

东方雨虹 (002271.SZ)

2023 年中报点评：结构优化、盈利改善，经营质量稳步提升

买入

核心观点

渠道和零售业务高增，非防水业务快速拓展。2023H1 公司实现营收 168.5 亿元，同比+10.1%，归母净利润 13.3 亿元，同比+38.1%，扣非归母净利润 12.4 亿元，同比+39.6%，EPS 为 0.53 元/股，符合此前业绩预告；其中 Q2 单季度实现营收 93.6 亿元，同比+4.0%，归母净利润 9.5 亿元，同比+46.1%，扣非归母净利润 9.2 亿元，同比+54.7%，受益渠道变革及品类拓展，营收稳步增长、结构改善，盈利显著提升。分渠道看，2023H1 零售渠道/工程渠道/直销分别实现营收 61.4/50.5/52.4 亿元，同比+26.7%/+32.2%/-13.3%，占比 30%/36.5%/31%，其中民建集团实现营收 43.8 亿元，同比+34.7%；分产品看，防水卷材/涂料/砂浆粉料/工程施工分别实现营收 71.8/51.8/19.0/13.7 亿元，同比+1.1%/+22.5%/+43.0%/-5.0%，工程渠道和以民建集团为代表零售业务保持较快增长，同时以砂浆粉料为代表的非防水业务快速拓展。

成本利好叠加零售占比提升，盈利能力持续改善。2023H1 综合毛利率 28.9%，同比+2.0pp，Q2 单季度毛利率 29.1%，同比+3.2pp，环比+0.44pp，受部分原材料价格同比下降叠加零售业务占比提升影响，毛利率同比环比改善。分产品，防水卷材/涂料/砂浆粉料毛利率分别为 27.4%/37.6%/28.2%，同比+0.15pp/+5.2pp/+5.2pp；分渠道，零售渠道/工程渠道/直销毛利率分别为 40.1%/23.3%/26.1%，同比+5.3pp/+2.1pp/-2.3pp。费用率总体平稳，2023H1 期间费用率 16.4%，同比+0.1pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.8%/5.6%/0.5%/1.5%，同比+0.6pp/-0.4pp/+0.1pp/-0.1pp，销售费用增加主因促销费、广宣费等增加，财务费用增加主因利息费用、手续费等增加。

现金流同比明显改善，回款质量提升。2023H1 实现经营性净现金流-39.4 亿元，去年同期为-69.8 亿元，收现比 0.94，上年同期 0.85，其中 Q2 单季度经营性净现金流-1.4 亿元，上年同期为-22.0 亿元，收现比 0.82，上年同期为 0.68。截至 2023H1，应收账款及票据和应收款项融资合计 150.8 亿元，同比减少 11.3 亿元，计提信用减值损失 4.1 亿元，同比减少 1.1 亿元。

风险提示：地产投资下行超预期；沥青价格大幅上涨；应收账款增长超预期

投资建议：渠道变革和拓品类成效显著，持续高质量成长可期，维持“买入”

公司作为防水行业龙头，优化渠道变革，坚持零售优先、合伙人优先，积极拓展非房、零售业务，加速市占率提升，同时丰富产品矩阵，快速发展非防水业务，持续拓宽成长空间，看好渠道变革和品类拓展下经营质量和成长韧性提升，考虑到需求复苏不及预期，小幅下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 1.39/1.79/2.29 元/股（前值 1.42/2.07/2.63 元/股），对应 PE 为 21.4/16.6/13.0x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,934	31,214	36,305	43,988	52,629
(+/-%)	47.0%	-2.3%	16.3%	21.2%	19.6%
净利润(百万元)	4205	2120	3490	4514	5764
(+/-%)	24.1%	-49.6%	64.6%	29.4%	27.7%
每股收益(元)	1.67	0.84	1.39	1.79	2.29
EBIT Margin	16.0%	8.9%	12.2%	13.0%	13.7%
净资产收益率 (ROE)	16.0%	7.9%	11.8%	13.6%	15.2%
市盈率 (PE)	17.8	35.3	21.4	16.6	13.0
EV/EBITDA	17.4	27.7	18.1	14.7	12.2
市净率 (PB)	2.85	2.79	2.53	2.25	1.98

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	29.70 元
总市值/流通市值	74798/59266 百万元
52 周最高价/最低价	39.50/22.61 元
近 3 个月日均成交额	921.23 百万元

市场走势



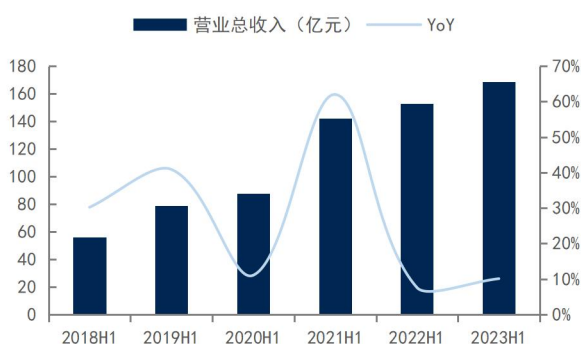
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《东方雨虹 (002271.SZ) - 2023 年一季报点评：收入利润重回增长，毛利率环比明显提升》——2023-04-26
 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2022 年年报点评：优化结构提升经营韧性，防水新规实施利好市占率提升》——2023-04-14
 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2022 年三季报点评：Q3 业绩承压，受益新规落地增长可期》——2022-10-26
 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2022 年中报点评：短期业绩承压，长期成长趋势不改》——2022-08-24
 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2022 一季报点评：Q1 增长保持韧性，再显防水龙头实力》——2022-04-28

渠道和零售业务高增，非防水业务快速拓展。2023H1 公司实现营收 168.5 亿元，同比+10.1%，归母净利润 13.3 亿元，同比+38.1%，扣非归母净利润 12.4 亿元，同比+39.6%，EPS 为 0.53 元/股，符合此前业绩预告；其中 Q2 单季度实现营收 93.6 亿元，同比+4.0%，归母净利润 9.5 亿元，同比+46.1%，扣非归母净利润 9.2 亿元，同比+54.7%，受益渠道变革及品类拓展，营收稳步增长、结构改善，盈利显著提升。分渠道看，2023H1 零售渠道/工程渠道/直销分别实现营收 61.4/50.5/52.4 亿元，同比+26.7%/+32.2%/-13.3%，占比 30%/36.5%/31%，其中民建集团实现营收 43.8 亿元，同比+34.7%；分产品看，防水卷材/涂料/砂浆粉料/工程施工分别实现营收 71.8/51.8/19.0/13.7 亿元，同比+1.1%/+22.5%/+43.0%/-5.0%，工程渠道和以民建集团为代表零售业务保持较快增长，同时以砂浆粉料为代表的非防水业务快速拓展。

图1：东方雨虹营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东方雨虹单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：东方雨虹归母净利润及增速



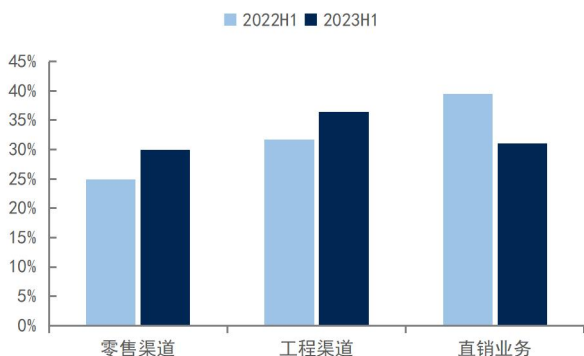
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：东方雨虹单季归母净利润及增速



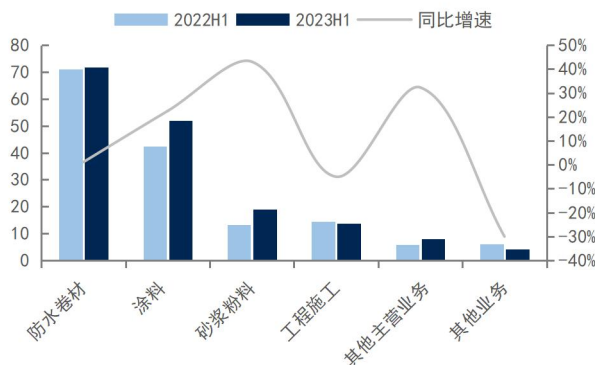
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 东方雨虹分渠道收入结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

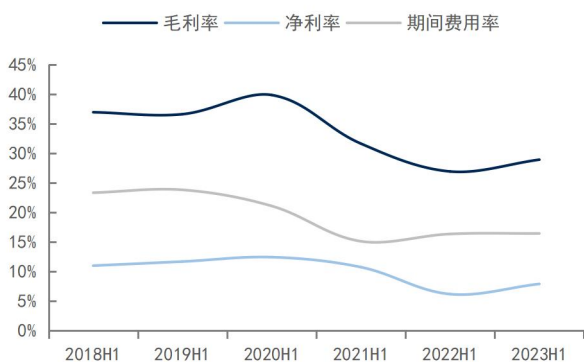
图6: 东方雨虹分产品收入及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

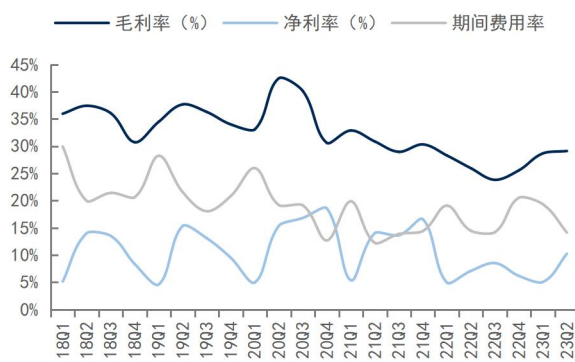
成本利好叠加零售占比提升，盈利能力持续改善。2023H1 综合毛利率 28.9%，同比+2.0pp，Q2 单季度毛利率 29.1%，同比+3.2pp，环比+0.44pp，受部分原材料价格同比下降叠加零售业务占比提升影响，毛利率同比环比改善。分产品看，防水卷材/涂料/砂浆粉料毛利率分别为 27.4%/37.6%/28.2%，同比+0.15pp/+5.2pp/+5.2pp；分渠道看，零售渠道/工程渠道/直销毛利率分别为 40.1%/23.3%/26.1%，同比+5.3pp/+2.1pp/-2.3pp。费用率总体平稳，2023H1 期间费用率 16.4%，同比+0.1pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.8%/5.6%/0.5%/1.5%，同比+0.6pp/-0.4pp/+0.1pp/-0.1pp，销售费用增加主因促销费、广宣费等增加，财务费用增加主因利息费用、手续费等增加。

图7: 东方雨虹毛利率、净利率和期间费用率



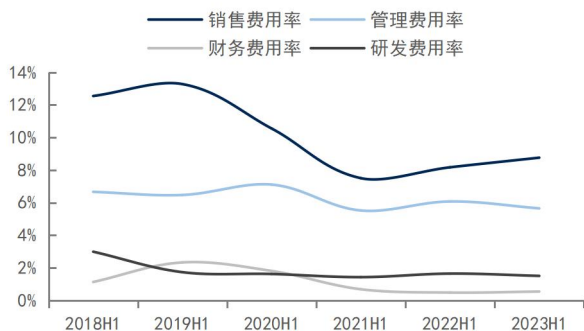
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 东方雨虹单季毛利率、净利率和期间费用率



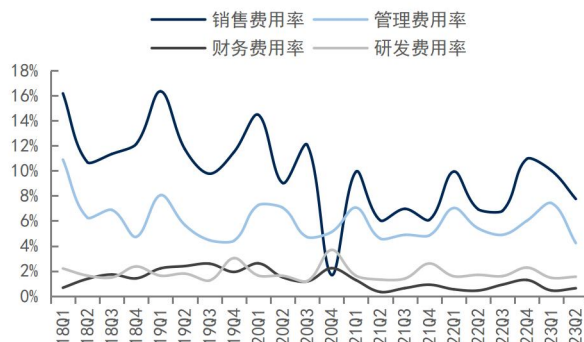
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：东方雨虹期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

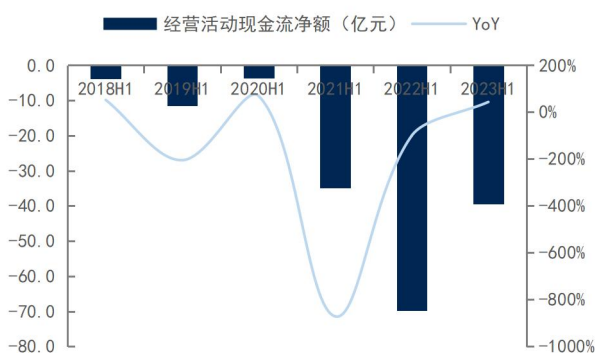
图10：东方雨虹单季期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

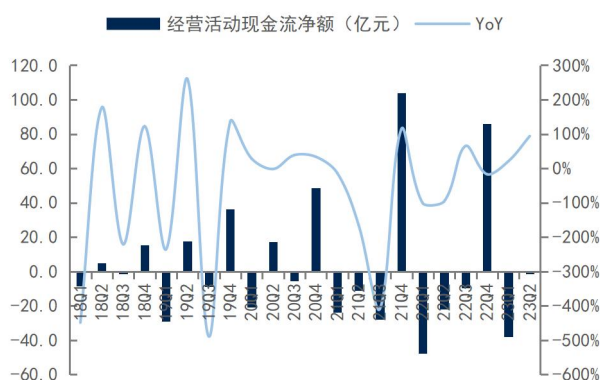
现金流同比明显改善，回款质量提升。2023H1 实现经营性净现金流-39.4 亿元，去年同期为-69.8 亿元，收现比 0.94，上年同期 0.85，其中 Q2 单季度经营性净现金流-1.4 亿元，上年同期为-22.0 亿元，收现比 0.82，上年同期为 0.68。截至 2023H1，应收账款及应收票据和应收款项融资合计 150.8 亿元，同比减少 11.3 亿元，计提信用减值损失 4.1 亿元，同比减少 1.1 亿元。

图11：东方雨虹经营性现金流净额及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：东方雨虹单季经营性现金流净额及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：渠道变革和扩品类成效显著，持续高质量成长可期，维持“买入”。公司作为防水行业龙头，优化渠道变革，坚持零售优先、合伙人优先，积极拓展非房、零售业务，加速市占率提升，同时丰富产品矩阵，快速发展非防水业务，持续拓宽成长空间，看好渠道变革和品类拓展下经营质量和成长韧性提升，考虑到需求复苏不及预期，小幅下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 1.39/1.79/2.29 元/股（前值 1.42/2.07/2.63 元/股），对应 PE 为 21.4/16.6/13.0x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	16446	10539	10000	10500	11870	营业收入	31934	31214	36305	43988	52629
应收款项	11300	13524	15573	18680	22126	营业成本	22184	23171	25785	30909	36582
存货净额	1421	1575	1787	2160	2583	营业税金及附加	213	253	290	352	421
其他流动资产	6324	6101	7143	8626	10337	销售费用	2218	2658	3086	3739	4473
流动资产合计	35595	32346	35110	40573	47523	管理费用	1645	1795	2084	2507	2982
固定资产	7704	10613	12837	14961	16958	研发费用	559	556	647	784	938
无形资产及其他	1654	2191	2104	2016	1928	财务费用	232	245	261	297	311
投资性房地产	4594	5206	5206	5206	5206	投资收益	21	(12)	0	0	0
长期股权投资	187	200	217	232	248	资产减值及公允价值变动	(63)	(83)	(80)	(80)	(80)
资产总计	49733	50556	55473	62988	71863	其他收入	(303)	(418)	(497)	(634)	(788)
短期借款及交易性金融负债	6255	6833	8073	8420	9075	营业利润	5098	2579	4221	5469	6992
应付款项	5943	4489	4699	5511	6654	营业外净收支	2	24	30	30	30
其他流动负债	8912	10640	11116	13748	16056	利润总额	5100	2603	4251	5499	7022
流动负债合计	21111	21961	23888	27678	31786	所得税费用	887	486	765	990	1264
长期借款及应付债券	1104	544	544	544	544	少数股东损益	9	(2)	(4)	(5)	(7)
其他长期负债	835	862	1062	1176	1333	归属于母公司净利润	4205	2120	3490	4514	5764
长期负债合计	1939	1406	1606	1720	1877	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	23050	23367	25494	29398	33662	净利润	4205	2120	3490	4514	5764
少数股东权益	389	381	381	380	378	资产减值准备	1	128	149	89	89
股东权益	26294	26807	29599	33210	37822	折旧摊销	500	757	1134	1399	1635
负债和股东权益总计	49733	50556	55473	62988	71863	公允价值变动损失	63	83	80	80	80
						财务费用	232	245	261	297	311
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3208)	(2340)	(2267)	(1317)	(1882)
每股收益	1.67	0.84	1.39	1.79	2.29	其它	6	(129)	(150)	(90)	(90)
每股红利	0.35	0.34	0.28	0.36	0.46	经营活动现金流	1566	619	2436	4676	5596
每股净资产	10.43	10.64	11.75	13.19	15.02	资本开支	0	(3664)	(3500)	(3605)	(3713)
ROIC	16%	6%	10%	11%	13%	其它投资现金流	194	(502)	0	0	0
ROE	16%	8%	12%	14%	15%	投资活动现金流	173	(4180)	(3517)	(3620)	(3729)
毛利率	31%	26%	29%	30%	30%	权益性融资	23	7	0	0	0
EBIT Margin	16%	9%	12%	13%	14%	负债净变化	682	(560)	0	0	0
EBITDA Margin	18%	11%	15%	16%	17%	支付股利、利息	(893)	(863)	(698)	(903)	(1153)
收入增长	47%	-2%	16%	21%	20%	其它融资现金流	9088	491	1240	347	655
净利润增长率	24%	-50%	65%	29%	28%	融资活动现金流	8691	(2347)	542	(556)	(497)
资产负债率	47%	47%	47%	47%	47%	现金净变动	10431	(5907)	(539)	500	1370
股息率	1.2%	1.2%	0.9%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	6016	16446	10539	10000	10500
P/E	17.8	35.3	21.4	16.6	13.0	货币资金的期末余额	16446	10539	10000	10500	11870
P/B	2.8	2.8	2.5	2.3	2.0	企业自由现金流	0	(2984)	(1015)	1149	1971
EV/EBITDA	17.4	27.7	18.1	14.7	12.2	权益自由现金流	0	(3053)	11	1252	2371

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032