

建筑材料

报告日期：2024年08月30日

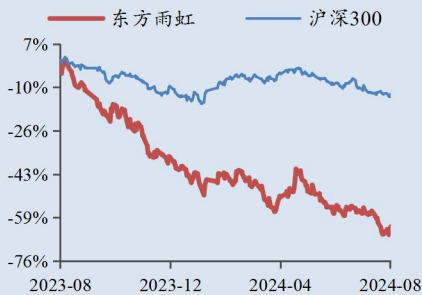
工程零售业务收入占比持续提升，全球布局寻求第三增长曲线

——东方雨虹（002271.SZ）2024年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2024年08月30日

| | |
|------------|------------|
| 当前价格（元） | 10.90 |
| 52周价格区间（元） | 9.96-30.75 |
| 总市值（百万元） | 26,555.84 |
| 流通市值（百万元） | 21,061.23 |
| 总股本（万股） | 243,631.55 |
| 流通股（万股） | 193,222.32 |
| 近一月换手（%） | 58.56 |

分析师：彭棋

执业证书编号：S0230523080002

邮箱：pengq@hlzqgs.com

相关阅读

《行业承压公司零售业务表现亮眼，经营性现金流大幅改善——东方雨虹（002271.SZ）2023年报点评报告》
2024.04.24

事件：

2024年8月28日，东方雨虹发布2024年半年报：2024年上半年公司实现营业收入152.18亿元，同比下滑9.69%；实现归属上市公司股东的净利润9.43亿元，同比下滑29.31%。

观点：

- **防水材料业务收入下滑，砂浆粉料业务收入保持增长。**2024年上半年，在防水行业下游需求不足的背景下，公司实现营业收入152.18亿元，同比下滑9.69%。分产品来看，公司防水材料业务实现营业收入108.08亿元，同比下滑12.62%，毛利率为32.13%，同比增长0.45个百分点；公司砂浆粉料业务实现营业收入21.28亿元，同比增长11.76%，毛利率为27.46%，同比下滑0.76个百分点。
- **加强渠道变革，零售+工程渠道收入占比持续提升。**2024年上半年，公司深化渠道发展战略，积极实施渠道变革，培育渠道发展，报告期内公司实现工程渠道及零售渠道收入共计121.38亿元，占营业收入比例为79.76%，同比增长8.44%，渠道销售目前已成为公司主要的销售模式。工程渠道方面，公司继续深入推进“平台+创客”经营管理模式，报告期内实现营业收入66.99亿元，同比增长9.07%；零售渠道方面，公司不断深化渠道下沉，丰富渠道矩阵，报告期内公司零售业务实现营业收入54.38亿元，同比增长7.66%，占公司营业收入比例为35.74%，工程及零售业务占比持续提升。
- **加速推进全球布局，寻求第三增长曲线。**全力推进海外布局，发展海外市场，推进国际科研、设立海外公司、海外仓储、海外投资并购、海外建厂、海外人才培养、海外渠道拓展等国际化战略布局，实现海外工程、贸易、零售等多元化商业模式经营，为公司未来的可持续发展提供第三增长曲线，助力公司打造成为全球建筑建材系统服务商。
- **盈利预测及投资评级：**在防水行业下游需求不足的背景下，公司工程及零售业务收入占比持续提升，同时砂浆粉料业务收入持续增长，此外公司全力推进海外布局，发展海外市场，寻求第三增长曲线。我们假设公司2024-2026年营业收入增速分别为-9.05%、5.79%、11.35%。据此我们预计公司2024-2026年分别实现营业收入298.52亿元、315.79亿元、351.64亿元，归母净利润19.77亿

元、24.41 亿元、28.44 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.8、10.4、8.9 倍。参考 2024 年可比公司平均估值 19.8 倍 PE，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格上涨超预期；行业竞争加剧；市场需求恢复不及预期；宏观环境出现不利变化；所引用数据来源发布错误数据；房地产宽松政策不及预期。

➤ **盈利预测简表**

| 预测指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 31,214 | 32,823 | 29,852 | 31,579 | 35,164 |
| 增长率（%） | -2.26 | 5.15 | -9.05 | 5.79 | 11.35 |
| 归母净利润（百万元） | 2,121 | 2,273 | 1,977 | 2,441 | 2,844 |
| 增长率（%） | -49.55 | 7.16 | -13.03 | 23.47 | 16.50 |
| ROE（%） | 7.79 | 7.97 | 6.79 | 7.94 | 8.68 |
| 每股收益/EPS（摊薄/元） | 0.84 | 0.90 | 0.81 | 1.00 | 1.17 |
| 市盈率（P/E） | 12.3 | 11.5 | 12.8 | 10.4 | 8.9 |
| 市净率（P/B） | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |

数据来源：Wind，华龙证券研究所

可比公司估值表

| 代码 | 证券简称 | 总市值 (亿元) | EPS（元） | | | | | 市盈率 PE | | | | |
|-----------|------|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 002271.SZ | 东方雨虹 | 253.4 | 0.84 | 0.90 | 0.81 | 1.00 | 1.17 | 12.3 | 11.5 | 12.8 | 10.4 | 8.9 |
| 300737.SZ | 科顺股份 | 47.4 | 0.15 | -0.29 | 0.20 | 0.31 | 0.42 | 26.7 | -14.1 | 19.9 | 13.1 | 9.6 |
| 300715.SZ | 凯伦股份 | 24.9 | -0.41 | 0.06 | 0.28 | 0.41 | 0.56 | -15.6 | 109.9 | 22.9 | 15.7 | 11.6 |
| 000786.SZ | 北新建材 | 417.1 | 1.86 | 2.09 | 2.60 | 2.95 | 3.35 | 13.3 | 11.8 | 9.5 | 8.4 | 7.4 |
| 603737.SH | 三棵树 | 142.0 | 0.88 | 0.33 | 1.05 | 1.44 | 1.82 | 30.8 | 81.8 | 25.6 | 18.7 | 14.8 |
| 603378.SH | 亚士创能 | 27.6 | 0.24 | 0.14 | 0.31 | 0.44 | 0.63 | 26.3 | 46.1 | 20.9 | 14.5 | 10.2 |
| | 平均值 | 36.2 | | | | | | 16.3 | 47.1 | 19.8 | 14.1 | 10.7 |

数据来源：Wind，华龙证券研究所（本表东方雨虹、北新建材盈利预测取自华龙证券研究所，其余公司盈利预测及评级均取自 Wind 一致预期）

表：公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 32,346 | 32,579 | 32,730 | 34,273 | 35,654 |
| 现金 | 10,539 | 9,120 | 9,446 | 11,277 | 11,356 |
| 应收票据及应收账款 | 11,387 | 10,185 | 10,960 | 11,356 | 12,143 |
| 其他应收款 | 2,144 | 4,076 | 3,387 | 3,630 | 3,403 |
| 预付账款 | 845 | 1,078 | 1,310 | 1,119 | 1,393 |
| 存货 | 1,575 | 2,511 | 2,977 | 2,183 | 2,124 |
| 其他流动资产 | 5,856 | 5,611 | 4,649 | 4,709 | 5,235 |
| 非流动资产 | 18,244 | 18,595 | 18,320 | 17,988 | 18,400 |
| 长期股权投资 | 200 | 81 | 87 | 93 | 99 |
| 固定资产 | 8,563 | 10,453 | 10,495 | 10,225 | 10,423 |
| 无形资产 | 2,191 | 2,268 | 2,326 | 2,381 | 2,607 |
| 其他非流动资产 | 7,290 | 5,793 | 5,412 | 5,289 | 5,271 |
| 资产总计 | 50,591 | 51,174 | 51,050 | 52,261 | 54,054 |
| 流动负债 | 21,961 | 19,737 | 19,326 | 19,171 | 19,280 |
| 短期借款 | 6,254 | 4,999 | 4,999 | 4,500 | 4,000 |
| 应付票据及应付账款 | 4,489 | 4,297 | 3,921 | 3,494 | 3,541 |
| 其他流动负债 | 11,218 | 10,441 | 10,407 | 11,177 | 11,739 |
| 非流动负债 | 1,439 | 2,730 | 2,548 | 2,286 | 1,955 |
| 长期借款 | 544 | 1,709 | 1,527 | 1,265 | 933 |
| 其他非流动负债 | 895 | 1,021 | 1,021 | 1,021 | 1,021 |
| 负债合计 | 23,401 | 22,467 | 21,874 | 21,457 | 21,235 |
| 少数股东权益 | 381 | 333 | 336 | 341 | 347 |
| 股本 | 2,518 | 2,518 | 2,518 | 2,518 | 2,518 |
| 资本公积 | 10,721 | 10,422 | 10,422 | 10,422 | 10,422 |
| 留存收益 | 14,666 | 16,691 | 18,091 | 19,769 | 21,628 |
| 归属母公司股东权益 | 26,809 | 28,374 | 28,840 | 30,463 | 32,472 |
| 负债和股东权益 | 50,591 | 51,174 | 51,050 | 52,261 | 54,054 |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 654 | 0 | 2,810 | 4,275 | 3,401 |
| 净利润 | 2,119 | 2,287 | 1,980 | 2,446 | 2,850 |
| 折旧摊销 | 775 | 0 | 1,008 | 1,086 | 1,182 |
| 财务费用 | 245 | 129 | 101 | 107 | 95 |
| 投资损失 | 12 | 45 | 25 | 15 | -25 |
| 营运资金变动 | -2,928 | 0 | -1,215 | 1 | -1,099 |
| 其他经营现金流 | 431 | -2,461 | 911 | 620 | 399 |
| 投资活动现金流 | -4,729 | 0 | -774 | -789 | -1,581 |
| 资本支出 | 4,223 | 0 | 728 | 747 | 1,588 |
| 长期投资 | 1,137 | 0 | -5 | -7 | -5 |
| 其他投资现金流 | -1,643 | 0 | -41 | -35 | 13 |
| 筹资活动现金流 | -1,029 | 0 | -1,709 | -1,655 | -1,741 |
| 短期借款 | 126 | -1,256 | 0 | -499 | -500 |
| 长期借款 | -560 | 1,165 | -182 | -262 | -332 |
| 普通股增加 | -3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -73 | -299 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -520 | 390 | -1,528 | -895 | -909 |
| 现金净增加额 | -5,118 | 0 | 327 | 1,831 | 79 |

| 利润表 (百万元) | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 31,214 | 32,823 | 29,852 | 31,579 | 35,164 |
| 营业成本 | 23,171 | 23,735 | 21,952 | 23,221 | 25,841 |
| 税金及附加 | 253 | 283 | 238 | 248 | 286 |
| 销售费用 | 2,658 | 2,978 | 2,445 | 2,583 | 2,985 |
| 管理费用 | 1,795 | 1,539 | 1,596 | 1,653 | 1,848 |
| 研发费用 | 556 | 606 | 561 | 573 | 643 |
| 财务费用 | 245 | 129 | 101 | 107 | 95 |
| 资产和信用减值损失 | -393 | -1,039 | -896 | -600 | -387 |
| 其他收益 | 453 | 489 | 434 | 471 | 462 |
| 公允价值变动收益 | -5 | -11 | -16 | -20 | -13 |
| 投资净收益 | -12 | -45 | -25 | -15 | 25 |
| 资产处置收益 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 2,579 | 2,949 | 2,457 | 3,030 | 3,553 |
| 营业外收入 | 60 | 48 | 35 | 41 | 46 |
| 营业外支出 | 35 | 43 | 40 | 34 | 38 |
| 利润总额 | 2,603 | 2,953 | 2,453 | 3,037 | 3,561 |
| 所得税 | 485 | 666 | 473 | 591 | 711 |
| 净利润 | 2,119 | 2,287 | 1,980 | 2,446 | 2,850 |
| 少数股东损益 | -2 | 14 | 3 | 5 | 6 |
| 归属母公司净利润 | 2,121 | 2,273 | 1,977 | 2,441 | 2,844 |
| EBITDA | 3,648 | 3,132 | 3,608 | 4,278 | 4,891 |
| EPS (元) | 0.84 | 0.90 | 0.81 | 1.00 | 1.17 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入同比增速(%) | -2.26 | 5.15 | -9.05 | 5.79 | 11.35 |
| 营业利润同比增速(%) | -49.41 | 14.33 | -16.67 | 23.34 | 17.25 |
| 归属于母公司净利润同比增速(%) | -49.55 | 7.16 | -13.03 | 23.47 | 16.50 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 25.77 | 27.69 | 26.46 | 26.47 | 26.51 |
| 净利率(%) | 6.79 | 6.97 | 6.63 | 7.75 | 8.10 |
| ROE(%) | 7.79 | 7.97 | 6.79 | 7.94 | 8.68 |
| ROIC(%) | 6.71 | 6.72 | 5.75 | 6.88 | 7.70 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 46.25 | 43.90 | 42.85 | 41.06 | 39.28 |
| 净负债比率(%) | -9.19 | -4.78 | -6.16 | -14.15 | -15.99 |
| 流动比率 | 1.47 | 1.65 | 1.69 | 1.79 | 1.85 |
| 速动比率 | 1.33 | 1.43 | 1.43 | 1.57 | 1.62 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.62 | 0.65 | 0.58 | 0.61 | 0.66 |
| 应收账款周转率 | 3.18 | 3.21 | 3.00 | 3.00 | 3.15 |
| 应付账款周转率 | 6.16 | 6.43 | 6.50 | 7.50 | 9.00 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.84 | 0.90 | 0.81 | 1.00 | 1.17 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.26 | 0.00 | 1.15 | 1.75 | 1.40 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 10.64 | 11.27 | 11.84 | 12.50 | 13.33 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 12.3 | 11.5 | 12.8 | 10.4 | 8.9 |
| P/B | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 6.43 | 7.83 | 6.68 | 5.04 | 4.22 |

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

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并注册为证券分析师,以勤勉尽责的职业态度,独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时,已按要求进行相应的信息披露,在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市,风险自担。

投资评级说明:

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中:A股市场以沪深300指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上 |
| | | 增持 | 股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间 |
| | | 中性 | 股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间 |
| | | 减持 | 股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间 |
| | 行业评级 | 卖出 | 股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上 |
| | | 推荐 | 基本面向好,行业指数领先沪深300指数 |
| | | 中性 | 基本面稳定,行业指数跟随沪深300指数 |
| | | 回避 | 基本面向淡,行业指数落后沪深300指数 |

免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司(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报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时,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。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用,并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议,也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下,本公司仅承诺以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告以供投资者参考,但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失,本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

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及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易,也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突,勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本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。

华龙证券研究所

| 北京 | 兰州 | 上海 | 深圳 |
|---|--|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址:北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编:100033 | 地址:兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编:730030 电话:0931-4635761 | 地址:上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编:200000 | 地址:深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编:518046 |