

东方雨虹 (002271.SZ)

加强回款现金流改善，积极回购彰显信心

公司 2024 年前三季度实现营业总收入 216.99 亿元，同比下降 14.44%；实现归母净利润 12.77 亿元，同比下降 45.73%；扣非后归母净利润 10.99 亿元，同比下降 49.41%；基本 EPS 为 0.52 元/股，同比下降 44.09%；加权平均 ROE 为 4.68%，同比下降 3.76pct。

- 需求不足收入承压，计提减值影响业绩。公司 2024 年前三季度实现营业总收入/归母净利润 216.99 亿元/12.77 亿元，分别同比-14.44%/-45.73%，其中营收下降主要系下游需求不足，利润下滑主要系 2024 年前三季度公司计提资产减值准备总额为 6.45 亿元。分季度看，24Q1/Q2/Q3 营收分别为 71.49 亿元/80.69 亿元/64.80 亿元，分别同比-4.61%/-13.77%/-23.84%；归母净利润分别为 3.48 亿元/5.96 亿元/3.34 亿元，分别同比-9.81%/-37.23%/-67.23%。
- 回款管理见效，经营性现金流净流出额大幅收窄。公司 2024 年前三季度销售毛利率/销售净利率为 29.13%/5.81%，分别同比+0.07pct/-3.47pct，其中 24Q3 单季度销售毛利率/销售净利率为 28.92%/5.10%，分别同比-0.46pct/-6.89pct。2024 年前三季度公司主营业务期间费用率为 18.56%，同比+2.73pct；其中销售/管理/研发/财务费用率同比+1.77pct/+0.38pct/+0.37pct/+0.21pct。2024 年前三季度公司经营活动产生的现金流净额为-4.92 亿元，净流出额同比大幅收窄 89.66%，主要原因是本期加强经营回款，同比收现比提升，同时购买商品、接受劳务支付的现金减少，支付其他与经营活动有关的现金大幅减少 42.66% 综合所致。2024 年前三季度，应收款项融资期末余额 5.83 亿元，较期初余额减少 67.35%，主要原因是公司减少票据结算、票据到期兑付所致；应收票据及应收账款余额同比减少 25.36%。
- 探索非房业务，加码零售渠道，防水龙头渠道优化显效。业务方面，公司聚焦防水主业，积极拓展基建、仓储物流、保障房、民用建材领域，发力存量建筑市场、旧房及城中村改造、城市更新等业务，推广新产品，加强零售市场、非房市场的开发，提升市占率；公司积极探索非防水及海外两条新成长曲线，依托主业资源，发展砂粉、民用建材、建筑涂料、节能保温等非防水业务，同时全力推进海外业务，休斯顿、沙特、马来西亚等地的生产基地建设已在有序落地。渠道方面，销售模式由大 B 直销转为 C+小 B 渠道销售，工程渠道赋能合伙人发展，培育合伙人经营管理、业务拓展、施工服务及整体交付能力；零售渠道继续下沉，搭建线上线下融合的零售模式。公司零售业务形成了民建集团+建筑涂料零售+建筑修缮集团雨虹到家服务三大业务板块，聚焦服务于普通大众消费者家庭装修及重装翻新维修市场，稳扎稳打、持续发力。
- 防水行业空间仍存，公司积极回购，维持“强烈推荐”评级。行业层面，国内大多防水生产企业规模小、技术水平和生产工艺落后，随着行业标准及下游客户要求提高，行业集中度逐渐向头部靠拢，此外随着城市更新、房屋修缮等存量需求持续释放，防水行业需求结构正在发生转变。公司层面，东方雨虹面对行业变化，积极革新渠道和产品结构，除在防水行业市占率加速提升以外，砂粉集团、民间集团带来新增量，并积极推进海外布局，未来市场份额有望进一步提升。公司近期发布回购公司股份方案，拟用于回购的资金总额不低于人民币 5 亿元（含本数），且不超过人民币 10 亿元（含本数），回购价格不超过人民币 19.30 元/股（含本数），大额回购释放积极信号。考虑到防水行业需求仍显较弱，叠加公司计提减值损失，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.62 元、0.89 元、1.12 元，对应 PE 分别为 22.6x、15.7x、12.5x，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：地产和基建投资增速大幅下滑、沥青等原材料价格大幅上涨、新业务和零售渠道拓展不及预期、应收账款坏账风险。

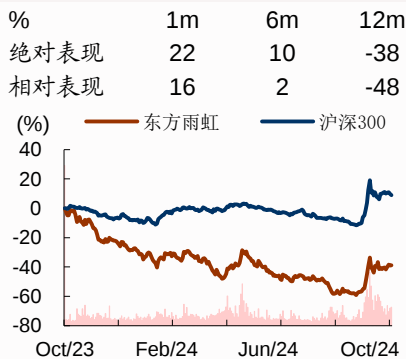
强烈推荐（维持）

中游制造/建材
目标估值：NA
当前股价：13.96 元

基础数据

总股本（百万股）	2436
已上市流通股（百万股）	1932
总市值（十亿元）	34.0
流通市值（十亿元）	27.0
每股净资产（MRQ）	10.7
ROE（TTM）	4.6
资产负债率	44.1%
主要股东	李卫国

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《东方雨虹 (002271) —渠道转型效果显著，非防水业务维持增长》2024-08-31
- 《东方雨虹 (002271) —计提影响业绩，零售渠道占比提升》2024-04-25
- 《东方雨虹 (002271) —业绩稳健增长，渠道优化盈利改善》2023-11-01

郑晓刚 S1090517070008
zhengxiaogang@cmschina.com.cn
袁定云 S1090523070010
yuandingyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	31214	32823	28376	31472	34697
同比增长	-2%	5%	-14%	11%	10%
营业利润(百万元)	2579	2949	1938	2799	3524
同比增长	-49%	14%	-34%	44%	26%
归母净利润(百万元)	2121	2273	1504	2169	2726
同比增长	-50%	7%	-34%	44%	26%
每股收益(元)	0.87	0.93	0.62	0.89	1.12
PE	16.0	15.0	22.6	15.7	12.5
PB	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：东方雨虹历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：东方雨虹历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	32346	32579	29853	30376	31127
现金	10539	9120	9518	7897	6415
交易性投资	607	636	636	636	636
应收票据	508	617	533	591	652
应收款项	10879	9568	8255	9155	10094
其它应收款	2144	4076	3524	3908	4308
存货	1575	2511	2157	2389	2630
其他	6094	6053	5230	5799	6392
非流动资产	18244	18595	20132	21543	22838
长期股权投资	200	81	81	81	81
固定资产	8563	10453	12258	13911	15423
无形资产商誉	2342	2613	2352	2116	1905
其他	7140	5448	5440	5434	5429
资产总计	50591	51174	49985	51918	53965
流动负债	21961	19737	19095	19749	20355
短期借款	6254	4999	5794	5682	5491
应付账款	4489	4297	3705	4103	4517
预收账款	3324	3573	3080	3411	3755
其他	7894	6869	6517	6553	6591
长期负债	1439	2730	2730	2730	2730
长期借款	544	1709	1709	1709	1709
其他	895	1021	1021	1021	1021
负债合计	23401	22467	21825	22479	23085
股本	2518	2518	2436	2436	2436
资本公积金	9600	9180	8713	8713	8713
留存收益	14690	16676	16668	17935	19360
少数股东权益	381	333	342	355	371
归属于母公司所	26809	28374	27818	29084	30509
负债及权益合计	50591	51174	49985	51918	53965

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	654	2103	4571	2029	2650
净利润	2119	2287	1513	2182	2743
折旧摊销	775	921	1160	1286	1402
财务费用	190	127	361	377	380
投资收益	12	45	(449)	(439)	(441)
营运资金变动	(2160)	(1005)	1989	(1381)	(1440)
其它	(282)	(272)	(1)	5	5
投资活动现金流	(4729)	(1818)	(2250)	(2260)	(2259)
资本支出	(4223)	(1884)	(2699)	(2699)	(2699)
其他投资	(506)	67	449	439	441
筹资活动现金流	(1029)	(1555)	(1923)	(1391)	(1873)
借款变动	792	(881)	498	(111)	(191)
普通股增加	(3)	0	(82)	0	0
资本公积增加	(851)	(420)	(467)	0	0
股利分配	(756)	(252)	(1511)	(902)	(1301)
其他	(212)	(2)	(361)	(377)	(380)
现金净增加额	(5104)	(1269)	398	(1621)	(1481)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31214	32823	28376	31472	34697
营业成本	23171	23735	20461	22660	24947
营业税金及附加	253	283	245	271	299
营业费用	2658	2978	2660	2919	3183
管理费用	1795	1539	1790	1698	1734
研发费用	556	606	524	581	571
财务费用	245	129	361	377	380
资产减值损失	(392)	(1037)	(847)	(607)	(498)
公允价值变动收益	(5)	(11)	(22)	(13)	(15)
其他收益	453	489	483	475	483
投资收益	(12)	(45)	(12)	(23)	(27)
营业利润	2579	2949	1938	2799	3524
营业外收入	60	48	43	50	47
营业外支出	35	43	32	37	37
利润总额	2603	2953	1948	2812	3534
所得税	485	666	436	630	791
少数股东损益	(2)	14	9	13	16
归属于母公司净利润	2121	2273	1504	2169	2726

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-2%	5%	-14%	11%	10%
营业利润	-49%	14%	-34%	44%	26%
归母净利润	-50%	7%	-34%	44%	26%
获利能力					
毛利率	25.8%	27.7%	27.9%	28.0%	28.1%
净利率	6.8%	6.9%	5.3%	6.9%	7.9%
ROE	8.0%	8.2%	5.4%	7.6%	9.1%
ROIC	6.7%	6.8%	5.0%	6.8%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	43.9%	43.7%	43.3%	42.8%
净负债比率	14.6%	13.7%	15.0%	14.2%	13.3%
流动比率	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	15.5	11.6	8.8	10.0	9.9
应收账款周转率	2.9	3.0	3.0	3.4	3.4
应付账款周转率	4.4	5.4	5.1	5.8	5.8
每股资料(元)					
EPS	0.87	0.93	0.62	0.89	1.12
每股经营净现金	0.27	0.86	1.88	0.83	1.09
每股净资产	11.00	11.65	11.42	11.94	12.52
每股股利	0.10	0.62	0.37	0.53	0.67
估值比率					
PE	16.0	15.0	22.6	15.7	12.5
PB	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.7	12.5	14.0	10.8	9.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。