



买入（维持）

所属行业：建筑材料/装修建材  
当前价格(元)：13.54

证券分析师

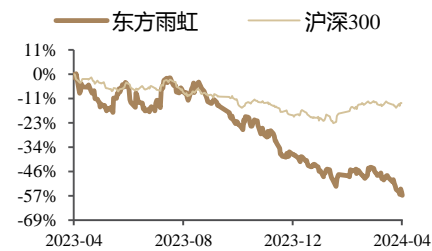
闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-22.76	-18.58	-22.98
相对涨幅(%)	-21.83	-24.67	-31.99

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《东方雨虹(002271.SZ)：Q3业绩符合预期，经营质量持续改善》，2023.10.25
- 《东方雨虹(002271.SZ)：渠道变革初见成效，经营质量稳步提升》，2023.8.9
- 《东方雨虹(002271.SZ)：新一期股权激励计划发布，防水龙头坚定信念走出阵痛期》，2023.6.6
- 《东方雨虹(002271.SZ)：23Q1业绩超预期，盈利和现金流均改善》，2023.4.25

# 东方雨虹(002271.SZ)：减值拖累当期业绩，零售业务延续高增

投资要点

**事件：**公司2023年实现收入328.23亿元(+5.15%)，归母净利润22.73亿元(+7.16%)，扣非归母净利润18.41亿元(+2.05%)；其中Q4实现营收74.62亿元(-4.76%)，归母净利润为-0.8亿元(-117.18%)，扣非归母净利润-3.31亿元(-217.46%)；同时23年度分配预案为：拟向全体股东每10股派发现金红利6元(含税)，分红比例占当期利润的为66.5%。

**Q4收入增速进一步放缓，减值拖累当期业绩。**公司Q1-Q4收入增速分别为18.8%、4%、5.41%、-4.76%，整体呈逐季度下降趋势；23年一季度疫情放开后，前期压制的购房需求集中释放，地产新房、二手房成交回暖支撑需求；进入二季度，宏观经济承压，地产销售等数据的下行拖累行业需求；而下半年地产无明显起色，房企经营压力增大以及地产销售等持续低迷，地产链需求持续承压，公司整体经营也呈现一定压力。当前在地产及产业链下行周期，公司积极战略调整，工程业务加速一体化公司渠道下沉，提升渠道业务占比，同时，以民建集团、德爱威涂料零售、建筑修缮集团雨虹到家服务为代表的C端零售业务保持稳健增长，2023年公司零售业务收入约为92.87亿元，同比增长28.11%，占总收入比例为28.29%；战略上公司继续坚定开拓零售市场以及渠道端客户，公司零售业务占比提升有利于优化现金流及提高经营质量。Q4成本端主要原材料沥青价格延续下降趋势，以山东地区重交沥青价格为例，Q4均价约3622元/吨，同比下滑约6.8%，环比下降约4.5%，原材料价格下滑利于公司毛利率修复，但由于商品价格端的承压以及产品价格的调整，23Q4公司毛利率约为23%，环比下降约6.4个pct，同比下降约2.5个pct。

**23年公司经营性净现金流明显改善，应收账款增速低于营收增速。**2023年公司经营性现金流净额约为21亿元，同比增加约14.5亿元，其中Q4净流入68.63亿元，同比减少17.54亿元，23Q3公司收现比为1.24x，同比减少0.35x，环比增加0.27x；全年经营活动净现金流明显改善主要由于公司加大渠道变革，提升经销及零售占比，优化直销，回款情况明显好转所致；2023年末，公司应收账款和应收票据合计同比下降10.56%，低于同期营收增速，其他应收款为40.76亿元，较年初增加约19.32亿元，主要是随着公司业务规模的扩大，保证金规模随之增加。2023年末，公司账面货币资金为91.2亿元，资产负债率为43.9%，较年初回落2.35个pct，充足的货币资金为公司生产经营提供有力保障，公司经营质量稳步提升。

**23Q4资产+信用减值约4.33亿元，期间费用率约为16.55%。**2023年公司集体资产减值准备总额约为10.39亿元，其中Q4资产及信用减值约4.33亿元，主要是应收账款按照账龄做减值计提，以及合同资产减值和存货跌价损失，因此影响当期业绩；随着市场环境走弱承压，公司也积极调整应收账款策略，对账期容忍度降低，持续加强应收账款回款力度，降低坏账风险；Q4公司期间费用率为16.55%，同比下降约4个pct，其中管理费用率下降3.28个pct，主要股权激励费用减少所致。

**产品多元化发展，打造综合建材集团。**公司在主营建筑防水材料的基础上，大力开拓建筑装饰涂料、特种砂浆、建筑粉料、建筑节能保温、建筑工程修缮服务和上游材料非织造布、VAE乳液等多领域产品发展，依托防水材料多年积累的销售渠道和客户资源，多产品布局打造综合建材集团。公司在以砂粉科技、虹昇新能源为代表的业务板块深耕细作、蓄势发力；其中砂粉科技集团针对建筑砂粉产品对于运距

较为敏感的特性，进一步完善全国性的生产基地布局，为逐步缩短运距、实现全国范围内 200 公里供应半径、24 小时使命必达奠定良好基础；23 年公司砂浆粉料实现收入约 42 亿元，同比增长 40%，毛利率约 27.56%，同比提升 4.67 个 pct，为公司带来新的业绩增长点。

**投资建议：**在行业下行周期，公司作为防水行业龙头，加速渠道变革，业务多元化发展抵御单一品类的失速风险，从经营情况来看，23 年公司战略调整初见成效，静待地产触底企稳后公司业绩更进一步；考虑到短期地产磨底带来的需求承压，我们调整 24-26 年公司归母净利润分别为 29.05、35.63 和 43.71 亿元，对应 EPS 分别为 1.15、1.41、1.74 元，对应 PE 估值分别为 11.7、9.6、7.8 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料持续涨价，成本压力加剧；地产投资大幅低于预期；行业竞争加剧，企业扩张进度低于预期；环保监管放松，产能退出进度不及预期。

**股票数据**

总股本(百万股):	2,518.46
流通 A 股(百万股):	1,995.64
52 周内股价区间(元):	13.54-31.51
总市值(百万元):	34,100.01
总资产(百万元):	51,173.99
每股净资产(元):	11.27

资料来源：公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31,214	32,823	36,019	39,932	44,356
(+/-)YOY(%)	-2.3%	5.2%	9.7%	10.9%	11.1%
净利润(百万元)	2,121	2,273	2,905	3,563	4,371
(+/-)YOY(%)	-49.5%	7.2%	27.8%	22.6%	22.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.84	0.90	1.15	1.41	1.74
毛利率(%)	25.8%	27.7%	28.3%	28.5%	28.8%
净资产收益率(%)	7.9%	8.0%	9.5%	10.5%	11.4%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.90	1.15	1.41	1.74
每股净资产	11.27	12.12	13.53	15.27
每股经营现金流	0.84	1.53	1.70	1.71
每股股利	0.10	0.30	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	21.27	11.74	9.57	7.80
P/B	1.70	1.12	1.00	0.89
P/S	1.04	0.95	0.85	0.77
EV/EBITDA	10.03	6.78	5.77	4.85
股息率%	0.5%	2.2%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	27.7%	28.3%	28.5%	28.8%
净利润率	6.9%	8.1%	8.9%	9.9%
净资产收益率	8.0%	9.5%	10.5%	11.4%
资产回报率	4.4%	5.5%	6.1%	6.8%
投资回报率	7.9%	8.7%	9.4%	10.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	5.2%	9.7%	10.9%	11.1%
EBIT 增长率	32.4%	12.0%	17.2%	20.0%
净利润增长率	7.2%	27.8%	22.6%	22.7%
偿债能力指标				
资产负债率	43.9%	41.8%	40.7%	39.2%
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.3
现金比率	0.5	0.3	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	106.4	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	38.6	38.6	38.6	38.6
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	3.1	2.8	2.7	2.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,273	2,905	3,563	4,371
少数股东损益	14	17	21	26
非现金支出	1,987	1,362	1,414	1,388
非经营收益	-91	284	196	176
营运资金变动	-2,079	-708	-910	-1,654
经营活动现金流	2,103	3,861	4,284	4,308
资产	-1,832	-3,744	-3,533	-3,514
投资	-480	0	0	0
其他	494	-25	20	22
投资活动现金流	-1,818	-3,769	-3,513	-3,491
债权募资	7,180	-1,499	-500	-150
股权募资	49	0	0	0
其他	-8,784	-1,022	-223	-208
融资活动现金流	-1,555	-2,520	-723	-358
现金净流量	-1,264	-2,428	48	459

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 19 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	32,823	36,019	39,932	44,356
营业成本	23,735	25,808	28,547	31,580
毛利率%	27.7%	28.3%	28.5%	28.8%
营业税金及附加	283	310	344	382
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	2,978	3,242	3,394	3,548
营业费用率%	9.1%	9.0%	8.5%	8.0%
管理费用	1,539	1,872	2,081	2,232
管理费用率%	4.7%	5.2%	5.2%	5.0%
研发费用	606	665	737	818
研发费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
EBIT	3,682	4,122	4,829	5,794
财务费用	129	266	223	208
财务费用率%	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-286	-600	-600	-600
投资收益	-45	25	20	22
营业利润	2,949	3,769	4,624	5,671
营业外收支	5	5	5	8
利润总额	2,953	3,774	4,629	5,679
EBITDA	4,630	4,884	5,643	6,583
所得税	666	852	1,045	1,282
有效所得税率%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
少数股东损益	14	17	21	26
归属母公司所有者净利润	2,273	2,905	3,563	4,371

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,120	6,691	6,739	7,198
应收账款及应收票据	10,185	10,545	11,691	12,986
存货	2,511	2,730	3,020	3,340
其它流动资产	10,764	11,482	12,370	13,372
流动资产合计	32,579	31,448	33,820	36,896
长期股权投资	81	81	81	81
固定资产	10,453	12,730	14,862	17,050
在建工程	1,370	1,850	2,265	2,615
无形资产	2,268	2,499	2,678	2,875
非流动资产合计	18,595	21,583	24,309	27,044
资产总计	51,174	53,031	58,129	63,940
短期借款	4,999	3,500	3,000	2,850
应付票据及应付账款	4,297	4,673	5,168	5,718
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	10,441	11,255	12,773	13,787
流动负债合计	19,737	19,428	20,941	22,354
长期借款	1,709	1,709	1,709	1,709
其它长期负债	1,021	1,021	1,021	1,021
非流动负债合计	2,730	2,730	2,730	2,730
负债总计	22,467	22,158	23,671	25,084
实收资本	2,518	2,518	2,518	2,518
普通股股东权益	28,374	30,524	34,086	38,458
少数股东权益	333	350	372	398
负债和所有者权益合计	51,174	53,031	58,129	63,940

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。