

东方雨虹 (002271.SZ) 减值拖累业绩，零售业务稳健增长

2024年04月19日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

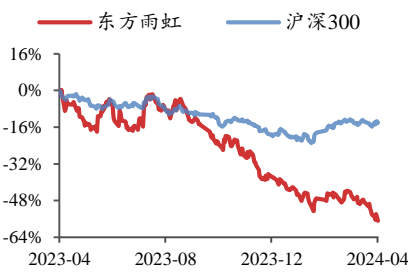
张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2024/4/19
当前股价(元)	13.54
一年最高最低(元)	32.80/13.42
总市值(亿元)	341.00
流通市值(亿元)	270.21
总股本(亿股)	25.18
流通股本(亿股)	19.96
近3个月换手率(%)	129.04

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《品类渠道驱动零售高速增长，国债利好小B赛道——公司信息更新报告》-2023.10.27
- 《渠道转型+品类拓展，业绩成长性持续凸显——公司信息更新报告》-2023.8.11
- 《零售业务成为核心驱动力，业绩弹性加速释放——2023年一季度报告点评》-2023.4.26

● 减值拖累业绩，零售业务稳健增长，维持“买入”评级

公司发布年报：2023年公司实现营业收入328.23亿元，同比+5.15%；实现归母净利润22.73亿元，同比+7.16%；实现扣非后归母净利润18.41亿元，同比+2.05%。综合毛利率27.69%，同比+1.92pct；净利率6.97%，同比+0.18pct。其中Q4实现营业收入74.62亿元，环比-12.29%；实现归母净利润-0.80亿元，环比-107.87%；实现扣非后归母净利润-3.31亿元，环比-135.63%。考虑到房地产行业下行，公司业绩承压以及坏账压力，我们适当下调2024-2025年盈利预测，并新增2026年盈利预测，我们预计2024-2026年公司实现归母净利润28.4/30.6/34.7亿元（2024-2025前值为52.2/70.0亿元），同比+24.8%/+7.9%/+13.2%；EPS分别为1.13/1.22/1.38元；对应当前股价PE为12.5/11.5/10.2倍。考虑公司为行业龙头，多品类扩张驱动长期成长，维持“买入”评级。

● 零售优先，民建集团保持高增长

(1) 分产品看：公司防水卷材/防水涂料/砂浆粉料/工程施工业务分别实现收入133.14/96.85/41.96/32.45亿元，占比分别40.56%/29.51%/12.79%/9.89%，收入同比分别+6.71%/+13.85%/+40.00%/-26.30%，其中工程施工收入下滑系公司考虑风控政策主动收缩；毛利率分别为27.01%/37.03%/27.56%/14.49%，分别同比+1.73pct/+4.48pct/+4.67pct/-9.03pct。(2) 分渠道看：2023年公司零售业务实现营收92.87亿元，同比+28.11%，营收占比28.29%，同比+5.06pct；工程渠道收入125.10亿元，同比+22.58%，营收占比38.12%，同比+5.43pct；直销业务收入103.68亿元，同比-19.63%，营收占比31.59%，同比-9.74pct。(2) 民建集团保持高增长：2023年民建集团实现营业收入81.8亿元，同比增长34.58%。截至2023年年末，民建集团实现经销商数量近5000家，分销网点超22万家。公司加速以“虹哥汇”为核心的会员运营体系建设，截至2023年年末，“虹哥汇”会员数量已突破270万人。

● 费用率略有下降，现金流转好，应收账款账龄增加，减值提升

(1) 费用率略有下降：公司期间费用率合计16.00%，同比-0.83pct。其中，销售费用同比+12.06%，费用率9.07%，同比+0.56pct；管理费用费用同比-14.23%，费用率4.69%，同比-1.06pct；财务费用同比-47.58%，费用率0.39%，费用率同比-0.39pct；研发费用同比+8.87%，费用率1.85%，同比+0.06pct。(2) 应收账款账龄增加，减值提升：2023年公司信用+资产减值合计为10.4亿元，（2022年同期为3.93亿元），主因应收账款长账龄比例提升，拖累全年利润。(3) 现金流转好：2023年公司经营净现金流净额为21.03亿元，同比+14.49亿元；应收周转天数112天，同比基本持平，收现比同比-3pct至102%，净现比同比+61pct至92%。(4) 公司分红力度加大：2023年公司每股派发现金0.6元，对应派息率为66%，当前股价对应股息率为4.3%。

● 风险提示：原材料价格波动；地产和基建投资下行导致需求不及预期；多品类业务扩展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31,214	32,823	35,651	39,323	43,195
YOY(%)	-2.3	5.2	8.6	10.3	9.8
归母净利润(百万元)	2,121	2,273	2,837	3,062	3,466
YOY(%)	-49.5	7.2	24.8	7.9	13.2
毛利率(%)	25.8	27.7	27.7	27.7	27.6
净利率(%)	6.8	6.9	8.0	7.8	8.0
ROE(%)	7.8	8.0	9.0	9.0	9.3
EPS(摊薄/元)	0.84	0.90	1.13	1.22	1.38
P/E(倍)	16.7	15.6	12.5	11.5	10.2
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	32346	32579	36934	38552	43407
现金	10539	9120	13013	10926	15188
应收票据及应收账款	11387	10185	11523	12380	13742
其他应收款	2144	4076	2680	4771	3414
预付账款	845	1078	1011	1293	1237
存货	1575	2511	1925	2971	2410
其他流动资产	5856	5611	6782	6212	7416
非流动资产	18244	18595	18881	19341	19758
长期投资	200	81	107	98	78
固定资产	8563	10453	10653	10967	11250
无形资产	2191	2268	2470	2711	2907
其他非流动资产	7290	5793	5651	5565	5523
资产总计	50591	51174	55814	57893	63165
流动负债	21961	19737	21853	21622	24109
短期借款	6254	4999	4999	5478	4999
应付票据及应付账款	4489	4297	4613	4337	5474
其他流动负债	11218	10441	12242	11807	13637
非流动负债	1439	2730	2413	2095	1769
长期借款	544	1709	1392	1074	748
其他非流动负债	895	1021	1021	1021	1021
负债合计	23401	22467	24266	23717	25878
少数股东权益	381	333	337	344	351
股本	2518	2518	2518	2518	2518
资本公积	10721	10422	10422	10422	10422
留存收益	14666	16691	19172	21914	25082
归属母公司股东权益	26809	28374	31211	33832	36936
负债和股东权益	50591	51174	55814	57893	63165

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	654	2103	5517	-208	7028
净利润	2119	2287	2841	3069	3473
折旧摊销	775	921	884	974	1053
财务费用	245	129	215	164	120
投资损失	12	45	-43	-2	3
营运资金变动	-2928	-1999	892	-5132	1719
其他经营现金流	431	720	728	719	660
投资活动现金流	-4729	-1818	-1142	-1445	-1486
资本支出	4223	1884	1144	1444	1490
长期投资	1137	-311	-26	9	20
其他投资现金流	-1643	378	28	-10	-16
筹资活动现金流	-1029	-1555	-482	-915	-800
短期借款	126	-1256	0	480	-480
长期借款	-560	1165	-317	-318	-326
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	-1165	-165	-1077	5
现金净增加额	-5118	-1264	3894	-2567	4742

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31214	32823	35651	39323	43195
营业成本	23171	23735	25769	28442	31261
营业税金及附加	253	283	287	318	354
营业费用	2658	2978	3042	3425	3763
管理费用	1795	1539	1676	1916	2067
研发费用	556	606	650	720	790
财务费用	245	129	215	164	120
资产减值损失	-78	-286	-237	-288	-307
其他收益	453	489	434	471	462
公允价值变动收益	-5	-11	-15	-12	-13
投资净收益	-12	-45	43	2	-3
资产处置收益	0	1	0	1	1
营业利润	2579	2949	3524	3803	4332
营业外收入	60	48	35	41	46
营业外支出	35	43	40	34	38
利润总额	2603	2953	3519	3810	4340
所得税	485	666	678	741	867
净利润	2119	2287	2841	3069	3473
少数股东损益	-2	14	4	6	7
归属母公司净利润	2121	2273	2837	3062	3466
EBITDA	3477	4017	4449	4807	5373
EPS(元)	0.84	0.90	1.13	1.22	1.38

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-2.3	5.2	8.6	10.3	9.8
营业利润(%)	-49.4	14.3	19.5	7.9	13.9
归属于母公司净利润(%)	-49.5	7.2	24.8	7.9	13.2
获利能力					
毛利率(%)	25.8	27.7	27.7	27.7	27.6
净利率(%)	6.8	6.9	8.0	7.8	8.0
ROE(%)	7.8	8.0	9.0	9.0	9.3
ROIC(%)	6.3	6.6	7.4	7.4	7.9
偿债能力					
资产负债率(%)	46.3	43.9	43.5	41.0	41.0
净负债比率(%)	-9.2	-4.8	-17.5	-9.6	-22.4
流动比率	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.2	3.2	3.4	3.3	3.3
应付账款周转率	6.2	6.4	6.4	6.4	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.90	1.13	1.22	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.84	2.19	-0.08	2.79
每股净资产(最新摊薄)	10.64	11.27	12.39	13.43	14.67
估值比率					
P/E	16.7	15.6	12.5	11.5	10.2
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.4	8.4	6.6	6.6	5.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn