

# 东方雨虹 (002271)

证券研究报告

2023年08月10日

## 零售端发力明显，盈利能力大幅改善

### Q2 扣非净利润大增 55%，看好公司中长期发展

23H1 实现营收 168.5 亿，同比+10.1%，归母净利润 13.3 亿，同比+38.1%，扣非净利润 12.4 亿，同比+39.6%，其中政府补贴收入 1.02 亿；Q2 单季度实现营收 93.6 亿，同比+4%，归母净利润为 9.49 亿，同比+46.2%，扣非净利润为 9.19 亿元，同比增长 54.7%。零售端保持较快增长，特种砂浆粉料等非防水业务受益于渠道协同实现高速发展，我们预计 23-25 年归母净利润为 36.1/45.1/56.5 亿元，具备中长期投资性价比，维持“买入”评级。

### 砂浆粉料打造增长新曲线，下半年毛利率有望持续改善

分产品来看，23H1 卷材/涂料/砂浆粉料实现营收 71.84/51.85/19.05 亿，同比+1.1%/+22.5%/+43%，毛利率分别同比+0.2/+5.2/+5.2pct。23H1 公司综合毛利率为 28.9%，同比+2pct；其中 Q2 单季度毛利率 29.1%，同比+3.2pct。23 年 7 月以来沥青价格在 3700-3800 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，22Q3 沥青价格达到顶峰，四季度逐渐回落，22Q3/22Q4 均价分别为 4364/3975 元，我们判断下半年公司卷材毛利率或将持续改善。23 年上半年砂粉科技集团已在全国布局 700 余家砂粉专业工程渠道经销商，看好公司砂浆粉料品类拓展，有望打造新的增长曲线。

### 零售渠道占比提升，盈利能力改善显著

分渠道来看，零售/工程/直销业务分别实现营收 50.51/61.42/52.38 亿元，分别同比+32.21%/+26.68%/-13.25%，毛利率为 40.71%/23.25%/26.08%，同比变化+5.32/+2.11/-2.29pct，零售业务占公司营收比例为 29.98%，零售业务占比提升带来盈利能力改善。23H1 民建集团实现营收 43.84 亿，同比+34.69%，其中百万经销商签约增长近 700 家，分销网点近 20 万家，门头保有近 5 万家。德爱威零售通过热品打造、德式涂装赋能等方式实现加盟逾 2200 家经销商合伙、终端销售网点达到 25000 家，在全国重点市场建立了 1700 余家专卖店。修缮集团致力于打通雨虹到家服务“最后一公里”，在全国已布局运营中心、社区服务站等 600 余家门店。我们看好公司渠道协同优势，或将为公司多品类扩张带来更好发展。

### 现金流表现良好，净利率修复效果显著，维持“买入”评级

23H1 期间费用率为 16.44%，同比+0.09pct，其中销售/管理/研发费用率分别同比+0.59pct/-0.43pct/-0.14pct。综合影响下，23H1 净利率为 7.91%，同比提升 1.72pct，Q2 单季度净利率为 10.14%，同比提升 2.92pct，盈利能力显著提升。23H1 公司 CFO 净额为 -39.43 亿元，较去年同期多流入 30.37 亿，收/付现比分别 94%/107%，同比+9.1/-12.7pct，回款能力明显改善。23H1 资产及信用减值损失为 3.9 亿，较去年同期减少 1.35 亿。考虑到公司下游房地产调整风险，我们略微下调公司盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 36.1/45.1/56.5 亿（前值 39.9/50.5/63.2），给予公司 23 年 20.8 倍 PE，目标价 40.14 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	36,045.65	43,391.06	52,431.19
增长率(%)	46.96	(2.26)	15.48	20.38	20.83
EBITDA(百万元)	6,160.46	4,155.45	5,591.78	6,696.16	8,080.17
归属母公司净利润(百万元)	4,204.70	2,120.30	3,610.03	4,514.62	5,651.29
增长率(%)	24.07	(49.57)	70.26	25.06	25.18
EPS(元/股)	1.67	0.84	1.43	1.79	2.24
市盈率(P/E)	17.87	35.43	20.81	16.64	13.29
市净率(P/B)	2.86	2.80	2.47	2.20	1.93
市销率(P/S)	2.35	2.41	2.08	1.73	1.43
EV/EBITDA	19.41	18.31	11.72	9.60	7.75

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	29.83 元
目标价格	40.14 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)	1,995.49
A 股总市值(百万元)	75,125.79
流通 A 股市值(百万元)	59,525.59
每股净资产(元)	11.08
资产负债率(%)	42.57
一年内最高/最低(元)	39.50/22.61

### 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  
wangtaoa@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-季报点评:业绩大幅增长，饱满订单进入向上释放周期》2023-04-26
- 《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

## 可比公司估值表

表 1: 可比公司估值表

证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
伟星新材	342	21.46	0.82	0.99	1.16	1.32	26.17	21.58	18.53	16.21
三棵树	414	78.64	0.88	1.73	2.46	3.20	89.36	45.49	31.99	24.58
科顺股份	111	9.40	0.15	0.60	0.81	1.04	62.67	15.64	11.65	9.08
凯伦股份	57	14.80	-0.42	0.39	0.60	0.79	-35.24	37.66	24.47	18.82
平均							35.74	30.09	21.66	17.17
东方雨虹	751	29.83	0.84	1.43	1.79	2.24	35.09	20.81	16.64	13.29

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 截止于 2023/8/9, 除东方雨虹外, 其余均为 Wind 一致预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,446.31	10,539.22	10,453.24	12,149.50	14,680.73	营业收入	31,934.20	31,213.84	36,045.65	43,391.06	52,431.19
应收票据及应收账款	10,421.40	11,386.81	15,647.43	20,511.79	24,637.29	营业成本	22,184.43	23,171.49	26,054.48	31,277.00	37,622.98
预付账款	1,096.95	844.97	1,154.50	1,356.23	1,597.47	营业税金及附加	212.50	252.77	291.97	347.13	419.45
存货	1,420.55	1,574.78	1,624.83	2,111.04	2,487.33	销售费用	2,217.74	2,657.68	2,652.96	3,124.16	3,748.83
其他	3,507.81	4,961.16	7,943.30	10,219.57	10,775.67	管理费用	1,644.55	1,794.86	1,849.14	2,212.94	2,673.99
<b>流动资产合计</b>	<b>32,893.01</b>	<b>29,306.93</b>	<b>36,823.30</b>	<b>46,348.12</b>	<b>54,178.49</b>	研发费用	559.31	556.32	612.78	737.65	891.33
长期股权投资	186.65	199.98	199.98	199.98	199.98	财务费用	231.84	245.23	118.30	104.63	115.02
固定资产	5,609.59	8,563.29	8,180.06	7,676.83	6,773.60	资产/信用减值损失	(264.98)	(392.66)	(155.00)	(110.00)	(100.00)
在建工程	2,093.95	2,049.33	1,999.33	1,949.33	1,919.33	公允价值变动收益	(49.58)	(4.87)	30.35	31.87	33.47
无形资产	1,653.57	2,191.24	2,137.36	2,083.49	2,029.62	投资净收益	21.32	(11.96)	10.00	5.00	5.00
其他	4,594.07	5,205.65	4,899.81	5,017.22	4,923.00	其他	78.83	365.97	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>14,137.84</b>	<b>18,209.49</b>	<b>17,416.55</b>	<b>16,926.86</b>	<b>15,845.54</b>	<b>营业利润</b>	<b>5,098.24</b>	<b>2,579.01</b>	<b>4,351.37</b>	<b>5,514.43</b>	<b>6,898.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>49,733.23</b>	<b>50,555.78</b>	<b>54,239.85</b>	<b>63,274.98</b>	<b>70,024.04</b>	营业外收入	20.27	59.73	59.32	20.00	10.00
短期借款	6,127.83	6,254.33	4,920.84	5,473.91	6,200.94	营业外支出	18.34	35.34	10.00	15.00	45.00
应付票据及应付账款	5,943.08	4,489.19	6,511.59	7,132.09	8,126.12	<b>利润总额</b>	<b>5,100.16</b>	<b>2,603.39</b>	<b>4,400.69</b>	<b>5,519.43</b>	<b>6,863.05</b>
其他	5,816.40	7,894.33	10,600.85	14,615.25	14,753.04	所得税	886.85	485.55	792.12	993.50	1,197.60
<b>流动负债合计</b>	<b>17,887.31</b>	<b>18,637.85</b>	<b>22,033.29</b>	<b>27,221.24</b>	<b>29,080.11</b>	<b>净利润</b>	<b>4,213.31</b>	<b>2,117.84</b>	<b>3,608.57</b>	<b>4,525.93</b>	<b>5,665.45</b>
长期借款	1,103.75	543.92	596.60	657.00	844.00	少数股东损益	8.61	(2.45)	(1.47)	11.31	14.16
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,204.70</b>	<b>2,120.30</b>	<b>3,610.03</b>	<b>4,514.62</b>	<b>5,651.29</b>
其他	835.00	861.97	848.49	855.23	851.86	每股收益(元)	1.67	0.84	1.43	1.79	2.24
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,938.74</b>	<b>1,405.89</b>	<b>1,445.09</b>	<b>1,512.23</b>	<b>1,695.86</b>						
<b>负债合计</b>	<b>23,049.57</b>	<b>23,367.29</b>	<b>23,478.37</b>	<b>28,733.47</b>	<b>30,775.96</b>						
少数股东权益	389.27	381.30	380.05	389.69	401.75	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	2,521.20	2,518.46	2,518.46	2,518.46	2,518.46	<b>成长能力</b>					
资本公积	10,794.55	10,721.49	10,721.49	10,721.49	10,721.49	营业收入	46.96%	-2.26%	15.48%	20.38%	20.83%
留存收益	13,296.99	14,664.78	17,738.72	21,582.92	26,394.99	营业利润	21.29%	-49.41%	68.72%	26.73%	25.09%
其他	(318.35)	(1,097.55)	(597.26)	(671.05)	(788.62)	归属于母公司净利润	24.07%	-49.57%	70.26%	25.06%	25.18%
<b>股东权益合计</b>	<b>26,683.66</b>	<b>27,188.49</b>	<b>30,761.48</b>	<b>34,541.51</b>	<b>39,248.07</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49,733.23</b>	<b>50,555.78</b>	<b>54,239.85</b>	<b>63,274.98</b>	<b>70,024.04</b>	毛利率	30.53%	25.77%	27.72%	27.92%	28.24%
						净利率	13.17%	6.79%	10.02%	10.40%	10.78%
						ROE	15.99%	7.91%	11.88%	13.22%	14.55%
						ROIC	41.56%	17.62%	19.96%	22.14%	24.87%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	46.35%	46.22%	43.29%	45.41%	43.95%
						净负债率	-34.06%	-11.63%	-14.85%	-16.57%	-18.85%
						流动比率	1.69	1.47	1.67	1.70	1.86
						速动比率	1.62	1.40	1.60	1.63	1.78
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.53	2.86	2.67	2.40	2.32
						存货周转率	24.38	20.84	22.53	23.23	22.80
						总资产周转率	0.82	0.62	0.69	0.74	0.79
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.67	0.84	1.43	1.79	2.24
						每股经营现金流	1.63	0.26	0.82	0.96	1.10
						每股净资产	10.44	10.64	12.06	13.56	15.42
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	17.87	35.43	20.81	16.64	13.29
						市净率	2.86	2.80	2.47	2.20	1.93
						EV/EBITDA	19.41	18.31	11.72	9.60	7.75
						EV/EBIT	21.12	22.40	14.08	11.20	8.80

  

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,213.31	2,117.84	3,610.03	4,514.62	5,651.29
折旧摊销	518.24	775.00	937.10	957.10	957.10
财务费用	56.61	190.15	118.30	104.63	115.02
投资损失	(21.32)	11.96	(10.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(4,197.49)	(3,592.20)	(2,625.14)	(3,198.75)	(3,984.02)
其它	3,545.33	1,151.25	28.89	43.19	47.63
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,114.68</b>	<b>654.01</b>	<b>2,059.19</b>	<b>2,415.79</b>	<b>2,782.01</b>
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)	(964.20)	(752.00)	(5.30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,650.66)</b>	<b>(4,728.65)</b>	<b>(500.71)</b>	<b>(408.74)</b>	<b>(31.93)</b>
债权融资	3,781.11	(227.78)	(1,608.88)	435.11	740.04
股权融资	7,479.87	(1,104.06)	(35.58)	(745.90)	(958.89)
其他	(461.77)	302.56	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>10,799.21</b>	<b>(1,029.28)</b>	<b>(1,644.46)</b>	<b>(310.78)</b>	<b>(218.85)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>9,263.22</b>	<b>(5,103.91)</b>	<b>(85.98)</b>	<b>1,696.26</b>	<b>2,531.23</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com