

东方雨虹 (002271)

证券研究报告

2023年10月27日

Q3 净利率增长，盈利能力明显提升

Q3 盈利能力明显提升，看好公司中长期增长潜力

公司 23Q1-3 实现营收 254 亿，同比+8.5%，归母净利润为 23.5 亿，同比+42.2%；其中零售渠道实现营业收入 76.17 亿元，零售端保持较快增长，较上期增加 37.01%，为公司营收增加贡献有利空间。Q3 单季度实现营收 85.1 亿，同比+5.4%，归母净利润为 10.19 亿，同比+48.1%，利润增速快于营收主要系原材料成本压力缓释以及业务结构改善所致。

成本端压力缓释，毛利率持续提升

23Q1-3 公司综合毛利率为 29.06%，同比+3.23pct，其中 Q3 单季度毛利率为 29.38%，同比提升 5.57pct，我们判断毛利率改善主要受益于成本端压力有所缓释以及零售业务占比提升、施工业务占比下降，以山东地区重交沥青价格为例，23Q3 均价为 3787 元/吨，同比下滑 13.22%，环比略增 2.7%。22Q3/22Q4 沥青价格均价分别为 4364/3975 元，截至 10 月 22 日，23Q4 以来沥青单价仍在 3850 元/吨左右盘整，成本端来看，我们判断 Q4 公司卷材毛利率仍有改善空间，而高毛利的零售业务占比提升对公司的毛利率仍有较强支撑。同时，公司积极拓宽砂粉专业工程渠道，进一步丰富公司产品结构，有望在未来持续放量。

盈利能力明显提升，现金流表现优异

23Q1-3 期间费用率为 15.84%，同比+0.24pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动+0.83/-0.40/-0.06/-0.14pct。23Q1-3 公司资产及信用减值损失合计计提 6.05 亿元，较去年同期少计提 0.33 亿元。综合影响下，23Q1-3 净利率为 9.28%，同比提升 2.29pct，其中 Q3 单季度净利率为 11.99%，同比提升 3.47pct，盈利能力显著提升。23Q1-3 公司 CFO 净额为 -47.60 亿元，较去年同期多流入 32.03 亿元，收/付现比分别为 95%/105%，分别同比变动+8.81/+0.18pct，回款能力明显改善。截至 23Q3 末公司其他应收款 38.17 亿，较 22Q3 末减少 2.49 亿元，主要系公司支付保证金所致。

多元化布局持续推进，看好零售渠道占比提升，维持“买入”评级

零售端保持较快增长，特种砂浆粉料等非防水业务受益于渠道协同实现高速发展，同时民用建材、涂料、保温、修缮等多元化业务布局方面走在行业前列。考虑到公司下游仍存在房地产调整风险，我们仅略微下调公司盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 35/44/55 亿(前值 36.1/45.1/56.5 亿)，给予公司 24 年 20 倍 PE，目标价 35.09 元，维持“买入”评级。

风险提示：房地产新开工低于预期，沥青价格大幅反弹，现金流大幅恶化。

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	24.38 元
目标价格	35.09 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,518.46
流通 A 股股本(百万股)	1,995.49
A 股总市值(百万元)	61,400.16
流通 A 股市值(百万元)	48,650.14
每股净资产(元)	11.49
资产负债率(%)	41.00
一年内最高/最低(元)	39.50/23.06

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

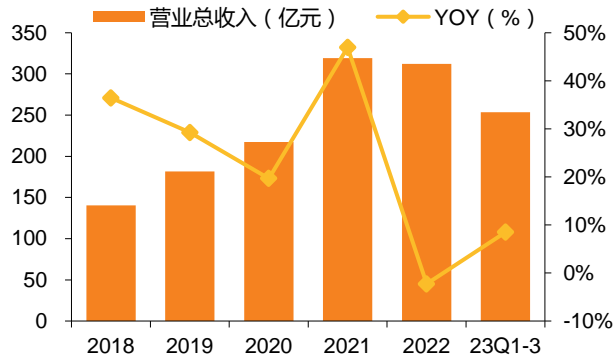
- 《东方雨虹-半年报点评:零售端发力明显，盈利能力大幅改善》2023-08-10
- 《东方雨虹-季报点评:业绩大幅增长，饱满订单进入向上释放周期》2023-04-26
- 《东方雨虹-年报点评报告:Q4 业绩底部或已显现，重视中长期成长价值》2023-04-13

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,934.20	31,213.84	36,045.65	43,391.06	52,431.19
增长率(%)	46.96	(2.26)	15.48	20.38	20.83
EBITDA(百万元)	6,160.46	4,155.45	5,590.15	6,672.77	8,057.74
归属母公司净利润(百万元)	4,204.70	2,120.30	3,525.63	4,419.27	5,527.39
增长率(%)	24.07	(49.57)	66.28	25.35	25.07
EPS(元/股)	1.67	0.84	1.40	1.75	2.19
市盈率(P/E)	14.80	29.35	17.65	14.08	11.26
市净率(P/B)	2.37	2.32	2.05	1.83	1.61
市销率(P/S)	1.95	1.99	1.73	1.43	1.19
EV/EBITDA	19.41	18.31	9.43	7.72	6.21

资料来源：wind，天风证券研究所

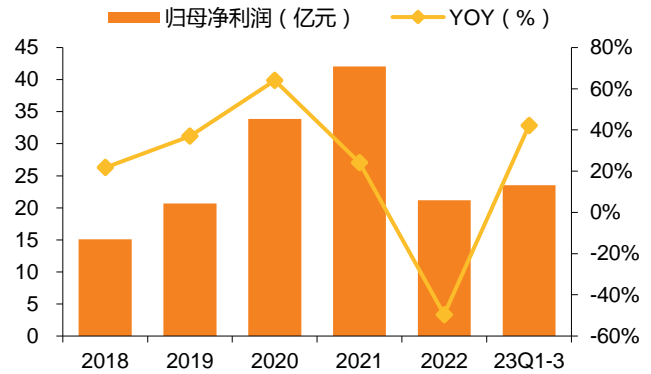
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1: 公司 2018-2023Q1-3 营业收入及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 公司 2018-2023Q1-3 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
002372.SZ	伟星新材	252	15.80	0.82	0.92	1.02	1.17	19.27	17.14	15.42	13.56
603737.SH	三棵树	304	57.61	0.88	1.64	2.34	3.08	65.47	35.08	24.60	18.73
300737.SZ	科顺股份	77	6.55	0.15	0.35	0.58	0.76	43.67	18.73	11.30	8.58
300715.SZ	凯伦股份	51	13.26	-0.42	0.35	0.57	0.73	-31.57	37.67	23.35	18.13
	平均							24.21	27.15	18.67	14.75
002271.SZ	东方雨虹	614	24.38	0.85	1.40	1.75	2.19	28.68	17.42	13.89	11.11

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 时间截止于 2023/10/26, 除东方雨虹之外其余均为 Wind 一致预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,446.31	10,539.22	10,453.24	12,149.50	14,680.73	营业收入	31,934.20	31,213.84	36,045.65	43,391.06	52,431.19
应收票据及应收账款	10,421.40	11,386.81	15,647.43	20,511.79	24,637.29	营业成本	22,184.43	23,171.49	26,054.48	31,277.00	37,622.98
预付账款	1,096.95	844.97	1,154.50	1,356.23	1,597.47	营业税金及附加	212.50	252.77	291.97	347.13	419.45
存货	1,420.55	1,574.78	1,624.83	2,111.04	2,487.33	销售费用	2,217.74	2,657.68	2,674.59	3,167.55	3,801.26
其他	3,507.81	4,961.16	7,943.30	10,219.57	10,775.67	管理费用	1,644.55	1,794.86	1,849.14	2,212.94	2,673.99
流动资产合计	32,893.01	29,306.93	36,823.30	46,348.12	54,178.49	研发费用	559.31	556.32	612.78	737.65	891.33
长期股权投资	186.65	199.98	199.98	199.98	199.98	财务费用	231.84	245.23	119.32	107.81	120.83
固定资产	5,609.59	8,563.29	8,180.06	7,676.83	6,773.60	资产/信用减值损失	(264.98)	(392.66)	(230.00)	(180.00)	(180.00)
在建工程	2,093.95	2,049.33	1,999.33	1,949.33	1,919.33	公允价值变动收益	(49.58)	(4.87)	30.35	31.87	33.47
无形资产	1,653.57	2,191.24	2,137.36	2,083.49	2,029.62	投资净收益	21.32	(11.96)	10.00	5.00	5.00
其他	4,594.07	5,205.65	4,899.81	5,017.22	4,923.00	其他	78.83	365.97	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	14,137.84	18,209.49	17,416.55	16,926.86	15,845.54	营业利润	5,098.24	2,579.01	4,253.73	5,397.86	6,759.81
资产总计	49,733.23	50,555.78	54,239.85	63,274.98	70,024.04	营业外收入	20.27	59.73	59.32	20.00	10.00
短期借款	6,127.83	6,254.33	4,992.68	5,627.14	6,459.93	营业外支出	18.34	35.34	10.00	15.00	45.00
应付票据及应付账款	5,943.08	4,489.19	6,511.59	7,132.09	8,126.12	利润总额	5,100.16	2,603.39	4,303.05	5,402.86	6,724.81
其他	5,816.40	7,894.33	10,600.85	14,615.25	14,753.04	所得税	886.85	485.55	778.85	972.52	1,183.57
流动负债合计	17,887.31	18,637.85	22,105.13	27,374.47	29,339.10	净利润	4,213.31	2,117.84	3,524.20	4,430.35	5,541.24
长期借款	1,103.75	543.92	596.60	657.00	844.00	少数股东损益	8.61	(2.45)	(1.43)	11.08	13.85
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	4,204.70	2,120.30	3,525.63	4,419.27	5,527.39
其他	835.00	861.97	848.49	855.23	851.86	每股收益(元)	1.67	0.84	1.40	1.75	2.19
非流动负债合计	1,938.74	1,405.89	1,445.09	1,512.23	1,695.86						
负债合计	23,049.57	23,367.29	23,550.21	28,886.70	31,034.96	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	389.27	381.30	380.08	389.51	401.31	成长能力					
股本	2,521.20	2,518.46	2,518.46	2,518.46	2,518.46	营业收入	46.96%	-2.26%	15.48%	20.38%	20.83%
资本公积	10,794.55	10,721.49	10,721.49	10,721.49	10,721.49	营业利润	21.29%	-49.41%	64.94%	26.90%	25.23%
留存收益	13,296.99	14,664.78	17,666.85	21,429.86	26,136.43	归属于母公司净利润	24.07%	-49.57%	66.28%	25.35%	25.07%
其他	(318.35)	(1,097.55)	(597.26)	(671.05)	(788.62)	获利能力					
股东权益合计	26,683.66	27,188.49	30,689.64	34,388.28	38,989.08	毛利率	30.53%	25.77%	27.72%	27.92%	28.24%
负债和股东权益总计	49,733.23	50,555.78	54,239.85	63,274.98	70,024.04	净利率	13.17%	6.79%	9.78%	10.18%	10.54%
						ROE	15.99%	7.91%	11.63%	13.00%	14.32%
						ROIC	41.56%	17.62%	19.50%	21.70%	24.35%
						偿债能力					
						资产负债率	46.35%	46.22%	43.42%	45.65%	44.32%
						净负债率	-34.06%	-11.63%	-14.65%	-16.20%	-18.32%
						流动比率	1.69	1.47	1.67	1.69	1.85
						速动比率	1.62	1.40	1.59	1.62	1.76
						营运能力					
						应收账款周转率	3.53	2.86	2.67	2.40	2.32
						存货周转率	24.38	20.84	22.53	23.23	22.80
						总资产周转率	0.82	0.62	0.69	0.74	0.79
						每股指标(元)					
						每股收益	1.67	0.84	1.40	1.75	2.19
						每股经营现金流	1.63	0.26	0.78	0.92	1.06
						每股净资产	10.44	10.64	12.03	13.50	15.32
						估值比率					
						市盈率	14.80	29.35	17.65	14.08	11.26
						市净率	2.37	2.32	2.05	1.83	1.61
						EV/EBITDA	19.41	18.31	9.43	7.72	6.21
						EV/EBIT	21.12	22.40	11.33	9.01	7.04

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,213.31	2,117.84	3,525.63	4,419.27	5,527.39
折旧摊销	518.24	775.00	937.10	957.10	957.10
财务费用	56.61	190.15	119.32	107.81	120.83
投资损失	(21.32)	11.96	(10.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(4,197.49)	(3,592.20)	(2,625.14)	(3,198.75)	(3,984.02)
其它	3,545.33	1,151.25	28.92	42.95	47.32
经营活动现金流	4,114.68	654.01	1,975.83	2,323.38	2,663.62
资本支出	2,618.97	4,199.95	463.49	343.26	(26.63)
长期投资	20.74	13.33	0.00	0.00	0.00
其他	(8,290.38)	(8,941.93)	(964.20)	(752.00)	(5.30)
投资活动现金流	(5,650.66)	(4,728.65)	(500.71)	(408.74)	(31.93)
债权融资	3,781.11	(227.78)	(1,538.05)	513.33	839.99
股权融资	7,479.87	(1,104.06)	(23.05)	(731.70)	(940.44)
其他	(461.77)	302.56	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	10,799.21	(1,029.28)	(1,561.10)	(218.38)	(100.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	9,263.22	(5,103.91)	(85.98)	1,696.26	2,531.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com