

东方雨虹 (002271)

证券研究报告

2023年04月26日

业绩大幅增长，饱满订单进入向上释放周期

23Q1 业绩大幅增长，看好公司长期发展

公司发布 23 年一季报，23Q1 单季营收 74.95 亿，同比+18.8%，归母净利润 3.86 亿，同比+21.53%，扣非净利润 3.24 亿，同比+9.33%。业绩逐步走出低谷期迎来反弹，扣非业绩增速较低系非经常性损益 0.61 亿，同比+197%，其中收到政府补助 0.69 亿，较去年同期增加 0.47 亿元。业绩逐步走出低谷期迎来反弹，零售端持续高速发展及德爱威涂料、特种砂浆粉料等非防水业务仍然保持较快的增长趋势，防水新规利好行业空间扩容以及绿色建材推动产品品质提升，我们预测 23-25 年归母净利润分别为 39.9/50.5/63.2 亿元，维持“买入”评级。

零售业务占比提高，毛利率企稳回升

23Q1 公司综合毛利率为 28.7%，同比+0.38pct，公司 C 端零售业务占比进一步提升及公司部分产品销售价格较去年同期有所增长，毛利率同比止跌企稳。23Q1 利润和收入整体匹配度较好，4 月以来沥青价格在 3700 元左右盘整，整体波动较小，而 22 年 4 月往后沥青价格急剧攀升，我们判断 23Q2 之后公司毛利率同比或将继续改善。22 年民建集团经销商数量已突破 4000 家，分销网点 16 余万家，分销门头近 4 万；德爱威零售加盟 1600 家经销商合伙人，终端销售网点达到 18000 家，与约 200 家头部家装公司及区域 4000 多个家装公司开展合作，并在全国重点市场建立 1400 余家专卖店，零售业务持续发力。此外公司积极孵化新兴业务，以建筑修缮、砂浆科技、虹昇新能源为代表的业务板块发力，密封胶、管材等板块也不断布局，我们看好公司中长期成长潜力。

现金流逐步改善，净利率有所修复

23Q1 期间费用率为 19.33%，同比+0.26pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.09pct/+0.39pct/-0.12pct/-0.09pct。综合影响下，23Q1 净利率为 5.04%，同比提升 0.12pct。23Q1 公司 CFO 净额为-38.06 亿元，较去年同期多流入 9.78 亿元，收/付现比分别 109.7%/143.92%，同比+0.59/-0.77pct。23Q1 资产及信用减值损失为 1.77 亿，较去年同期增加 0.30 亿。23Q1 应收账款较年初增加 9.22 亿。其他应收款较年初增加 15.48 亿，系公司支付保证金所致。

多元化布局持续推进，维持“买入”评级

目前公司在民用建材、涂料、保温、砂浆、修缮等多元化业务布局方面走在行业前列，考虑到成本波动的不确定性，我们预测 23-25 年归母净利润分别为 39.9/50.5/63.2 亿元，考虑到公司龙头地位以及新业务的快速放量，给予公司 23 年 28 倍 PE，目标价 44.37 元，维持“买入”评级。

风险提示：房地产新开工低于预期，沥青价格大幅反弹，现金流大幅恶化。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,934.20	31,213.84	38,107.11	46,193.89	56,491.40
增长率(%)	46.96	(2.26)	22.08	21.22	22.29
EBITDA(百万元)	6,160.46	4,155.45	6,064.78	7,282.04	8,869.11
归属母公司净利润(百万元)	4,204.70	2,120.30	3,992.77	5,052.18	6,324.14
增长率(%)	24.07	(49.57)	88.31	26.53	25.18
EPS(元/股)	1.67	0.84	1.59	2.01	2.51
市盈率(P/E)	17.41	34.53	18.34	14.49	11.58
市净率(P/B)	2.78	2.73	2.38	2.10	1.82
市销率(P/S)	2.29	2.35	1.92	1.58	1.30
EV/EBITDA	19.41	18.31	10.55	8.54	6.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.07 元
目标价格	44.37 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,518.46
流通 A 股股本(百万股)	1,986.20
A 股总市值(百万元)	73,211.75
流通 A 股市值(百万元)	57,738.77
每股净资产(元)	10.79
资产负债率(%)	41.74
一年内最高/最低(元)	52.46/22.61

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《东方雨虹-年报点评报告:Q4 业绩底部或已显现，重视中长期成长价值》2023-04-13
- 《东方雨虹-季报点评:Q3 单季度净利率环比提升，防水新规利好行业扩容》2022-10-27
- 《东方雨虹-半年报点评:C 端持续超预期，看好龙头中长期成长价值》2022-08-23

可比公司估值表

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E
002372.SZ	伟星新材	364	22.86	0.77	0.82	0.99	1.15	29.75	28.04	23.17	19.89
603737.SH	三棵树	395	105.00	-1.11	1.27	2.64	3.79	-94.81	82.87	39.77	27.68
300737.SZ	科顺股份	133	11.24	0.57	0.34	0.67	0.91	19.73	32.82	16.82	12.31
300715.SZ	凯伦股份	52	13.45	0.19	-0.07	0.39	0.67	71.98	-186.03	34.33	20.06
	平均							6.66	-10.58	28.52	19.98
002271.SZ	东方雨虹	732	29.07	1.67	0.84	1.59	2.01	17.41	34.53	18.34	14.49

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 数据截止于 2023/4/26 收盘价, 除东方雨虹为天风预测外, 其他均为 Wind 一致预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,446.31	10,539.22	11,051.06	12,934.29	15,817.59
应收票据及应收账款	10,421.40	11,386.81	17,193.53	21,301.38	25,774.79
预付账款	1,096.95	844.97	1,260.95	1,407.48	1,778.09
存货	1,420.55	1,574.78	1,795.17	2,267.69	3,367.94
其他	3,507.81	4,961.16	8,527.38	10,425.81	11,720.44
流动资产合计	32,893.01	29,306.93	39,828.09	48,336.64	58,458.87
长期股权投资	186.65	199.98	199.98	199.98	199.98
固定资产	5,609.59	8,563.29	8,180.06	7,676.83	6,773.60
在建工程	2,093.95	2,049.33	1,999.33	1,949.33	1,919.33
无形资产	1,653.57	2,191.24	2,137.36	2,083.49	2,029.62
其他	4,594.07	5,205.65	4,899.81	5,017.22	4,923.00
非流动资产合计	14,137.84	18,209.49	17,416.55	16,926.86	15,845.54
资产总计	49,733.23	50,555.78	57,244.65	65,263.50	74,304.41
短期借款	6,127.83	6,254.33	5,844.14	6,074.49	6,015.32
应付票据及应付账款	5,943.08	4,489.19	7,249.72	7,343.28	9,563.61
其他	5,816.40	7,894.33	11,618.46	15,007.34	16,422.53
流动负债合计	17,887.31	18,637.85	24,712.32	28,425.11	32,001.46
长期借款	1,103.75	543.92	596.60	657.00	844.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	835.00	861.97	848.49	855.23	851.86
非流动负债合计	1,938.74	1,405.89	1,445.09	1,512.23	1,695.86
负债合计	23,049.57	23,367.29	26,157.41	29,937.34	33,697.32
少数股东权益	389.27	381.30	379.92	390.70	404.20
股本	2,521.20	2,518.46	2,518.46	2,518.46	2,518.46
资本公积	10,794.55	10,721.49	10,721.49	10,721.49	10,721.49
留存收益	13,296.99	14,664.78	18,064.62	22,366.55	27,751.56
其他	(318.35)	(1,097.55)	(597.26)	(671.05)	(788.62)
股东权益合计	26,683.66	27,188.49	31,087.24	35,326.16	40,607.09
负债和股东权益总计	49,733.23	50,555.78	57,244.65	65,263.50	74,304.41

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,213.31	2,117.84	3,992.77	5,052.18	6,324.14
折旧摊销	518.24	775.00	937.10	957.10	957.10
财务费用	56.61	190.15	129.75	122.48	115.80
投资损失	(21.32)	11.96	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	(4,197.49)	(3,592.20)	(3,276.38)	(3,147.95)	(3,420.12)
其它	3,545.33	1,151.25	28.73	44.53	49.32
经营活动现金流	4,114.68	654.01	1,796.97	3,013.34	4,011.23
资本支出	2,618.97	4,199.95	463.49	343.26	(26.63)
长期投资	20.74	13.33	0.00	0.00	0.00
其他	(8,290.38)	(8,941.93)	(959.20)	(742.00)	4.70
投资活动现金流	(5,650.66)	(4,728.65)	(495.71)	(398.74)	(21.93)
债权融资	3,781.11	(227.78)	(697.03)	94.55	(46.94)
股权融资	7,479.87	(855.00)	(92.39)	(825.93)	(1,059.06)
其他	(461.77)	53.50	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	10,799.21	(1,029.28)	(789.42)	(731.37)	(1,105.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	9,263.22	(5,103.91)	511.85	1,883.23	2,883.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	31,934.20	31,213.84	38,107.11	46,193.89	56,491.40
营业成本	22,184.43	23,171.49	27,441.61	33,241.57	40,576.54
营业税金及附加	212.50	252.77	304.86	369.55	338.95
销售费用	2,217.74	2,657.68	2,705.61	3,219.71	3,937.45
管理费用	1,644.55	1,794.86	1,954.89	2,309.69	2,824.57
研发费用	559.31	556.32	647.82	785.30	960.35
财务费用	231.84	245.23	129.75	122.48	115.80
资产/信用减值损失	(264.98)	(392.66)	(150.00)	(100.00)	(110.00)
公允价值变动收益	(49.58)	(4.87)	30.35	31.87	33.47
投资净收益	21.32	(11.96)	15.00	15.00	15.00
其他	78.83	365.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,098.24	2,579.01	4,817.94	6,092.46	7,676.21
营业外收入	20.27	59.73	59.32	54.32	44.32
营业外支出	18.34	35.34	10.00	15.00	45.00
利润总额	5,100.16	2,603.39	4,867.25	6,131.77	7,675.53
所得税	886.85	485.55	876.11	1,066.93	1,335.54
净利润	4,213.31	2,117.84	3,991.15	5,064.85	6,339.99
少数股东损益	8.61	(2.45)	(1.62)	12.66	15.85
归属于母公司净利润	4,204.70	2,120.30	3,992.77	5,052.18	6,324.14
每股收益(元)	1.67	0.84	1.59	2.01	2.51

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	46.96%	-2.26%	22.08%	21.22%	22.29%
营业利润	21.29%	-49.41%	86.81%	26.45%	26.00%
归属于母公司净利润	24.07%	-49.57%	88.31%	26.53%	25.18%
获利能力					
毛利率	30.53%	25.77%	27.99%	28.04%	28.17%
净利率	13.17%	6.79%	10.48%	10.94%	11.19%
ROE	15.99%	7.91%	13.00%	14.46%	15.73%
ROIC	41.56%	17.62%	22.09%	23.92%	26.95%
偿债能力					
资产负债率	46.35%	46.22%	45.69%	45.87%	45.35%
净负债率	-34.06%	-11.63%	-13.64%	-16.72%	-21.48%
流动比率	1.69	1.47	1.61	1.70	1.83
速动比率	1.62	1.40	1.54	1.62	1.72
营运能力					
应收账款周转率	3.53	2.86	2.67	2.40	2.40
存货周转率	24.38	20.84	22.62	22.74	20.05
总资产周转率	0.82	0.62	0.71	0.75	0.81
每股指标(元)					
每股收益	1.67	0.84	1.59	2.01	2.51
每股经营现金流	1.63	0.26	0.71	1.20	1.59
每股净资产	10.44	10.64	12.19	13.87	15.96
估值比率					
市盈率	17.41	34.53	18.34	14.49	11.58
市净率	2.78	2.73	2.38	2.10	1.82
EV/EBITDA	19.41	18.31	10.55	8.54	6.70
EV/EBIT	21.12	22.40	12.47	9.83	7.51

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com