

## 渠道变革见成效，盈利能力再提升

2023 年 10 月 26 日

► **公司发布 2023 年三季度:** 23Q1-Q3 实现营收 253.60 亿元, 同比+8.48%, 归母净利 23.53 亿元, 同比+42.22%, 扣非归母净利 21.72 亿元, 同比+42.67%。其中, 23Q3 营收 85.08 亿元, 同比+5.40%, 归母净利 10.19 亿元, 同比+48.11%, 扣非净利 9.29 亿元, 同比+46.99%。23Q3 公司毛利率为 29.38%, 同比+5.57pct、环比+0.28pct。

### ► 零售业务快速增长，渠道结构持续优化

前三季度公司零售渠道实现营收 76.17 亿元, 同比+37.01%, 占比达到 30%, 其中 Q3 零售渠道实现营收 25.66 亿元, 占比约 30.2%。在公司“收缩工程, C+小 B 优先”的战略下, 我们判断公司直销业务规模将进一步缩减, 看好公司在产业的协同效应下, 充分利用防水业务完善的经销渠道积极拓展非防水业务, 公司的渠道结构有望持续优化。

### ► 盈利能力改善，费用管控良好

23Q1-Q3 公司毛利率为 29.06%, 同比+3.22pct, 净利率 9.28%, 同比+2.29pct, 其中 Q3 毛利率 29.38%, 同比+5.57pct、环比+0.28pct, 盈利能力同环比均有改善, 我们判断主要系①原材料沥青的价格回落所致, 23Q3 沥青出厂均价同比-11.39%; ②公司在从直销向经销渠道转变的过程中, 毛利率较低的施工业务体量有所减少; ③今年以来盈利能力较好的砂浆粉料业务规模逐步提升。

公司前三季度的期间费用率为 15.84%, 同比+0.24pct, 其增长主要来自销售费用的持续加码投放, 前三季度公司的销售费用率为 8.53%, 同比+0.83pct, 其中单第三季度销售费用率同比+1.27pct。前三季度公司的管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 5.27%、1.56%、0.48%, 分别同比-0.40pct、-0.06pct、-0.14pct, 在费用管控上取得一定成效。

### ► 经营性现金流向好，应收账款增速放缓

23Q1-Q3 公司经营性现金流净流出 47.60 亿元, 同比少流出 32.03 亿元, 经营性现金流净额同比+40.22%, 收现比和净现比较去年同期均有所提升 (23Q1-Q3 收现比/净现比分别为 0.95、-2.02, 22 年同期分别为 0.86、-4.81), 我们认为主要系渠道变革带来的销售回款改善; 这一点也同样体现在应收款项上, 截至 23Q3 末, 公司的应收票据及应收账款合计 153.29 亿元, 同比-6.19%, 应收账款增速远低于营收增速。前三季度公司信用减值损失 6.22 亿元 (22 年同期为 6.30 亿元), 其中单三季度信用减值损失为 2.14 亿元。

公司于 2022 年 12 月 15-16 日公开发行的“2022 年第一期应收账款绿色资产支持票据”已于 2023 年 9 月 18 日到期偿还 (包括 4.75 亿元发行金额、4.30% 发行利率的优先级票据和 0.25 亿元发行金额的次级票据), 若剔除该部分影响, 公司的经营性现金流和应收款项表现将更佳。

► **投资建议:** 我们看好①“防水新规”发布带来的行业提质扩容, 防水主业市场份额扩张; ②非防水业务的协同成长; ③渠道变革带来的经营质量提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 34.18、40.14、46.17 亿元, 现价对应 PE 为 18、16、13 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	29	18	16	13
PB	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价)

## 推荐

## 维持评级

### 当前价格:

### 24.71 元



**分析师 李阳**

执业证书: S0100521110008

邮箱: liyang\_yj@mszq.com

### 相关研究

1. 东方雨虹 (002271.SZ) 2023 年半年报点评: 收缩工程, C+小 B 优先-2023/08/10
2. 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
3. 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
4. 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
5. 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

## 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	31,214	36,034	41,502	47,056
营业成本	23,171	26,017	29,923	33,866
营业税金及附加	253	288	332	376
销售费用	2,658	2,991	3,445	3,906
管理费用	1,795	2,018	2,324	2,635
研发费用	556	649	747	847
EBIT	2,915	4,316	5,013	5,745
财务费用	245	146	118	115
资产减值损失	-78	-53	-61	-70
投资收益	-12	54	62	71
营业利润	2,579	4,171	4,895	5,630
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	2,603	4,171	4,895	5,630
所得税	486	751	881	1,013
净利润	2,118	3,420	4,014	4,617
归属于母公司净利润	2,120	3,420	4,014	4,617
EBITDA	3,729	5,214	6,067	6,969

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,539	14,020	14,280	15,538
应收账款及票据	11,387	10,563	12,166	13,794
预付款项	845	520	569	610
存货	1,575	1,728	1,988	2,250
其他流动资产	8,001	5,838	6,252	6,605
流动资产合计	32,346	32,670	35,255	38,797
长期股权投资	200	254	316	387
固定资产	8,563	9,173	9,713	10,243
无形资产	2,191	2,188	2,184	2,178
非流动资产合计	18,209	21,302	24,208	27,109
资产合计	50,556	53,972	59,462	65,906
短期借款	6,254	6,254	6,254	6,254
应付账款及票据	4,489	5,346	6,149	6,959
其他流动负债	11,218	10,471	11,947	13,438
流动负债合计	21,961	22,071	24,350	26,651
长期借款	544	1,216	1,216	1,216
其他长期负债	862	869	865	860
非流动负债合计	1,406	2,085	2,081	2,076
负债合计	23,367	24,157	26,431	28,728
股本	2,518	2,518	2,518	2,518
少数股东权益	381	381	381	381
股东权益合计	27,188	29,815	33,031	37,179
负债和股东权益合计	50,556	53,972	59,462	65,906

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
<b>成长能力 (%)</b>				
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	61.30	17.36	15.03
<b>盈利能力 (%)</b>				
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	6.34	6.75	7.01
净资产收益率 ROE	7.91	11.62	12.29	12.55
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.47	1.48	1.45	1.46
速动比率	1.20	1.20	1.16	1.16
现金比率	0.48	0.64	0.59	0.58
资产负债率 (%)	46.22	44.76	44.45	43.59
<b>经营效率</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.84	1.36	1.59	1.83
每股净资产	10.64	11.69	12.96	14.61
每股经营现金流	0.26	3.17	2.08	2.41
每股股利	0.30	0.32	0.19	0.22
<b>估值分析</b>				
PE	29	18	16	13
PB	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.44	12.47	10.72	9.33
股息收益率 (%)	1.21	1.29	0.76	0.87

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,118	3,420	4,014	4,617
折旧和摊销	814	898	1,055	1,224
营运资金变动	-2,611	3,196	-449	-439
经营活动现金流	654	7,992	5,247	6,074
资本开支	-4,173	-3,775	-3,854	-4,006
投资	1,054	0	0	0
投资活动现金流	-4,729	-3,808	-3,854	-4,006
股权募资	7	0	0	0
债务募资	-88	393	0	0
筹资活动现金流	-1,029	-705	-1,135	-811
现金净流量	-5,118	3,480	260	1,259

## 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