

2023 年 10 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

渠道变革奏效，业绩持续增长、报表质量改善

—东方雨虹（002271.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）事件

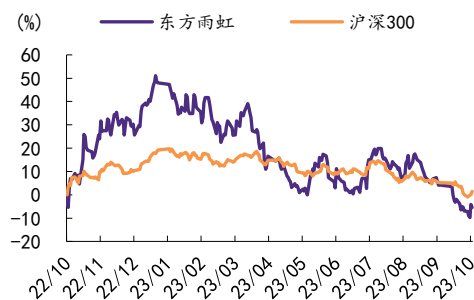
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huang.jw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-10-27

当前股价（元）	25.2
总市值（亿元）	635
总股本（百万股）	2518
流通股本（百万股）	1995
52 周价格范围（元）	23.26-39.1
日均成交额（百万元）	932.24

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《东方雨虹（002271）：渠道调整见成效，盈利能力改善显著》2023-08-13
- 2、《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
- 3、《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

东方雨虹发布三季报：2023Q3 营业收入 85.08 亿元，同比+5.41%；归母净利润/扣非净利润为 10.19/9.29 亿元，同比+48.05%/+47.00%；前三季度实现营业收入 253.60 亿元，同比+8.48%，归母净利润/扣非净利润 23.53/21.72 亿元，同比+42.22%/+42.67%。

投资要点

■ 利润维持高增，渠道改革拉动报表改善

利润维持高增，再次印证触底回升。公司 2023 年前三季度营收/扣非净利润 253.60/ 21.72 亿元，同比+8.48%/+42.67%，其中零售渠道实现营收 76.17 亿元，较上期增加 37.01%，推测主要系竣工好转带动 C 端业务放量，1-9 月房屋竣工面积累计 4.87 亿平，同比增长 19.8%。其中，Q3 单季营收/扣非净利润 85.08/9.29 亿元，同比+5.41%/+47.00%，维持高速增长。

盈利能力进一步改善。2023 年前三季度毛利率 29.06%，同比+3.22pct，归母净利率 9.28%，同比+2.2pct。其中，Q3 单季毛利率 29.38%，同比+5.57pct，环比+0.28pct；归母净利率 11.98%，同比+3.45pct，环比+1.84pct。预计主要与以下因素有关：1）沥青等原材料价格较去年同期显著回落；2）业务结构优化，毛利率更高的零售渠道占比提升。

应收账款压降，现金流有所改善。公司 2023 前三季度经营性现金净流出 47.6 亿元，同比减少流出 32.03 亿元；收现比 95.03%，较去年同期 86.22%显著提升。2023 年前三季度，公司应收票据及应收账款合计 153.29 亿元，同比-6.2%。公司零售渠道业务占比提升以及现金流改善，回款能力有望持续加强。

■ 经济托底力度增强，行业需求或将企稳

10 月 24 日，人大常委会审议通过增加发行 1 万亿国债，用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，且直接纳入赤字，今年赤字率由 3%提高到 3.8%左右，政策信号明确，有望扭转市场对政策力度的预期。此外，今年以来各地房地产限购政策逐步放开、超大特大城市城中村改造稳步推进实施，基建、地产政策托底力度显著增强。东方雨虹优质产品及专业系统服务广泛应用于房屋、建筑、交通、机场、水利和综合管廊等众多领域，MB-741 弹性体（SBS）改性沥青防水卷材等王牌产品广受市场美誉，将全面受益于防

水行业需求企稳回升。

■ 防水新规逐步落实，政策效果有望进一步显现

政策顶层设计完善，《建筑与市政工程防水通用规范》在 2022 年 10 月正式落地，自 2023 年 4 月起正式实施，根据我们测算，防水设计年限提升将推动市场扩容 40%-60%（测算过程见《提标终落地，防水高品质发展新时代到来》），同时对材料质量和施工标准化程度的要求有望加速非标企业出清，推动行业格局向龙头集中。伴随着各地方配套政策细则逐步推出，政策效果有望进一步提现。

新规之下，产品质量和工程设计要求提高，东方雨虹获批建设特种功能防水材料国家重点实验室，截至 2022 年底累积拥有有效专利 1522 件，在工程、民用各个领域产品领先，同时注重打造“系统化服务”、提升专业化服务能力，有望进一步提升市占率。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年归母净利为 32.49、46.84、60.04 亿元，对应 EPS 分别为 1.29、1.86、2.38 元，当前股价对应 PE 分别为 19.53、13.55、10.6 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

1) 原材料价格上涨超预期；2) 应收账款回收不及预期；3) 防水行业竞争格局恶化；4) 下游需求不及预期；5) 投产不及预期；6) 新品类不及预期；7) 政策实施效果不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	31,214	37,403	44,473	52,950
增长率（%）	-2.3%	19.8%	18.9%	19.1%
归母净利润（百万元）	2,120	3,249	4,684	6,004
增长率（%）	-49.6%	53.3%	44.2%	28.2%
摊薄每股收益（元）	0.84	1.29	1.86	2.38
ROE（%）	7.8%	11.2%	14.7%	16.9%

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	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	31,214	37,403	44,473	52,950
现金及现金等价物	10,539	9,223	9,606	9,745	营业成本	23,171	27,359	31,425	36,868
应收款	13,524	16,514	19,270	22,943	营业税金及附加	253	303	360	429
存货	1,575	1,956	2,073	2,433	销售费用	2,658	2,992	3,558	4,236
其他流动资产	6,708	7,918	9,299	10,956	管理费用	1,795	2,057	2,446	2,912
流动资产合计	32,346	35,609	40,248	46,076	财务费用	245	239	238	237
非流动资产：					研发费用	556	667	793	944
金融类资产	607	607	607	607	费用合计	5,254	5,955	7,034	8,329
固定资产	8,563	8,607	8,545	8,414	资产减值损失	-315	-150	-250	-300
在建工程	2,049	1,705	1,463	1,294	公允价值变动	-5	-5	-5	-5
无形资产	2,191	2,082	1,972	1,868	投资收益	-12	0	0	0
长期股权投资	200	600	700	800	营业利润	2,579	3,997	5,765	7,385
其他非流动资产	5,206	5,206	5,206	5,206	加：营业外收入	60	31	25	25
非流动资产合计	18,209	18,199	17,886	17,582	减：营业外支出	35	39	39	39
资产总计	50,556	53,808	58,133	63,658	利润总额	2,603	3,990	5,751	7,372
流动负债：					所得税费用	486	744	1,073	1,375
短期借款	6,254	6,054	6,054	6,054	净利润	2,118	3,246	4,679	5,997
应付账款、票据	4,489	5,359	6,158	7,226	少数股东损益	-2	-4	-5	-7
其他流动负债	7,894	7,894	7,894	7,894	归母净利润	2,120	3,249	4,684	6,004
流动负债合计	21,961	23,290	24,842	26,812					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	544	544	544	544	成长性				
其他非流动负债	862	862	862	862	营业收入增长率	-2.3%	19.8%	18.9%	19.1%
非流动负债合计	1,406	1,406	1,406	1,406	归母净利润增长率	-49.6%	53.3%	44.2%	28.2%
负债合计	23,367	24,696	26,248	28,218	盈利能力				
所有者权益					毛利率	25.8%	26.9%	29.3%	30.4%
股本	2,518	2,518	2,518	2,518	四项费用/营收	16.8%	15.9%	15.8%	15.7%
股东权益	27,188	29,112	31,885	35,440	净利率	6.8%	8.7%	10.5%	11.3%
负债和所有者权益	50,556	53,808	58,133	63,658	ROE	7.8%	11.2%	14.7%	16.9%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	46.2%	45.9%	45.2%	44.3%
净利润	2118	3246	4679	5997	营运能力				
少数股东权益	-2	-4	-5	-7	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
折旧摊销	757	680	678	668	应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
公允价值变动	-5	-5	-5	-5	存货周转率	14.7	14.1	15.3	15.3
营运资金变动	-2214	-3051	-2704	-3719	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	654	867	2643	2935	EPS	0.84	1.29	1.86	2.38
投资活动现金净流量	-4729	-99	204	200	P/E	29.93	19.53	13.55	10.6
筹资活动现金净流量	2758	-1522	-1906	-2442	P/S	2.0	1.7	1.4	1.2
现金流量净额	-1,317	-754	941	692	P/B	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 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。本报告清晰准确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。