

东方雨虹 (002271.SZ)

2023 年年报点评：减值计提拖累业绩，渠道业务转型持续

核心观点

Q4 单季增长有所承压，减值计提拖累业绩。2023 年公司实现营收 328.2 亿元，同比+5.2%，归母净利润 22.7 亿元，同比+7.2%，扣非归母净利润 18.4 亿元，同比+2.1%，EPS 为 0.91 元/股，并拟 10 派 6 元（含税），并拟 10 派 6 元（含税），分红率达 66.4%，为历史最高水平。Q4 单季度实现营收 74.6 亿元，同比-4.8%，归母净利润-0.8 亿元，同比-117.2%，扣非归母净利润-3.3 亿元，同比-217.5%，其中资产减值损失和信用减值损失-3.0 和-1.3 亿元，上年同期分别为-0.7 和 3.2 亿元，同比多计提 6.8 亿元拖累业绩。

渠道和零售业务占比提升，砂浆业务增长迅速。分渠道看，2023 零售渠道/工程渠道/直销实现营收 92.9/125.1/103.7 亿元，同比+28.1%/+22.6%/-19.6%，占比 28.3%/38.1%/31.6%；分产品看，防水卷材/涂料/砂浆粉料/工程施工/其他主营收入 133.1/96.9/42.0/32.4/17.2 亿元，同比+6.7%/+13.9%/+40.0%/-26.3%/-12.5%，工程渠道和以民建集团为代表零售业务保持较快增长，占比逐步提升，同时以砂浆粉料为代表的非防水业务继续快速拓展。

结构影响 Q4 单季毛利率，费用率同比优化。2023 年综合毛利率 27.7%，同比+1.9pp，Q4 单季度毛利率 23.0%，同比-2.5pp，环比-6.4pp，受部分原材料价格同比下降叠加零售业务占比提升影响，毛利率同比提升，Q4 单季度受零售增速放缓及收入结构变化影响同比环比下滑。费用率同比小幅优化，2023 年期间费用率 16.0%，同比-0.83pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.56/-1.1/-0.4/+0.1pp，管理费用主因股权激励费用减少，财务费用主因利息支出及汇兑损益减少所致，Q4 单季度费用率 16.6%，同比-4.0pp，环比+1.9pp，同比明显改善，环比主因收入规模减少影响。

现金流同比明显改善，Q4 回款依旧强劲，减值计提释放风险。2023 年经营性现金流净额 21.0 亿元，同比+221.6%，收现比/付现比为 1.02/0.97，上年同期为 1.05/1.09，其中 Q4 单季度净流入 68.6 亿元，同比-20.3%，收现比/付现比为 1.24/0.7，上年同期为 1.59/1.2。截至 2023 年末，应收账款和应收票据合计 101.9 亿元，同比减少 12.0 亿元，计提信用减值损失和资产减值损失 7.53 亿元/2.86 亿元，同比增加 4.38 亿元/2.1 亿元。

风险提示：地产投资下行超预期；沥青价格大幅上涨；应收账款增长超预期

投资建议：渠道业务转型持续，看好经营质量和成长韧性提升，维持“买入”

公司作为防水行业龙头，渠道业务转型持续，同时积极发展海外市场贡献增量，看好渠道变革和品类拓展下经营质量和成长韧性提升，考虑需求恢复相对缓慢以及减值计提风险，下调盈利预测，预计 24-26 年 EPS 为 1.16/1.43/1.69 元/股，对应 PE 为 11.2/9.1/7.7x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31,214	32,823	36,218	40,572	44,451
(+/-%)	-2.3%	5.2%	10.3%	12.0%	9.6%
净利润(百万元)	2121	2273	2912	3603	4247
(+/-%)	-49.5%	7.2%	28.1%	23.7%	17.9%
每股收益(元)	0.84	0.90	1.16	1.43	1.69
EBIT Margin	8.9%	11.2%	12.1%	12.6%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	8.0%	9.6%	10.9%	11.8%
市盈率 (PE)	15.4	14.4	11.2	9.1	7.7
EV/EBITDA	15.9	12.1	10.2	9.1	8.4
市净率 (PB)	1.22	1.15	1.08	0.99	0.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

建筑材料 · 装修建材

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.05 元
总市值/流通市值	32866/26043 百万元
52 周最高价/最低价	32.18/12.65 元
近 3 个月日均成交额	737.95 百万元

市场走势



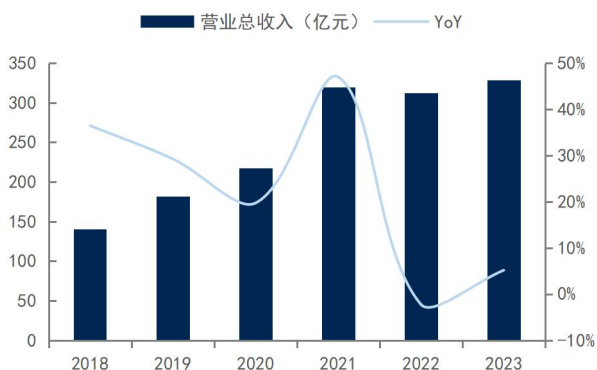
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2023 年三季报点评：渠道转型效果持续，盈利能力逐步修复》——2023-10-27
- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2023 年中报点评：结构优化、盈利改善，经营质量稳步提升》——2023-08-11
- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2023 年一季报点评：收入利润重回增长，毛利率环比明显提升》——2023-04-26
- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2022 年年报点评：优化结构提升经营韧性，防水新规实施利好市占率提升》——2023-04-14
- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2022 年三季报点评：Q3 业绩承压，受益新规落地增长可期》——2022-10-26

Q4 单季增长有所承压，减值计提拖累业绩。2023 年公司实现营收 328.2 亿元，同比+5.2%，归母净利润 22.7 亿元，同比+7.2%，扣非归母净利润 18.4 亿元，同比+2.1%，EPS 为 0.91 元/股，并拟 10 派 6 元（含税），并拟 10 派 6 元（含税）。Q4 单季度实现营收 74.6 亿元，同比-4.8%，归母净利润-0.8 亿元，同比-117.2%，扣非归母净利润-3.3 亿元，同比-217.5%，其中资产减值损失和信用减值损失-3.0 和-1.3 亿元，上年同期分别为-0.7 和 3.2 亿元，同比合计多计提 6.8 亿元拖累业绩。

图1: 东方雨虹营业收入及增速



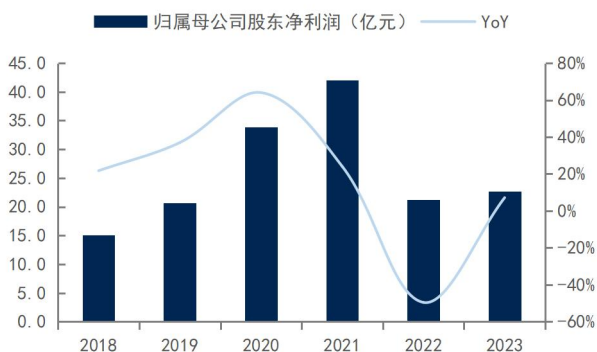
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 东方雨虹单季营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 东方雨虹归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

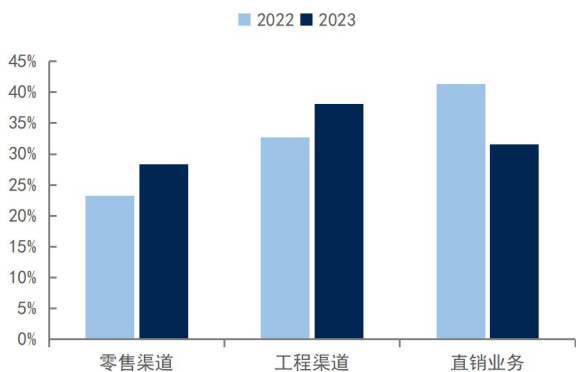
图4: 东方雨虹单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

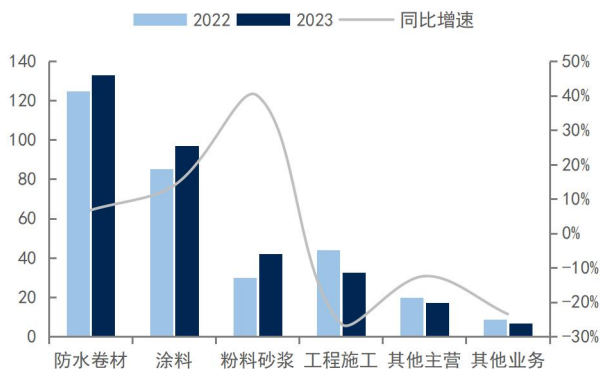
渠道和零售业务占比提升，砂粉业务增长迅速。分渠道看，2023 零售渠道/工程渠道/直销分别实现营收 92.9/125.1/103.7 亿元，同比+28.1%/+22.6%/-19.6%，占比 28.3%/38.1%/31.6%，其中民建集团实现营收 81.8 亿元，同比+34.6%；分产品看，防水卷材/涂料/砂浆粉料/工程施工/其他主营收入分别为 133.1/96.9/42.0/32.4/17.2 亿元，同比+6.7%/+13.9%/+40.0%/-26.3%/-12.5%，工程渠道和以民建集团为代表零售业务保持较快增长，占比逐步提升，同时以砂浆粉料为代表的非防水业务继续快速拓展。

图5: 东方雨虹分渠道收入结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

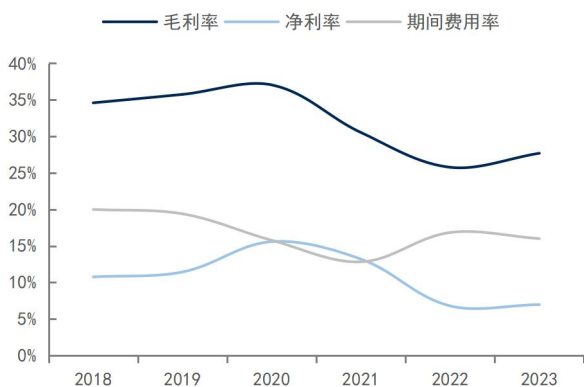
图6: 东方雨虹分产品收入及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

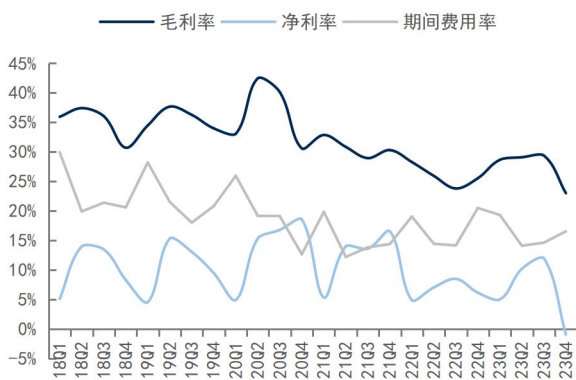
结构影响Q4单季毛利率,费用率同比优化。2023年综合毛利率27.7%,同比+1.9pp, Q4单季度毛利率23.0%,同比-2.5pp,环比-6.4pp,受部分原材料价格同比下降叠加零售业务占比提升影响,毛利率同比提升,Q4单季度受零售增速放缓及收入结构变化影响同比环比下滑。费用率同比小幅优化,2023年期间费用率16.0%,同比-0.83pp,其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.56/-1.1/-0.4/+0.1pp,管理费用主因股权激励费用减少,财务费用主因利息支出及汇兑损益减少所致,Q4单季度费用率16.6%,同比-4.0pp,环比+1.9pp,同比明显改善,环比主因收入规模减少影响。

图7: 东方雨虹毛利率、净利率和期间费用率



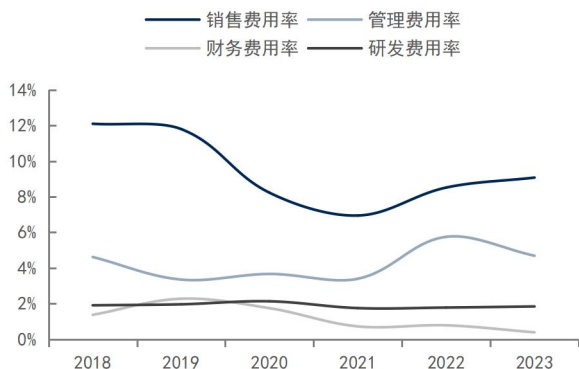
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 东方雨虹单季毛利率、净利率和期间费用率



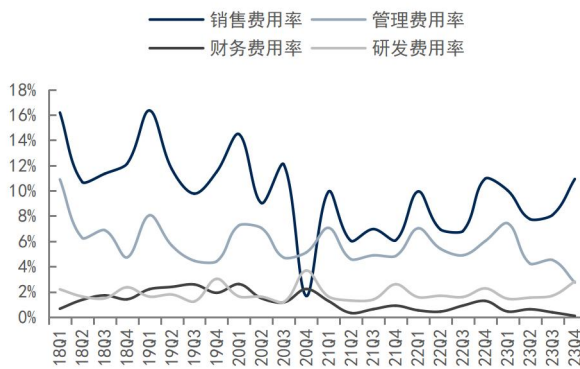
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 东方雨虹期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 东方雨虹单季期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

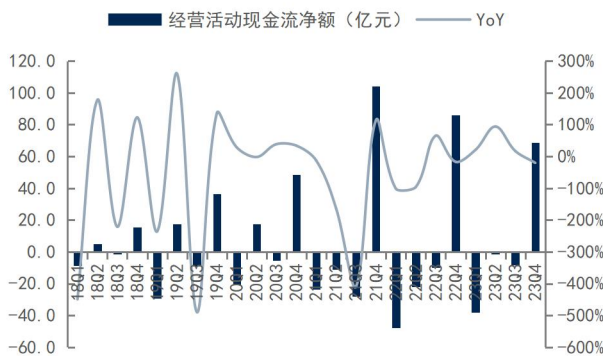
现金流同比明显改善, Q4 回款依旧强劲, 减值计提释放风险。2023 年经营性现金流净额 21.0 亿元, 同比+221.6%, 收现比/付现比为 1.02/0.97, 上年同期为 1.05/1.09, 其中 Q4 单季度净流入 68.6 亿元, 同比-20.3%, 收现比/付现比为 1.24/0.7, 上年同期为 1.59/1.2。截至 2023 年末, 应收账款和应收票据合计 101.9 亿元, 同比减少 12.0 亿元, 计提信用减值损失和资产减值损失 7.53 亿元/2.86 亿元, 同比增加 4.38 亿元/2.1 亿元。

图11: 东方雨虹经营性现金流净额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 东方雨虹单季经营性现金流净额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 渠道业务转型持续, 看好渠道变革和品类拓展, 维持“买入”。公司作为防水行业龙头, 渠道业务转型持续, 同时积极发展海外市场贡献增量, 看好渠道变革和品类拓展下经营质量和成长韧性提升, 考虑需求恢复相对缓慢以及减值计提风险, 下调盈利预测, 预计 24-26 年 EPS 为 1.16/1.43/1.69 元/股, 对应 PE 为 11.2/9.1/7.7x, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10539	9120	10000	10500	11025	营业收入	31214	32823	36218	40572	44451
应收款项	13524	14260	16522	19434	22357	营业成本	23171	23735	25810	28692	31258
存货净额	1575	2511	2771	3105	3413	营业税金及附加	253	283	311	345	378
其他流动资产	6101	6053	6879	7594	8381	销售费用	2658	2978	3332	3733	4089
流动资产合计	32346	32579	36808	41269	45811	管理费用	1795	1539	1728	1925	2101
固定资产	10613	11822	12616	13473	14330	研发费用	556	606	668	749	820
无形资产及其他	2191	2268	2178	2087	1996	财务费用	245	129	176	220	245
投资性房地产	5241	4423	4423	4423	4423	投资收益	(12)	(45)	(30)	(30)	(20)
长期股权投资	200	81	91	101	111	资产减值及公允价值变动	(83)	(297)	(300)	(200)	(100)
资产总计	50591	51174	56116	61353	66672	其他收入	(418)	(868)	(868)	(899)	(920)
短期借款及交易性金融负债	6833	5296	6840	8001	8484	营业利润	2579	2949	3661	4530	5340
应付款项	4489	4297	4374	4756	5279	营业外净收支	24	5	0	0	0
其他流动负债	10640	10144	11321	12369	13591	利润总额	2603	2953	3661	4530	5340
流动负债合计	21961	19737	22536	25127	27354	所得税费用	485	666	732	906	1068
长期借款及应付债券	544	1709	1709	1709	1709	少数股东损益	(2)	14	17	21	25
其他长期负债	895	1021	1114	1224	1325	归属于母公司净利润	2121	2273	2912	3603	4247
长期负债合计	1439	2730	2823	2933	3034	现金流量表 (百万元)					
负债合计	23401	22467	25359	28059	30388	净利润	2121	2273	2912	3603	4247
少数股东权益	381	333	345	359	377	资产减值准备	128	646	150	74	81
股东权益	26809	28374	30412	32934	35907	折旧摊销	757	866	1347	1536	1705
负债和股东权益总计	50591	51174	56116	61353	66672	公允价值变动损失	83	297	300	200	100
关键财务与估值指标						财务费用	245	129	176	220	245
每股收益	0.84	0.90	1.16	1.43	1.69	营运资本变动	(2341)	(722)	(1851)	(2348)	(2091)
每股红利	0.34	0.15	0.35	0.43	0.51	其它	(129)	(635)	(138)	(59)	(63)
每股净资产	10.64	11.27	12.08	13.08	14.26	经营活动现金流	619	2726	2720	3005	3978
ROIC	6%	8%	9%	10%	10%	资本开支	0	(2369)	(2500)	(2575)	(2652)
ROE	8%	8%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(502)	(29)	0	0	0
毛利率	26%	28%	29%	29%	30%	投资活动现金流	(515)	(2279)	(2510)	(2585)	(2662)
EBIT Margin	9%	11%	12%	13%	13%	权益性融资	(14)	49	0	0	0
EBITDA Margin	11%	14%	16%	16%	17%	负债净变化	(560)	1165	0	0	0
收入增长	-2%	5%	10%	12%	10%	支付股利、利息	(863)	(385)	(874)	(1081)	(1274)
净利润增长率	-50%	7%	28%	24%	18%	其它融资现金流	(3152)	(3475)	1544	1161	483
资产负债率	47%	45%	46%	46%	46%	融资活动现金流	(6010)	(1866)	671	80	(791)
股息率	2.6%	1.2%	2.7%	3.3%	3.9%	现金净变动	(5907)	(1420)	880	500	525
P/E	15.4	14.4	11.2	9.1	7.7	货币资金的期初余额	16446	10539	9120	10000	10500
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	货币资金的期末余额	10539	9120	10000	10500	11025
EV/EBITDA	15.9	12.1	10.2	9.1	8.4	企业自由现金流	0	626	490	717	1605
						权益自由现金流	0	(1684)	1893	1701	1892

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032