

# 东方雨虹 (002271)

## 2023 年年报点评: 砂粉业务快速增长, 零售占比提升现金流显著改善

2024 年 04 月 21 日

买入 (维持)

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值        | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)    | 31,214  | 32,823 | 36,172 | 38,876 | 41,261 |
| 同比 (%)         | (2.26)  | 5.15   | 10.21  | 7.47   | 6.13   |
| 归母净利润 (百万元)    | 2,121   | 2,273  | 3,198  | 3,718  | 4,205  |
| 同比 (%)         | (49.55) | 7.16   | 40.68  | 16.25  | 13.11  |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.84    | 0.90   | 1.27   | 1.48   | 1.67   |
| P/E (现价&最新摊薄)  | 16.07   | 15.00  | 10.66  | 9.17   | 8.11   |

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营收 328.23 亿元, 同比 +5.15%; 归母净利润 22.73 亿元, 同比 +7.16%。其中, 2023Q4 公司实现营收 74.62 亿元, 同比 -4.76%; 归母净利润 -8017 万元, 同比 -117.18%。
- **零售渠道占比进一步提升, 砂粉业务增长迅速。** 分产品看, 2023 年公司防水卷材/涂料/砂浆粉料业务收入分别同比 +6.71%/+13.85%/+40%, 砂粉业务快速增长。分渠道看, 公司零售渠道实现营收 92.87 亿元, 占比达到 28.29%, 同比提升 5.06 个百分点; 工程渠道实现营收 125.10 亿元, 同比 +22.58%; 直销业务收入 103.68 亿元, 同比 -19.63%。
- **毛利率同比小幅提升, 大额减值计提影响 23 年业绩。** 公司 2023 年销售毛利率 27.69%, 同比变动 +1.92pct。分季度看, 2023Q1-4 公司销售毛利率分别为 28.66%/29.10%/29.38%/23.01%, Q4 由于工程业务年末结算等因素影响毛利率较低。2023 年公司销售净利率 6.97%, 同比变动 +0.18pct; 其中 Q4 公司销售净利率 -0.90%, 主要系公司计提较多减值损失。2023 年全年共计提减值损失 10.39 亿元, 主要系公司出于谨慎性考虑对相关资产进行减值计提。
- **经营性现金流同比大幅改善。** 公司 2023 年经营活动产生的现金流量净额为 21.03 亿元, 同比增长 221.58%, 公司 2023 年继续积极开拓零售业务, 业务结构持续优化, 经营性现金流显著改善。**1) 收现比情况:** 2023 年公司收现比 101.58%, 同比变动 -2.92pct。2023 年末公司应收账款及应收票据余额 101.85 亿元, 同比下降 10.56%。**2) 付现比情况:** 2023 年公司付现比 96.65%, 同比变动 -11.97pct, 2023 年末公司应付账款及应付票据余额 42.97 亿元, 同比下降 4.27%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司作为防水行业龙头, 积极通过组织架构调整来覆盖空白市场, 拓展非房地产项目, 优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块, 有望通过内部资源整合和协同快速发展。公司防水主业市占率持续提升, 非房板块和非防业务有望进一步打开成长空间。考虑到市场需求疲弱、减值计提风险, 我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测为 31.98/37.18 亿元 (前值为 45.99/56.63 亿元), 新增预计公司 2026 年归母净利润为 42.05 亿元, 对应 PE 分别为 11X/9X/8X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游房地产行业波动的风险; 原材料价格剧烈波动的风险; 行业竞争加剧风险; 应收账款风险。

### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 13.54       |
| 一年最低/最高价      | 13.42/32.18 |
| 市净率(倍)        | 1.20        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 27,021.03   |
| 总市值(百万元)      | 34,100.01   |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 11.27    |
| 资产负债率(% ,LF) | 43.90    |
| 总股本(百万股)     | 2,518.46 |
| 流通 A 股(百万股)  | 1,995.64 |

### 相关研究

《东方雨虹(002271): 2023 年三季度报点评: 零售占比继续提升, 盈利能力稳步修复》

2023-10-26

《东方雨虹(002271): 2023 年半年报点评: 零售渠道快速发展, 涂料、砂浆类产品毛利率修复显著》

2023-08-10

## 1. 东方雨虹：砂粉业务快速增长，零售占比提升现金流显著改善

事件：公司发布 2023 年年度报告。2023 年公司实现营收 328.23 亿元，同比增长 5.15%；归母净利润 22.73 亿元，同比+7.16%。其中，2023Q4 公司实现营收 74.62 亿元，同比-4.76%；归母净利润-8017 万元，同比-117.18%。

### 1.1. 零售渠道占比进一步提升，砂粉业务增长迅速

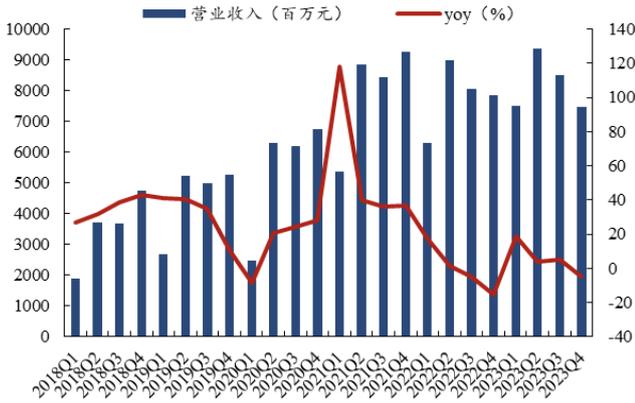
分季度来看，2023Q1-4 公司分别实现营业收入 74.95 亿元/93.57 亿元/85.08 亿元/74.62 亿元，Q1-4 营收增速分别为+18.80%/+3.99%/+5.41%/-4.76%。

分业务来看，砂粉等新产品快速增长，施工业务收缩。2023 年公司防水卷材实现营业收入 133.14 亿元，同比+6.71%；涂料实现营业收入 96.85 亿元，同比+13.85%；砂浆粉料实现营业收入 41.96 亿元，同比+40%，砂粉科技集团依托公司零售渠道网点布局，快速增加砂粉产品覆盖范围，工程端以工厂为原点，建立“销技供产服”一体化公司，充分提升响应速度和服务质量，截至 2023 年末，在全国开发并合作近千家砂粉专业渠道经销商；工程施工实现营业收入 32.45 亿元，同比-26.30%，主要系公司主动收缩工程施工业务；其他主营业务收入 17.25 亿元，同比-12.48%。

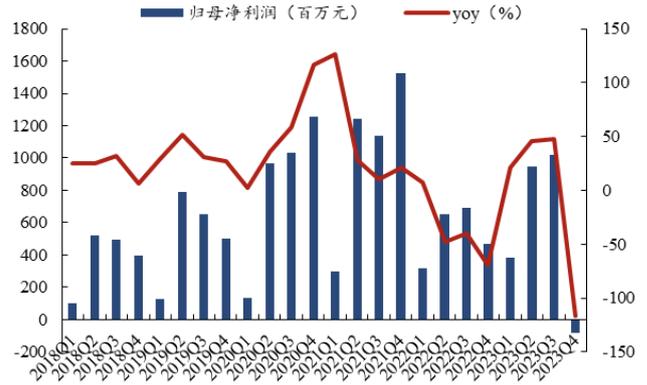
分渠道来看，零售/工程渠道业务占比持续提升，直销业务有所收缩。2023 年公司零售渠道实现营收 92.87 亿元，占比达到 28.29%，同比提升 5.06 个百分点；工程渠道实现营收 125.10 亿元，同比+22.58%；直销业务收入 103.68 亿元，同比-19.63%。**零售渠道**包括民建集团、建筑涂料零售业务板块及建筑修缮集团雨虹到家服务，其中民建集团聚焦防水防潮系统和铺贴美缝系统的双主业发展战略，持续扩大防水材料、瓷砖胶、美缝产品市场占有率，同时重点布局无尘、轻质、植物基、净味、抗菌系列产品，扩大 C 端影响力，在多品类发展路径上，持续培育腻子粉等墙辅产品线，推动胶类、管业产品线发展，孵化厨卫五金、工具耗材、家用电线等新品类。2023 年，民建集团实现营业收入 81.8 亿元，同比增长 34.58%。**工程市场**包括直销模式与工程渠道经销商模式，公司工程市场各销售渠道及业务条线协同作战，提升当地市场占有率，同时积极利用依托于防水主业多年积累的客户资源及销售渠道的协同性，发展砂浆粉料、建筑涂料、节能环保等业务。

图1：东方雨虹单季度收入变化（百万元，%）

图2：东方雨虹单季度归母净利润变化（百万元，%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所



数据来源：WIND，东吴证券研究所

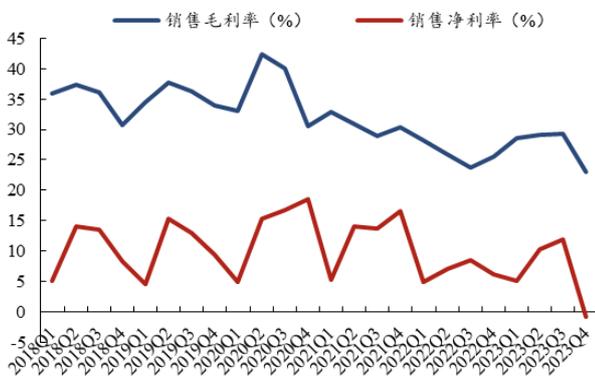
### 1.2. 毛利率同比小幅提升，大额减值计提影响 23 年业绩

公司 2023 年销售毛利率 27.69%，同比变动+1.92pct。分季度看，2023Q1-4 公司销售毛利率分别为 28.66%/29.10%/29.38%/23.01%，Q4 由于工程业务年末结算等因素影响毛利率较低。分业务来看，2023 年防水卷材毛利率 27.01%，同比变动+1.73pct；涂料毛利率 37.03%，同比变动+4.48pct；砂粉毛利率 27.56%，同比变动+4.67pct。分渠道来看，2023 年公司零售渠道毛利率 39.42%，同比变动+4.63pct；工程渠道毛利率 23.70%，同比变动+3.24pct；直销业务毛利率 13.64%，同比变动-4.44pct。

期间费用率方面，2023 年公司销售费用率 9.07%，同比变动+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%，同比变动-1.06pct，主要系股权激励费用减少所致；研发费用率 1.85%，同比变动+0.07pct；财务费用率 0.39%，同比变动-0.4pct，主要系利息支出及汇兑损益减少所致。

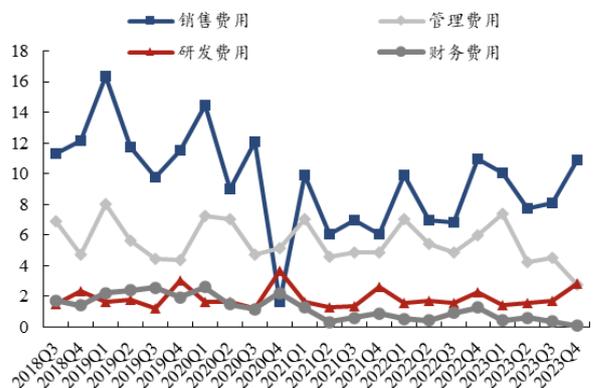
2023 年公司销售净利率 6.97%，同比变动+0.18pct；其中 Q4 公司销售净利率-0.90%，主要系公司计提较多减值损失。2023 年全年共计提减值损失 10.39 亿元，主要系公司出于谨慎性考虑对相关资产进行减值计提。

图3：东方雨虹毛利率、净利率变动情况（%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：东方雨虹单季度期间费用率变动情况（%）

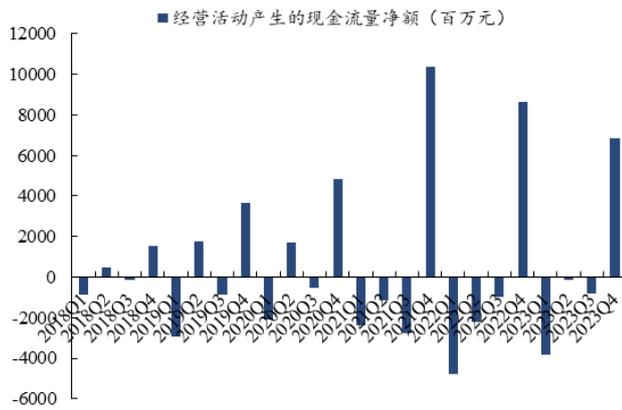


数据来源：WIND，东吴证券研究所

### 1.3. 经营性现金流同比大幅改善

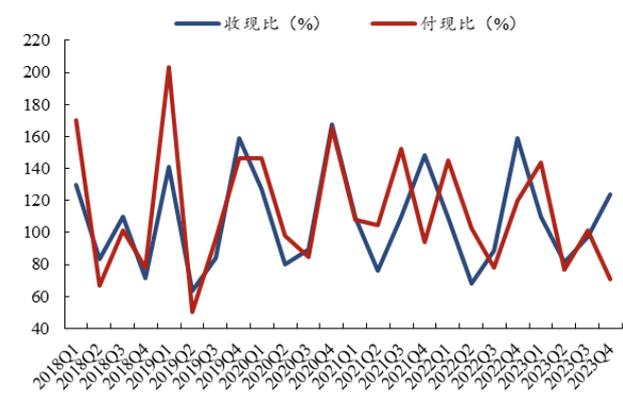
公司 2023 年经营活动产生的现金流量净额为 21.03 亿元，同比增长 221.58%，公司 2023 年继续积极开拓零售业务，业务结构持续优化，经营性现金流显著改善。**1) 收现比情况：**2023 年公司收现比 101.58%，同比变动-2.92pct。2023 年末公司应收账款及应收票据余额 101.85 亿元，同比下降 10.56%；2023 年末公司其他应收款 40.76 亿元，同比增长 90.09%，主要系往来款增加。**2) 付现比情况：**2023 年公司付现比 96.65%，同比变动-11.97pct，2023 年末公司应付账款及应付票据余额 42.97 亿元，同比下降 4.27%。

图5：东方雨虹经营性现金流净额变动情况（百万元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图6：东方雨虹分季度收现比、付现比情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

## 2. 盈利预测与投资建议

公司作为防水行业龙头，积极通过组织架构调整来覆盖空白市场，拓展非房地产项目，优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块，有望通过内部资源整合和协同快速发展。公司防水主业市占率持续提升，非房板块和非防业务有望进一步打开成长空间。考虑到市场需求疲弱、减值计提风险，我们调整预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 31.98/37.18 亿元（前值为 45.99/56.63 亿元），新增预计公司 2026 年归母净利润为 42.05 亿元，对应 PE 分别为 11X/9X/8X，维持“买入”评级。

## 3. 风险提示

下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险。

## 东方雨虹三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |               |               |               |               | 利润表 (百万元)       |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |                 | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>32,579</b> | <b>37,181</b> | <b>39,999</b> | <b>43,227</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>32,823</b> | <b>36,172</b> | <b>38,876</b> | <b>41,261</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 9,755         | 11,164        | 12,524        | 14,194        | 营业成本(含金融类)      | 23,735        | 26,017        | 27,841        | 29,439        |
| 经营性应收款项          | 13,047        | 15,557        | 16,496        | 17,619        | 税金及附加           | 283           | 307           | 330           | 351           |
| 存货               | 2,511         | 2,231         | 2,467         | 2,612         | 销售费用            | 2,978         | 3,256         | 3,460         | 3,631         |
| 合同资产             | 2,331         | 3,256         | 3,304         | 3,507         | 管理费用            | 1,539         | 1,664         | 1,749         | 1,836         |
| 其他流动资产           | 4,935         | 4,974         | 5,207         | 5,296         | 研发费用            | 606           | 651           | 680           | 701           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>18,595</b> | <b>18,554</b> | <b>18,444</b> | <b>18,205</b> | 财务费用            | 129           | 304           | 293           | 257           |
| 长期股权投资           | 81            | 81            | 81            | 81            | 加:其他收益          | 489           | 543           | 583           | 619           |
| 固定资产及使用权资产       | 10,653        | 10,600        | 10,378        | 10,095        | 投资净收益           | (45)          | (36)          | (19)          | (21)          |
| 在建工程             | 1,370         | 1,206         | 1,193         | 1,162         | 公允价值变动          | (11)          | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 2,268         | 2,438         | 2,558         | 2,628         | 减值损失            | (1,039)       | (550)         | (539)         | (509)         |
| 商誉               | 345           | 345           | 345           | 345           | 资产处置收益          | 1             | 0             | 0             | 0             |
| 长期待摊费用           | 39            | 44            | 49            | 54            | <b>营业利润</b>     | <b>2,949</b>  | <b>3,930</b>  | <b>4,546</b>  | <b>5,135</b>  |
| 其他非流动资产          | 3,839         | 3,839         | 3,839         | 3,839         | 营业外净收支          | 5             | 5             | 5             | 7             |
| <b>资产总计</b>      | <b>51,174</b> | <b>55,735</b> | <b>58,443</b> | <b>61,432</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,953</b>  | <b>3,935</b>  | <b>4,551</b>  | <b>5,142</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>19,737</b> | <b>21,359</b> | <b>21,309</b> | <b>21,152</b> | 减:所得税           | 666           | 740           | 837           | 941           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 5,296         | 5,296         | 5,296         | 5,296         | <b>净利润</b>      | <b>2,287</b>  | <b>3,195</b>  | <b>3,714</b>  | <b>4,201</b>  |
| 经营性应付款项          | 4,297         | 4,990         | 5,111         | 5,001         | 减:少数股东损益        | 14            | (3)           | (4)           | (4)           |
| 合同负债             | 3,573         | 3,772         | 4,037         | 4,269         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,273</b>  | <b>3,198</b>  | <b>3,718</b>  | <b>4,205</b>  |
| 其他流动负债           | 6,571         | 7,301         | 6,865         | 6,587         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.90          | 1.27          | 1.48          | 1.67          |
| 非流动负债            | 2,730         | 3,230         | 3,030         | 2,730         | EBIT            | 3,418         | 4,277         | 4,815         | 5,303         |
| 长期借款             | 1,709         | 2,209         | 2,009         | 1,709         | EBITDA          | 4,366         | 5,423         | 6,029         | 6,577         |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 27.69         | 28.07         | 28.39         | 28.65         |
| 租赁负债             | 177           | 177           | 177           | 177           | 归母净利率(%)        | 6.93          | 8.84          | 9.56          | 10.19         |
| 其他非流动负债          | 844           | 844           | 844           | 844           | 收入增长率(%)        | 5.15          | 10.21         | 7.47          | 6.13          |
| <b>负债合计</b>      | <b>22,467</b> | <b>24,589</b> | <b>24,338</b> | <b>23,882</b> | 归母净利润增长率(%)     | 7.16          | 40.68         | 16.25         | 13.11         |
| 归属母公司股东权益        | 28,374        | 30,817        | 33,779        | 37,228        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 333           | 330           | 326           | 322           |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>28,707</b> | <b>31,146</b> | <b>34,105</b> | <b>37,550</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>51,174</b> | <b>55,735</b> | <b>58,443</b> | <b>61,432</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表 (百万元) |         |         |         |         | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|-------------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |                | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流     | 2,103   | 3,241   | 3,886   | 4,208   | 每股净资产(元)       | 11.27 | 12.24 | 13.41 | 14.78 |
| 投资活动现金流     | (1,818) | (1,166) | (1,149) | (1,079) | 最新发行在外股份(百万股)  | 2,518 | 2,518 | 2,518 | 2,518 |
| 筹资活动现金流     | (1,555) | (696)   | (1,406) | (1,490) | ROIC(%)        | 7.50  | 9.30  | 9.77  | 10.04 |
| 现金净增加额      | (1,264) | 1,379   | 1,330   | 1,640   | ROE-摊薄(%)      | 8.01  | 10.38 | 11.01 | 11.30 |
| 折旧和摊销       | 948     | 1,146   | 1,214   | 1,274   | 资产负债率(%)       | 43.90 | 44.12 | 41.64 | 38.88 |
| 资本开支        | (1,832) | (1,095) | (1,095) | (1,023) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 15.00 | 10.66 | 9.17  | 8.11  |
| 营运资本变动      | (2,079) | (2,122) | (2,047) | (2,224) | P/B(现价)        | 1.20  | 1.11  | 1.01  | 0.92  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>