

➤ **公司半年业绩表现近预告中值, 符合预期。** 23H1 实现营收 168.52 亿元, 同比+10.10%; 归母净利润 13.34 亿元, 同比+38.07%; 扣非后归母净利润 12.43 亿元, 同比+39.59%。其中, **23Q2 实现营收 93.57 亿元, 同比+3.99%, 归母净利润 9.49 亿元, 同比+46.15%**; 扣非后归母净利润 9.19 亿元, 同比+54.71%。23H1 公司毛利率 28.90%, 同比+1.99pct, 净利率 7.91%, 同比+1.72pct, 其中 **Q2 毛利率 29.10%, 同比+3.16pct, 净利率 10.21%, 同比+3.14pct。**

➤ **收入节奏上,** 上半年收入实现正增长 10.1%。其中, Q2 同比增长 3.99%, 相较 Q1 的 18.8% 有所回落。进入下半年低基数, 同比压力继续缓解 (2022Q3-Q4 收入增速分别为-4.51%、-15.31%)。

➤ **产品结构上,** 体现扩品类特征。下滑的业务主要是工程施工, 上半年实现收入 13.67 亿元、同比下滑近 5%, 体现公司主动防范风险。公司其他主业均取得增长, 但增速分化, 一方面体现开工端、竣工端的需求分化, 另一方面体现公司不断主动调结构, 例如占比最大的防水卷材 (42.63%) 实现收入 71.84 亿元, 同比微幅增长 1.13%, 而**砂浆粉料实现收入 19 亿元、增速最快达到近 43% (占比提升至 11.3%)**, 以及**涂料实现收入 51.85 亿元、同比+22.46% (占比 30.77%)**。

➤ **渠道结构上,** 继续体现大 B 工程缩量、C 端优先、挖潜小 B。23H1 公司直销业务实现收入 52.38 亿元、同比-13.25% (占比 31.08%), 而**零售渠道实现占比近 30%、同比+32%**, 其中①民建集团实现收入 43.84 亿元, 同比+34.69%, 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, ②DAW 建涂零售实现加盟超过 2200 家经销商, 终端网点 25000 家, 与 200 家头部家装公司及区域 4600 多个家装公司开展合作、建立 1700 余个专卖店, ③修缮集团雨虹到家服务在全国布局运营中心、社区服务站等 600 余家门店; 工程渠道占比 36.45%、同比+26.68%。

➤ **盈利能力方面,** 23H1 公司实现综合毛利率 28.9%, 同比提高近 2pct; Q2 毛利率 29.1%, 同比提高约 3.2pct, 主要系原材料沥青价格出现回落, 23Q1 石油沥青期货结算均价为 3779 元/吨, 同比+3.61%, 23Q2 均价为 3699 元/吨, 同比-14.50%。除原材料成本外, 产品及渠道结构的改善同样提升公司综合盈利能力, 例如**零售渠道毛利率 40.7%, 在所有渠道中最高, 同比+5.32pct, 提升最为显著**; 其他渠道, 例如工程渠道、直销渠道毛利率分别为 23.25%、26.08%, 同比变动分别增加 2.11pct、减少 2.29pct。按产品划分, 涂料及砂浆业务毛利率同比提升均超过 5pct, **涂料业务毛利率达到 37.56%、显著高于其他产品**。此外, 公司销售费用增长 18%, 主因促销费、广宣费增加。

➤ **现金流方面,** 23H1 公司收现比为 0.94 (2020H1-2022H1 分别为 0.93、0.88、0.85), 今年是近年来较好水平; 净现比为-2.96 (2020H1-2022H1 分别为-0.33、-2.27、-7.22), 上半年经营性现金流净流出 39.43 亿元, 主要是 Q1 流出较多, Q2 仅净流出 1.37 亿元。期末应收账款及票据 141.44 亿元, 同比-4.1%, 尤其是应收票据降幅较大、为-74%, 但应收账款增长 5.57%, 应收/销售占比 84% (2020H1-2022H1 分别为 100%、80%、96%); 应收账款周转天数为 131.14 天 (2020H1-2022H1 分别为 133.44、100.72、127.7 天)。因保理方式终止确认的应收账款为 4.13 亿元。Q2 信用减值 2.07 亿元, 上半年减值约 4 亿元。

➤ **投资建议:** 考虑防水新规实施与地产政策转暖迹象, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 34.18、40.14、46.17 亿元, 现价对应 PE 为 22、19、16 倍, 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	36034	41502	47056
增长率 (%)	-2.3	15.4	15.2	13.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2120	3418	4014	4617
增长率 (%)	-49.6	61.2	17.4	15.0
每股收益 (元)	0.84	1.36	1.59	1.83
PE	35	22	19	16
PB	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 8 月 9 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
29.83 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) 2023 年一季报点评: 收入表现超预期, 从开工端走向全产业链-2023/04/30
- 2.东方雨虹 (002271.SZ) 2022 年年报点评: 2023 年收入、盈利能力、回款、产品结构有望全面改善-2023/04/13
- 3.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
- 4.东方雨虹 (002271.SZ) 2022 年三季度报点评: Q3 收入毛利承压, 继续深耕渠道+产品结构改善-2022/10/26
- 5.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

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	36034	41502	47056
营业成本	23171	26017	29923	33866
营业税金及附加	253	288	332	376
销售费用	2658	2991	3445	3906
管理费用	1795	2018	2324	2635
研发费用	556	649	747	847
EBIT	2915	4316	5013	5745
财务费用	245	149	119	115
资产减值损失	-78	-53	-61	-70
投资收益	-12	54	62	71
营业利润	2579	4168	4895	5630
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	2603	4168	4895	5630
所得税	486	750	881	1013
净利润	2118	3418	4014	4617
归属于母公司净利润	2120	3418	4014	4617
EBITDA	3729	5214	6067	6969

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10539	14430	14690	15702
应收账款及票据	11387	10563	12166	13794
预付款项	845	520	569	610
存货	1575	1728	1988	2250
其他流动资产	8001	5625	6039	6392
流动资产合计	32346	32867	35452	38748
长期股权投资	200	254	316	387
固定资产	8563	9173	9713	10243
无形资产	2191	2188	2184	2178
非流动资产合计	18209	21169	24074	26975
资产合计	50556	54036	59527	65723
短期借款	6254	6254	6254	6254
应付账款及票据	4489	5346	6149	6959
其他流动负债	11218	10444	11920	13411
流动负债合计	21961	22045	24323	26624
长期借款	544	1334	1334	1334
其他长期负债	862	848	844	839
非流动负债合计	1406	2182	2178	2173
负债合计	23367	24226	26501	28797
股本	2518	2518	2518	2518
少数股东权益	381	381	381	381
股东权益合计	27188	29810	33026	36926
负债和股东权益合计	50556	54036	59527	65723

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	15.44	15.17	13.38
EBIT 增长率	-45.73	48.04	16.14	14.60
净利润增长率	-49.57	61.20	17.43	15.03
盈利能力 (%)				
毛利率	25.77	27.80	27.90	28.03
净利润率	6.79	9.49	9.67	9.81
总资产收益率 ROA	4.19	6.33	6.74	7.02
净资产收益率 ROE	7.91	11.61	12.30	12.63
偿债能力				
流动比率	1.47	1.49	1.46	1.46
速动比率	1.20	1.22	1.18	1.17
现金比率	0.48	0.65	0.60	0.59
资产负债率 (%)	46.22	44.83	44.52	43.82
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	0.69	0.73	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	0.84	1.36	1.59	1.83
每股净资产	10.64	11.69	12.96	14.51
每股经营现金流	0.26	3.29	2.09	2.41
每股股利	0.30	0.32	0.29	0.33
估值分析				
PE	35	22	19	16
PB	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	19.34	13.18	11.28	9.68
股息收益率 (%)	1.01	1.06	0.96	1.10

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2118	3418	4014	4617
折旧和摊销	814	898	1055	1224
营运资金变动	-2611	3382	-449	-439
经营活动现金流	654	8287	5252	6079
资本开支	-4173	-3775	-3854	-4006
投资	1054	0	0	0
投资活动现金流	-4729	-3783	-3854	-4006
股权募资	7	0	0	0
债务募资	-88	511	0	0
筹资活动现金流	-1029	-615	-1140	-1063
现金净流量	-5118	3891	260	1012

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收到任何形式的补偿。

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