

公司发布 2023 年年报：全年实现营收 328.23 亿元，同比+5.15%；归母净利 22.73 亿元，同比+7.16%；扣非归母净利 18.41 亿元，同比+2.05%。其中，23Q4 实现营收 74.62 亿元，同比-4.76%，归母净利亏损 8017 万元，同比-117.13%；扣非归母净利亏损 3.31 亿元，同比-217.79%。2023 年公司毛利率 27.69%，同比+1.92pct，净利率 6.97%，同比+0.18pct，其中 23Q4 毛利率 23.01%，同比-2.54pct、环比-6.37pct。

砂浆粉料业务高速增长，工程业务持续收缩。分产品来看，2023 年防水卷材收入 133.14 亿，同比+6.71%，营收占比 40.56%，同比+0.59pct；涂料收入 96.85 亿，同比+13.85%，营收占比 29.51%，同比+2.26pct；砂浆粉料收入 41.96 亿元，同比+40%，营收占比 12.79%，同比+3.18pct；工程施工 32.45 亿元，同比-26.3%，营收占比 9.88%，同比-4.23pct。**盈利能力方面**，2023 年防水卷材毛利率 27.01%，同比+1.73pct；涂料毛利率 37.03%，同比+4.48pct；砂浆粉料毛利率 27.56%，同比+4.67pct。砂浆粉料业务的突出表现主要系公司大力推动防水砂浆、装饰砂浆、地坪系统配套等新产品的研发及供应，同时进一步完善全国性的生产基地布局，依托公司零售渠道网点布局，快速增加砂粉产品覆盖范围，截至 2023 年底在全国开发并合作近千家砂粉专业渠道经销商。

持续推进渠道转型，零售业务增速亮眼。分渠道来看，2023 年零售渠道收入 92.87 亿，同比+28.11%，营收占比 28.29%，同比+5.06pct；工程渠道收入 125.1 亿，同比+22.58%，营收占比 38.12%，同比+5.43pct；直销收入 103.68 亿，同比-19.63%，营收占比 31.59%，同比-9.74pct。**盈利能力方面**，零售渠道毛利率 39.42%，同比+4.63pct；工程渠道毛利率 23.7%，同比+3.24pct；直销毛利率 13.64%，同比-4.44pct。公司坚持零售优先，推动产业协同，夯实市场基础，强化核心品类，丰富产品梯队，零售渠道有望维持高增。

计提减值影响业绩，现金流改善。2023 年公司计提资产减值 10.39 亿元，其中应收账款坏账损失 5.72 亿元，其他应收款坏账损失 1.63 亿元，资产减值损失 2.86 亿元。2023 年末公司经营性现金流净额 21.03 亿元，同比+221.56%，2023 年公司收现比 1.02。费用方面，2023 年公司销售费用率 9.07%，同比+0.56pct，主要系广告宣传、促销费及差旅费等增加所致；管理费用率 4.69%，同比-1.06pct，主要系股权激励费用减少所致；研发费用率 1.85%，同比基本持平；财务费用率 0.39%，同比-0.39pct，主要系利息支出及汇兑损益减少所致。

大幅提高分红比例，持续加码海外布局。公司 2023 年大幅提高分红率至 65%，同比+53pct。公司已在越南、马来西亚、新加坡、印尼、加拿大、美国等多国设立海外公司或办事处，2024 年将全力推进海外布局，立足东南亚、聚焦深耕中东市场，加强海外资源投入，在部分国家设立海外办事处、分公司，实现本地化经营；在重点国家地区完善本地化、差异化、定制化产品策略，实现海外工程、贸易、零售等多元化商业模式经营。

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 2024-2026 年归母净利为 28.16、32.78、37.32 亿元，现价对应 PE 为 12、10、9 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	32,823	36,161	40,077	44,942
增长率 (%)	5.2	10.2	10.8	12.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,273	2,816	3,278	3,732
增长率 (%)	7.2	23.9	16.4	13.9
每股收益 (元)	0.90	1.12	1.30	1.48
PE	15	12	10	9
PB	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.54 元


分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyj@mszq.com

相关研究

- 东方雨虹 (002271.SZ) 2023 年三季度报点评：渠道变革见成效，盈利能力再提升-2023/10/26
- 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
- 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
- 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
- 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	32,823	36,161	40,077	44,942
营业成本	23,735	26,139	28,866	32,318
营业税金及附加	283	325	361	404
销售费用	2,978	3,291	3,647	4,090
管理费用	1,539	1,953	2,084	2,337
研发费用	606	651	721	809
EBIT	3,418	4,028	4,649	5,265
财务费用	129	155	154	152
资产减值损失	-286	-218	-241	-269
投资收益	-45	0	0	0
营业利润	2,949	3,655	4,254	4,844
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	2,953	3,655	4,254	4,844
所得税	666	825	960	1,093
净利润	2,287	2,830	3,294	3,751
归属于母公司净利润	2,273	2,816	3,278	3,732
EBITDA	4,366	5,032	5,730	6,419

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,120	9,168	9,373	9,622
应收账款及票据	10,185	10,934	12,118	13,589
预付款项	1,078	1,176	1,299	1,454
存货	2,511	1,597	1,764	1,975
其他流动资产	9,686	11,223	12,276	13,585
流动资产合计	32,579	34,097	36,830	40,225
长期股权投资	81	81	81	81
固定资产	10,453	11,809	12,913	13,916
无形资产	2,268	2,268	2,268	2,268
非流动资产合计	18,595	19,484	20,289	21,086
资产合计	51,174	53,581	57,119	61,312
短期借款	4,999	4,999	4,999	4,999
应付账款及票据	4,297	4,865	5,372	6,015
其他流动负债	10,441	11,491	12,635	14,073
流动负债合计	19,737	21,354	23,006	25,087
长期借款	1,709	1,709	1,709	1,709
其他长期负债	1,021	1,021	1,021	1,021
非流动负债合计	2,730	2,730	2,730	2,730
负债合计	22,467	24,084	25,736	27,817
股本	2,518	2,518	2,518	2,518
少数股东权益	333	347	363	382
股东权益合计	28,707	29,497	31,383	33,495
负债和股东权益合计	51,174	53,581	57,119	61,312

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.15	10.17	10.83	12.14
EBIT 增长率	17.24	17.84	15.42	13.26
净利润增长率	7.16	23.88	16.38	13.87
盈利能力 (%)				
毛利率	27.69	27.71	27.97	28.09
净利润率	6.93	7.79	8.18	8.30
总资产收益率 ROA	4.44	5.26	5.74	6.09
净资产收益率 ROE	8.01	9.66	10.57	11.27
偿债能力				
流动比率	1.65	1.60	1.60	1.60
速动比率	1.22	1.18	1.18	1.17
现金比率	0.46	0.43	0.41	0.38
资产负债率 (%)	43.90	44.95	45.06	45.37
经营效率				
应收账款周转天数	112.13	98.55	96.87	96.34
存货周转天数	30.98	28.29	20.96	20.82
总资产周转率	0.65	0.69	0.72	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	0.90	1.12	1.30	1.48
每股净资产	11.27	11.57	12.32	13.15
每股经营现金流	0.84	1.69	1.49	1.63
每股股利	0.60	0.56	0.65	0.74
估值分析				
PE	15	12	10	9
PB	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.37	6.39	5.61	5.01
股息收益率 (%)	4.43	4.13	4.81	5.47

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,287	2,830	3,294	3,751
折旧和摊销	948	1,004	1,081	1,154
营运资金变动	-2,079	-388	-1,466	-1,728
经营活动现金流	2,103	4,246	3,764	4,103
资本开支	-1,832	-1,867	-1,860	-1,924
投资	-480	0	0	0
投资活动现金流	-1,818	-1,867	-1,860	-1,924
股权募资	49	0	0	0
债务募资	-369	0	0	0
筹资活动现金流	-1,555	-2,331	-1,699	-1,930
现金净流量	-1,264	48	206	249

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