

东方雨虹 (002271.SZ)
装修建材

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月02日

评级: 买入(维持)

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师: 聂磊

执业证书编号: S0740521120003

Email: nielei@zts.com.cn

分析师: 王鹏

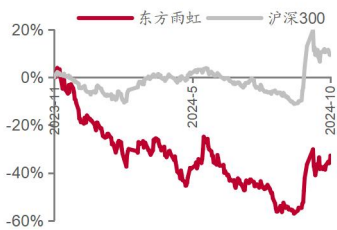
执业证书编号: S0740523020001

Email: wangpeng07@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,436.32
流通股本(百万股)	1,932.22
市价(元)	14.22
市值(百万元)	34,644.41
流通市值(百万元)	27,476.21

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《东方雨虹 23 年报及 24 一季报点评: 从直销到渠道, 化风险提盈利》
2024-05-01

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	31,214	32,823	28,343	31,812	35,971
增长率 yoy%	-2%	5%	-14%	12%	13%
归母净利润(亿元)	2,121	2,273	1,643	2,029	2,774
增长率 yoy%	-50%	7%	-28%	23%	37%
每股收益(元)	0.87	0.93	0.67	0.83	1.14
每股现金流量	0.27	0.86	3.06	0.66	0.66
P/E	16.3	15.2	21.1	17.1	12.5
P/B	1.3	1.2	1.2	1.3	1.1

备注: 股价截止自 2024 年 11 月 01 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **事件:** 10 月 28 日公司公布 2024 年三季报, 前三季度实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 216.99、12.77、10.99 亿, 分别同比-14.44%、-45.73%、-49.41%, 2024Q3 实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 64.80、3.34 和 2.63 亿, 分别同比-23.84%、-67.23%和-71.69%, 分别环比-19.69%、-43.91%和-50.00%。
- **前三季度业绩承压, Q3 毛利率环比企稳。** 前三季度国内地产和基建需求承压, 公司收入规模下降, 导致整体费用率提升, 叠加减值损失计提, 净利润同比下滑较多。Q1、Q2、Q3 各季度营收同比分别-4.61%、-13.77%和-23.84%。前三季度公司综合毛利率为 29.13%、同比+0.07pct, 其中 Q3 毛利率 28.92%、同比-0.46pct、环比+0.11pct。前三季度公司期间费用率为 18.56%, 同比+2.73pct, 其中, 销售/管理费用率分别同比+1.77pct/+0.52pct, 或与营收下降以及加大零售渠道市场推广有关。前三季度公司计提信用减值 6.34 亿元, 同比+1.93%, 其中 Q3 计提信用减值 2.68 亿元、同比+24.65%。综上, 前三季度公司销售净利率为 5.81%, 同比-3.47pct。 **坚定转型“C+小B”, 经营质量明显改善。** 近年来公司销售模式由原来地产大 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, 前三季度 C 端和小 B 端收入占比已达 80%、地产集采收入同比下降超 60%, 由此带来多维度的经营质量改善。现金流量方面: 前三季度经营活动产生的现金流量净额同比+89.66%, 单三季度实现 8.35 亿元。收现比方面: 前三季度收现比达到 1, 单三季度销售商品、提供劳务收到的现金 74.62 亿元, 营业收入 64.80 亿元, 收现比达 1.15。应收账款方面: Q3 末应收账款环比 Q2 末显著下降。
- **防水龙头逆势发展, 渠道结构不断优化, 未来发展前景光明。** 公司作为防水行业龙头, 渠道结构持续优化。尽管前三季度工程和零售市场都面临需求压力, 但依靠市占率提升、新品类新业务的发展, 收入表现优于行业整体水平。零售渠道方面, 民建集团依靠防水渠道的协同性, 特种砂浆、墙面辅材等新品类实现较快增长, 前三季度收入 72 亿元, 同比逆势增长 6 亿元; 工程渠道方面, 大力发展“合伙人制度”, 不断抢占空白市场, 市场份额得以提升, 前三季度实现营业收入 100 亿元, 同样实现逆势增长。同时, 近年公司通过在部分国家成立分子公司, 搭建海外销售团队、寻求海外投资并购机会, 有望在国际市场占据有利地位。综上, 虽然需求可能阶段性仍有压力, 但公司作为头部企业有望在行业供给出清、渠道结构优化、国际化布局中化危为机, 取得长足发展空间。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到前三季度地产需求不及预期, 我们下调盈利预测, 预计公司 2024-2026 归母净利润分别 16.43/20.29/27.74 亿 (2024-2026 前值分别为 29.87/36.07/43.01 亿), 对应当前股价的 2024-2026 年 PE 分别为 21.1/17.1/12.5X, 考虑到公司作为国内防水龙头, 有望在行业供给出清、渠道结构优化、国际化布局中取得持续发展空间, 我们维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游地产需求不及预期; 新品类扩张不及预期; 原材料价格大幅波动; 应收账款规模快速增长的风险; 资产和信用减值风险; 行业政策落地不及预期; 信息更新不及时带来的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,120	10,588	9,543	10,791	营业收入	32,823	28,343	31,812	35,971
应收票据	617	1,122	1,006	956	营业成本	23,735	20,438	22,857	25,845
应收账款	9,568	8,471	9,650	11,163	税金及附加	283	237	252	297
预付账款	1,078	839	985	1,073	销售费用	2,978	3,061	3,118	3,247
存货	2,511	1,663	1,823	2,163	管理费用	1,539	1,460	1,833	1,685
合同资产	2,331	2,413	2,689	3,040	研发费用	606	523	587	664
其他流动资产	9,686	6,553	7,794	9,169	财务费用	129	212	179	222
流动资产合计	32,579	29,236	30,802	35,315	信用减值损失	-753	-440	-502	-565
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-286	-286	-286	-286
长期股权投资	81	81	81	81	公允价值变动收益	-11	-11	-11	-11
固定资产	10,453	9,972	9,592	9,305	投资收益	-45	-12	-23	-23
在建工程	1,370	1,470	1,470	1,370	其他收益	489	471	471	477
无形资产	2,268	2,174	2,089	2,013	营业利润	2,949	2,135	2,636	3,605
其他非流动资产	4,423	4,437	4,449	4,458	营业外收入	47	43	42	42
非流动资产合计	18,595	18,134	17,681	17,226	营业外支出	43	43	43	43
资产合计	51,174	47,370	48,483	52,541	利润总额	2,953	2,135	2,635	3,604
短期借款	4,999	97	3,198	2,254	所得税	666	482	594	813
应付票据	818	1,039	1,231	1,063	净利润	2,287	1,653	2,041	2,791
应付账款	3,479	3,606	3,740	4,232	少数股东损益	14	10	12	17
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,273	1,643	2,029	2,774
合同负债	3,573	3,085	3,463	3,915	NOPLAT	2,387	1,817	2,179	2,963
其他应付款	5,432	5,432	5,432	5,432	EPS (按最新股本摊薄)	0.93	0.67	0.83	1.14
一年内到期的非流动负债	297	297	297	297					
其他流动负债	1,139	1,112	1,170	1,213	主要财务比率				
流动负债合计	19,737	14,668	18,532	18,407	会计年度	2023E	2024E	2025E	2026E
长期借款	1,709	1,809	1,824	1,839	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	5.2%	-13.6%	12.2%	13.1%
其他非流动负债	1,021	1,021	1,021	1,021	EBIT增长率	8.2%	-23.8%	19.9%	36.0%
非流动负债合计	2,730	2,830	2,845	2,860	归母公司净利润增长率	7.2%	-27.7%	23.4%	36.8%
负债合计	22,467	17,498	21,377	21,267	获利能力				
归属母公司所有者权益	28,374	29,529	26,751	30,902	毛利率	27.7%	27.9%	28.2%	28.2%
少数股东权益	333	343	355	371	净利率	7.0%	5.8%	6.4%	7.8%
所有者权益合计	28,707	29,871	27,106	31,274	ROE	7.9%	5.5%	7.5%	8.9%
负债和股东权益	51,174	47,370	48,483	52,541	ROIC	9.7%	8.3%	9.9%	12.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	43.9%	36.9%	44.1%	40.5%
					债务权益比	28.0%	10.8%	23.4%	17.3%
会计年度	2023E	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.7	2.0	1.7	1.9
经营活动现金流	2,103	7,453	1,612	1,619	速动比率	1.5	1.9	1.6	1.8
现金收益	3,337	2,991	3,297	4,052	营运能力				
存货影响	-936	848	-161	-340	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
经营性应收影响	1,255	1,117	-923	-1,265	应收账款周转天数	112	115	103	104
经营性应付影响	-946	347	326	324	应付账款周转天数	56	62	58	56
其他影响	-608	2,150	-927	-1,153	存货周转天数	31	37	27	28
投资活动现金流	-1,818	-501	-773	-604	每股指标 (元)				
资本支出	-2,208	-650	-613	-575	每股收益	0.93	0.67	0.83	1.14
股权投资	119	0	0	0	每股经营现金流	0.86	3.06	0.66	0.66
其他长期资产变化	271	149	-160	-29	每股净资产	11.65	12.12	10.98	12.68
融资活动现金流	-1,555	-5,483	-1,884	233	估值比率				
借款增加	-372	-4,802	3,117	-930	P/E	15.2	21.1	17.1	12.5
股利及利息支付	-385	-574	-627	-837	P/B	1.2	1.2	1.3	1.1
股东融资	49	0	0	0	EV/EBITDA	24	28	25	20
其他影响	-847	-107	-4,374	2,000					

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。