


2024年04月22日
东方雨虹(002271.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他装饰材料

零售端+现金流表现亮眼，分红同比大幅提升，减值计提拖累业绩增速

■ **事件：**公司发布 2023 年年报，实现营业收入 328.23 亿元 (yoy+5.15%)，实现归母净利润 22.73 亿元 (yoy+7.16%)，实现扣非归母净利润 18.41 亿元 (yoy+2.05%)。拟每 10 股派息 6 元 (含税)，股利支付率达 66.47%，较上年 (11.74%) 同比大幅提升 54.73pct。

■ **零售端布局现成效，砂浆粉料新业务快速成长。**

2023 年公司实现营收 328.23 亿元 (yoy+5.15%)，其中 Q1-Q4 公司各季度营收分别同比+18.80%、+3.99%、+5.41%和-4.76%。

分渠道看，2023 年，零售渠道营收 92.87 亿元 (yoy+28.11%)，营收占比为 28.29% (同比+5.07pct)，其中民建集团营收 81.8 亿元 (yoy+34.58%)；工程渠道营收 125.10 亿元 (yoy+22.58%)，营收占比为 38.12% (同比+5.42pct)；直销业务营收 103.68 亿元 (yoy-19.63%)，营收占比为 31.59% (同比+9.74pct)。期内，公司 C 端零售业务持续发力，工程渠道通过发展及赋能合伙人加强所属区域市场覆盖率与渗透率，营收规模均实现快速增长，占比亦逐步提升。

分产品看，2023 年，防水卷材产品实现营业收入 133.14 亿元 (yoy+6.71%)，防水涂料营收 96.85 亿元 (yoy+13.85%)，砂浆粉料营收 41.96 亿元 (yoy+40.00%)，工程施工营收 32.45 亿元 (yoy-26.30%)。公司主营防水业务营收增长稳健，非防水业务砂浆粉料营收实现快速增长，低盈利长账期的施工业务营收持续收缩。

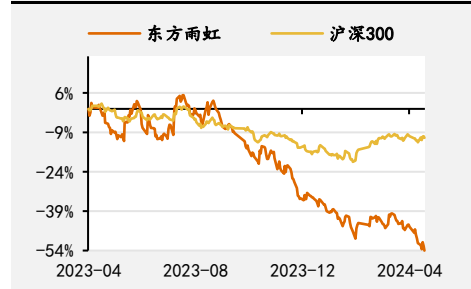
■ **毛利率显著改善，减值激增影响业绩增速。**

毛利率来看，期内公司综合毛利率为 27.69%，同比提升 1.92pct，或由于高毛利的零售业务营收快速增长，叠加主要原材料沥青价格低于上年同期所致。分渠道看，零售渠道毛利率 39.42% (同比+4.63pct)、工程渠道毛利率 23.70% (同比+3.24pct)、直销业务毛利率 13.64% (同比-4.44pct)。分产品看，防水卷材毛利率 27.01% (同比+1.73pct)、防水涂料毛利率 37.03% (同比+4.48pct)、砂浆粉料毛利率 27.56% (同比+4.67%)。费用率看，期内公司期间费用率为 16.00% (同比-0.83pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比 +0.56pct/-1.06pct/-0.39pct/+0.06pct。从减值看，期内公司资产减值和信用减值损失共计 10.39 亿元 (同比+6.46 亿元)，占营业利润的 35.23%。在

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	16.65 元
股价 (2024-04-19)	13.54 元

交易数据	
总市值(百万元)	34,100.01
流通市值(百万元)	27,021.03
总股本(百万股)	2,518.46
流通股本(百万股)	1,995.64
12 个月价格区间	13.54/31.63 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-20.0	-29.0	-43.0
绝对收益	-21.0	-20.7	-57.1

董文静 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

陈依凡 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122070023

chenyf4@essence.com.cn

相关报告

零售渠道营收高增，盈利能力显著提升	2023-10-26
零售和工程渠道营收高增，Q2 盈利能力显著改善	2023-08-10

上述综合因素影响下，期内公司销售净利率为 6.97%（同比+0.18pct），ROE（加权）为 8.24%（同比+0.27pct）。

经营性现金流大幅好转，防水龙头渠道优化+品类扩张助力长期成长。从现金流看，期内公司经营性现金流净额为 21.03 亿元，同比高增 221.58%，或由于现金流较好的零售业务快速增长，叠加账期长的工程业务持续收缩所致。截至 2023 年末，公司应收票据及应收账款共 101.85 亿元，较期初下降 13.47%。公司作为防水行业龙头，渠道结构持续优化，大力发展以民建集团为主的零售业务和“合伙人制度”为主的工程渠道。随公司持续通过强化品牌、升级服务、扩充品牌、拓展渠道，提高零售业务核心竞争力，C 端业务持续增长可期；公司将继续坚持合伙人优先，加强新领域、新产品推广，加强空白市场、薄弱市场、非房市场等开发，进一步提高市占率。此外，依托防水主业协同优势，公司新业务砂浆粉料营收规模增长迅速，未来多业务共同发力助力公司长期成长。海外业务方面，公司将立足东南亚、聚焦深耕中东市场，全力推进海外业务布局。

盈利预测和投资建议：预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 360.37 亿元、397.04 亿元和 435.29 亿元，分别同比增长 9.79%、10.18%和 9.63%，归母净利润分别为 28.02 亿元、32.01 亿元和 36.43 亿元，分别同比增长 23.25%、14.25%和 13.81%，动态 PE 分别为 12.2 倍、10.7 倍和 9.4 倍。给予“买入-A”评级，6 个月目标价 16.65 元，对应 2024 年 PE 为 15 倍。

风险提示：下游需求不及预期；新业务拓展不及预期；市场开拓不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	31,213.8	32,822.5	36,037.0	39,704.0	43,528.5
净利润	2,121.4	2,273.3	2,801.9	3,201.2	3,643.2
每股收益(元)	0.84	0.90	1.11	1.27	1.45
每股净资产(元)	10.64	11.27	12.77	13.95	15.31

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	16.1	15.0	12.2	10.7	9.4
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
净利率	6.8%	6.9%	7.8%	8.1%	8.4%
净资产收益率	7.9%	8.0%	8.7%	9.1%	9.4%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.8%	0.7%	0.6%
ROIC	17.6%	13.0%	12.9%	14.2%	14.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,213.8	32,822.5	36,037.0	39,704.0	43,528.5	成长性					
减:营业成本	23,171.5	23,734.9	25,685.9	28,303.8	31,017.2	营业收入增长率	-2.3%	5.2%	9.8%	10.2%	9.6%
营业税费	252.8	282.8	308.8	344.7	375.3	营业利润增长率	-49.4%	14.3%	18.0%	17.2%	13.5%
销售费用	2,657.7	2,978.2	3,117.2	3,513.8	3,756.5	净利润增长率	-49.5%	7.2%	23.2%	14.3%	13.8%
管理费用	1,794.9	1,539.4	1,621.7	1,905.8	2,045.8	EBITDA 增长率	-41.2%	10.3%	27.7%	15.5%	13.4%
研发费用	556.3	605.7	646.1	734.5	805.3	EBIT 增长率	-50.8%	9.1%	35.4%	15.5%	13.4%
财务费用	245.2	128.6	24.0	-31.6	-42.4	NOPLAT 增长率	-47.8%	3.7%	18.3%	13.1%	13.6%
加:资产/信用减值损失	-392.7	-1,038.8	-955.7	-946.1	-898.8	投资资本增长率	40.6%	19.4%	2.2%	9.2%	1.6%
公允价值变动收益	-4.9	-10.9	-186.6	114.8	-14.3	净资产增长率	1.9%	5.6%	13.2%	9.2%	9.7%
投资和汇兑收益	-12.0	-45.4	-12.0	-23.1	-26.8						
营业利润	2,579.0	2,948.5	3,479.1	4,078.5	4,630.8	利润率					
加:营业外净收支	24.4	4.9	10.4	-4.1	3.7	毛利率	25.8%	27.7%	28.7%	28.7%	28.7%
利润总额	2,603.4	2,953.5	3,489.5	4,074.4	4,634.5	营业利润率	8.3%	9.0%	9.7%	10.3%	10.6%
减:所得税	484.5	666.5	681.2	865.6	978.4	净利润率	6.8%	6.9%	7.8%	8.1%	8.4%
净利润	2,121.4	2,273.3	2,801.9	3,201.2	3,643.2	EBITDA/营业收入	10.0%	10.5%	12.2%	12.8%	13.3%
						EBIT/营业收入	7.6%	7.9%	9.7%	10.2%	10.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	82	104	107	103	98
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	59	79	84	85	85
货币资金	10,539.2	9,119.5	5,521.8	6,375.5	9,565.7	流动资产周转天数	392	356	316	294	300
交易性金融资产	607.1	635.9	449.3	564.1	549.8	应收账款周转天数	131	146	143	144	145
应收账款	13,022.6	13,643.6	15,053.0	16,775.2	18,198.2	存货周转天数	17	22	22	22	22
应收票据	508.2	616.8	1,834.9	891.8	1,589.1	总资产周转天数	579	558	505	470	463
预付账款	845.0	1,077.7	930.0	1,362.4	1,120.6	投资资本周转天数	181	221	221	212	204
存货	1,574.8	2,510.6	1,799.3	3,070.0	2,223.1						
其他流动资产	5,249.4	4,975.0	5,150.4	5,124.9	5,083.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.9%	8.0%	8.7%	9.1%	9.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	4.5%	5.6%	6.0%	6.3%
长期股权投资	200.0	81.3	81.3	81.3	81.3	ROIC	17.6%	13.0%	12.9%	14.2%	14.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	8,563.3	10,452.5	11,015.8	11,643.2	12,165.0	销售费用率	8.5%	9.1%	8.7%	8.9%	8.6%
在建工程	2,049.3	1,369.7	1,095.8	876.6	701.3	管理费用率	5.8%	4.7%	4.5%	4.8%	4.7%
无形资产	2,191.2	2,268.3	2,211.9	2,155.6	2,099.3	研发费用率	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
其他非流动资产	5,240.6	4,423.0	4,836.3	4,860.6	4,693.5	财务费用率	0.8%	0.4%	0.1%	-0.1%	-0.1%
资产总额	50,590.8	51,174.0	49,979.8	53,781.4	58,070.4	四费/营业收入	16.8%	16.0%	15.0%	15.4%	15.1%
短期债务	6,254.3	4,998.6	-	-	-	偿债能力					
应付账款	10,087.3	8,911.5	9,712.9	11,489.7	11,359.1	资产负债率	46.3%	43.9%	35.0%	34.0%	33.0%
应付票据	588.3	818.2	1,867.1	864.6	1,826.9	负债权益比	86.1%	78.3%	53.8%	51.6%	49.2%
其他流动负债	5,031.5	5,008.9	4,987.3	5,009.2	5,001.8	流动比率	1.47	1.65	1.86	1.97	2.11
长期借款	543.9	1,708.7	-	-	-	速动比率	1.40	1.52	1.75	1.79	1.99
其他非流动负债	895.3	1,021.3	917.2	944.6	961.0	利息保障倍数	9.67	20.12	145.85	-127.97	-108.29
负债总额	23,400.6	22,467.2	17,484.5	18,308.1	19,148.8	分红指标					
少数股东权益	381.3	332.8	338.9	346.3	359.0	DPS(元)	0.10	0.60	0.11	0.09	0.08
股本	2,518.5	2,518.5	2,518.5	2,518.5	2,518.5	分红比率	11.7%	66.47%	9.9%	7.2%	5.7%
留存收益	25,387.9	27,112.9	29,637.9	32,608.5	36,044.2	股息收益率	0.7%	0.0%	0.8%	0.7%	0.6%
股东权益	27,190.1	28,706.8	32,495.3	35,473.3	38,921.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,117.8	2,287.0	2,801.9	3,201.2	3,643.2
						加:折旧和摊销	775.0	921.4	906.4	1,044.1	1,184.7
						资产减值准备	392.7	1,038.8	-	-	-
						公允价值变动损失	4.9	10.9	-186.6	114.8	-14.3
						财务费用	190.1	126.6	24.0	-31.6	-42.4
						投资收益	12.0	45.4	12.0	23.1	26.8
						少数股东损益	-2.5	13.6	6.4	7.6	12.9
						营运资金的变动	-3,830.3	-362.0	-669.7	-1,726.4	76.0
						经营活动产生现金流量	654.0	2,103.2	2,894.5	2,632.7	4,886.9
						投资活动产生现金流量	-4,728.6	-1,817.9	-778.4	-1,648.6	-1,473.1
						融资活动产生现金流量	-1,029.3	-1,554.8	-5,713.9	-130.4	-223.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.84	0.90	1.11	1.27	1.45
						BVPS(元)	10.64	11.27	12.77	13.95	15.31
						PE(X)	16.1	15.0	12.2	10.7	9.4
						PB(X)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
						P/FCF	-10.8	-20.7	-7.8	28.0	10.6
						P/S	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
						EV/EBITDA	24.3	12.1	5.5	4.6	3.5
						CAGR(%)	14.8%	16.9%	-12.6%	14.8%	16.9%
						PEG	1.1	0.9	-1.0	0.7	0.6
						ROIC/WACC	1.7	1.2	1.2	1.4	1.4
						REP	2.5	1.5	0.9	0.7	0.6

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034