

东方雨虹 (002271.SZ)

2024年中报点评：渠道变革持续，海外加速拓展

核心观点

需求下行叠加转型持续，收入利润同比承压。2024H1 公司实现营收 152.2 亿元，同比-9.7%，归母净利润 9.4 亿元，同比-29.3%，扣非归母净利润 8.4 亿元，同比-32.7%，EPS 为 0.39 元/股，并拟 10 派 6 元（含税）；其中 Q2 单季度实现营收 80.7 亿元，同比-13.8%，归母净利润 5.96 亿元，同比-37.2%，扣非归母净利润 5.26 亿元，同比-42.75%，受下游需求持续疲软叠加渠道转型去地产去施工持续，收入利润同比承压。

渠道转型持续推进，非防水产品及海外布局加速布局。分渠道看，2024H1 零售渠道/工程渠道/直销分别实现收入 54.4/67.0/28.3 亿元，同比+7.7%/+9.1%/-46.0%，占比 35.7%/44.0%/18.6%，其中中建集团 49.6 亿元，同比+13.2%；分产品看，防水卷材/涂料/砂浆粉料/工程施工分别实现收入 60.5/47.6/21.3/12.6 亿元，同比-15.8%/-8.2%/+11.7%/-8.2%，工程渠道和零售业务持续稳健增长，同时以砂浆粉料为代表的非防水业务继续逆势增长。分地区看，境内/境外收入分别为 148.1/4.05 亿元，同比-10.1%/+6.5%，全球布局加速推进，其中休斯敦生产基地奠基、天鼎丰中东生产基地落户沙特达曼第三工业园区、马来西亚柔佛州新山生产基地已启动建设。

毛利率同比微增，费用率有所提升。2024H1 综合毛利率 29.2%，同比+0.3pp；分产品看，防水卷材/涂料/砂浆粉料毛利率分别为 27.8%/37.6%/27.5%，同比+0.39pp/+0.03pp/-0.76pp；分渠道看，零售渠道/工程渠道/直销毛利率分别为 40.8%/23.3%/22.9%，同比+0.11pp/+0.06pp/-3.2pp，毛利率稳中有升主要受零售占比提升贡献。2024H1 期间费用率 18.6%，同比+2.2pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1.2pp/+0.4pp/+0.2pp/+0.4pp，收入下滑影响费用摊薄，同时销售费用同比有所增加，主要受广宣、差旅及职工薪酬等增加所致。

Q2 单季度现金流转正，减值计提仍有拖累。2024H1 实现经营性净现金流-13.3 亿元，去年同期-39.4 亿元，现金净流出同比收窄，其中 Q2 单季经营性现金流净流入 5.6 亿元，上年同期-1.4 亿元，Q2 单季度现金流转正。截至 2024H1，应收账款及应收票据+应收款项融资+其他应收款合计 156.4 亿元，同比减少 28.7 亿元，计提信用减值损失 3.7 亿元，同比减少 0.4 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：渠道变革持续，海外加速拓展，维持“优于大市”评级

看好公司渠道变革和品类拓展下经营质量和成长韧性提升，并积极发展海外市场贡献增量，但短期需求疲软叠加减值计提影响，下调盈利预测，预计 24-26 年 EPS 为 0.79/1.01/1.21 元/股，对应 PE 为 13.8/10.7/9.0x，考虑转型效果有望逐步显现，龙头优势突出，维持“优于大市”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	30,728	33,174	35,960
(+/-%)	-2.3%	5.2%	-6.4%	8.0%	8.4%
净利润(百万元)	2121	2273	1925	2473	2953
(+/-%)	-49.5%	7.2%	-15.3%	28.4%	19.4%
每股收益(元)	0.87	0.93	0.79	1.01	1.21
EBIT Margin	8.9%	11.2%	10.8%	11.5%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	8.0%	6.5%	7.9%	8.8%
市盈率 (PE)	12.5	11.7	13.8	10.7	9.0
EV/EBITDA	14.1	10.8	10.4	9.4	8.8
市净率 (PB)	0.99	0.94	0.89	0.84	0.79

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：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

S0980524070007

证券分析师：陈颖

0755-81981825

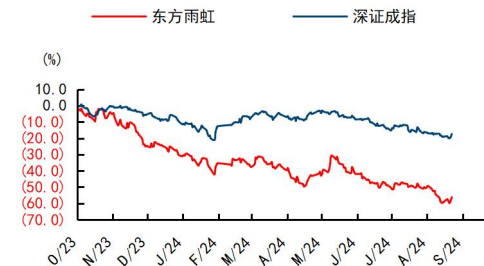
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.90 元
总市值/流通市值	26556/21061 百万元
52 周最高价/最低价	30.75/9.96 元
近 3 个月日均成交额	503.02 百万元

市场走势



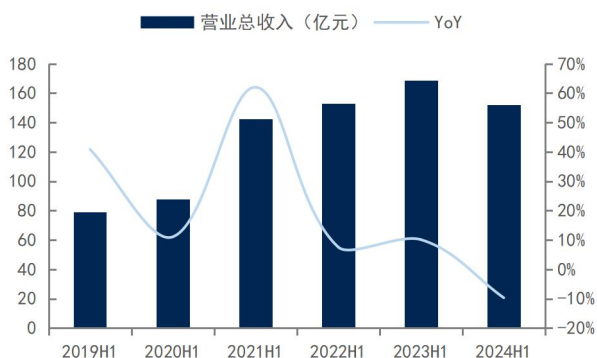
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《东方雨虹 (002271.SZ) -2024 年一季报点评：收入利润略有承压，毛利率同环比提升》——2024-04-26
- 《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

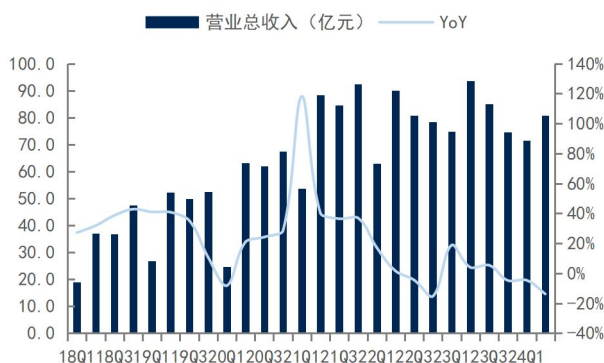
需求下行叠加转型持续，收入利润同比承压。2024H1 公司实现营收 152.2 亿元，同比-9.7%，归母净利润 9.4 亿元，同比-29.3%，扣非归母净利润 8.4 亿元，同比-32.7%，EPS 为 0.39 元/股，并拟 10 派 6 元（含税）；其中 Q2 单季度实现营收 80.7 亿元，同比-13.8%，归母净利润 5.96 亿元，同比-37.2%，扣非归母净利润 5.26 亿元，同比-42.75%，受下游需求持续疲软叠加渠道转型去地产去施工化工持续，收入利润同比承压。

图1: 东方雨虹营业收入及增速



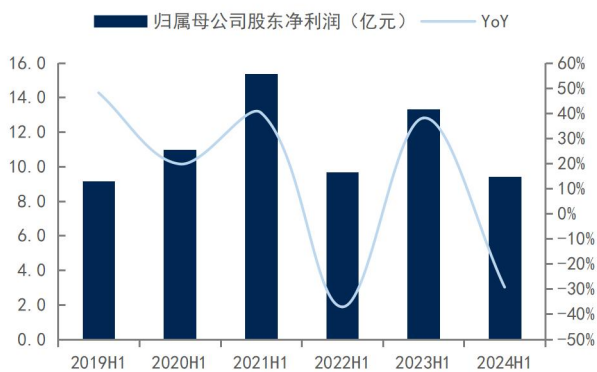
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 东方雨虹单季营业收入及增速



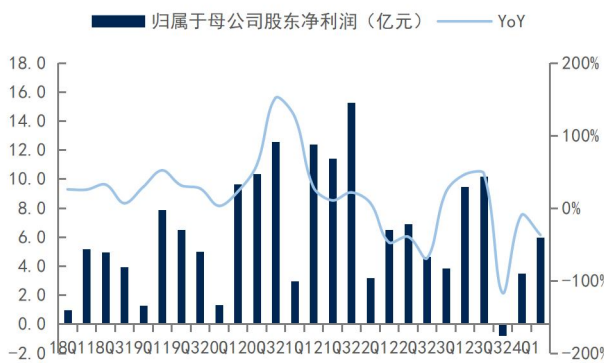
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

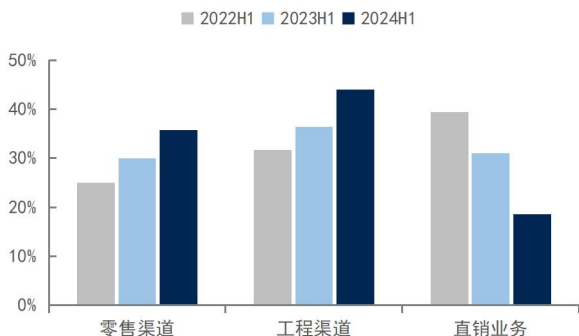
图4: 东方雨虹单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

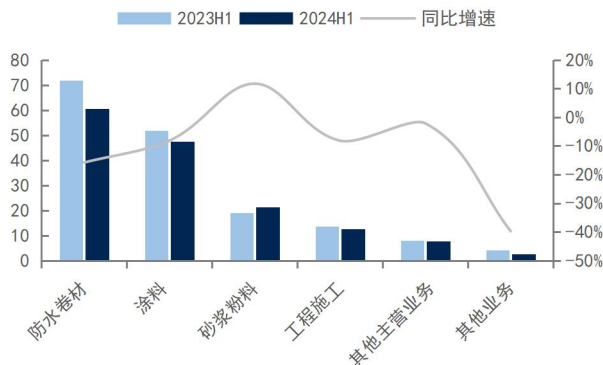
渠道转型持续推进，非防水产品及海外布局加速布局。分渠道看，2024H1 零售渠道 / 工程渠道 / 直销分别实现收入 54.4/67.0/28.3 亿元，同比 +7.7%/+9.1%/-46.0%，占比 35.7%/44.0%/18.6%，其中民建集团 49.6 亿元，同比 +13.2%；分产品看，防水卷材 / 涂料 / 砂浆粉料 / 工程施工分别实现收入 60.5/47.6/21.3/12.6 亿元，同比 -15.8%/-8.2%/+11.7%/-8.2%，工程渠道和以民建集团为代表零售业务持续稳健增长，占比逐步提升，同时以砂浆粉料为代表的非防水业务继续逆势增长。分地区看，境内/境外收入分别为 148.1/4.05 亿元，占比 97.3%/2.7%，同比 -10.1%/+6.5%，全球布局加速推进，其中休斯敦生产基地奠基、天鼎丰中东生产基地落户沙特达曼第三工业园区、马来西亚柔佛州新山生产基地已启动建设。

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

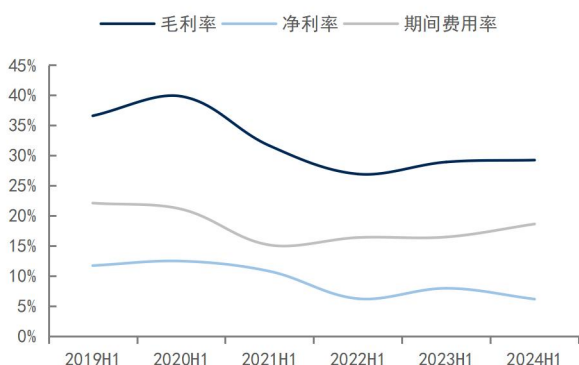
图6: 东方雨虹分产品收入及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

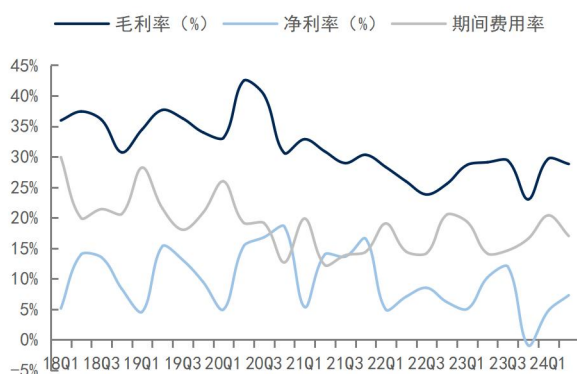
毛利率同比微增，费用率有所提升。2024H1 综合毛利率 29.2%，同比+0.3pp；分产品看，防水卷材/涂料/砂浆粉料毛利率分别为 27.8%/37.6%/27.5%，同比+0.39pp/+0.03pp/-0.76pp；分渠道看，零售渠道/工程渠道/直销毛利率分别为 40.8%/23.3%/22.9%，同比+0.11pp/+0.06pp/-3.2pp，毛利率稳中有升主要受零售占比提升贡献。2024H1 期间费用率 18.6%，同比+2.2pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1.2pp/+0.4pp/+0.2pp/+0.4pp，收入下滑影响费用摊薄，同时销售费用同比有所增加，主要受广宣、差旅及职工薪酬等增加所致。

图7: 东方雨虹毛利率、净利率和期间费用率



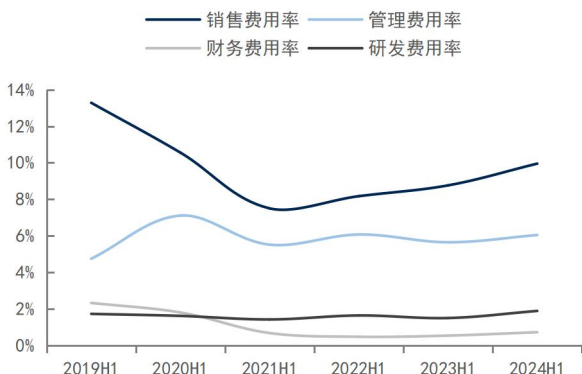
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 东方雨虹单季毛利率、净利率和期间费用率



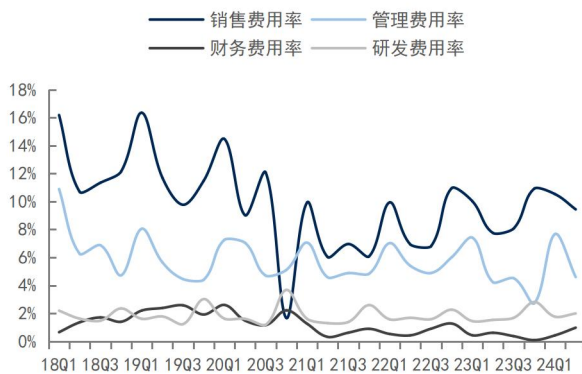
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：东方雨虹销售/管理/财务/研发费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

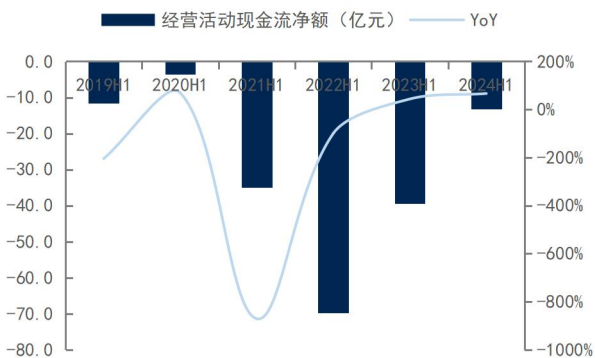
图10：东方雨虹单季销售/管理/财务/研发费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

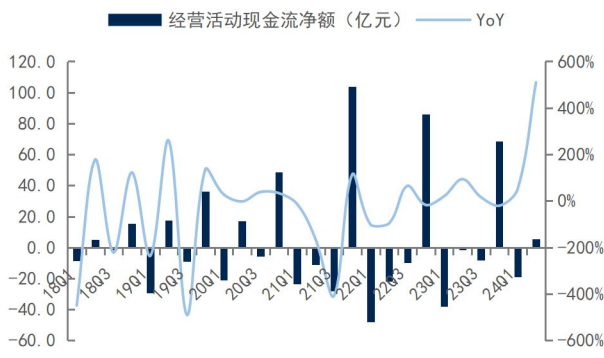
Q2 单季度现金流转正，减值计提仍有拖累。2024H1 实现经营性净现金流-13.3 亿元，去年同期为-39.4 亿元，现金净流出同比收窄，其中 Q2 单季度经营性现金流净流入 5.6 亿元，上年同期为-1.4 亿元，Q2 单季度现金流转正。截至 2024H1，应收账款及应收票据+应收款项融资+其他应收款合计 156.4 亿元，上年同期 185.1 亿元，同比减少 28.7 亿元，计提信用减值损失 3.7 亿元，同比减少 0.4 亿元。

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：渠道变革持续，海外加速拓展，维持“优于大市”评级。看好公司渠道变革和品类拓展下经营质量和成长韧性提升，并积极发展海外市场贡献增量，但短期需求疲软叠加减值计提影响，下调盈利预测，预计 24-26 年 EPS 为 0.79/1.01/1.21 元/股，对应 PE 为 13.8/10.7/9.0x，考虑转型效果有望逐步显现，龙头优势突出，维持“优于大市”。

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	10114	10011	10367	营业收入	31214	32823	30728	33174	35960
应收款项	13524	14260	14018	15890	18086	营业成本	23171	23735	22021	23629	25559
存货净额	1575	2511	2343	2528	2757	营业税金及附加	253	283	264	282	306
其他流动资产	6101	6053	5836	6209	6780	销售费用	2658	2978	2919	3085	3308
流动资产合计	32346	32579	32947	35275	38626	管理费用	1795	1539	1627	1749	1889
固定资产	10613	11822	12616	13473	14330	研发费用	556	606	567	612	664
无形资产及其他	2191	2268	2178	2087	1996	财务费用	245	129	159	178	201
投资性房地产	5241	4423	4423	4423	4423	投资收益	(12)	(45)	(50)	(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	52255	55358	59486	其他收入	(418)	(868)	(967)	(912)	(864)
短期借款及交易性金融负债	6833	5296	6000	6600	7260	营业利润	2579	2949	2420	3109	3713
应付款项	4489	4297	3699	3873	4264	营业外净收支	24	5	0	0	0
其他流动负债	10640	10144	9671	10150	11046	利润总额	2603	2953	2420	3109	3713
流动负债合计	21961	19737	19370	20623	22570	所得税费用	485	666	484	622	743
长期借款及应付债券	544	1709	1709	1709	1709	少数股东损益	(2)	14	11	14	17
其他长期负债	895	1021	1114	1224	1325	归属于母公司净利润	2121	2273	1925	2473	2953
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	22193	23556	25604	净利润	2121	2273	1925	2473	2953
少数股东权益	381	333	341	351	363	资产减值准备	128	646	150	74	81
股东权益	26809	28374	29722	31452	33519	折旧摊销	757	866	1347	1536	1705
负债和股东权益总计	50591	51174	52255	55358	59486	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	159	178	201
每股收益	0.87	0.93	0.79	1.01	1.21	营运资本变动	(2341)	(722)	(202)	(1594)	(1526)
每股红利	0.35	0.16	0.24	0.30	0.36	其它	(129)	(635)	(142)	(64)	(69)
每股净资产	11.00	11.65	12.20	12.91	13.76	经营活动现金流	619	2726	3378	2624	3244
ROIC	6%	8%	7%	8%	8%	资本开支	0	(2369)	(2500)	(2575)	(2652)
ROE	8%	8%	6%	8%	9%	其它投资现金流	(502)	(29)	0	0	0
毛利率	26%	28%	28%	29%	29%	投资活动现金流	(515)	(2279)	(2510)	(2585)	(2662)
EBIT Margin	9%	11%	11%	12%	12%	权益性融资	(14)	49	0	0	0
EBITDA Margin	11%	14%	15%	16%	17%	负债净变化	(560)	1165	0	0	0
收入增长	-2%	5%	-6%	8%	8%	支付股利、利息	(863)	(385)	(578)	(742)	(886)
净利润增长率	-50%	7%	-15%	28%	19%	其它融资现金流	(3152)	(3475)	704	600	660
资产负债率	47%	45%	43%	43%	44%	融资活动现金流	(6010)	(1866)	126	(142)	(226)
股息率	3.2%	1.5%	2.2%	2.8%	3.3%	现金净变动	(5907)	(1420)	994	(103)	356
P/E	12.5	11.7	13.8	10.7	9.0	货币资金的期初余额	16446	10539	9120	10114	10011
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	货币资金的期末余额	10539	9120	10114	10011	10367
EV/EBITDA	14.1	10.8	10.4	9.4	8.8	企业自由现金流	0	626	1308	420	914
						权益自由现金流	0	(1684)	1885	877	1413

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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