

东方雨虹 (002271.SZ)

成长韧性依旧突出，一体化经营开启新成长

买入

核心观点

成长韧性依旧突出，龙头地位持续稳固。2021 年公司实现营收 319.34 亿元，同比+47.0%，归母净利润 42.05 亿元，同比+24.1%，扣非归母净利润 38.7 亿元，同比+25.1%，EPS 为 1.74 元/股，略高于此前业绩快报，并拟 10 派 3 元（含税），在地产需求整体承压背景下，依托强大的渠道开拓力和品牌力，防水主市场份额进一步提升，销量同比快速增长，叠加非防水业务板块持续提升，成长性和韧性持续凸显；其中 Q4 单季实现营收 92.52 亿元，同比+37.0%，归母净利润 15.27 亿元，同比+21.3%，扣非归母净利润 13.99 亿元，同比+32.2%。

盈利能力环比改善，费用管控持续优化。2021 年公司综合毛利率 30.53%，同比-6.51pp，其中 Q4 单季度毛利率 30.31%，同比-0.29pp，环比+1.36pp，主要受沥青等原材料价格大幅上涨拖累，公司通过加强择机采购、规模优势等缓解了一定程度成本上涨压力，同时已于 3 月 16 日对卷材、涂料等部分主营产品进行了价格调整，调整幅度 10%-20%，预计通过提价有望进一步传导成本压力。期间费用率 14.57%，同比-3.34pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.94%/5.15%/0.73%/1.75%，同比-1.28/-0.65/-1.02/-0.38pp。受益于成本费用良好管控，同时叠加规模效应带来的进一步摊薄，有效对冲部分成本端压力，净利率实现 13.19%，同比-2.39pp，Q4 单季度 16.6%，同比-2.01pp，环比+2.93pp。

盈利质量总体良好，营运能力稳步提升。2021 年公司实现经营活动现金流净额 41.15 亿元，同比+4.1%，其中 Q4 单季度 103.98 亿元，同比+114.0%，现金流总体良好，主要受益于公司不断强化应收账款管控体系，加强销售回款提升盈利质量。应收账款和存货周转率分别为 16.94/4.30，上年同期为 8.51/3.70，周转速度明显提升。截止 2021 年末资产负债率 46.35%，同比-0.39pp，负债率总体平稳。

风险提示：地产投资下行超预期；沥青价格大幅上涨；应收账款增长超预期。

投资建议：一体化经营开启新成长，多元化布局拓宽护城河，维持“买入”

公司作为国内防水龙头，通过一体化经营组织变革打破渠道壁垒，深耕细作、持续下沉，同时配合产能基地的新一轮密集铺设，有望进一步强化防水主业核心竞争力，提升市场占有率，同时依托防水优势，多元化布局扩充品类，建筑涂料、砂浆、保温材料等业务的延伸，有望构筑更深、更宽护城河。预计 22-24 年 EPS 分别为 2.09/2.68/3.39 元/股，对应 PE 为 21.8/17.0/13.4x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,730	31,934	40,199	49,569	60,350
(+/-%)	19.7%	47.0%	25.9%	23.3%	21.8%
净利润(百万元)	3389	4205	5262	6756	8548
(+/-%)	64.0%	24.1%	25.2%	28.4%	26.5%
每股收益(元)	1.34	1.67	2.09	2.68	3.39
EBIT Margin	22.2%	17.8%	17.8%	18.3%	18.8%
净资产收益率 (ROE)	23.2%	16.0%	17.3%	18.8%	20.0%
市盈率 (PE)	33.9	27.3	21.8	17.0	13.4
EV/EBITDA	24.2	22.3	18.5	15.0	12.4
市净率 (PB)	7.85	4.36	3.76	3.20	2.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	45.55 元
总市值/流通市值	114786/90143 百万元
52 周最高价/最低价	64.14/36.42 元
近 3 个月日均成交额	1082.28 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《东方雨虹-002271-2021 年中报点评：业绩基本符合预期，成长动力依旧强劲》——2021-08-10

《东方雨虹-002271-2020 年年报及 2021 年一季报点评：高质量增长持续，长期成长路径清晰》——2021-04-19

《东方雨虹-002271-2020 年中报点评：增长与质量兼顾，防水龙头优势突出》——2020-08-31

《东方雨虹-002271-2019 年年报点评：高增长持续，经营质量有所改善》——2020-04-27

《东方雨虹-002271-2019 年中报点评：实现有质量的增长仍是未来工作重点》——2019-08-12

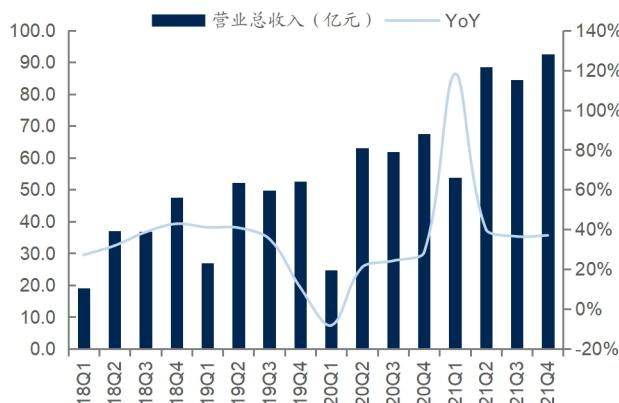
成长韧性依旧突出，龙头地位持续稳固。2021 年公司实现营收 319.34 亿元，同比+47.0%，归母净利润 42.05 亿元，同比+24.1%，扣非归母净利润 38.7 亿元，同比+25.1%，EPS 为 1.74 元/股，略高于此前业绩快报，并拟 10 派 3 元（含税），在地产需求整体承压背景下，依托强大的渠道开拓力和品牌力，防水主业市场份额进一步提升，销量同比快速增长，叠加非防水业务板块持续提升，成长性和韧性持续凸显；其中 Q4 单季度实现营收 92.52 亿元，同比+37.0%，实现归母净利润 15.27 亿元，同比+21.3%，扣非归母净利润 13.99 亿元，同比+32.2%。

图1：东方雨虹营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东方雨虹单季营业收入及增速



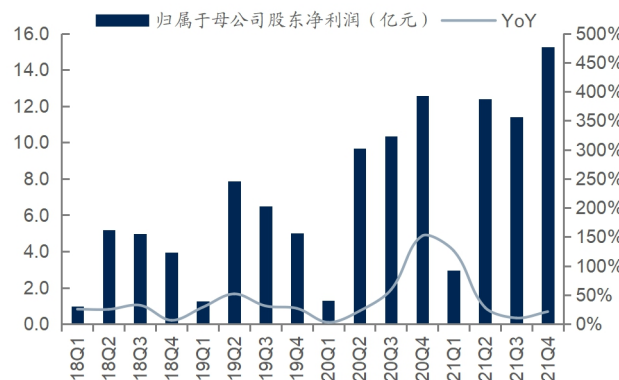
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：东方雨虹归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

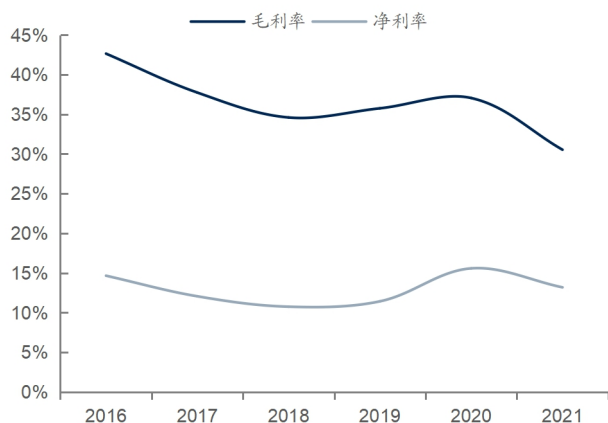
图4：东方雨虹单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

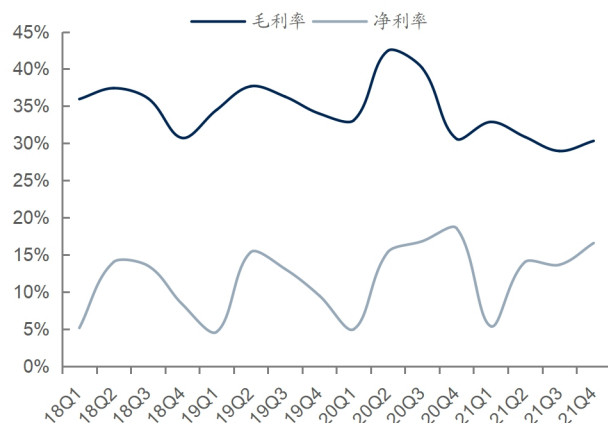
盈利能力环比改善，费用管控持续优化。2021 年公司综合毛利率 30.53%，同比-6.51pp，其中 Q4 单季度毛利率 30.31%，同比-0.29pp，环比+1.36pp，主要受沥青等原材料价格大幅上涨拖累，公司通过加强择机采购、规模优势等缓解了一定程度成本上涨压力，同时已于 3 月 16 日对卷材、涂料等部分主营产品进行了价格调整，调整幅度 10%-20%，预计通过提价有望进一步传导成本压力。期间费用率 14.57%，同比-3.34pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.94%/5.15%/0.73%/1.75%，同比-1.28/-0.65/-1.02/-0.38pp。受益于成本费用管控的良好管控，同时叠加规模效应带来的进一步摊薄，有效对冲部分成本端压力，净利率实现 13.19%，同比-2.39pp，Q4 单季度 16.6%，同比-2.01pp，环比+2.93pp。

图5：东方雨虹毛利率和净利率



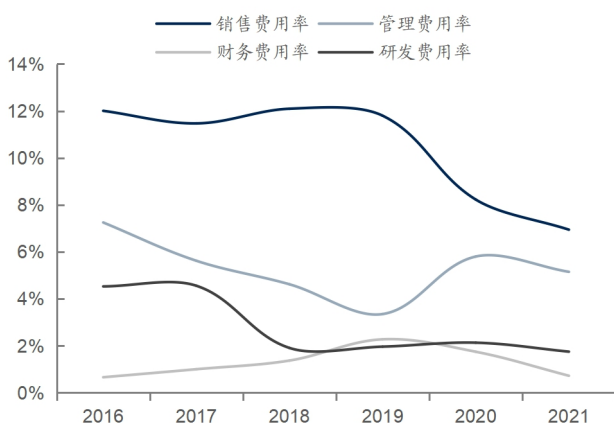
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：东方雨虹单季毛利率和净利率



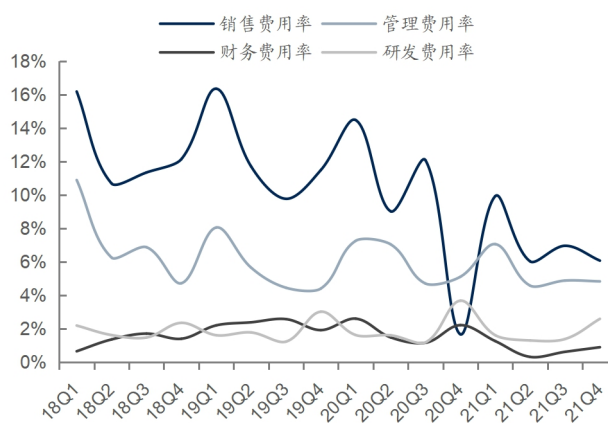
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：东方雨虹期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：东方雨虹单季期间费用率

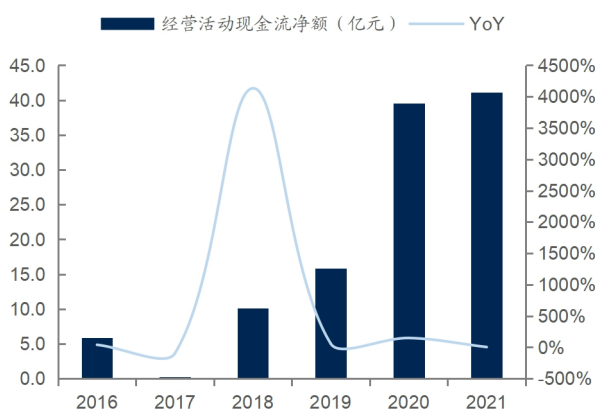


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

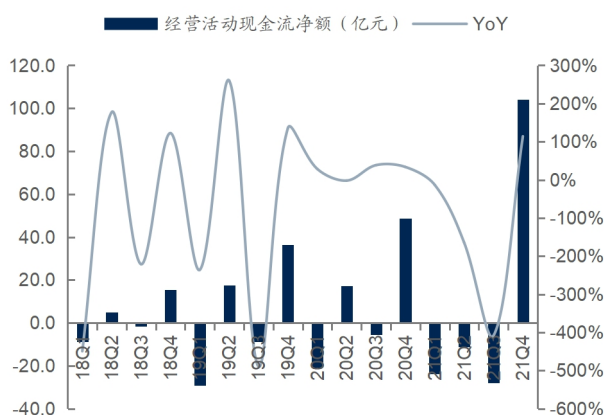
盈利质量总体良好，营运能力稳步提升。2021 年公司实现经营活动现金流净额 41.15 亿元，同比+4.1%，其中 Q4 单季度 103.98 亿元，同比+114.0%，现金流总体良好，主要受益于公司不断强化应收账款管控体系，加强销售回款提升盈利质量；截止 2021 年末应收账款和应收票据合计 104.21 亿元，同比+36.2%，存货和合同资产 14.21/27.02 亿元，同比+18.46%/+41.99%，应收账款和存货周转率分别为 16.94/4.30，上年同期为 8.51/3.70，周转速度明显提升。截止 2021 年末资产负债率 46.35%，同比-0.39pp，负债率总体平稳。

图9：东方雨虹经营性现金流净额及增速

图10：东方雨虹单季经营性现金流净额及增速

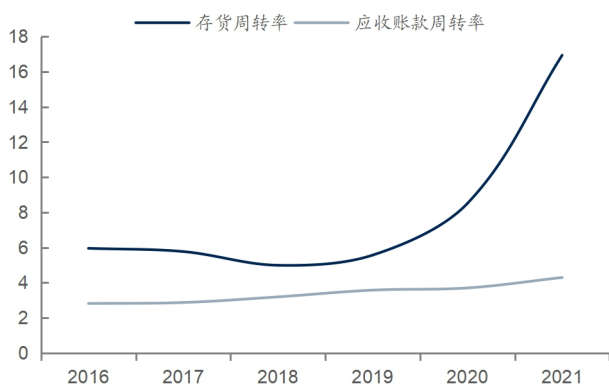


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



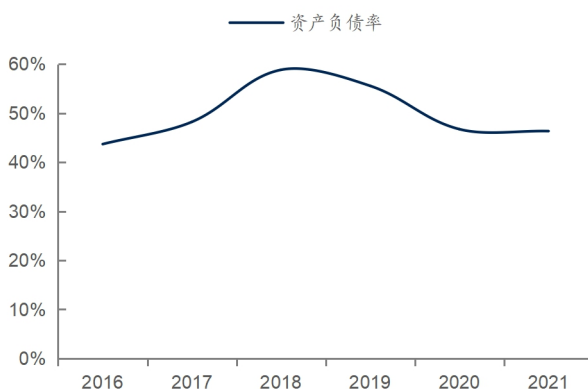
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 东方雨虹存货周转率和应收账款周转率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 东方雨虹资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

一体化经营开启新成长，多元化布局拓宽护城河，维持“买入”评级。公司作为国内防水龙头，通过一体化经营组织变革打破渠道壁垒，深耕细作、持续下沉，同时配合产能基地的新一轮密集铺设，有望进一步强化防水主业核心竞争力，提升市场占有率，同时依托防水优势，多元化布局扩充品类，建筑涂料、砂浆、保温材料等业务的延伸，有望构筑更深、更宽护城河。预计22-24年EPS分别为2.09/2.68/3.39元/股，对应PE为21.8/17.0/13.4x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	6016	16446	16419	16489	17447	营业收入	21730	31934	40199	49569	60350
应收款项	7979	11300	14366	17627	21246	营业成本	13681	22184	27938	33955	41038
存货净额	1199	1421	1888	2311	2817	营业税金及附加	186	213	261	322	392
其他流动资产	3894	6324	7582	9583	11525	销售费用	1788	2218	2774	3420	4164
流动资产合计	19387	35595	40360	46115	53140	管理费用	1261	1645	2076	2792	3385
固定资产	5467	7704	11028	15214	20395	财务费用	380	232	316	335	351
无形资产及其他	1491	1654	1587	1521	1455	投资收益	208	21	0	0	0
投资性房地产	1335	4594	4594	4594	4594	资产减值及公允价值变动	47	(36)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	166	187	280	337	412	其他收入	(486)	(330)	(400)	(500)	(600)
资产总计	27847	49733	57850	67782	79996	营业利润	4204	5098	6403	8215	10389
短期借款及交易性金融负债	2925	6255	6500	6825	7166	营业外净收支	(48)	2	(20)	(20)	(20)
应付款项	3643	5943	7147	8489	10448	利润总额	4155	5100	6383	8195	10369
其他流动负债	5565	8912	11140	13696	16504	所得税费用	769	887	1110	1425	1803
流动负债合计	12132	21111	24787	29010	34118	少数股东损益	(2)	9	11	14	18
长期借款及应付债券	422	1104	1104	1104	1104	归属于母公司净利润	3389	4205	5262	6756	8548
其他长期负债	461	835	1064	1365	1630	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	883	1939	2167	2468	2733	净利润	3389	4205	5262	6756	8548
负债合计	13016	23050	26954	31479	36851	资产减值准备	122	1	215	163	219
少数股东权益	217	389	391	394	397	折旧摊销	473	500	497	687	886
股东权益	14614	26294	30504	35909	42748	公允价值变动损失	(47)	36	30	30	30
负债和股东权益总计	27847	49733	57850	67782	79996	财务费用	380	232	316	335	351
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(9)	(3208)	(918)	(1321)	(817)
每股收益	1.34	1.67	2.09	2.68	3.39	其它	(124)	6	(213)	(161)	(216)
每股红利	0.28	0.35	0.42	0.54	0.68	经营活动现金流	3806	1539	4874	6154	8652
每股净资产	5.80	10.44	12.11	14.25	16.97	资本开支	0	(2662)	(4000)	(5000)	(6250)
ROIC	24%	18%	17%	19%	20%	其它投资现金流	(256)	194	0	0	0
ROE	23%	16%	17%	19%	20%	投资活动现金流	(422)	(2489)	(4093)	(5057)	(6325)
毛利率	37%	31%	31%	32%	32%	权益性融资	(30)	7996	0	0	0
EBIT Margin	22%	18%	18%	18%	19%	负债净变化	14	682	0	0	0
EBITDA Margin	24%	19%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(708)	(893)	(1052)	(1351)	(1710)
收入增长	20%	47%	26%	23%	22%	其它融资现金流	(377)	3805	245	325	341
净利润增长率	64%	24%	25%	28%	27%	融资活动现金流	(1796)	11380	(808)	(1026)	(1368)
资产负债率	48%	47%	47%	47%	47%	现金净变动	1587	10431	(28)	71	958
息率	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	4428	6016	16446	16419	16489
P/E	33.9	27.3	21.8	17.0	13.4	货币资金的期末余额	6016	16446	16419	16489	17447
P/B	7.9	4.4	3.8	3.2	2.7	企业自由现金流	465	(682)	1485	1866	3213
EV/EBITDA	24.2	22.3	18.5	15.0	12.4	权益自由现金流	102	3805	1469	1915	3264

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032