

东方雨虹 (002271.SZ)

2023年三季报点评：渠道转型效果持续，盈利能力逐步修复

买入

核心观点

收入结构持续优化，零售业务保持高增。2023年1-9月公司实现营业收入253.6亿元，同比+8.5%，其中零售渠道76.2亿元，同比+37.1%，归母净利润23.5亿元，同比+42.2%，扣非归母净利润21.7亿元，同比+42.7%，EPS为0.93元/股。分季度看，Q3单季实现营业收入85.1亿元，同比+5.4%/环比-9.1%，其中零售渠道25.7亿元，同比+47.6%，归母净利润10.2亿元，同比+48.1%/环比+7.4%，扣非归母净利润9.3亿元，同比+47%/环比+1.1%。

毛利率同比环比持续改善，盈利能力逐步修复。2023年1-9月公司实现综合毛利率29.1%，同比+3.2pp，其中Q3单季度毛利率29.4%，同比+5.6pp/环比+0.3pp，受原材料价格同比回落及零售占比提升影响，毛利率同比环比持续改善；1-9月期间费用率15.8%，同比+0.24pp，其中Q3单季度为14.6%，同比+0.47pp/环比+0.52pp，费用率略有增长。1-9月净利率实现9.3%，同比+2.3pp，其中Q3单季度12%，同比+3.5pp/环比+1.8pp，盈利能力逐步修复。

现金流延续同比改善，收现比提升。2023年1-9月实现经营性净现金流-47.6亿元，上年同期为-79.6亿元，收现比/付现比为0.95/1.05，上年同期为0.86/1.05，其中Q3单季度经营性净现金流-8.2亿元，上年同期为-9.8亿元，收现比/付现比为0.97/1.01，上年同期为0.89/0.78。截至2023年9月末，应收账款及应收票据合计153.3亿元，同比减少10.1亿元，同比-6.2%。

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：结构优化、盈利改善，渠道转型效果持续，维持“买入”评级

公司作为防水行业龙头，优化渠道变革，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，看好公司渠道变革和品类拓展下经营质量和成长韧性提升，同时防水新规进一步落地和国债增发，或有望进一步提振行业需求，但考虑到短期地产持续磨底带来的需求承压，下调盈利预测，预计23-25年EPS为1.32/1.63/2.06元/股（前值1.39/1.79/2.29元/股），对应PE为18.7/15.2/12.0x，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	34,474	40,404	48,722
(+/-%)	47.0%	-2.3%	10.4%	17.2%	20.6%
净利润(百万元)	4205	2120	3327	4099	5184
(+/-%)	24.1%	-49.6%	56.9%	23.2%	26.5%
每股收益(元)	1.67	0.84	1.32	1.63	2.06
EBIT Margin	16.0%	8.9%	12.2%	12.8%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	16.0%	7.9%	11.3%	12.5%	14.1%
市盈率 (PE)	14.8	29.4	18.7	15.2	12.0
EV/EBITDA	15.2	24.2	16.2	13.7	11.6
市净率 (PB)	2.37	2.32	2.11	1.90	1.69

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：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

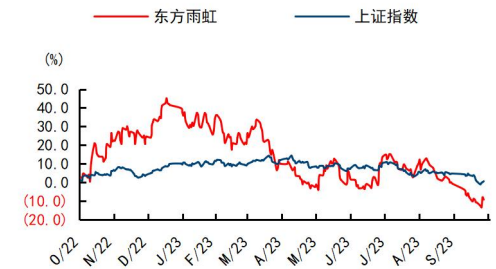
证券分析师：陈颖
0755-81981825
chenying4@guosen.com.cn
S0980518090002

证券分析师：冯梦琪
0755-81982950
fengmq@guosen.com.cn
S0980521040002

基础数据

投资评级	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		24.38元
总市值/流通市值		61400/48650百万元
52周最高价/最低价		39.50/23.06元
近3个月日均成交额		803.74百万元

市场走势



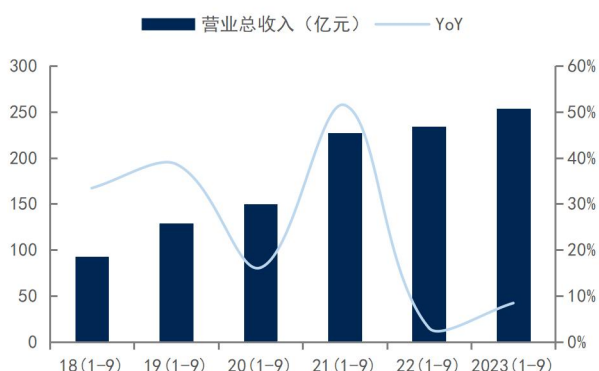
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《东方雨虹(002271.SZ)-2023年中报点评：结构优化、盈利改善，经营质量稳步提升》——2023-08-11
- 《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

收入结构持续优化，零售业务保持高增。2023年1-9月公司实现营业收入253.6亿元，同比+8.5%，其中零售渠道76.2亿元，同比+37.1%，归母净利润23.5亿元，同比+42.2%，扣非归母净利润21.7亿元，同比+42.7%，EPS为0.93元/股。分季度看，Q3单季实现营业收入85.1亿元，同比+5.4%/环比-9.1%，其中零售渠道25.7亿元，同比+47.6%，归母净利润10.2亿元，同比+48.1%/环比+7.4%，扣非归母净利润9.3亿元，同比+47%/环比+1.1%。

图1: 东方雨虹营业收入及增速



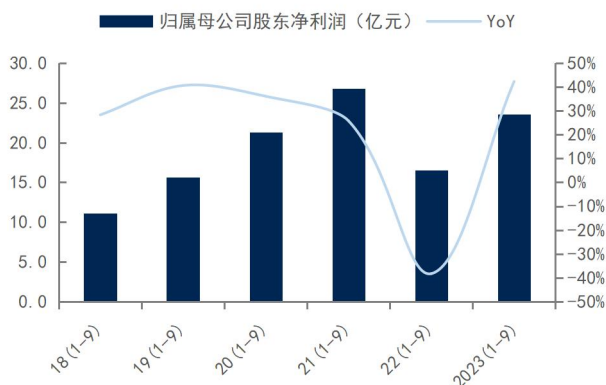
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 东方雨虹单季营业收入及增速



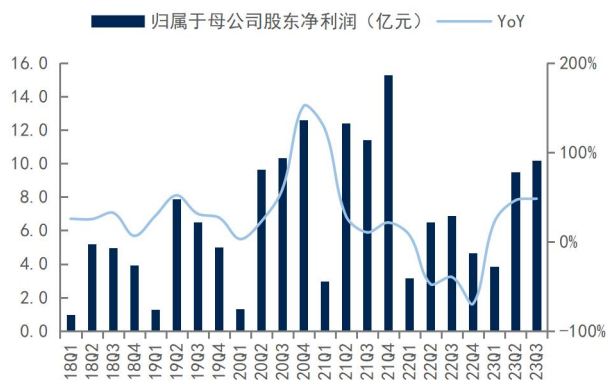
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

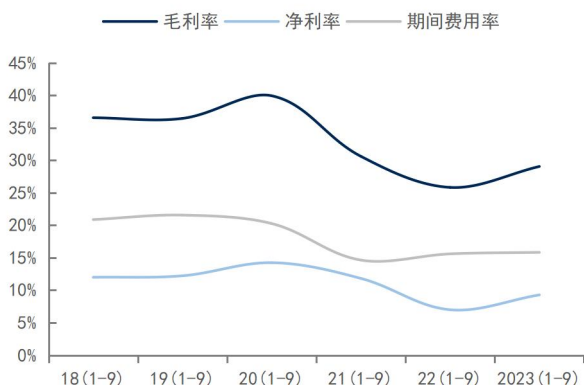
图4: 东方雨虹单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

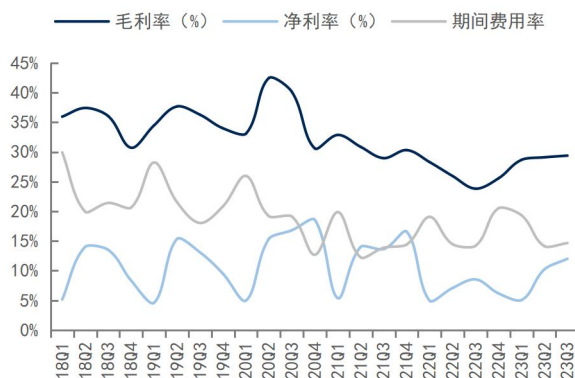
毛利率同比环比持续改善，盈利能力逐步修复。2023年1-9月公司实现综合毛利率29.1%，同比+3.2pp，其中Q3单季度毛利率29.4%，同比+5.6pp/环比+0.3pp，受原材料价格同比回落及零售占比提升影响，毛利率同比环比持续改善；1-9月期间费用率15.8%，同比+0.24pp，其中Q3单季度为14.6%，同比+0.47pp/环比+0.52pp，费用率略有增长。1-9月净利率实现9.3%，同比+2.3pp，其中Q3单季度12%，同比+3.5pp/环比+1.8pp，盈利能力逐步修复。

图5: 东方雨虹毛利率、净利率和期间费用率



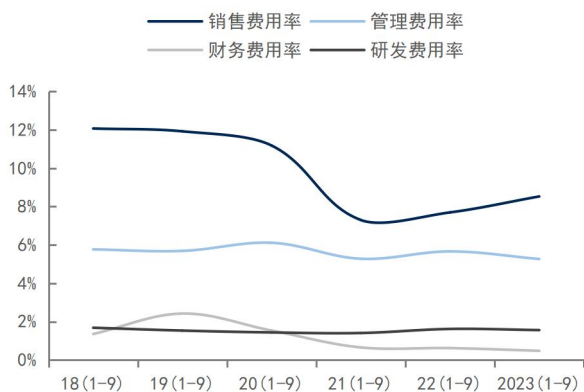
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 东方雨虹单季毛利率、净利率和期间费用率



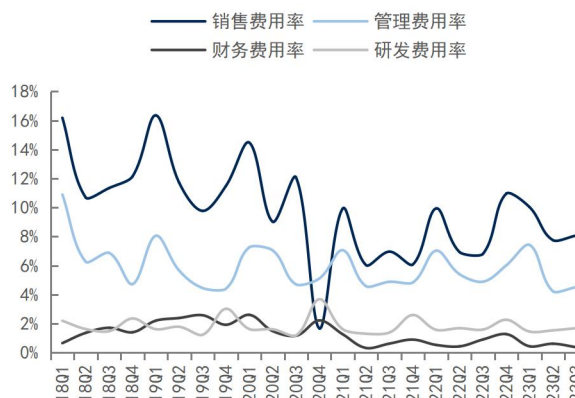
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 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

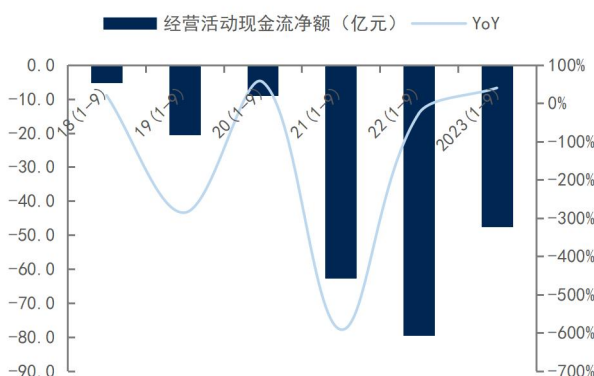
图8: 东方雨虹单季期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

现金流延续同比改善，收现比提升。2023年1-9月实现经营性净现金流-47.6亿元，上年同期为-79.6亿元，收现比/付现比为0.95/1.05，上年同期为0.86/1.05，其中Q3单季度经营性净现金流-8.2亿元，上年同期为-9.8亿元，收现比/付现比为0.97/1.01，上年同期为0.89/0.78。截至2023年9月末，应收账款及应收票据合计153.3亿元，同比减少10.1亿元，同比-6.2%。

图9: 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10: 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：结构优化、盈利改善，渠道转型效果持续，维持“买入”评级。公司作为防水行业龙头，优化渠道变革，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，看好公司渠道变革和品类拓展下经营质量和成长韧性提升，同时防水新规进一步落地和国债增发，或有望进一步提振行业需求，但考虑到短期地产持续磨底带来的需求承压，下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 1.32/1.63/2.06 元/股（前值 1.39/1.79/2.29 元/股），对应 PE 为 18.7/15.2/12.0x，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	16446	10539	10000	10669	11885	营业收入	31934	31214	34474	40404	48722
应收款项	11300	13524	14788	17158	20483	营业成本	22184	23171	24461	28437	34034
存货净额	1421	1575	1692	1980	2395	营业税金及附加	213	253	276	323	390
其他流动资产	6324	6101	6782	7923	9570	销售费用	2218	2658	2930	3434	4141
流动资产合计	35595	32346	33869	38338	44940	管理费用	1645	1795	1984	2310	2767
固定资产	7704	10613	12837	14961	16958	研发费用	559	556	614	720	868
无形资产及其他	1654	2191	2104	2016	1928	财务费用	232	245	255	287	306
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	54232	60753	69280	其他收入	(303)	(418)	(464)	(570)	(718)
短期借款及交易性金融负债	6255	6833	7801	8250	9075	营业利润	5098	2579	4023	4963	6285
应付款项	5943	4489	4448	5051	6170	营业外净收支	2	24	30	30	30
其他流动负债	8912	10640	10527	12604	14884	利润总额	5100	2603	4053	4993	6315
流动负债合计	21111	21961	22776	25905	30130	所得税费用	887	486	729	899	1137
长期借款及应付债券	1104	544	544	544	544	少数股东损益	9	(2)	(4)	(5)	(6)
其他长期负债	835	862	1062	1176	1333	归属于母公司净利润	4205	2120	3327	4099	5184
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	24382	27625	32006	净利润	4205	2120	3327	4099	5184
少数股东权益	389	381	381	380	379	资产减值准备	1	128	149	89	89
股东权益	26294	26807	29469	32748	36896	折旧摊销	500	757	1134	1399	1635
负债和股东权益总计	49733	50556	54232	60753	69280	公允价值变动损失	63	83	80	80	80
						财务费用	232	245	255	287	306
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3208)	(2340)	(1866)	(917)	(1741)
每股收益	1.67	0.84	1.32	1.63	2.06	其它	6	(129)	(150)	(90)	(90)
每股红利	0.35	0.34	0.26	0.33	0.41	经营活动现金流	1566	619	2675	4661	5157
每股净资产	10.43	10.64	11.70	13.00	14.65	资本开支	0	(3664)	(3500)	(3605)	(3713)
ROIC	16%	6%	9%	10%	12%	其它投资现金流	194	(502)	0	0	0
ROE	16%	8%	11%	13%	14%	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%	13%	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)	(665)	(820)	(1037)
收入增长	47%	-2%	10%	17%	21%	其它融资现金流	9088	491	968	449	825
净利润增长率	24%	-50%	57%	23%	26%	融资活动现金流	8691	(2347)	303	(371)	(212)
资产负债率	47%	47%	46%	46%	47%	现金净变动	10431	(5907)	(539)	669	1216
股息率	1.4%	1.4%	1.1%	1.3%	1.7%	货币资金的期初余额	6016	16446	10539	10000	10669
P/E	14.8	29.4	18.7	15.2	12.0	货币资金的期末余额	16446	10539	10000	10669	11885
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	0	(2984)	(781)	1125	1528
EV/EBITDA	15.2	24.2	16.2	13.7	11.6	权益自由现金流	0	(3053)	(22)	1339	2102

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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