



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	29.70
总股本/流通股本(亿股)	25.18 / 19.95
总市值/流通市值(亿元)	748 / 593
52周内最高/最低价	39.10 / 23.25
资产负债率(%)	46.2%
市盈率	34.94
第一大股东	李卫国

研究所

分析师: 丁士涛
SAC 登记编号: S1340522090005
Email: dingshitao@cnpsc.com

东方雨虹(002271)

渠道变革成效显著，经营质量持续优化

● 事件：

公司发布 2023 年半年度报告，2023 H1 实现营业收入 168.52 亿元，同比增长 10.10%，实现归母净利润 13.34 亿元，同比增长 38.07%；实现扣非归母净利润 12.43 亿元，同比增长 39.59%。

2023 Q2 实现营业收入 93.57 亿元，同比增长 3.99%；归母净利润为 9.49 亿元，同比增长 46.15%；扣非归母净利润 9.19 亿元，同比增长 54.71%。

● 商业模式重构，零售、工程渠道收入逆势增长

23 H1 公司防水卷材/涂料/砂浆粉料/工程施工/其他（含其他主营）业务分别实现收入 71.84/51.85/19.05/13.67/12.11 亿元，分别同比+1.13%/+22.46%/+42.99%/-4.99%/+1.09%。分渠道来看，公司零售/工程/直销业务分别实现收入 50.51/61.42/52.38 亿元，分别同比 +32.21%/+26.68%/-13.25%；营收占比分别为 29.98%/36.45%/31.08%，分别同比+5.02%/+4.78%/-8.37 pct，小 B、C 端业务占比持续提升。23 H1 公司民建集团实现营业收入 43.84 亿元，同比增长 34.69%。截至 23 H1 末，民建集团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；建筑涂料零售德爱威经销商合伙人共 2200 家，较 22 年底增加 600 家，终端销售网点 2.5 万家，较 22 年底增加 7000 家。公司工程业务赋能渠道发展、持续渠道下沉、打造渠道领先优势，通过发展及赋能各类合伙人加强所属区域市场覆盖率与渗透率，不断消除空白市场与薄弱市场，进一步提升市占率。在 23 H1 全国房地产新开工面积同比下降 24.3%、行业需求承压的大环境下，公司防水材料仍实现了接近 10% 的增长。下半年来看，随着城中村、城镇老旧小区改造与促进家居消费政策陆续出台，行业需求有望获得边际改善；叠加 22 H2 的低基数，公司 23 H2 收入增长有望提速。

● 盈利能力持续修复，现金流质量大幅改善

盈利能力方面，23 H1 公司实现销售毛利率/净利率分别为 28.90%/7.91%，分别同比提高 2.00/1.72 pct；23 Q2 单季度销售毛利率/净利率分别为 29.10%/10.21%，分别同比提高 3.16/3.14 pct、环比提高 0.44/5.18 pct。各业务毛利率方面，防水卷材/涂料/砂浆粉料毛利率分别为 27.44%/37.56%/28.23%，分别同比提高 0.15/5.17/5.22 pct；分渠道来看，零售/工程/直销渠道毛利率分别为 40.71%/23.25%/26.08%，分别同比+5.32/+2.11/-2.29 pct。公司毛利率改善主要受益于原材料沥青价格同比下降与毛利率较高的零售业务占比增加。现金流方面，23 H1 公司经营性现金净流出 39.43 亿元，净流出较上年同期收窄 30.37 亿元；23 Q2 单季度经营性现金净流出 1.37 亿元，较上年同期收窄 20.59 亿元。23 H1 公司收现比为 94.07%，同比提高 9.10 pct；23 Q2 单季度收现比为 81.55%，同比提高 13.51 pct。23 H1 公司计提资产及信用减值损失合计为 3.90 亿元，同比减少 1.35 亿元；随着现金流优质的零售

业务占比提升、房地产大B业务规模缩减以及经销商新授信政策对应收款总额度管控及实时监测等手段的执行，公司应收账款回款压力将继续减轻，全年有望实现经营性现金流与净利润匹配。费用方面，23 H1 公司期间费用率为 16.44%，同比提高 0.09 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.76%/5.65%/1.50%/0.54%，分别同比+0.59/-0.43/-0.14/+0.06 pct。销售费用率增加主要系促销与广告宣传等费用有所增加，2023 H1 促销及广告宣传费用合计为 5.69 亿元，同比增长 55.50%。

● 盈利预测与投资建议

公司防水主业龙头地位稳固、产能规模、成本优势显著；合伙人机制将助力公司市占率进一步提升。以民建为代表的零售业务依托防水主业多年深耕渠道积累的资源优势实现快速发展。近年拓展的建筑涂料、砂浆粉料等新品类均为千亿级别的市场规模，为公司打开成长天花板。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 37.14/45.15/54.46 亿元，EPS 分别为 1.47/1.79/2.16 元；当前股价对应 P/E 分别为 20.14/16.57/13.74 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济下行，基建、房地产投资增速大幅下降风险；沥青等原材料价格大幅上涨风险；防水行业新规落地不及预期；工程业务应收账款回款不及预期；新品类业务发展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	31214	36654	42609	49200
增长率(%)	-2.26	17.43	16.25	15.47
EBITDA（百万元）	3729.11	5865.62	6942.23	8109.14
归属母公司净利润（百万元）	2120.30	3714.35	4515.15	5445.59
增长率(%)	-49.57	75.18	21.56	20.61
EPS(元/股)	0.84	1.47	1.79	2.16
市盈率 (P/E)	35.28	20.14	16.57	13.74
市净率 (P/B)	2.79	2.60	2.32	2.06
EV/EBITDA	21.86	11.83	9.45	7.53

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	31214	36654	42609	49200	营业收入	-2.3%	17.4%	16.2%	15.5%
营业成本	23171	26332	30571	35242	营业利润	-49.4%	75.8%	21.5%	20.5%
税金及附加	253	293	341	394	归属于母公司净利润	-49.6%	75.2%	21.6%	20.6%
销售费用	2658	2859	3281	3739	获利能力				
管理费用	1795	2016	2301	2608	毛利率	25.8%	28.2%	28.3%	28.4%
研发费用	556	605	660	738	净利率	6.8%	10.1%	10.6%	11.1%
财务费用	245	177	150	108	ROE	7.9%	12.9%	14.0%	15.0%
资产减值损失	-78	-25	-15	-15	ROIC	6.8%	11.4%	12.5%	13.4%
营业利润	2579	4535	5512	6643	偿债能力				
营业外收入	60	20	23	27	资产负债率	46.2%	44.6%	44.4%	43.8%
营业外支出	35	23	26	26	流动比率	1.47	1.55	1.62	1.70
利润总额	2603	4532	5509	6644	营运能力				
所得税	486	816	992	1196	应收账款周转率	3.18	3.44	3.92	4.20
净利润	2118	3716	4517	5448	存货周转率	20.84	23.42	25.72	25.98
归母净利润	2120	3714	4515	5446	总资产周转率	0.62	0.71	0.77	0.79
每股收益(元)	0.84	1.47	1.79	2.16	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.84	1.47	1.79	2.16
货币资金	10539	12831	16536	20987	每股净资产	10.64	11.43	12.78	14.40
交易性金融资产	607	607	607	607	估值比率				
应收票据及应收账款	11387	11078	12029	12936	PE	35.28	20.14	16.57	13.74
预付款项	845	1053	1223	1410	PB	2.79	2.60	2.32	2.06
存货	1575	1555	1758	2029	现金流量表				
流动资产合计	32346	34240	39964	46580	净利润	2118	3716	4517	5448
固定资产	8563	8974	9312	9584	折旧和摊销	814	775	861	938
在建工程	2049	1747	1560	1382	营运资本变动	-2611	432	348	321
无形资产	2191	2328	2347	2340	其他	334	489	500	493
非流动资产合计	18209	18439	18586	18658	经营活动现金流净额	654	5413	6227	7200
资产总计	50556	52679	58550	65238	资本开支	-4173	-1003	-1003	-999
短期借款	6254	6204	6154	6104	其他	-556	-9	-12	-15
应付票据及应付账款	4489	5266	6573	7577	投资活动现金流净额	-4729	-1012	-1015	-1014
其他流动负债	11218	10675	11951	13648	股权融资	7	0	0	0
流动负债合计	21961	22146	24678	27329	债务融资	-88	-100	-100	-100
其他	1406	1356	1306	1256	其他	-949	-1211	-1407	-1635
非流动负债合计	1406	1356	1306	1256	筹资活动现金流净额	-1029	-1311	-1507	-1735
负债合计	23367	23502	25984	28585	现金及现金等价物净增加额	-5118	3090	3705	4451
股本	2518	2518	2518	2518					
资本公积金	10721	10721	10721	10721					
未分配利润	14121	15551	18260	21527					
少数股东权益	381	383	385	388					
其他	-554	3	681	1498					
所有者权益合计	27188	29177	32566	36653					
负债和所有者权益总计	50556	52679	58550	65238					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048