

东方雨虹 (002271.SZ)

2024年一季报点评：收入利润略有承压，毛利率同环比提升

买入

核心观点

需求偏弱叠加相对高基数，收入利润均有小幅下滑。2024Q1 公司实现营业收入 71.5 亿元，同比-4.6%，归母净利润 3.5 亿元，同比-9.8%，扣非归母净利润 3.1 亿元，同比-4.4%，EPS 为 0.14 元/股，受复工节奏偏慢、需求表现持续偏弱以及同期相对高基数影响，收入利润同比均有小幅下滑，23Q1-23Q4 收入增速分别为+18.8%/+4.0%/+5.4%/-4.8%，收入端高基数压力有望逐步改善。

毛利率同环比提升，费用率有所增长。2024Q1 实现综合毛利率 29.7%，同比+1.0pp/环比+6.7pp，预计主因收入结构变化以及部分原材料价格有所回落影响，其中部分盈利能力偏低的工程类项目在 23Q4 集中结算。期间费用率 20.4%，同比+1.1pp/环比+3.8pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.51pp/+0.25pp/-0.01pp/+0.32pp，受收入规模下降影响，费用摊薄同比有所减弱。净利率 4.8%，同比-0.26pp，环比+5.68pp，环比提升主因 2023Q4 资产及信用减值损失集中计提影响，2024Q1 合计计提 1.63 亿，同比-0.14 亿/环比-2.7 亿。

经营现金流同比改善，应收规模同比降低。2024Q1 实现经营性净现金流 -18.9 亿元，上年同期为-38.1 亿元，同比少流出 19.2 亿元，主因支付其他与经营活动有关的现金同比减少 21.4 元，收现比和付现比分别为 1.03/1.35，上年同期为 1.1/1.44。截至 2024 年 3 月末，应收账款及应收票据/其他应收款/合同资产分别为 114.2/43.6/22.9 亿元，同比-8.1/+6.7/-3.9 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：业务结构继续调整，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，随着高基数压力改善及业务结构持续调整，持续看好公司渠道变革和品类拓展带来的经营质量和成长韧性提升，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

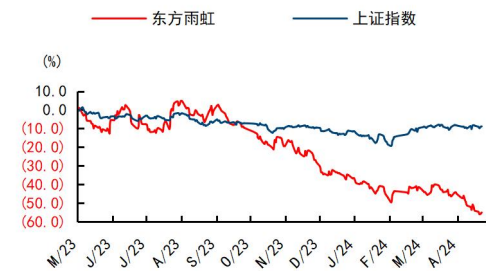
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 合理(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 13.26 元 |
| 总市值/流通市值 | 33395/26462 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 | 745.11 百万元 |

市场走势



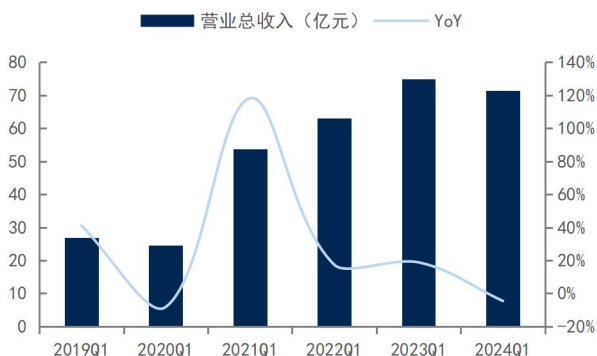
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2023 年年报点评：减值计提拖累业绩，渠道业务转型持续》——2024-04-24
- 《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

需求偏弱叠加相对高基数，收入利润均有小幅下滑。2024Q1 公司实现营业收入 71.5 亿元，同比-4.6%，归母净利润 3.5 亿元，同比-9.8%，扣非归母净利润 3.1 亿元，同比-4.4%，EPS 为 0.14 元/股，受复工节奏偏慢，需求表现持续偏弱以及同期相对高基数影响，收入利润同比均有小幅下滑，23Q1-Q4 收入增速分别为 +18.8%/+4.0%/+5.4%/-4.8%，收入端高基数压力有望逐步改善。

图1：东方雨虹营业收入及增速



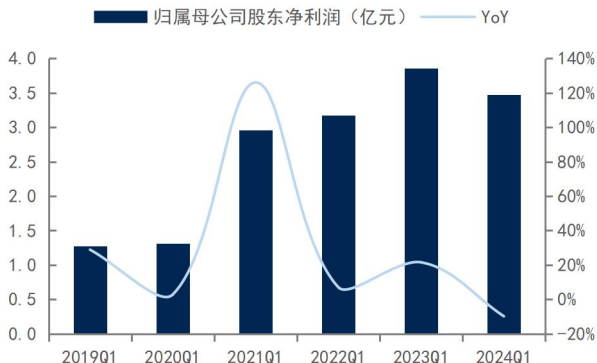
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

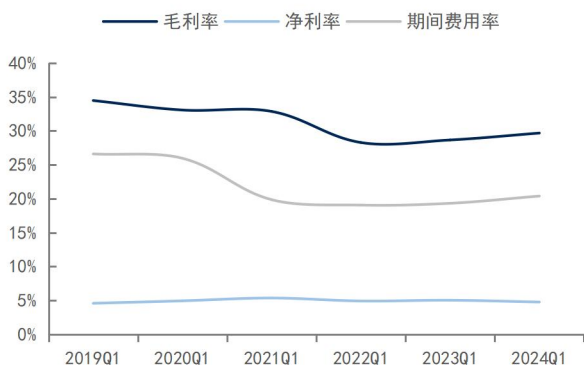
图4：东方雨虹单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

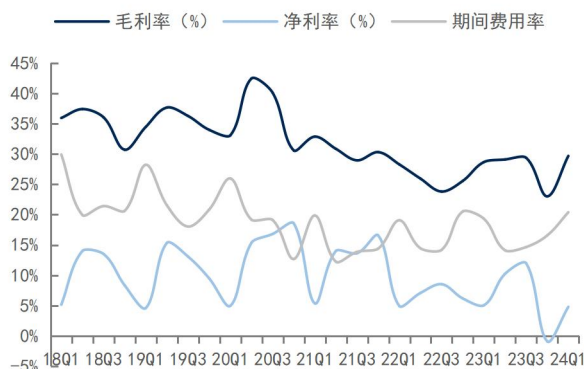
毛利率同环比提升，费用率有所增长。2024Q1 实现综合毛利率 29.7%，同比+1.0pp/环比+6.7pp，预计主因收入结构变化以及部分原材料价格有所回落影响，其中部分盈利能力偏低的工程类项目在 23Q4 集中结算。期间费用率 20.4%，同比+1.1pp/环比+3.8pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.51pp/+0.25pp/-0.01pp/+0.32pp，受收入规模下降影响，费用摊薄同比有所减弱。净利率 4.8%，同比-0.26pp，环比+5.68pp，环比提升主因 2023Q4 资产及信用减值损失集中计提影响，2024Q1 合计计提 1.63 亿，同比-0.14 亿/环比-2.7 亿。

图5: 东方雨虹毛利率、净利率和期间费用率



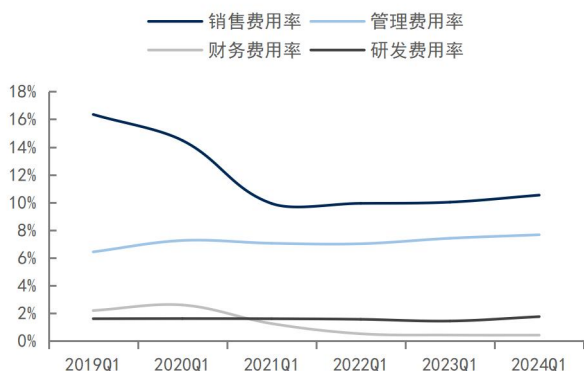
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 东方雨虹单季毛利率、净利率和期间费用率



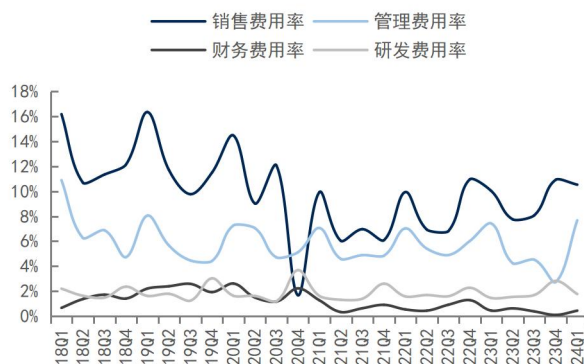
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 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

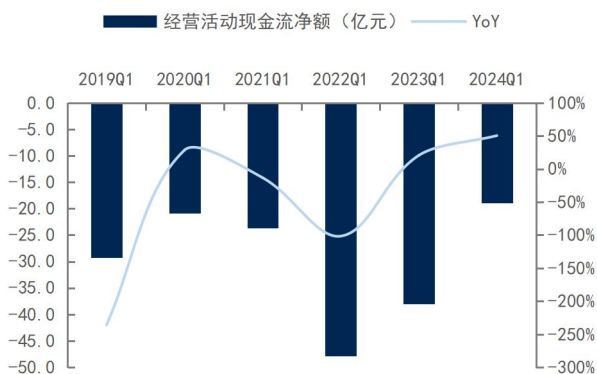
图8: 东方雨虹单季期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

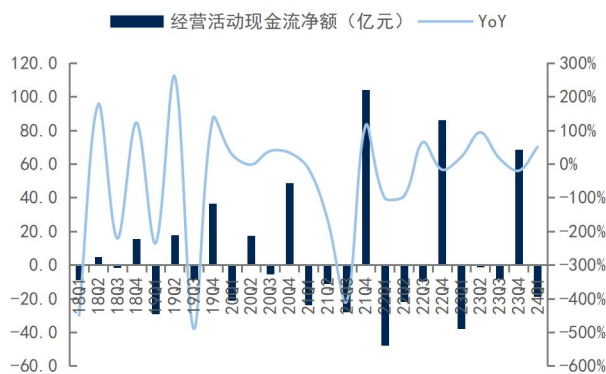
经营现金流同比改善，应收规模同比降低。2024Q1 实现经营性净现金流-18.9 亿元，上年同期为-38.1 亿元，同比少流出 19.2 亿元，主因支付其他与经营活动有关的现金同比减少 21.4 元，收现比和付现比分别为 1.03/1.35，上年同期为 1.1/1.44。截至 2024 年 3 月末，应收账款及应收票据/其他应收款/合同资产分别为 114.2/43.6/22.9 亿元，同比-8.1/+6.7/-3.9 亿元。

图9: 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10: 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：业务结构继续调整，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，随着高基数压力改善及业务结构持续调整，持续看好公司渠道变革和品类拓展带来的经营质量和成长韧性提升，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) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 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 |
| | | | | | | 财务费用 | 245 | 129 | 176 | 220 | 245 |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | (2341) | (722) | (1851) | (2348) | (2091) |
| 每股收益 | 0.84 | 0.90 | 1.16 | 1.43 | 1.69 | 其它 | (129) | (635) | (138) | (59) | (63) |
| 每股红利 | 0.34 | 0.15 | 0.35 | 0.43 | 0.51 | 经营活动现金流 | 619 | 2726 | 2720 | 3005 | 3978 |
| 每股净资产 | 10.64 | 11.27 | 12.08 | 13.08 | 14.26 | 资本开支 | 0 | (2369) | (2500) | (2575) | (2652) |
| ROIC | 6% | 8% | 9% | 10% | 10% | 其它投资现金流 | (502) | (29) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 8% | 8% | 10% | 11% | 12% | 投资活动现金流 | (515) | (2279) | (2510) | (2585) | (2662) |
| 毛利率 | 26% | 28% | 29% | 29% | 30% | 权益性融资 | (14) | 49 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 9% | 11% | 12% | 13% | 13% | 负债净变化 | (560) | 1165 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 11% | 14% | 16% | 16% | 17% | 支付股利、利息 | (863) | (385) | (874) | (1081) | (1274) |
| 收入增长 | -2% | 5% | 10% | 12% | 10% | 其它融资现金流 | (3152) | (3475) | 1544 | 1161 | 483 |
| 净利润增长率 | -50% | 7% | 28% | 24% | 18% | 融资活动现金流 | (6010) | (1866) | 671 | 80 | (791) |
| 资产负债率 | 47% | 45% | 46% | 46% | 46% | 现金净变动 | (5907) | (1420) | 880 | 500 | 525 |
| 股息率 | 2.6% | 1.2% | 2.7% | 3.3% | 3.9% | 货币资金的期初余额 | 16446 | 10539 | 9120 | 10000 | 10500 |
| P/E | 15.4 | 14.4 | 11.2 | 9.1 | 7.7 | 货币资金的期末余额 | 10539 | 9120 | 10000 | 10500 | 11025 |
| P/B | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 企业自由现金流 | 0 | 626 | 490 | 717 | 1605 |
| EV/EBITDA | 15.9 | 12.1 | 10.2 | 9.1 | 8.4 | 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