312.14 亿元，同比下降 2.26%；实现归母净利润 21.20 亿元，同比下降 49.57%；扣非归母净利润 18.03 亿元，同比下降 53.39%。

2022 Q4 单季度实现营业收入 78.35 亿元，同比下降 15.31%；归母净利润 4.65 亿元，同比下降 69.51%；扣非归母净利润 2.81 亿元，同比下降 79.94%。

● 22 年收入小幅下滑，零售端逆势高增

疫情影响基建工程开工与房地产基本面筑底导致下游需求疲软，公司营收小幅下滑。分业务来看，防水卷材/防水涂料/防水施工/其他业务分别实现收入 124.77/115.05/44.03/28.30 亿元，分别同比-20.36%/+17.15%/+9.30%/+16.99%。公司抓住民用建材发展的战略机遇期，通过增强品牌力、深耕经销渠道、丰富产品矩阵等举措实现了民建集团的快速发展，2022 年民建集团实现收入 60.78 亿元，同比增长 58%。截至 2022 年底，民建集团已在全国设立分销网点 16 万+家，同比增加约 6 万家；分销门头近 4 万家，同比增加近 2 万家；“虹哥汇”会员已突破 200 万人。2023 年，民建集团继续以防水防潮系统、铺贴美缝系统及墙辅、胶类、管业等新品类为核心业务，依托公司强大的渠道资源优势，有望延续高增。

● Q4 毛利率边际改善，全年现金流表现略承压

2022 年，公司销售毛利率/净利率分别为 25.77%/6.79%，分别同比下降 4.77/6.41 pct。分季度来看，2022 Q1-Q4 单季度毛利率分别为 28.28%/25.94%/23.81%/25.55%，分别同比-4.58/-4.91/-5.14/-4.76 pct；2022 Q4 毛利率环比改善 1.74 pct。公司毛利率下降主要由于防水卷材主要原材料沥青价格大幅上涨；根据 iFinD 数据，2022 年石油沥青现货年均价格为 4124 元/吨，同比增长 28%；各季度均价分别为 3650/4405/4416/3989 元/吨，分别同比增长 30%/36%/29%/19%。各业务毛利率方面，防水卷材/防水涂料/防水施工/其他业务毛利率分别为 25.28%/30.03%/23.52%/14.04%，分别同比下降 5.77/4.10/4.85/2.06 pct。23 年来看，随着公司产品结构的持续优化与沥青价格中枢有望下移，公司盈利水平将获得修复。费用率方面，2022 年，公司期间费用率为 16.83%，同比提高 2.26 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.51%/5.75%/1.78%/0.79%，分别同比提高 1.57/0.60/0.03/0.06 pct。截至 2022 年底，公司在职人员为 1.26 万人，较 2021 年底减少 1040 人；随着人员结构精简优化，管理效率提升，后续公司期间费用率将有望降低。

全年现金流表现承压，2022 年公司经营性现金净流量为 6.54 亿元，同比减少 34.61 (-84.11%) 亿元；收现比为 104.50%，同比下降 6.85 pct。截至 2022/12/31，公司应收账款、应收票据及其他应收款合计为 135.31 亿元，较年初增长 19.74%。2022 Q4 单季经营性现金净流量为 86.17 亿元，同比减少 17.82 (-17.14%) 亿元；收现比为 159.05%，同/环比分别提高 10.81/70.46 pct。在疫情反复、下游客

户资金更为紧张的四季度，公司取得如此的回款表现尚属不易。另外，2022 Q4 信用减值损失冲回 3.15 亿元，占 2022 Q1-3 计提信用减值损失 6.3 亿元的 50%。后续随着公司工程端房地产集采占比下降以及现金流更优的零售业务占比提高，现金流质量改善可期。

● 市占率提升进程加速，23 年重构工建防水领先优势

2022 年需求走弱叠加成本大幅上涨压力期，行业内中小企业出清加速，公司市占率逆势提升。根据中国建筑防水协会预计，2022 年，全国建筑防水材料总产量约为 34.67 亿平方米，同比下降 15.40%。2022 年，公司防水材料销量为 19.42 亿平方米，同比增长 27.28%。以公司销量占全国总产量比例为市占率测算依据，2022 年，公司市占率为 56.02%，同比提升 18.78 pct。2023 年，公司将在工程渠道全力发展合伙人机制，保护合伙人项目优先操作权，培育合伙人的业务拓展与施工服务能力，打造工程渠道领先优势；进而以合伙人为主体的，加大力度拓展基建、工矿仓储物流领域、城市更新等非房业务，进一步提升市占率。

● 盈利预测与投资建议

公司防水主业龙头地位稳固、规模优势显著、渠道资源丰富；短期来看，基建重大工程复工提速、房地产销售持续回暖推动房地产新开工、竣工端修复将提振防水主业；以涂料、砂浆粉料、瓷砖胶等为代表的非防业务发展势头强劲，为公司贡献业绩弹性。中长期来看，防水新规正式落地，提质扩容为大势所趋，公司作为防水行业绝对龙头，有望率先占据新规带来的增量份额，打开成长天花板。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 33.40/42.49/50.51 亿元，EPS 分别为 1.33/1.69/2.01 元，当前股价对应 P/E 分别为 24.86/19.54/16.44 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

基建、房地产投资增速大幅下降风险；沥青等原材料价格大幅上涨风险；防水行业新规落地不及预期；工程业务回款不及预期；新品类业务发展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	31214	36715	41984	47019
增长率(%)	-2.26	17.62	14.35	11.99
EBITDA（百万元）	3729.11	5512.11	6708.90	7749.60
归属母公司净利润（百万元）	2120.30	3339.89	4249.26	5051.28
增长率(%)	-49.57	57.52	27.23	18.87
EPS(元/股)	0.84	1.33	1.69	2.01
市盈率 (P/E)	39.16	24.86	19.54	16.44
市净率 (P/B)	3.10	2.83	2.50	2.20
EV/EBITDA	21.86	13.95	10.88	8.89

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	31214	36715	41984	47019	营业收入	-2.3%	17.6%	14.4%	12.0%
营业成本	23171	26739	30240	33685	营业利润	-49.4%	58.1%	27.2%	18.8%
税金及附加	253	257	294	329	归属于母公司净利润	-49.6%	57.5%	27.2%	18.9%
销售费用	2658	2827	3191	3526	获利能力				
管理费用	1795	1983	2267	2445	毛利率	25.8%	27.2%	28.0%	28.4%
研发费用	556	606	630	705	净利率	6.8%	9.1%	10.1%	10.7%
财务费用	245	148	108	59	ROE	7.9%	11.4%	12.8%	13.4%
资产减值损失	-78	-25	-15	-15	ROIC	6.8%	10.5%	11.7%	12.3%
营业利润	2579	4078	5188	6162	偿债能力				
营业外收入	60	20	23	27	资产负债率	46.2%	44.3%	43.2%	41.9%
营业外支出	35	23	26	26	流动比率	1.47	1.57	1.68	1.80
利润总额	2603	4075	5185	6163	营运能力				
所得税	486	734	933	1109	应收账款周转率	3.18	3.45	3.91	4.01
净利润	2118	3342	4251	5054	存货周转率	20.84	23.28	25.08	25.13
归母净利润	2120	3340	4249	5051	总资产周转率	0.62	0.71	0.75	0.76
每股收益(元)	0.84	1.33	1.69	2.01	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.84	1.33	1.69	2.01
货币资金	10539	13487	17371	21497	每股净资产	10.64	11.64	13.16	14.97
交易性金融资产	607	607	607	607	估值比率				
应收票据及应收账款	11387	11021	11774	13200	PE	39.16	24.86	19.54	16.44
预付款项	845	1070	1210	1347	PB	3.10	2.83	2.50	2.20
存货	1575	1579	1769	1972	现金流量表				
流动资产合计	32346	34892	40434	46871	净利润	2118	3342	4251	5054
固定资产	8563	8974	9312	9584	折旧和摊销	814	775	861	938
在建工程	2049	1747	1560	1382	营运资本变动	-2611	585	-86	-660
无形资产	2191	2328	2347	2340	其他	334	543	557	571
非流动资产合计	18209	18439	18586	18658	经营活动现金流净额	654	5245	5583	5903
资产总计	50556	53331	59020	65529	资本开支	-4173	-1003	-1003	-999
短期借款	6254	6054	6054	6054	其他	-556	10	5	4
应付票据及应付账款	4489	5348	6502	7242	投资活动现金流净额	-4729	-993	-998	-995
其他流动负债	11218	10817	11525	12745	股权融资	7	0	0	0
流动负债合计	21961	22219	24081	26042	债务融资	-88	-200	0	0
其他	1406	1406	1406	1406	其他	-949	-305	-701	-781
非流动负债合计	1406	1406	1406	1406	筹资活动现金流净额	-1029	-505	-701	-781
负债合计	23367	23625	25487	27448	现金及现金等价物净增加额	-5118	3747	3884	4126
股本	2518	2518	2518	2518					
资本公积金	10721	10721	10721	10721					
未分配利润	14121	16136	19323	23112					
少数股东权益	381	383	385	388					
其他	-554	-53	585	1342					
所有者权益合计	27188	29706	33533	38082					
负债和所有者权益总计	50556	53331	59020	65529					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000