

**公司发布 2024 年三季度报:** 24Q1-Q3 实现营收 216.99 亿元, 同比-14.44%, 归母净利润 12.77 亿元, 同比-45.73%, 扣非净利 10.99 亿元, 同比-49.41%。其中 24Q3 单季度收入 64.80 亿元, 同比-23.84%, 归母净利润 3.34 亿元, 同比-67.23%, 扣非归母净利润 2.63 亿元, 同比-71.72%。

### 盈利能力和环比保持稳定

24Q3 单季度毛利率 28.92%, 同比-0.46pct、环比+0.11pct, 盈利能力环比保持稳定、同比略有下滑, 其中 24Q3 原材料沥青出厂均价同比-4.1%、环比-0.2%。行业需求、价格端呈压的背景下, 公司盈利能力环比保持稳定, **判断主因**①从直销向经销渠道转变过程中, 毛利率较低的施工业务体量有所减少, ②盈利能力较好的民建业务规模逐步提升。

24Q3 单季度期间费用率合计 18.48%, 同比+3.84pct, 主因系收入规模减少, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.12%/4.72%/2.04%/0.60%, 同比分别+3.05/+0.20/+0.35/+0.23pct。24Q3 公司销售费用 7.21 亿元、同比+4.9%, 管理费用、研发费用金额有所压降。

### 经营性现金流同比改善明显, 应收账款规模继续下降

24Q1-Q3 公司经营性现金流净流出 4.92 亿元, 同比少流出 42.68 亿元, **收现比和净现比较去年同期均有所提升** (24Q1-Q3 收现比/净现比分别为 1.00、-0.39, 23Q1-Q3 分别为 0.95、-2.02), 我们认为主因系渠道变革带来的销售回款改善。应收账款规模继续下降, 截至 24Q3 末, 公司应收票据及应收账款合计 114.41 亿元, 环比 24Q2 期末减少 12.47 亿元。前三季度公司信用减值损失 6.34 亿元 (23Q1-Q3 为 6.22 亿元), 其中, 单三季度信用减值损失为 2.68 亿元。

### 收缩工程、C+小 B 优先, 预计渠道结构持续优化

在公司“收缩工程, C+小 B 优先”的战略下, 公司**零售渠道和工程渠道**收入占比持续提升, 直销业务规模进一步缩减, 例如 24H1 公司零售渠道和工程渠道分别实现 54.38、66.99 亿元的收入, 分别同比+7.66%、+9.07%, 占营收比重分别同比+5.76pct、+7.57pct, 而直销业务收入 28.28 亿元, 同比-46.01%, 主动控制收缩大 B 工程业务防范风险。24H1 **民建集团**收入 49.64 亿元, 同比+13.23%, 收入占比 32.62%, 同比+6.6pct。截至 24H1 末, 民建集团实现经销商数量近 5000 家, 分销网点近 30 万家, 各主要电商平台店铺数量持续增加。

**投资建议:** 考虑到公司 24Q3 业绩同比降幅较大, 我们下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 15.02、21.16、27.36 亿元, 现价对应 PE 为 23、16、12 倍。考虑①渠道变革带来的经营质量提升, ②现金流表现改善, 持续加码海外布局③非防水业务的协同成长, 我们维持“推荐”评级。

**风险提示:** 地产政策变动不及预期; 原材料价格波动的风险; 资产减值风险。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**13.90 元**

**分析师 李阳**

执业证书: S0100521110008

邮箱: liyang\_yj@mszq.com

**相关研究**

- 东方雨虹 (002271.SZ) 2023 年年报点评: 计提影响当期业绩, 零售业务增速亮眼-2024/04/20
- 东方雨虹 (002271.SZ) 2023 年三季度报点评: 渠道变革见成效, 盈利能力再提升-2023/10/26
- 东方雨虹 (002271.SZ) 2023 年半年报点评: 收缩工程, C+小 B 优先-2023/08/10
- 东方雨虹 (002271.SZ) 2023 年一季报点评: 收入表现超预期, 从开工端走向全产业链-2023/04/30
- 东方雨虹 (002271.SZ) 2022 年年报点评: 2023 年收入、盈利能力、回款、产品结构有望全面改善-2023/04/13

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	32,823	28,185	30,110	33,344
增长率 (%)	5.2	-14.1	6.8	10.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,273	1,502	2,116	2,736
增长率 (%)	7.2	-33.9	40.8	29.3
每股收益 (元)	0.93	0.62	0.87	1.12
PE	15	23	16	12
PB	1.2	1.2	1.2	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 29 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	32,823	28,185	30,110	33,344
营业成本	23,735	19,977	21,450	23,677
营业税金及附加	283	254	271	300
销售费用	2,978	2,818	3,011	3,201
管理费用	1,539	1,663	1,656	1,701
研发费用	606	507	542	600
EBIT	3,418	2,388	3,131	3,965
财务费用	129	185	113	113
资产减值损失	-286	-253	-272	-300
投资收益	-45	0	0	0
营业利润	2,949	1,950	2,746	3,552
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	2,953	1,950	2,746	3,552
所得税	666	440	620	802
净利润	2,287	1,510	2,126	2,750
归属于母公司净利润	2,273	1,502	2,116	2,736
EBITDA	4,366	3,392	4,212	5,119

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,120	10,063	10,172	10,195
应收账款及票据	10,185	8,160	8,867	9,974
预付款项	1,078	899	965	1,065
存货	2,511	1,856	1,992	2,199
其他流动资产	9,686	8,754	9,003	9,814
流动资产合计	32,579	29,732	30,999	33,248
长期股权投资	81	81	81	81
固定资产	10,453	11,809	12,913	13,916
无形资产	2,268	2,268	2,268	2,268
非流动资产合计	18,595	19,875	20,680	21,477
资产合计	51,174	49,607	51,679	54,725
短期借款	4,999	6,624	6,624	6,624
应付账款及票据	4,297	3,718	3,992	4,407
其他流动负债	10,441	8,305	9,439	10,377
流动负债合计	19,737	18,647	20,055	21,408
长期借款	1,709	1,445	1,445	1,445
其他长期负债	1,021	991	991	991
非流动负债合计	2,730	2,436	2,436	2,436
负债合计	22,467	21,082	22,491	23,844
股本	2,518	2,436	2,436	2,436
少数股东权益	333	340	351	365
股东权益合计	28,707	28,524	29,189	30,881
负债和股东权益合计	51,174	49,607	51,679	54,725

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	5.15	-14.13	6.83	10.74
EBIT 增长率	17.24	-30.14	31.13	26.62
净利润增长率	7.16	-33.92	40.84	29.34
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	27.69	29.12	28.76	28.99
净利润率	6.93	5.33	7.03	8.21
总资产收益率 ROA	4.44	3.03	4.09	5.00
净资产收益率 ROE	8.01	5.33	7.34	8.97
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.65	1.59	1.55	1.55
速动比率	1.22	1.21	1.17	1.16
现金比率	0.46	0.54	0.51	0.48
资产负债率 (%)	43.90	42.50	43.52	43.57
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	112.13	109.72	95.02	95.05
存货周转天数	30.98	39.34	32.29	31.87
总资产周转率	0.65	0.56	0.59	0.63
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.93	0.62	0.87	1.12
每股净资产	11.65	11.57	11.84	12.53
每股经营现金流	0.86	1.47	1.48	1.31
每股股利	0.60	0.60	0.43	0.56
<b>估值分析</b>				
PE	15	23	16	12
PB	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.39	10.79	8.69	7.15
股息收益率 (%)	4.32	4.32	3.12	4.04

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,287	1,510	2,126	2,750
折旧和摊销	948	1,004	1,081	1,154
营运资金变动	-2,079	-116	-522	-1,572
经营活动现金流	2,103	3,571	3,610	3,186
资本开支	-1,832	-1,867	-1,860	-1,924
投资	-480	46	0	0
投资活动现金流	-1,818	-1,986	-1,860	-1,924
股权募资	49	0	0	0
债务募资	-369	1,252	0	0
筹资活动现金流	-1,555	-641	-1,642	-1,238
现金净流量	-1,264	944	108	24

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026