

# 东方雨虹 (002271)

## 分红预案提议超预期，看好中长期公司经营质量改善

### 公司发布分红预案提议，高分红积极回馈股东

东方雨虹发布公告，公司收到实控人李卫国出具的《2023年度利润分配预案的提议》，拟向全体股东派发现金分红总金额不低于2023年归母净利润的50%，高分红彰显了公司积极回馈股东的决心。

### 工程渠道优化变革强化风险管控，积极开拓国际化战略布局

行业下行周期，雨虹聚焦于渠道和品类的变革，抗风险能力增强。工建集团转型渠道化，增加合伙人数量，同时提升单个合伙人销售规模。坚持合伙人优先，管控应收账款，同时进一步加大对合伙人的授信支持，升级合伙人信用管控，在管理上更加精细化：对合伙人进行信用评级，对项目进行穿透管理，对过程复评以便提早做出应对预案。海外市场方面，第一，开展海外的产品认证、专利授权，为公司国际化战略的实施打下坚实基础；第二，加大公司产品出口力度，加大自有品牌影响力；第三，推进海外建厂战略，与当地头部企业进行合作，组建海外销售团队，审慎开展并购。

### 零售渠道占比提升，盈利能力得以改善

23Q1-3零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%，零售业务占比超25%，高毛利的零售业务明显改善公司的盈利能力。从财务数据验证来看，Q3单季度毛利率为29.38%，同比提升5.57pct，净利率为11.99%，同比提升3.47pct。民建集团快速发展，23H1民建集团实现营收43.84亿，同比+34.69%，其中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。德爱威零售通过热品打造、德式涂装赋能等方式实现加盟逾2200家经销商合伙、终端销售网点达到25000家，在全国重点市场建立了1700余家专卖店。修缮集团致力于打通雨虹到家服务“最后一公里”，在全国已布局运营中心、社区服务站等600余家门店。我们看好公司渠道协同优势，或将为公司多品类扩张带来更好发展。

### 行业竞争格局改善，看好公司中长期发展潜力

受到地产需求冲击以及沥青等原材料压力，近几年防水行业迈入阵痛期且行业加速洗牌，雨虹“一家独大”的竞争格局更加凸显。新规落地后带动防水行业需求扩容，“三大工程”的提速亦为新开工奠定弹性，我们认为当前时点的雨虹无论是从基本面还是估值角度均有望展现出一定的向上弹性，看好多品类及渠道变革驱动下的雨虹中长期发展。考虑到公司减值计提的压力，略微下调公司盈利预测，预计23-25年公司归母净利润为30/37/45亿（前值为35/44/55亿），认可给予公司24年16倍PE，对应目标价为23.66元，维持“买入”评级。

**风险提示：**分红预案提议尚存不确定性；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。

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	52,194.50
增长率(%)	46.96	(2.26)	15.48	20.38	20.29
EBITDA(百万元)	6,160.46	4,155.45	5,081.90	6,033.23	7,103.71
归属母公司净利润(百万元)	4,204.70	2,120.30	3,014.90	3,723.61	4,539.38
增长率(%)	24.07	(49.57)	42.19	23.51	21.91
EPS(元/股)	1.67	0.84	1.20	1.48	1.80
市盈率(P/E)	10.39	20.61	14.49	11.73	9.63
市净率(P/B)	1.66	1.63	1.46	1.33	1.19
市销率(P/S)	1.37	1.40	1.21	1.01	0.84
EV/EBITDA	19.41	18.31	6.81	5.64	4.67

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	17.35元
目标价格	23.66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)	43,695.35
流通A股市值(百万元)	34,621.82
每股净资产(元)	11.49
资产负债率(%)	41.00
一年内最高/最低(元)	36.58/14.66

### 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-季报点评:Q3净利率增长，盈利能力明显提升》2023-10-27
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,446.31	10,539.22	10,453.24	12,149.50	14,614.46
应收票据及应收账款	10,421.40	11,386.81	15,647.43	20,511.79	24,433.47
预付账款	1,096.95	844.97	1,154.50	1,356.23	1,592.61
存货	1,420.55	1,574.78	1,624.83	2,111.04	2,479.75
其他	3,507.81	4,961.16	7,943.30	10,219.57	10,708.57
<b>流动资产合计</b>	<b>32,893.01</b>	<b>29,306.93</b>	<b>36,823.30</b>	<b>46,348.12</b>	<b>53,828.86</b>
长期股权投资	186.65	199.98	199.98	199.98	199.98
固定资产	5,609.59	8,563.29	8,180.06	7,676.83	6,773.60
在建工程	2,093.95	2,049.33	1,999.33	1,949.33	1,919.33
无形资产	1,653.57	2,191.24	2,137.36	2,083.49	2,029.62
其他	4,594.07	5,205.65	4,899.81	5,017.22	4,923.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>14,137.84</b>	<b>18,209.49</b>	<b>17,416.55</b>	<b>16,926.86</b>	<b>15,845.54</b>
<b>资产总计</b>	<b>49,733.23</b>	<b>50,555.78</b>	<b>54,239.85</b>	<b>63,274.98</b>	<b>69,674.41</b>
短期借款	6,127.83	6,254.33	5,427.39	6,628.40	8,120.65
应付票据及应付账款	5,943.08	4,489.19	6,511.59	7,132.09	8,100.99
其他	5,816.40	7,894.33	10,600.85	14,615.25	14,679.12
<b>流动负债合计</b>	<b>17,887.31</b>	<b>18,637.85</b>	<b>22,539.83</b>	<b>28,375.74</b>	<b>30,900.76</b>
长期借款	1,103.75	543.92	596.60	684.28	804.66
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	835.00	861.97	848.49	855.23	851.86
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,938.74</b>	<b>1,405.89</b>	<b>1,445.09</b>	<b>1,539.51</b>	<b>1,656.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>23,049.57</b>	<b>23,367.29</b>	<b>23,984.92</b>	<b>29,915.24</b>	<b>32,557.27</b>
少数股东权益	389.27	381.30	380.26	388.21	397.89
股本	2,521.20	2,518.46	2,518.46	2,518.46	2,518.46
资本公积	10,794.55	10,721.49	10,721.49	10,721.49	10,721.49
留存收益	13,296.99	14,664.78	17,231.97	20,402.62	24,267.90
其他	(318.35)	(1,097.55)	(597.26)	(671.05)	(788.62)
<b>股东权益合计</b>	<b>26,683.66</b>	<b>27,188.49</b>	<b>30,254.93</b>	<b>33,359.74</b>	<b>37,117.14</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49,733.23</b>	<b>50,555.78</b>	<b>54,239.85</b>	<b>63,274.98</b>	<b>69,674.41</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,213.31	2,117.84	3,014.90	3,723.61	4,539.38
折旧摊销	518.24	775.00	937.10	957.10	957.10
财务费用	56.61	190.15	125.45	148.45	158.39
投资损失	(21.32)	11.96	(10.00)	(5.00)	0.00
营运资金变动	(4,197.49)	(3,592.20)	(2,625.14)	(3,198.75)	(3,799.72)
其它	3,545.33	1,151.25	29.13	41.20	44.84
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,114.68</b>	<b>654.01</b>	<b>1,471.45</b>	<b>1,666.62</b>	<b>1,899.99</b>
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)	(10.30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,650.66)</b>	<b>(4,728.65)</b>	<b>(500.71)</b>	<b>(408.74)</b>	<b>(36.93)</b>
债权融资	3,781.11	(227.78)	(1,109.48)	1,066.52	1,395.25
股权融资	7,479.87	(1,104.06)	52.76	(628.14)	(793.35)
其他	(461.77)	302.56	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>10,799.21</b>	<b>(1,029.28)</b>	<b>(1,056.71)</b>	<b>438.38</b>	<b>601.90</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>9,263.22</b>	<b>(5,103.91)</b>	<b>(85.98)</b>	<b>1,696.26</b>	<b>2,464.96</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>31,934.20</b>	<b>31,213.84</b>	<b>36,045.65</b>	<b>43,391.06</b>	<b>52,194.50</b>
营业成本	22,184.43	23,171.49	26,054.48	31,277.00	37,561.02
营业税金及附加	212.50	252.77	291.97	351.47	422.78
销售费用	2,217.74	2,657.68	2,991.79	3,579.76	4,306.05
管理费用	1,644.55	1,794.86	2,040.18	2,455.93	2,954.21
研发费用	559.31	556.32	612.78	737.65	887.31
财务费用	231.84	245.23	125.45	148.45	158.39
资产/信用减值损失	(264.98)	(392.66)	(320.00)	(299.00)	(280.00)
公允价值变动收益	(49.58)	(4.87)	30.35	31.87	33.47
投资净收益	21.32	(11.96)	10.00	5.00	0.00
其他	78.83	365.97	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>5,098.24</b>	<b>2,579.01</b>	<b>3,649.36</b>	<b>4,578.68</b>	<b>5,658.22</b>
营业外收入	20.27	59.73	59.32	20.00	5.00
营业外支出	18.34	35.34	10.00	15.00	45.00
<b>利润总额</b>	<b>5,100.16</b>	<b>2,603.39</b>	<b>3,698.67</b>	<b>4,583.68</b>	<b>5,618.22</b>
所得税	886.85	485.55	684.99	850.73	1,067.46
<b>净利润</b>	<b>4,213.31</b>	<b>2,117.84</b>	<b>3,013.68</b>	<b>3,732.95</b>	<b>4,550.75</b>
少数股东损益	8.61	(2.45)	(1.23)	9.33	11.38
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,204.70</b>	<b>2,120.30</b>	<b>3,014.90</b>	<b>3,723.61</b>	<b>4,539.38</b>
每股收益(元)	1.67	0.84	1.20	1.48	1.80

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	46.96%	-2.26%	15.48%	20.38%	20.29%
营业利润	21.29%	-49.41%	41.50%	25.47%	23.58%
归属于母公司净利润	24.07%	-49.57%	42.19%	23.51%	21.91%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.53%	25.77%	27.72%	27.92%	28.04%
净利率	13.17%	6.79%	8.36%	8.58%	8.70%
ROE	15.99%	7.91%	10.09%	11.29%	12.36%
ROIC	41.56%	17.62%	16.75%	18.50%	20.24%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.35%	46.22%	44.22%	47.28%	46.73%
净负债率	-34.06%	-11.63%	-13.42%	-13.62%	-14.69%
流动比率	1.69	1.47	1.63	1.63	1.74
速动比率	1.62	1.40	1.56	1.56	1.66
<b>营运能力</b>					
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	22.74
总资产周转率	0.82	0.62	0.69	0.74	0.79
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.67	0.84	1.20	1.48	1.80
每股经营现金流	1.63	0.26	0.58	0.66	0.75
每股净资产	10.44	10.64	11.86	13.09	14.58
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.39	20.61	14.49	11.73	9.63
市净率	1.66	1.63	1.46	1.33	1.19
EV/EBITDA	19.41	18.31	6.81	5.64	4.67
EV/EBIT	21.12	22.40	8.35	6.70	5.40

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