



## 买入（维持）

所属行业：建筑材料/装修建材  
当前价格(元)：10.40

### 证券分析师

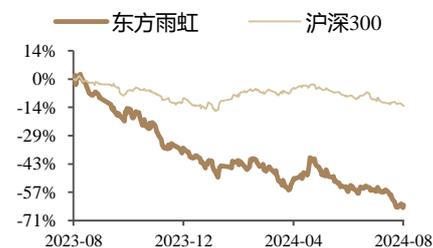
闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.92	-15.72	-32.56
相对涨幅(%)	-14.06	-10.41	-23.37

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《东方雨虹(002271.SZ)：Q1业绩符合预期，静待行业触底企稳》，2024.4.23
- 《东方雨虹(002271.SZ)：减值拖累当期业绩，零售业务延续高增》，2024.4.19
- 《东方雨虹(002271.SZ)：Q3业绩符合预期，经营质量持续改善》，2023.10.25

# 东方雨虹(002271.SZ)：坚定培育渠道变革，零售基础不断夯实

## 投资要点

- 事件：**2024年8月28日，公司发布2024年半年度报告，24H1公司实现营收约152.18亿元，同比-9.69%，归母净利润约9.43亿元，同比-29.31%，扣非归母净利润约8.36亿元，同比-32.74%。单季度来看，24Q2公司实现营收约80.69亿元，同比-13.77%，归母净利润5.96亿元，同比-37.23%，扣非归母净利润约5.26亿元，同比-42.75%。同时公司中期分红预案为拟每10股派发现金红利6元（含税），合计现金分红14.62亿元，占当期归母净利润的154.97%
- 坚定培育渠道变革，零售业务维持韧性。**24H1地产行业整体依旧承压，全国房地产开发投资同比-10.1%，商品房销售面积/房屋新开工面积同比分别-19.0%/-23.7%，房企经营压力不减，地产链需求持续承压。渠道角度看，1)工程业务方面公司升级渠道政策、赋能渠道发展、持续渠道下沉、打造渠道领先优势，截至24H1实现营业收入66.99亿，同比+9.07%；2)以民建集团、德爱威涂料零售、建筑修缮集团雨虹到家服务为代表的C端零售业务保持稳健增长，24H1公司零售业务收入约为54.38亿元，同比+7.66%，占公司营业收入比例为35.74%，占比近一步提升，其中民建集团实现营业收入49.64亿元，同比增长13.23%；3)24H1公司直销业务收入28.28亿元，同比-46.01%，收入占比从31.08%下降至18.58%，或反映战略上公司继续坚定开拓零售市场以及渠道端客户。毛利率方面，24H1公司毛利率29.22%，同比+0.32pct，我们认为或系收入结构优化，毛利率较高的零售渠道业务占比上升较多，导致毛利率小幅提高。
- 费用率有所上升，经营性净现金流同比改善。**24H1公司费用率为18.60%，同比+2.16pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为9.95%/6.04%/1.89%/0.72%，分别同比+1.19pct/+0.40pct/+0.39pct/+0.19pct。24H1公司销售费用率提升较多，主要系广告宣传、差旅费及职工薪酬等增加所致。收入减少费用增加，24H1公司归母净利润同比-29.31%至9.43亿元，归母净利率6.20%，同比-1.72pct；扣非归母净利润同比-32.74%至8.36亿元，扣非归母净利率5.49%，同比-1.88pct。24H1公司经营活动产生的现金流量净额为-13.28亿元，同比+66.33%或少流出26.15亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金减少所致。此外我们认为公司24H1经营活动净现金流同比明显改善或同样受益于公司加大渠道变革，提升经销及零售占比，优化直销，回款情况有所好转。
- 加速推动全球布局，海外产能建设提速。**公司全力推进海外布局，发展海外市场，助力公司打造成为全球建筑建材系统服务商。截至24H1，东方雨虹休斯敦生产研发物流基地已奠基，一期计划主要建设TPO防水卷材生产线及北美研发中心；天鼎丰中东生产基地项目落户沙特达曼第三工业园区，计划建设2条玻纤增强型聚酯胎基布生产线和2条聚酯胎基布生产线，制造成本更具竞争力的同时可辐射中东、欧洲、非洲及亚洲西部地区；东方雨虹马来西亚柔佛州新山生产基地已启动建设，一期计划建设10万吨/年砂浆生产线、15万吨/年精品砂生产线和1万吨/年水性涂料生产线，将引入东方雨虹的先进生产技术和智能化生产设备，产品主要辐射新加坡和马来西亚等市场。我们认为，公司积极海外布局有望打造国际化竞争优势，为未来的可持续发展提供市场基础。
- 投资建议：**在行业下行周期，公司作为防水行业龙头，加速渠道变革，业务多元化发展抵御单一品类的失速风险，从经营情况来看，公司战略调整初见成效，经营质量稳步提升，静待地产触底企稳后公司业绩更进一步；但考虑到短期地产磨底带来的需求承压，我们下调盈利预测，预计24-26年公司归母净利润分别为23.64、

26.58 和 31.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.97、1.09、1.27 元，对应 PE 估值分别为 10.7、9.5、8.2 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料持续涨价，成本压力加剧；地产投资大幅低于预期；行业竞争加剧，企业扩张进度低于预期；环保监管放松，产能退出进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测				
		2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	2,436.32					
流通 A 股(百万股):	1,932.22					
52 周内股价区间(元):	10.01-29.27					
总市值(百万元):	24,387.52					
总资产(百万元):	47,291.79					
每股净资产(元):	11.23					
资料来源: 公司公告						
营业收入(百万元)		31,214	32,823	31,604	32,509	34,356
(+/-)YOY(%)		-2.3%	5.2%	-3.7%	2.9%	5.7%
净利润(百万元)		2,121	2,273	2,364	2,658	3,102
(+/-)YOY(%)		-49.5%	7.2%	4.0%	12.4%	16.7%
全面摊薄 EPS(元)		0.87	0.93	0.97	1.09	1.27
毛利率(%)		25.8%	27.7%	27.9%	28.0%	28.3%
净资产收益率(%)		7.9%	8.0%	7.9%	8.4%	9.1%
资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所						
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润						

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.93	0.97	1.09	1.27
每股净资产	11.65	12.31	13.05	13.96
每股经营现金流	0.86	1.70	1.58	1.45
每股股利	0.10	0.30	0.33	0.36
价值评估(倍)				
P/E	20.58	10.72	9.53	8.17
P/B	1.65	0.85	0.80	0.75
P/S	0.80	0.83	0.81	0.76
EV/EBITDA	10.03	5.58	4.98	4.29
股息率%	0.5%	2.9%	3.2%	3.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	27.7%	27.9%	28.0%	28.3%
净利润率	6.9%	7.5%	8.2%	9.0%
净资产收益率	8.0%	7.9%	8.4%	9.1%
资产回报率	4.4%	4.7%	5.0%	5.6%
投资回报率	7.9%	7.5%	7.8%	8.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	5.2%	-3.7%	2.9%	5.7%
EBIT 增长率	32.4%	-5.3%	8.0%	14.1%
净利润增长率	7.2%	4.0%	12.4%	16.7%
偿债能力指标				
资产负债率	43.9%	40.2%	39.0%	37.9%
流动比率	1.7	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
现金比率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	106.4	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	38.6	38.6	38.6	38.6
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	3.1	2.7	2.7	2.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,273	2,364	2,658	3,102
少数股东损益	14	14	16	19
非现金支出	1,987	1,362	1,414	1,388
非经营收益	-91	288	200	182
营运资金变动	-2,079	110	-441	-1,148
经营活动现金流	2,103	4,138	3,847	3,542
资产	-1,832	-2,550	-1,900	-1,453
投资	-480	0	0	0
其他	494	-28	16	17
投资活动现金流	-1,818	-2,578	-1,884	-1,436
债权募资	7,180	-1,499	-500	-150
股权募资	49	0	0	0
其他	-8,784	-1,022	-1,063	-1,108
融资活动现金流	-1,555	-2,520	-1,563	-1,258
现金净流量	-1,264	-961	400	848

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	32,823	31,604	32,509	34,356
营业成本	23,735	22,774	23,403	24,649
毛利率%	27.7%	27.9%	28.0%	28.3%
营业税金及附加	283	272	280	296
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	2,978	2,844	2,763	2,748
营业费用率%	9.1%	9.0%	8.5%	8.0%
管理费用	1,539	1,642	1,694	1,729
管理费用率%	4.7%	5.2%	5.2%	5.0%
研发费用	606	583	600	634
研发费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
EBIT	3,682	3,488	3,768	4,299
财务费用	129	266	223	208
财务费用率%	0.4%	0.8%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-286	-600	-600	-600
投资收益	-45	22	16	17
营业利润	2,949	3,067	3,448	4,022
营业外收支	5	5	5	8
利润总额	2,953	3,072	3,453	4,030
EBITDA	4,630	4,250	4,582	5,088
所得税	666	693	779	909
有效所得税率%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
少数股东损益	14	14	16	19
归属母公司所有者净利润	2,273	2,364	2,658	3,102

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,120	8,159	8,559	9,407
应收账款及应收票据	10,185	9,253	9,518	10,058
存货	2,511	2,409	2,476	2,607
其它流动资产	10,764	10,483	10,688	11,105
流动资产合计	32,579	30,303	31,240	33,177
长期股权投资	81	81	81	81
固定资产	10,453	11,536	12,034	12,163
在建工程	1,370	1,850	2,265	2,615
无形资产	2,268	2,499	2,678	2,875
非流动资产合计	18,595	20,389	21,482	22,156
资产总计	51,174	50,692	52,722	55,333
短期借款	4,999	3,500	3,000	2,850
应付票据及应付账款	4,297	4,123	4,237	4,463
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	10,441	10,009	10,592	10,907
流动负债合计	19,737	17,633	17,829	18,220
长期借款	1,709	1,709	1,709	1,709
其它长期负债	1,021	1,021	1,021	1,021
非流动负债合计	2,730	2,730	2,730	2,730
负债总计	22,467	20,363	20,559	20,950
实收资本	2,518	2,436	2,436	2,436
普通股股东权益	28,374	29,983	31,800	34,002
少数股东权益	333	347	363	382
负债和所有者权益合计	51,174	50,692	52,722	55,333

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。