

东方雨虹(002271)

报告日期: 2024 年 11 月 26 日

## 经营质量显著改善, 积极回购彰显信心

## ——东方雨虹更新报告

## 投资要点

## □ 公司发布 2024 年三季报。

2024 年前三季度公司实现收入 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%; 实现扣非归母净利润 10.99 亿元, 同比下降 49.41%。

2024 年单 Q3 公司实现收入 64.80 亿元, 同比下降 23.84%; 实现归母净利润 3.34 亿元, 同比下降 67.23%; 实现扣非归母净利润 2.63 亿元, 同比下降 71.72%。

## □ 零售/工程渠道逆势增长, 直销业务收缩影响整体收入。

公司大力发展民建战略, 新品类仍然实现较快增长, 渠道赋能叠加客单价提升逻辑下有望持续提升市占率、贡献业绩弹性。2024 年前三季度零售渠道收入 78 亿元, 实现逆势增长。其中, 民建集团前三季度实现收入 72 亿元, 同比增长约 9%。依托原有渠道下公司零售渠道占比快速提升, 有利于公司优化盈利结构和优化现金流。同时工程渠道前三季度实现收入 100 亿元, 实现逆势增长。公司前三季度收入下滑主要系直销业务收入下滑, 其中地产集采前三季度营业收入同比下降幅度超过 60%, 施工收入下降亦影响直销收入规模, 渠道结构持续优化调整。同时, 公司坚持海外优先战略, 加速推动全球布局, 截至 2024 年中报已在越南、马来西亚、新加坡、印尼、沙特、墨西哥、加拿大、美国等多国设立海外公司或办事处。

## □ C+小 B 优先, 渠道变革改善财务报表质量。

零售优先、合伙人优先的渠道变革成效显著, 目前 C 端和小 B 端占公司收入比重达到 80%, 公司销售模式已经由原来地产大 B 为主的直销模式转型升级为以 C 和小 B 为主的渠道销售模式, 盈利能力及现金流情况改善。公司 24Q3 经营性现金流净额 8.35 亿元, 而 23Q3 为 -8.17 亿元, 我们认为主要系加强经营回款, 24Q3 收现比 1.15, 同比+0.18, 同时购买商品、接受劳务支付的现金减少。2024 年三季度末公司应收款项 106.75 亿元, 同比下降 29.30%, 应收账款同比明显改善。

## □ 毛利率稳定, 预计费用率仍有优化空间。

公司 2024 年单 Q3 毛利率 28.92%, 同/环比分别-0.46/+0.11pct, 24 前三季度毛利率 29.13%相对稳定。单 Q3 净利率 5.15%, 同/环比分别-6.89/-2.23pct, 主要系期间费用率影响。24Q3 期间费用率 18.48%, 同比+3.84pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.05/+0.20/+0.35/+0.23pct。公司销售费用主要为人工费用及市场推广费用, 其中市场推广费用主要投放在零售市场。我们认为, 随着渠道结构调整及需求下行速度边际趋缓, 收入端有望改善, 叠加公司对公司销售费用率仍有优化空间。

## □ 拟回购 5-10 亿元, 彰显公司长期发展信心。

公司发布回购方案, 拟用于回购的资金总额为 5-10 亿元, 约占公司总股本比例的 1.06%-2.13%。本次回购股份用于注销并减少公司注册资本, 彰显公司对自身长期发展的信心。

## □ 盈利预测与估值

我们认为, 2024 年公司工程端渠道变革有望持续改善盈利结构同时优化经营质量, 防水市占率有望持续提升, 非防水品类依靠零售渠道有望快速扩张贡献业绩弹性, 我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 292.98、315.18、344.07 亿元, 同比增长-10.74%、7.58%、9.17%, 实现归母净利润 15.22、21.41、27.84 亿元, 同比增长-33.03%、40.61%、30.04%, 对应 PE 为 21.33、15.17、11.67X。我们看好公司作为防水龙头强大的工程端订单获取能力和零售端渠道能力, 渠道变革带来经营质量明显改善, 此外非防水业务协同增长以及海外布局有望贡献增量, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示

## 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师: 刘梓晔

执业证书号: S1230524090016

liuziye@stocke.com.cn

## 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 13.33   |
| 总市值(百万元) | 32,476.09 |
| 总股本(百万股) | 2,436.32  |

## 股票走势图



## 相关报告

- 1 《零售持续高增速, 渠道变革改善报表质量》2023.10.26
- 2 《渠道变革改善盈利结构+现金流, 涂料/砂粉表现亮眼》2023.08.14
- 3 《Q3 承压符合预期, 新规落地助力龙头 —— 东方雨虹点评报告》2022.10.28

基建、地产投资增速不及预期；沥青等原材料价格波动风险等；工程业务回款不及预期；渠道拓展不及预期；新品类业务拓展不及预期等。

## 财务摘要

| (百万元)     | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 32822.53 | 29298.14 | 31518.02 | 34407.40 |
| (+/-) (%) | 5.15%    | -10.74%  | 7.58%    | 9.17%    |
| 归母净利润     | 2273.33  | 1522.40  | 2140.58  | 2783.51  |
| (+/-) (%) | 7.16%    | -33.03%  | 40.61%   | 30.04%   |
| 每股收益(元)   | 0.93     | 0.62     | 0.88     | 1.14     |
| P/E       | 14.29    | 21.33    | 15.17    | 11.67    |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 32,579 | 32,332 | 32,409 | 33,720 |
| 现金             | 9,120  | 13,140 | 12,125 | 12,617 |
| 交易性金融资产        | 636    | 449    | 564    | 550    |
| 应收账款           | 10,185 | 8,853  | 8,947  | 8,904  |
| 其它应收款          | 4,076  | 2,150  | 2,795  | 3,283  |
| 预付账款           | 1,078  | 921    | 945    | 1,074  |
| 存货             | 2,511  | 1,667  | 1,904  | 2,207  |
| 其他             | 4,975  | 5,153  | 5,128  | 5,085  |
| <b>非流动资产</b>   | 18,595 | 20,561 | 22,026 | 22,795 |
| 金融资产类          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 81     | 156    | 146    | 128    |
| 固定资产           | 10,453 | 11,947 | 13,553 | 14,701 |
| 无形资产           | 2,268  | 2,480  | 2,721  | 2,879  |
| 在建工程           | 1,370  | 1,271  | 882    | 538    |
| 其他             | 4,423  | 4,707  | 4,724  | 4,549  |
| <b>资产总计</b>    | 51,174 | 52,893 | 54,434 | 56,515 |
| <b>流动负债</b>    | 19,737 | 20,087 | 20,666 | 21,148 |
| 短期借款           | 4,999  | 5,794  | 5,682  | 5,491  |
| 应付款项           | 4,297  | 4,506  | 4,432  | 4,848  |
| 预收账款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 10,441 | 9,788  | 10,551 | 10,808 |
| <b>非流动负债</b>   | 2,730  | 2,626  | 2,653  | 2,670  |
| 长期借款           | 1,709  | 1,709  | 1,709  | 1,709  |
| 其他             | 1,021  | 917    | 945    | 961    |
| <b>负债合计</b>    | 22,467 | 22,713 | 23,319 | 23,818 |
| 少数股东权益         | 333    | 342    | 355    | 371    |
| 归属母公司股东权益      | 28,374 | 29,838 | 30,761 | 32,326 |
| <b>负债和股东权益</b> | 51,174 | 52,893 | 54,434 | 56,515 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2,103   | 5,735   | 3,097   | 4,319   |
| 净利润            | 2,287   | 1,532   | 2,153   | 2,800   |
| 折旧摊销           | 921     | 801     | 947     | 1,090   |
| 财务费用           | 129     | 277     | 272     | 268     |
| 投资损失           | 45      | 45      | 45      | 45      |
| 营运资金变动         | (1,281) | 1,740   | (816)   | (476)   |
| 其它             | 2       | 1,340   | 496     | 592     |
| <b>投资活动现金流</b> | (1,818) | (2,211) | (2,579) | (2,092) |
| 资本支出           | (1,210) | (2,118) | (2,079) | (1,802) |
| 长期投资           | 119     | (75)    | 10      | 18      |
| 其他             | (727)   | (18)    | (510)   | (308)   |
| <b>筹资活动现金流</b> | (1,555) | 497     | (1,533) | (1,735) |
| 短期借款           | (1,256) | 795     | (111)   | (191)   |
| 长期借款           | 1,165   | 0       | 0       | 0       |
| 其他             | (1,464) | (298)   | (1,421) | (1,545) |
| <b>现金净增加额</b>  | (1,269) | 4,021   | (1,015) | 492     |

### 利润表

| (百万元)           | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 32,823 | 29,298 | 31,518 | 34,407 |
| 营业成本            | 23,735 | 21,032 | 22,574 | 24,583 |
| 营业税金及附加         | 283    | 252    | 272    | 296    |
| 营业费用            | 2,978  | 3,223  | 3,152  | 3,097  |
| 管理费用            | 1,539  | 1,523  | 1,643  | 1,732  |
| 研发费用            | 606    | 525    | 569    | 624    |
| 财务费用            | 129    | 277    | 272    | 268    |
| 资产减值损失          | 1,039  | 927    | 725    | 688    |
| 公允价值变动损益        | (11)   | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益           | (45)   | (45)   | (45)   | (45)   |
| 其他经营收益          | 491    | 405    | 428    | 456    |
| <b>营业利润</b>     | 2,949  | 1,898  | 2,695  | 3,530  |
| 营业外收支           | 5      | 5      | 5      | 5      |
| <b>利润总额</b>     | 2,953  | 1,903  | 2,700  | 3,534  |
| 所得税             | 666    | 372    | 546    | 734    |
| <b>净利润</b>      | 2,287  | 1,532  | 2,153  | 2,800  |
| 少数股东损益          | 14     | 9      | 13     | 17     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2,273  | 1,522  | 2,141  | 2,784  |
| EBITDA          | 4,090  | 2,927  | 3,864  | 4,838  |
| EPS (最新摊薄)      | 0.93   | 0.62   | 0.88   | 1.14   |

### 主要财务比率

|                | 2023   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |         |        |        |
| 营业收入           | 5.15%  | -10.74% | 7.58%  | 9.17%  |
| 营业利润           | 14.33% | -35.63% | 41.97% | 30.98% |
| 归属母公司净利润       | 7.16%  | -33.03% | 40.61% | 30.04% |
| <b>获利能力</b>    |        |         |        |        |
| 毛利率            | 27.69% | 28.22%  | 28.38% | 28.55% |
| 净利率            | 6.97%  | 5.23%   | 6.83%  | 8.14%  |
| ROE            | 8.13%  | 5.17%   | 6.98%  | 8.72%  |
| ROIC           | 6.89%  | 4.51%   | 6.00%  | 7.41%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |         |        |        |
| 资产负债率          | 43.90% | 42.94%  | 42.84% | 42.14% |
| 净负债比率          | 31.18% | 34.50%  | 33.42% | 31.68% |
| 流动比率           | 1.65   | 1.61    | 1.57   | 1.59   |
| 速动比率           | 1.52   | 1.53    | 1.48   | 1.49   |
| <b>营运能力</b>    |        |         |        |        |
| 总资产周转率         | 0.65   | 0.56    | 0.59   | 0.62   |
| 应收账款周转率        | 3.21   | 3.17    | 3.34   | 3.38   |
| 应付账款周转率        | 6.43   | 6.16    | 6.52   | 6.67   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |        |
| 每股收益           | 0.93   | 0.62    | 0.88   | 1.14   |
| 每股经营现金         | 0.86   | 2.35    | 1.27   | 1.77   |
| 每股净资产          | 11.27  | 12.25   | 12.63  | 13.27  |
| <b>估值比率</b>    |        |         |        |        |
| P/E            | 14.29  | 21.33   | 15.17  | 11.67  |
| P/B            | 1.18   | 1.09    | 1.06   | 1.00   |
| EV/EBITDA      | 11.29  | 9.32    | 7.29   | 5.67   |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>