

东方雨虹 (002271.SZ) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2024年5月1日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 14.65

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师: 韩宇

执业证书编号: S0740522040003

Email: hanyu@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	312.14	328.23	362.94	421.74	498.77
增长率 yoy%	-2.26%	5.15%	10.58%	16.20%	18.27%
归母净利润 (亿元)	21.21	22.73	29.87	36.07	43.01
增长率 yoy%	-49.55%	7.16%	31.38%	20.77%	19.24%
每股收益 (元)	0.84	0.90	1.18	1.43	1.71
净资产收益率	7.80%	7.92%	12.77%	13.95%	15.21%
P/E	17.4	16.2	12.4	10.2	8.6
P/B	1.4	1.3	1.6	1.4	1.3

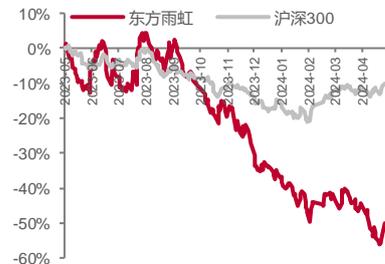
备注: 股价取自 2024 年 4 月 30 日收盘价

投资要点

- 事件:** 公司公布 2023 年年报, 报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 328.23、22.73、18.41 亿, 分别同比+5.15%、+7.16%、+2.05%, 2023Q4 实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 74.62、-0.8 和 -3.31 亿, 2023Q4 收入同比-4.76%, 归母净利润和扣非归母净利润出现亏损。
- 事件:** 公司公布 2024 年一季报, 报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 71.49、3.48 和 3.1 亿, 分别同比-4.61%、-9.81%和-4.39%。
- 直销落而渠道兴, 2023 整体收入稳增。** 2023 年公司收入同比+5.15%, 在全年地产新开工大幅下滑的背景下实现平稳增长, 背后核心是两点经营模式转型和防水主业市占率提升: 1) 去直销化, 亦即去传统的包工包料模式, 体现在 2023 年直销业务收入和工程施工收入分别同比-19.63%、-26.30%, 直销业务收入占比-9.74pcts; 与此同时, 公司重点布局的零售和工程渠道业务收入分别同比+28.11%、+22.58%, 占比分别+5.06pcts、+5.43pcts。2023 年零售和工程渠道收入占比合计已达 66.41%; 2) 砂浆粉料等新品类加快扩张。2023 年砂浆粉料业务实现收入 41.96 亿, 同比+40%, 收入占比 12.79%, 同比+3.18pcts, 砂浆粉料业务成为贡献公司 2023 年主要收入增速的明星产品; 3) 2023 年房屋新开工面积同比-20.4%, 但公司防水卷材业务收入同比+6.71%, 我们预计市占率有所提升。
- 2023 年盈利水平和现金流同步改善, 转型效果斐然。** 2023 年公司实现毛利率 27.69%, 同比+1.92pct, 毛利率提升背后, 一方面是 2023 年公司核心原材料沥青年度均价同比-4.66%, 采购成本下降释放盈利; 另一方面是高毛利率的零售渠道 (2023 年毛利率 39.42%)、工程渠道 (2023 年毛利率 23.70%) 占比明显提升。现金流方面, 2023 年公司经营活动现金净流量为 21.03 亿, 同比+14.49 亿, 出现显著改善。
- 应收账款账龄拉长致 2023 年减值规模大增, 拖累业绩表现。** 2023 年公司共计计提 10.39 亿资产减值准备, 其中应收账款坏账损失、其他应收款坏账损失、其他非流动资产减值损失分别为 5.72、1.63、1.96 亿, 2023 年公司减值计提显著多于往年, 主要是存量应收账款中 2-3 年账龄应收账款占比大幅提升 14.15pcts。
- 2024Q1 在高基数下稳健开局, 行业逆风中维持盈利韧性。** 2024Q1 地产新开工同比-27.8%, 降幅相较 2023 年有所扩大, 需求端逆风下叠加 2023Q1 基数较高 (疫情放开后积压需求集中释放), 公司收入同比-4.61%, 归母净利润同比-9.81%, 在行业逆风中仍维持较强韧性, 彰显行业龙头较强的抗风险能力。2024Q1 公司经营活动现金净流量为-18.89 亿, 净流出规模同比大幅收窄, 折射出公司渠道转型已对自身经营模式产生深刻影响。
- 看好公司经营转型持续落地见效。** 行业端格局持续优化, 公司端渠道改革和新品类开

基本状况

总股本(百万股)	2,518
流通股本(百万股)	1,996
市价(元)	14.65
市值(百万元)	36,896
流通市值(百万元)	29,236

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司点评】零售渠道增长提速, 现金流同比改善, 转型效果斐然 (20231027)

【公司点评】变革显著彰显强 α , 高质成长已然在路上 (20230811)

【公司点评】Q2 增长提速, 驶入成长新航道 (20230712)

【公司点评】市占提升加速, 高质成长启程 (20230425)

【公司点评】东方欲晓, 曙光已现 (20230413)

【公司点评】行业提标龙头核心受益,

黑暗隧道中见微光 (20221113)

【公司点评】防水市占逆势提升，民建和多品类发力护航全年收入韧性 (20220823)

【公司点评】渠道改革和多品类拓展显效，经营质量成色十足 (20220411)

发持续落地推动。往后看：1) 防水新规逐步落地带来市场扩容；2) 行业出清之下，公司坚持合伙人优先战略，叠加一体化公司聚焦本土继续发力渠道下沉，市占水平应有进一步提升；3) C端优先战略下，民建集团收入保持快增，同时导入管材、胶黏剂等新品类提升客单价和渠道效率，我们预计民建集团将维持较快增长。

■ **投资建议：**考虑到下游地产需求端仍承受较大压力，我们下调公司盈利预测，同时引入 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 29.87、36.07、43.01 亿（2024-2025 前值分别为 41.70、52.37 亿），对应当前股价 PE 分别为 12.4、10.2、8.6 倍。考虑到强制性国标防水新规于 2023 年 4 月开始实行，2024 年将更充分落地，利好以雨虹为代表的龙头企业，以及公司渠道转型扎实推进，效果斐然，我们维持评级为“买入”。

■ **风险提示：**下游地产需求不及预期；新品类扩张不及预期；原材料价格大幅波动；应收账款规模快速增长的风险；资产和信用减值风险；行业政策落地不及预期；信息更新不及时带来的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E				
货币资金	9,120	11,480	13,733	14,854	营业收入	32,823	36,294	42,174	49,877				
应收票据	617	1,436	1,334	1,325	营业成本	23,735	26,172	30,302	35,837				
应收账款	9,568	10,848	12,793	15,479	税金及附加	283	290	331	406				
预付账款	1,078	1,074	1,306	1,487	销售费用	2,978	3,316	3,941	4,746				
存货	2,511	2,129	2,417	3,000	管理费用	1,539	1,506	1,662	1,900				
合同资产	2,331	3,090	3,565	4,216	研发费用	606	670	778	920				
其他流动资产	9,685	8,452	10,221	12,586	财务费用	129	280	253	228				
流动资产合计	32,579	35,419	41,804	48,731	信用减值损失	-753	-334	-374	-405				
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-286	-286	-286	-286				
长期股权投资	81	81	81	81	公允价值变动收益	-11	-11	-11	-11				
固定资产	10,453	7,544	7,125	6,748	投资收益	-45	-45	-45	-45				
在建工程	1,370	3,988	3,988	3,968	其他收益	489	489	489	489				
无形资产	2,268	2,065	1,858	1,672	营业利润	2,949	3,875	4,681	5,583				
其他非流动资产	4,423	4,415	4,410	4,405	营业外收入	47	48	48	48				
非流动资产合计	18,595	18,093	17,462	16,874	营业外支出	43	43	43	43				
资产合计	51,174	53,512	59,266	65,605	利润总额	2,953	3,880	4,686	5,588				
短期借款	4,999	3,743	2,487	1,232	所得税	666	875	1,057	1,261				
应付票据	818	1,330	1,633	1,474	净利润	2,287	3,005	3,629	4,327				
应付账款	3,479	4,617	4,958	5,868	少数股东损益	14	18	22	26				
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,273	2,987	3,607	4,301				
合同负债	3,573	3,951	4,591	5,429	NOPLAT	2,387	3,221	3,825	4,503				
其他应付款	5,432	5,432	5,432	5,432	EPS (摊薄)	0.90	1.18	1.43	1.71				
一年内到期的非流动负债	297	297	297	297									
其他流动负债	1,139	7,922	11,174	14,742	主要财务比率								
流动负债合计	19,737	27,922	30,572	34,474	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E				
长期借款	1,709	1,809	1,824	1,839	成长能力								
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	5.2%	10.6%	16.2%	18.3%				
其他非流动负债	1,021	1,021	1,021	1,021	EBIT增长率	8.2%	35.0%	18.7%	17.7%				
非流动负债合计	2,730	2,830	2,845	2,860	归母公司净利润增长率	7.16%	31.38%	20.77%	19.24%				
负债合计	22,467	30,122	33,417	37,334	获利能力								
归属母公司所有者权益	28,374	23,136	25,573	27,969	毛利率	27.7%	27.9%	28.2%	28.2%				
少数股东权益	333	254	276	302	净利率	7.0%	8.3%	8.6%	8.7%				
所有者权益合计	28,707	23,390	25,849	28,271	ROE	7.9%	12.8%	14.0%	15.2%				
负债和股东权益	51,174	53,512	59,266	65,605	ROIC	8.1%	10.9%	11.6%	12.3%				
					偿债能力								
现金流量表					资产负债率	43.9%	44.0%	40.3%	37.4%				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	28.0%	29.4%	21.8%	15.5%				
经营活动现金流	-2,002	9,664	2,115	1,380	流动比率	1.7	1.3	1.4	1.4				
现金收益	3,384	4,303	4,833	5,443	速动比率	1.5	1.2	1.3	1.3				
存货影响	-936	382	-288	-583	营运能力								
经营性应收影响	1,255	-1,809	-1,789	-2,573	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8				
经营性应付影响	-946	1,650	643	752	应收账款周转天数	112	101	101	102				
其他影响	-4,760	5,138	-1,284	-1,660	应付账款周转天数	56	56	57	54				
投资活动现金流	-1,436	-390	-320	-300	存货周转天数	31	32	27	27				
资本支出	-2,255	-525	-326	-305	每股指标 (元)								
股权投资	119	0	0	0	每股收益	0.90	1.18	1.43	1.71				
其他长期资产变化	700	135	6	5	每股经营现金流	-0.79	3.84	0.84	0.55				
融资活动现金流	2,019	-6,914	458	41	每股净资产	11.27	9.19	10.15	11.11				
借款增加	-372	-1,156	-1,241	-1,241	估值比率								
股利及利息支付	-1,647	-1,397	-2,108	-2,166	P/E	16.2	12.4	10.2	8.6				
股东融资	49	49	49	49	P/B	1.3	1.6	1.4	1.3				
其他影响	3,989	-4,410	3,758	3,399	EV/EBITDA	6.2	4.9	4.3	3.8				

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。