开源证券

建筑材料/装修建材

东方雨虹（002271.SZ） 零售业务成为核心驱动力，业绩弹性加速释放

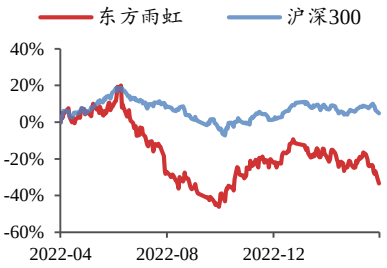
2023 年 04 月 26 日

——2023 年一季度报告点评

投资评级：买入（维持）

日期	2023/4/25
当前股价(元)	28.73
一年最高最低(元)	52.46/22.61
总市值(亿元)	723.55
流通市值(亿元)	570.63
总股本(亿股)	25.18
流通股本(亿股)	19.86
近 3 个月换手率(%)	70.4

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《承压因素有望消除，业绩弹性可期—公司 2022 年报点评》-2023.4.14

《业绩短期承压，防水新规落地有望迎来新机遇—公司信息更新报告》-2022.10.26

《业绩短期承压，逆势扩张增强竞争力—2022 年中报点评》-2022.8.23

张绪成（分析师） zhangxucheng@kysec.cn 证书编号：S0790520020003

朱思敏（联系人） zhusimin@kysec.cn 证书编号：S0790122050026

● **零售业务成为核心驱动力，业绩弹性加速释放。维持“买入”评级**

公司发布 2023 年一季度报告，2023Q1 实现营收 74.95 亿元，同比+18.80%，归母净利润 3.86 亿元，同比+21.53%，扣非净利润 3.24 亿元，同比+9.33%。2023Q1 公司盈利能力和经营质量持续改善，渠道变革成效凸显，零售业务增速亮眼，在 2023Q1 基数较高情况下，公司业绩仍实现同比增长。**我们认为零售业务将成为核心驱动力，2023 年公司业绩弹性有望加速释放：**（1）随着渠道持续下沉以及销售人员业绩逐步放量，**零售业务将进入快速成长通道**；（2）**沥青成本压力同比显著缓解**；（3）**随着经营质量改善以及地产信用风险筑底，公司应收款项减值风险或将减小**。因此，我们维持 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 36.23/52.19/70.00 亿元，同比+70.9%/+44.1%/+34.1%；EPS 分别为 1.44/2.07/2.78 元，对应当前股价，PE 为 20.0/13.9/10.3 倍。**维持“买入”评级。**

● **沥青成本压力缓解+零售业务放量，盈利有望显著改善**

2023Q1 公司毛利率为 28.66%，环比 2022Q4 改善 3.11pct，同比改善 0.37pct；净利率为 5.04%，同比改善 0.11pct。毛利率修复节奏加快，主要原因：（1）**产品提价措施逐步落地**；（2）**沥青价格持续下跌**，根据 Wind 披露的 SBS 改性沥青市场主流价，2023Q1 沥青价格虽然同比增长 8.5%，但环比 2022Q4 下降 4.64%，原材料成本压力持续缓解；（3）**渠道变革显现成效，零售业务占比提升**。2023Q1 销售/管理/财务费用率同比+0.08/+0.40/-0.08pct，销售费用率同比增长主要系销售人员数量增加所致，符合零售业务特征；管理费用增长或是公司人员结构优化支付的补偿金增加所致。**我们认为，2023 年公司盈利能力有望显著改善：**（1）**沥青成本压力同比显著缓解**，我们认为，原油价格或将延续高位震荡趋势，但相比于 2022 年成本端压力明显减弱，毛利率同比仍有较大修复空间；（2）**盈利能力较强的零售业务成为公司核心增长点**，零售业务毛利率普遍高于工程业务，随着渠道持续下沉以及销售人员业绩逐步放量，零售业务将进入快速成长通道。

● **渠道变革成效凸显，零售业务将成为核心驱动力**

渠道变革成效显现，在 2023Q1 基数较高情况下公司营收仍实现同比增长。随着渠道加速下沉以及增强客户粘性，零售业务将成为公司业绩增长的核心驱动力，有望助推公司经营质量和盈利能力稳步提升：（1）**增强客户粘性**，构建“公司-经销商-专卖店-会员”综合体系架构，同时加强与家装公司、装饰公司等客户的合作力度；截至 2022 年末，虹哥汇会员数量约 200 万。（2）**渠道加速下沉**，截至 2022 年末，零售经销商约 4000 家，分销网点约 16 万家，分销门头（含形象店）约 4 万家；随着疫情管控宽松，2023 年公司将加速增拓销售网点；（3）**多品类业务拓展**。

● **风险提示：**原材料价格上涨风险；基建项目进展不及预风险；产能扩张进度不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,934	31,214	38,399	47,294	56,474
YOY(%)	47.0	-2.3	23.0	23.2	19.4
归母净利润(百万元)	4,205	2,120	3,623	5,219	7,000
YOY(%)	24.1	-49.6	70.9	44.1	34.1
毛利率(%)	30.5	25.8	27.3	28.9	30.0
净利率(%)	13.2	6.8	9.4	11.0	12.4
ROE(%)	15.8	7.8	11.9	14.8	16.8
EPS(摊薄/元)	1.67	0.84	1.44	2.07	2.78
P/E(倍)	17.2	34.1	20.0	13.9	10.3
P/B(倍)	2.8	2.7	2.4	2.1	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	35595	32346	36649	49636	54543
现金	16446	10539	14457	19377	21156
应收票据及应收账款	10421	11387	12772	16589	19829
其他应收款	878	2144	928	2856	1662
预付账款	1097	845	1118	1402	1712
存货	1421	1575	2261	2034	3157
其他流动资产	5332	5856	5113	7378	7026
非流动资产	14138	18209	18356	20961	22761
长期投资	187	200	271	310	355
固定资产	5610	8563	9950	11562	13033
无形资产	1654	2191	2447	2690	2981
其他非流动资产	6688	7255	5689	6399	6391
资产总计	49733	50556	55005	70597	77304
流动负债	21111	21961	23102	33823	34133
短期借款	6128	6254	7268	13941	12198
应付票据及应付账款	5943	4489	8147	6765	10948
其他流动负债	9040	11218	7687	13117	10987
非流动负债	1939	1406	1344	1499	1399
长期借款	1104	544	588	682	587
其他非流动负债	835	862	756	818	812
负债合计	23050	23367	24446	35322	35533
少数股东权益	389	381	381	381	381
股本	2521	2518	2518	2518	2518
资本公积	10795	10721	10721	10721	10721
留存收益	13297	14665	17744	22180	28131
归属母公司股东权益	26294	26807	30178	34893	41390
负债和股东权益	49733	50556	55005	70597	77304

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4115	654	4749	2495	7608
净利润	4213	2118	3623	5219	7000
折旧摊销	559	775	802	983	1150
财务费用	232	245	267	413	509
投资损失	-21	12	-4	-6	-7
营运资金变动	-1122	-2928	-246	-4216	-1172
其他经营现金流	254	432	309	103	129
投资活动现金流	-5651	-4729	-829	-3548	-3003
资本支出	4502	4223	2264	2797	2943
长期投资	-1085	1137	-71	-39	-45
其他投资现金流	-64	-1643	1506	-711	-15
筹资活动现金流	10799	-1029	-2302	115	-1198
短期借款	3603	126	1014	6672	-1742
长期借款	682	-560	44	94	-94
普通股增加	172	-3	0	0	0
资本公积增加	8003	-73	0	0	0
其他筹资现金流	-1661	-520	-3360	-6651	638
现金净增加额	9287	-5118	1619	-938	3407

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	31934	31214	38399	47294	56474
营业成本	22184	23171	27927	33621	39528
营业税金及附加	213	253	307	378	452
营业费用	2218	2658	3072	3547	3953
管理费用	1645	1795	2112	2507	2880
研发费用	559	556	691	851	1017
财务费用	232	245	267	413	509
资产减值损失	-14	-78	-77	-95	-113
其他收益	508	453	480	466	473
公允价值变动收益	-50	-5	0	0	0
投资净收益	21	-12	4	6	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	5098	2579	4435	6394	8579
营业外收入	20	60	30	30	30
营业外支出	18	35	20	20	20
利润总额	5100	2603	4445	6404	8589
所得税	887	486	822	1185	1589
净利润	4213	2118	3623	5219	7000
少数股东损益	9	-2	0	0	0
归属母公司净利润	4205	2120	3623	5219	7000
EBITDA	5610	3477	5321	7563	9966
EPS(元)	1.67	0.84	1.44	2.07	2.78

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	47.0	-2.3	23.0	23.2	19.4
营业利润(%)	21.3	-49.4	72.0	44.2	34.2
归属于母公司净利润(%)	24.1	-49.6	70.9	44.1	34.1
获利能力					
毛利率(%)	30.5	25.8	27.3	28.9	30.0
净利率(%)	13.2	6.8	9.4	11.0	12.4
ROE(%)	15.8	7.8	11.9	14.8	16.8
ROIC(%)	12.2	6.3	9.5	10.7	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.3	46.2	44.4	50.0	46.0
净负债比率(%)	-31.8	-9.2	-19.3	-11.2	-18.0
流动比率	1.7	1.5	1.6	1.5	1.6
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	4.3	3.2	3.7	3.7	3.6
应付账款周转率	6.6	6.2	5.8	6.2	6.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.67	0.84	1.44	2.07	2.78
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	0.26	1.89	0.99	3.02
每股净资产(最新摊薄)	10.44	10.64	11.98	13.86	16.43
估值比率					
P/E	17.2	34.1	20.0	13.9	10.3
P/B	2.8	2.7	2.4	2.1	1.7
EV/EBITDA	11.4	20.0	12.5	9.1	6.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn