

2023年08月13日


 华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 渠道调整见成效，盈利能力改善显著

## —东方雨虹（002271.SZ）公司事件点评报告

### 买入(维持)

### 事件

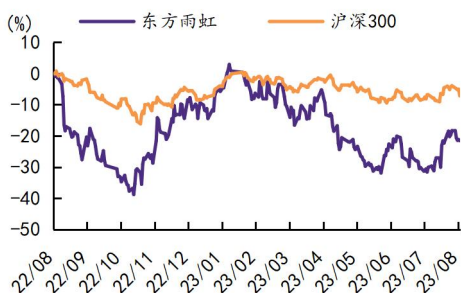
分析师：黄俊伟 S1050522060002  
 huangjw@cfsc.com.cn  
 联系人：华潇 S1050122110013  
 huaxiao@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2023-08-11

当前股价(元)	28.83
总市值(亿元)	726
总股本(百万股)	2518
流通股本(百万股)	1995
52周价格范围(元)	23.25-39.1
日均成交额(百万元)	1071.74

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《东方雨虹（002271）：Q2业绩同比大幅提升，“全渠道+全品类”模式持续扩张》2023-07-09
- 《东方雨虹（002271）：经营业绩拐点显现，股权激励彰显公司信心》2023-06-12
- 《东方雨虹（002271）：业绩暂时承压，民建集团业务扩张迅速》2023-04-17

东方雨虹 2023 年上半年公司实现收入 168.52 亿元（+10.1%），归母净利润 13.34 亿元（+38.07%），扣非归母净利润 12.43 亿元（+39.59%）；其中 Q2 实现营收 93.57 亿元（+4%），归母净利润 9.49 亿元（+46.15%），扣非归母净利润 9.19 亿元（+54.7%）。

#### 投资要点

##### ■ 盈利能力增强，现金流改善明显

**多渠道多品类发力实现逆势增长。**公司 2023H1 实现收入 168.5 亿元，同比+10.1%，其中 Q2 实现营收 93.6 亿元，同比增长+4.0%，Q2 单季度营收增速边际下滑，我们认为主要系 Q2 房地产新开工面积增速边际下滑所致，2023 年 3 月-6 月房屋新开工单月月度面积增速同比分别-29.03%/-28.31%/-28.48%/-31.35%。分产品来看，2023H1 公司防水卷材/涂料/砂浆实现营收 71.84/51.85/19.05 亿，同比+1.13%/+22.46%/+42.99%。分渠道来看，公司 2023H1 零售/工程渠道/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%。公司多渠道多品类发力有效对冲贝塔下行趋势。

**盈利能力显著改善。**2023H1 整体毛利率为 28.90%，同比+2.00pct；净利率 7.9%，同比+1.7pct；单季度看，公司 Q1-Q2 毛利率分别为 28.66%/29.10%，同比+0.38pct/+3.16pct。盈利能力提升的原因主要是：1）沥青价格较去年同期有所下降（沥青期货结算价 2023H1 均价 3819 元/吨，同比-5.23%）；2）毛利较高的零售业务占比 29.98%，同增 5.02pct（零售业务营收同比+32.21%，毛利率为 40.71%）。

**费用端，Q2 控费成效凸显。**2023H1 期间费用率 16.44%，同比提升 0.09pct；其中单 Q2 费用率 14.1%，环比下降 5.2pct；2023H1 整体净利率 7.9%，同比提升 1.7pct，其中单 Q2 净利率 10.2%，同比提升 3.1pct，环比提升 5.17pct，改善显著。

**现金流，应收规模缩小，现金流改善。**公司 2023H1 经营性现

金净流出 39.43 亿元，同比减少流出 30.4 亿元；收现比 94.1%，同比+9.1pct；2023 年上半年应收票据及应收账款 141.44 亿元，同比-4.10%。公司渠道业务占比提升以及回款力度持续加强，公司渠道结构不断优化，公司回款能力有望持续加强。

### ■ 渠道变革显成效，零售+工程齐发力

**渠道变革显成效，零售+工程齐发力。**零售渠道方面，2023H1 实现营收 50.51 亿元，同比+32.21%，占公司营收比例为 29.98%（同比+5.02pct）。其中，（1）民建集团 2023H1 实现收入 43.8 亿元，同比增长 34.7%，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；（2）德爱威建筑涂料 2023H1 零售经销商合伙人超 2200 家，终端销售网点达 25000 家；（3）雨虹到家服务聚焦存量市场，2023H1 实现在全国布局运营中心、社区服务站等布局 600 余家门店。**工程渠道方面**，2023H1 工程渠道营收 61.42 亿元（yoy+26.68%），占公司营收比例为 36.45%（同比+4.78pct），期内公司通过大力发展合伙人，赋能渠道发展、持续渠道下沉，加强所属区域市场覆盖率和渗透率，提升市场占有率，进而实现营收进一步增长。

### ■ 政策催化下行业或边际回暖，股权激励彰显企业信心

2023 年 1-6 月份房屋新开工面积/竣工面积为 4.99/3.39 亿平方米，同比-24.30%/+19.00%。防水受开工端影响较显著，行业需求承压。在此背景下，政策频出有望驱动行业边际改善，随着近期政治局会议定调地产政策基调，下半年地产有望快速触底企稳，公司经营情况有望享受政策红利边际回暖。

2023 年 6 月 6 日，公司发布股票期权激励计划草案，拟向 7266 名员工授予 8087.80 万股限制性股票，占公司股本总额的 3.21%，行权价格为 13.86 元/股。激励目标为：以 2022 年为基数，2023-2027 年净利润增长率不低于 50%/80%/116%/159%/211%，且应收账款增长率不高于营收增长率。该股权激励计划彰显出公司对未来持续稳定发展的信心。

### ■ 盈利预测

我们预测 2023-2025 年归母净利为 32.49、38.79、40.76 亿元，对应 EPS 分别为 1.29、1.54、1.62 元，当前股价对应

PE 分别为 22.34、18.72、17.8 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

(1) 地产行业修复不及预期；(2) 原料价格超预期上涨；  
(3) 应收账款回收不及预期；(4) 股权激励不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	31,214	37,403	43,907	46,627
增长率 (%)	-2.3%	19.8%	17.4%	6.2%
归母净利润 (百万元)	2,120	3,249	3,879	4,076
增长率 (%)	-49.6%	53.3%	19.4%	5.1%
摊薄每股收益 (元)	0.84	1.29	1.54	1.62
ROE (%)	7.8%	11.2%	12.3%	12.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	10,539	9,223	9,490	11,046
应收款	13,524	16,514	19,024	20,203
存货	1,575	1,956	2,106	2,238
其他流动资产	6,708	7,918	9,189	9,720
流动资产合计	32,346	35,609	39,809	43,206
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	607	607	607	607
固定资产	8,563	8,607	8,545	8,414
在建工程	2,049	1,705	1,463	1,294
无形资产	2,191	2,082	1,972	1,868
长期股权投资	200	600	700	800
其他非流动资产	5,206	5,206	5,206	5,206
非流动资产合计	18,209	18,199	17,886	17,582
资产总计	50,556	53,808	57,695	60,788
<b>流动负债:</b>				
短期借款	6,254	6,054	6,054	6,054
应付账款、票据	4,489	5,359	6,256	6,647
其他流动负债	7,894	7,894	7,894	7,894
流动负债合计	21,961	23,290	24,880	25,560
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	544	544	544	544
其他非流动负债	862	862	862	862
非流动负债合计	1,406	1,406	1,406	1,406
负债合计	23,367	24,696	26,286	26,966
<b>所有者权益</b>				
股本	2,518	2,518	2,518	2,518
股东权益	27,188	29,112	31,408	33,822
负债和所有者权益	50,556	53,808	57,695	60,788

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2118	3246	3874	4072
少数股东权益	-2	-4	-4	-5
折旧摊销	757	680	678	668
公允价值变动	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	-2214	-3051	-2342	-1161
经营活动现金净流量	654	867	2200	3569
投资活动现金净流量	-4729	-99	204	200
筹资活动现金净流量	2758	-1522	-1578	-1658
现金流量净额	-1,317	-754	826	2,110

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	31,214	37,403	43,907	46,627
营业成本	23,171	27,359	31,938	33,932
营业税金及附加	253	303	356	378
销售费用	2,658	2,992	3,513	3,730
管理费用	1,795	2,057	2,415	2,564
财务费用	245	239	238	234
研发费用	556	667	783	831
费用合计	5,254	5,955	6,948	7,359
资产减值损失	-315	-150	-250	-300
公允价值变动	-5	-5	-5	-5
投资收益	-12	0	0	0
营业利润	2,579	3,997	4,776	5,019
加:营业外收入	60	31	25	25
减:营业外支出	35	39	39	39
利润总额	2,603	3,990	4,762	5,005
所得税费用	486	744	888	934
净利润	2,118	3,246	3,874	4,072
少数股东损益	-2	-4	-4	-5
归母净利润	2,120	3,249	3,879	4,076

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-2.3%	19.8%	17.4%	6.2%
归母净利润增长率	-49.6%	53.3%	19.4%	5.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	25.8%	26.9%	27.3%	27.2%
四项费用/营收	16.8%	15.9%	15.8%	15.8%
净利率	6.8%	8.7%	8.8%	8.7%
ROE	7.8%	11.2%	12.3%	12.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.2%	45.9%	45.6%	44.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
存货周转率	14.7	14.1	15.3	15.3
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.84	1.29	1.54	1.62
P/E	34.24	22.34	18.72	17.8
P/S	2.3	1.9	1.7	1.6
P/B	2.7	2.5	2.3	2.2

## ■ 建筑建材组介绍

**黄俊伟：**同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

**华潇：**复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。