

- **公司披露 2022 年报：**全年实现营收 312.14 亿元，同比+2.26%，归母净利 21.20 亿元，同比-49.57%，扣非后归母净利 18.03 亿元，同比-53.39%。其中，**22Q4 实现营收 78.35 亿元，同比-15.31%，归母净利 7.92 亿元，同比+0.64%，扣非后归母净利 4.65 亿元，同比-69.51%。**全年毛利率 25.77%，同比-4.77pct，净利率 6.79%，同比-6.41pct，其中 22Q4 毛利率 25.55%，同比-4.76pct，净利率 6.16%，同比-10.40pct。
- **收入节奏上，**公司收入增速逐季回落，22Q1-Q4 单季收入同比表现分别为 +17.33%、+1.65%、-4.51%、-15.32%，与宏观经济表现相一致、但优于防水本行业。
- **产品结构上，**公司防水卷材收入下滑是整体收入下降的主因，卷材占比下降 9pct，主要反映公司经营结构变化，大 B 工程缩量、挖潜小 B、C 端优先以及品类延展。防水卷材收入 124.77 亿元，占比约 40%，同比-20.36%；防水涂料 115.05 亿元，收入占比约 37%，同比+17.16%；防水施工 44.03 亿元，占比 14%，同比+9.3%；其他收入 19.71 亿，占比 6%，同比+41.2%。产品结构的持续调整，体现公司执行力强、平台化转型的决心，以修缮、砂粉、虹昇为代表，例如修缮集团全国布局 500 余家门店，雨虹到家联手京东居家合作线下门店及供应链，共建家装建材线上/下全渠道；砂粉下设下华砂、壁安两大品牌，努力布局 300 公里供应半径；虹昇与晶澳、中国电力、固德威等均开展互补合作，并成功试产自研光伏胶膜，继续向上游延展。
- **渠道结构上，**C 端零售业务超预期。例如民建集团实现收入 60.78 亿，同比+58%。2022 年发展经销商超过 4000 家，分销网点 16 万余个，分销门头近 4 万家，并与万余装饰公司建立合作，“虹哥汇”数量超过 200 万人。此外，建涂零售实现 1600 家经销商合伙人，终端销售网点达到 18000 家，合作家装公司头部 200 个、区域 4000 多个，建立 1400 多家专卖店。工程业务深入融合直销与合伙人，通过一体化公司提高区域渗透率、全面升级合伙人机制，加大基建、城市更新、保障房等非房领域发展，房地产依赖度大幅降低，例如 2022 年前五大客户销售占比进一步下降至 8.62%（2020-21 年分别为 18%、14%）。
- **毛利率方面，**2022 年综合毛利率为 25.77%，同比-4.76pct。其中防水卷材毛利率下降 5.77pct 至 25.28%，也是原材料价格影响最大的产品，2022 年沥青价格长期维持 4000 元/吨+的高位直至年末有所回落，以活跃合约沥青期货结算价为例，2022 年全国均价 3911 元/吨，同比+27%，但 2023Q1 均价 3779 元/吨，同比+4%，同比压力减缓，叠加冬储预计进入 2023 年毛利率水平有望回升。防水涂料毛利率下降 4.1% 至 30.03%，防水施工毛利率下降 4.86pct 至 23.52%。2023 年在零售占比提升、原材料价格压力下降、收入恢复增长的情况下，毛利率水平预期恢复。
- **费用方面，**22Q4 期间费用率增长较为突出，其中销售费用率 11%，同比提高 4.9pct、环比提高 4.1pct，预计与人员结构优化（2021-22 年底员工总数分别为 13630、12590 人）以及收入单季下降较多摊薄减少有关，管理/财务费用率为 6%、1.3%，同比+1.2%、+0.4pct。
- **现金流方面，**收现比 1.05 相对稳定（2020-21 年为 1.15、1.11），净现比 0.3 有所回落（2020-21 年为 1.2、0.98）。期末应收账款及票据 113.87 亿元，同比+9.3%，应收/销售占比 36.5%（2020-21 年为 35.2%、32.6%）；应收账款周转天数为 113.27 天（2020-21 年为 97.23、83.79 天），因保理及资产证券化方式终止确认的应收账款为 12.55 亿元（2020-21 年为 21.57、23.88 亿元）。1-2 年账龄的应收/整体比例有所增加，从 2021 年 9% 提升至 25%，但 2 年内应收/整体比例维持在 92%。期末其他应收款 21.44 亿元，期初为 8.78 亿元，其中押金/保证金从 6.78 亿元增至 18.56 亿元较为突出。**全年信用减值损失 3.15 亿元（Q4 冲回 3.15 亿元），比 2020-21 年的 2.18、2.51 亿元有所增加，整体呈现风险严控。**经营活动现金流量净额 6.54 亿元，在前三季度-79.63 亿元及 Q4 疫情压力较大的背景下，仍然加大回款力度全年实现净流入实属不易，其中，支付与其他经营活动有关的现金 31.3 亿元（2019-21 年稳定在 22-24 亿元），原材料价格上涨及储备导致支出增加，此外，工抵房本质是以房屋形式而非现金形式回款，同样影响现金流入。
- 根据《2023 年财务预算报告》，**2023 年收入预算指标 360 亿元**（同比 2022 年实际收入+15.33%），净利润 36 亿元（同比 2022 年实际净利润+70%）。
- **投资建议：**考虑地产回暖及防水新规实施，我们预计 2023-25 年归母净利约 40、48、55 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 21x、17x、15x，维持推荐评级。
- **风险提示：**地产政策变动不及预期；原材料价格波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	31214	36500	42700	50000
增长率（%）	-2.3	16.9	17.0	17.1
归属母公司股东净利润（百万元）	2120	4002	4802	5504
增长率（%）	-49.6	88.8	20.0	14.6
每股收益（元）	0.84	1.59	1.91	2.19
PE	39	21	17	15
PB	3.1	2.8	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 13 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
32.97 元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

电话：15270997227

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 东方雨虹 (002271.SZ) 事件点评：拟收购兴发凌志，延展密封胶业务-2022/11/08
2. 东方雨虹 (002271.SZ) 2022 年三季报点评：Q3 收入毛利承压，继续深耕渠道+产品结构改善-2022/10/26
3. 东方雨虹 (002271.SZ) 2022 年半年报点评：行业寒冬龙头蓄力，C 端民建持续高增-2022/08/23
4. 东方雨虹 (002271.SZ) 2022 年一季报点评：加回激励费，利润超预期增长 20%-2022/04/30
5. 【民生建材】东方雨虹点评：预计顺利完成激励目标，非房、非防均贡献明显-2022/01/15

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31214	36500	42700	50000
营业成本	23171	25860	30170	35500
营业税金及附加	253	292	342	400
销售费用	2658	2920	3416	4000
管理费用	1795	2008	2349	2750
研发费用	556	657	769	900
EBIT	2915	5011	5945	6789
财务费用	245	132	91	79
资产减值损失	-78	-53	-62	-73
投资收益	-12	55	64	75
营业利润	2579	4881	5856	6712
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	2603	4881	5856	6712
所得税	486	879	1054	1208
净利润	2118	4002	4802	5504
归属于母公司净利润	2120	4002	4802	5504
EBITDA	3729	5909	7000	8013

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10539	13917	14870	16611
应收账款及票据	11387	10700	12518	14658
预付款项	845	517	573	639
存货	1575	1718	2004	2359
其他流动资产	8001	5785	6283	6824
流动资产合计	32346	32638	36248	41090
长期股权投资	200	255	319	394
固定资产	8563	9173	9713	10243
无形资产	2191	2188	2184	2178
非流动资产合计	18209	21180	24087	26993
资产合计	50556	53818	60335	68083
短期借款	6254	6254	6254	6254
应付账款及票据	4489	5314	6199	7295
其他流动负债	11218	10456	12088	14099
流动负债合计	21961	22025	24542	27648
长期借款	544	544	544	544
其他长期负债	862	856	852	848
非流动负债合计	1406	1400	1396	1392
负债合计	23367	23425	25938	29039
股本	2518	2518	2518	2518
少数股东权益	381	381	381	381
股东权益合计	27188	30393	34397	39043
负债和股东权益合计	50556	53818	60335	68083

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.26	16.94	16.99	17.10
EBIT 增长率	-45.73	71.88	18.64	14.20
净利润增长率	-49.57	88.77	19.98	14.61
盈利能力 (%)				
毛利率	25.77	29.15	29.34	29.00
净利润率	6.79	10.97	11.25	11.01
总资产收益率 ROA	4.19	7.44	7.96	8.08
净资产收益率 ROE	7.91	13.34	14.12	14.24
偿债能力				
流动比率	1.47	1.48	1.48	1.49
速动比率	1.20	1.20	1.19	1.19
现金比率	0.48	0.63	0.61	0.60
资产负债率 (%)	46.22	43.53	42.99	42.65
经营效率				
应收账款周转天数	127.21	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	24.81	25.00	25.00	25.00
总资产周转率	0.62	0.70	0.75	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.84	1.59	1.91	2.19
每股净资产	10.64	11.92	13.51	15.35
每股经营现金流	0.26	3.39	2.35	2.75
每股股利	0.30	0.32	0.34	0.39
估值分析				
PE	39	21	17	15
PB	3.1	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	21.46	12.92	10.77	9.19
股息收益率 (%)	0.91	0.96	1.04	1.19
现金流量表 (百万元)				
净利润	2118	4002	4802	5504
折旧和摊销	814	898	1055	1224
营运资金变动	-2611	3075	-553	-479
经营活动现金流	654	8532	5910	6916
资本开支	-4173	-3775	-3854	-4006
投资	1054	0	0	0
投资活动现金流	-4729	-3775	-3854	-4006
股权募资	7	0	0	0
债务募资	-88	-278	0	0
筹资活动现金流	-1029	-1381	-1106	-1170
现金净流量	-5118	3378	952	1741

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026