

## 东方雨虹(002271.SZ)

## 防水行业渐迎曙光，工渠零售双轮驱动

## 推荐（维持）

股价：28.73元

## 主要数据

行业	建材
公司网址	www.yuhong.com.cn
大股东/持股	李卫国/22.69%
实际控制人	李卫国
总股本(百万股)	2,518
流通A股(百万股)	1,986
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	732
流通A股市值(亿元)	577
每股净资产(元)	10.79
资产负债率(%)	41.7

## 行情走势图



## 证券分析师

杨侃	投资咨询资格编号 S1060514080002 BQV514 YANGKAN034@pingan.com.cn
郑南宏	投资咨询资格编号 S1060521120001 ZHENGNAHONG873@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **战略忧人心齐，上市以来成绩斐然。**东方雨虹为防水行业龙头，2005-2022年归母净利润从0.2亿元升至21.2亿元，CAGR达33.4%。我们认为除了受益地产、基建发展带来防水需求增加，更重要在于管理层善于洞察行业趋势，战略制定高瞻远瞩，从重点工程起家到发力地产集采，从广铺渠道到拉拢合伙人，从专注防水产品到品类多样，并通过股权激励计划、员工持股、合伙人机制激发员工积极性，助力公司业绩跨越式增长。
- **行业渐迎曙光，公司加速渠道转型。**尽管近两年地产萎缩等冲击较大，但展望后续不悲观，第一，防水新规已于2023年4月正式启用，目前深圳已率先实施，行业逐步迎来提标扩容，估算1万平建面的房地产项目防水支出较新规前增长50%。第二，地产新开工逐步筑底，随着销售复苏，2024年新开工有望迎来回升。第三，在地产直销增长乏力且回款不佳背景下，公司积极转型工程渠道，通过品牌背书、融资与技术支持吸引经销商加盟，并借助合伙人制度绑定利益，未来工程渠道收入或有望放量、对冲直销规模萎缩；且经销模式有助于改善现金流，未来经营质量或更佳。
- **聚焦零售优先，品类渠道资源领先。**零售业务是工程渠道外重要增长引擎。一方面，公司多品类布局打开零售客单价空间，其中民建集团聚焦防水防潮和铺贴美缝，估算铺贴、美缝、胶粘剂、墙面辅材合计客单价超千元，市场空间或200亿左右，卧牛山布局保温材料、市场空间达两千亿，德爱威建筑涂料市场空间亦达千亿；同时随着存量房陆续进入翻修阶段，叠加过去防水质量要求不高，建筑修缮空间亦不容小觑。另一方面，公司发展零售业务具备三大优势，一是防水品牌口碑好，且防水为家装前置工序，引入辅材有天然优势；二是经销网点众多且持续拓展，分销网点从21年末10万余家扩至22年末16万余家；三是拥有许多掌握基础辅材采购权的工长资源，虹哥汇会员高达200万人。得益于品类、渠道资源，公司零售板块收入增长快速，估算零售业务、非防水业务收入占比均超过20%。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31934	31214	36331	43460	49223
YOY(%)	47.0	-2.3	16.4	19.6	13.3
净利润(百万元)	4205	2120	3623	4960	6109
YOY(%)	24.1	-49.6	70.9	36.9	23.2
毛利率(%)	30.5	25.8	27.9	28.6	28.6
净利率(%)	13.2	6.8	10.0	11.4	12.4
ROE(%)	16.0	7.9	12.1	14.5	15.5
EPS(摊薄/元)	1.67	0.84	1.44	1.97	2.43
P/E(倍)	17.2	34.1	20.0	14.6	11.8
P/B(倍)	2.8	2.7	2.4	2.1	1.8

- **投资建议：**尽管近两年地产下行、成本上涨等导致行业承压，但我们依然看好公司未来发展。一是行业需求不悲观，防水新规自 2023 年 4 月已正式启用，尽管政策全面实施需要时间，但行业提标扩容趋势已定，并且地产新开工已经筑底，2024 年有望企稳反弹；二是公司积极转型，凭借强大的品牌、资金、渠道、技术、人才实力加速发展工程渠道、零售领域，减轻地产直销依赖，未来经营质量将逐步提升；三是新品类业务拓展成效显著，目前非防水产品收入占比或超过 20%，为公司未来发展打开新的成长空间。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 36.2 亿元、49.6 亿元、61.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 20.0 倍、14.6 倍、11.8 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）地产销售开工恢复、基建需求落地低于预期：当前地产处于弱复苏状态，若后续销售、开工修复不及预期，将影响防水行业需求修复；基建同理，若后续实物需求落地低于预期，亦将加剧防水需求压力。（2）防水新规落地不达预期：住建部防水新规自 4 月开始实施，但因政策涉及面广、房企资金压力紧张、监管存在一定难度，存在新规执行落地较慢、防水需求放量不及预期的风险。（3）原材料价格继续上涨，制约行业利润率：若后续油价继续上涨，带动沥青、乳液、聚醚等原材料继续涨价，加剧公司盈利压力。（3）应收账款回收不及时与坏账计提风险：若后续地产资金环境与房企违约情况未出现好转甚至恶化，将导致应收账款回收不及时、坏账计提压力增大的风险，拖累公司业绩表现。

# 正文目录

<b>一、 战略优人心齐，上市以来成绩斐然</b>	<b>5</b>
1.1 公司简介：防水行业龙头，业绩常年高增	5
1.2 历史发展：洞察行业趋势，战略执行双优	5
1.3 股权结构：长期重视激励，深度绑定利益	7
<b>二、 行业渐迎曙光，公司加速渠道转型</b>	<b>8</b>
2.1 深圳率先实施新规，行业迎来提标扩容	8
2.2 地产新开工改善可期，格局或将重塑	10
2.3 降低地产集采依赖，加速渠道转型	11
<b>三、 聚焦零售优先，品类渠道资源领先</b>	<b>12</b>
3.1 发力铺贴美缝涂料，客单价空间打开	12
3.2 存量房翻修正当时，修缮板块蓄势待发	14
3.3 经销网点持续拓展，虹哥汇资源众多	15
<b>四、 投资建议</b>	<b>16</b>
<b>五、 风险提示</b>	<b>18</b>

# 图表目录

图表 1	公司官网宣传图 .....	5
图表 2	公司分产品营收结构 .....	5
图表 3	公司业绩长期保持较快增长 .....	5
图表 4	公司利润率常年保持高水平 .....	5
图表 7	防水龙头营收占规模以上防水企业收入比重变化 .....	7
图表 8	公司股权结构（2022 年年报） .....	7
图表 9	公司组织架构 .....	8
图表 10	防水新规下各类工程与环境下防水做法 .....	9
图表 11	1 万平建面地产项目防水造价估算 .....	9
图表 12	深圳市建筑工程质量安全监督总站关于实施《建筑与市政工程防水通用规范》相关要求的通知 .....	10
图表 13	东方雨虹营收增速与地产开工增速相关性较强 .....	11
图表 14	2022 年地产新开工规模已回到 2009 年水平 .....	11
图表 15	2023 一季度房企拿地排名 .....	11
图表 16	参考雨中情，直销毛利率高于经销毛利率 .....	12
图表 17	公司各类应收款占营收比重较 16 年高点有所降低 .....	12
图表 18	东方雨虹民建公司历史发展 .....	12
图表 19	100 平米住宅瓷砖用量估算 .....	13
图表 20	铺贴美缝建材客单价测算 .....	13
图表 21	雨虹美缝服务宣传图 .....	13
图表 22	雨虹防水涂料产品宣传图 .....	13
图表 23	公司多品类拓展回顾 .....	14
图表 24	全国城镇按住房建成时间分的家庭户住房面积占比 .....	15
图表 25	雨虹服务到家网络分布（截至 2022/8） .....	15
图表 26	雨虹修缮核心产品体系 .....	15
图表 27	雨虹民建公司收入增长较快 .....	16
图表 28	公司盈利预测 .....	17
图表 29	消费建材公司估值对比 .....	17

## 一、 战略优人心齐，上市以来成绩斐然

### 1.1 公司简介：防水行业龙头，业绩常年高增

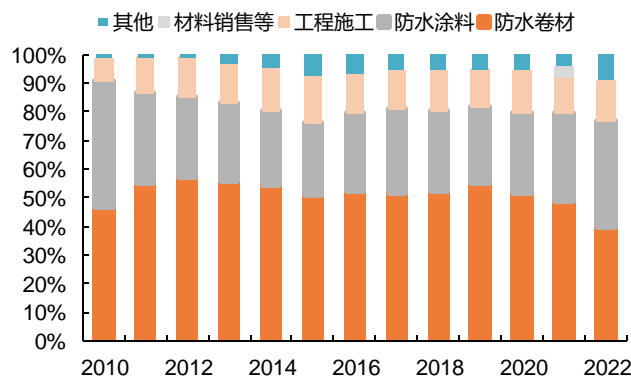
东方雨虹致力于新型建筑防水材料的研究、生产、销售和防水工程施工业务领域，目前已形成以主营防水业务为核心，民用建材、建筑涂料、特种砂浆、建筑粉料、节能保温、建筑修缮、非织造布、特种薄膜等多元业务为延伸的建筑建材系统服务商。2022年公司防水卷材、防水涂料、工程施工收入分别占比40%、37%、14%。

图表1 公司官网宣传图



资料来源：公司官网，平安证券研究所

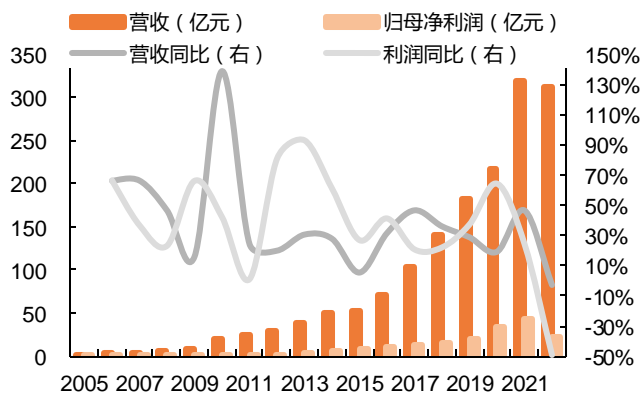
图表2 公司分产品营收结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

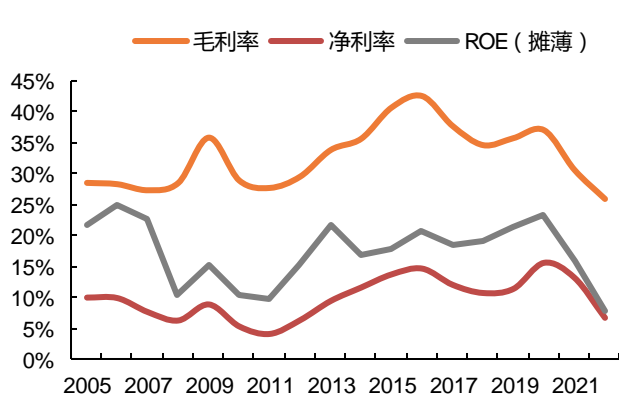
2005年以来业绩常年高增，2022年受地产冲击较大。2005-2022年公司营收从1.7亿元升至312.1亿元，CAGR高达35.7%；归母净利润从0.2亿元升至21.2亿元，CAGR高达33.4%。2022年受行业需求萎缩、疫情冲击与沥青成本攀升，公司业绩接近砍半，但我们认为，在2022年全年新开工萎缩近40%的背景下，公司营收同比仅降2.3%，彰显较强的风险应对能力，背后源于公司较强的品牌渠道实力带来市占率提升，以及多品类扩张逐见成效。

图表3 公司业绩长期保持较快增长



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 公司利润率常年保持高水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

### 1.2 历史发展：洞察行业趋势，战略执行双优

公司自成立以来，可分为四个阶段，经历从工程起家到发力地产，从拓展渠道到挖掘合伙人，充分享受行业发展红利、并实现公司跨越式成长。

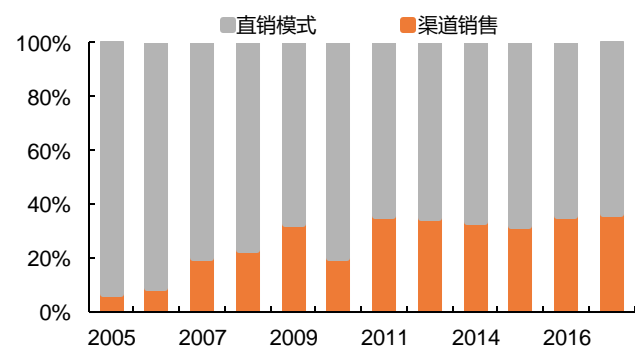
**第一阶段 (1995-2005) 专注国家重点工程，打响公司知名度。**东方雨虹成立于1995年，2000年北上进京创业。时值国内

地产、基建投资快速增长，催生大量防水需求；因技术、资金门槛不高，行业诞生许多优秀防水企业的同时，亦涌入大量中小企业与小作坊，竞争相对无序。在此背景下，公司坚持“开发高品质产品、面向中高端市场”的发展战略，避开过度竞争的低端市场，从承揽国家重点项目的防水工程入手，抢占高端目标市场，于 2005 年首次拿下国内防水材料销售额第一的桂冠，确立行业领先地位。

**第二阶段（2006-2011）产能渠道快速扩张，把握高铁市场机遇。**在“渗透全国”战略指引下，公司积极推动产能、渠道扩张。2005-2011 年东方雨虹渠道销售占比从 6% 提升至 35%，直销占比从 94% 降至 65%，2005-2007 年北京地区营收占比分别为 66%、54% 和 44%，全国化布局与经销商网络建设成效显著。2008 年 9 月 IPO 上市募集资金 2.5 亿元，登陆主板为公司渠道、产能扩张提供充足资金支持。客户方面，公司凭借在公共工程领域积累下来的良好口碑，迅速把握住高铁市场放量机遇，带动业绩大幅增长。从前五大客户可看到，2008-2011 年公司前五大客户以高铁建设项目为主。

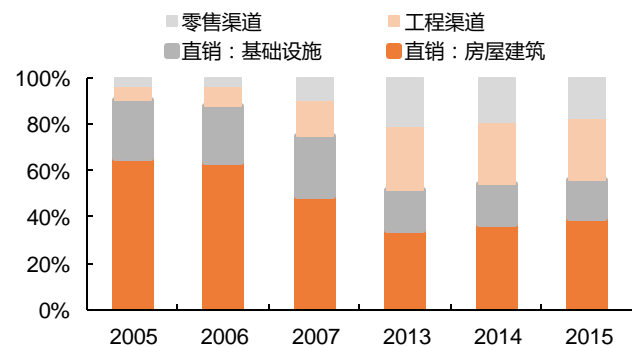
**第三阶段（2012-2015）大力拓展房地产业务，提升综合服务能力。**2011 年下半年开始，受铁总负债压力提升以及“甬温线事故”等多重因素影响，2012 年国内铁路投资出现断崖式下滑。公司迅速调整业务重心，从服务基建项目转向房地产业务，凭借强劲的品牌产品实力以及全国化的产能布局带来供货、售后服务保障，公司与万科、碧桂园、保利等建立战略合作关系，2012 年以后前五大客户主要为房地产企业。

图表5 2005-2011 年东方雨虹渠道销售占比大幅提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 东方雨虹分渠道收入占比变化

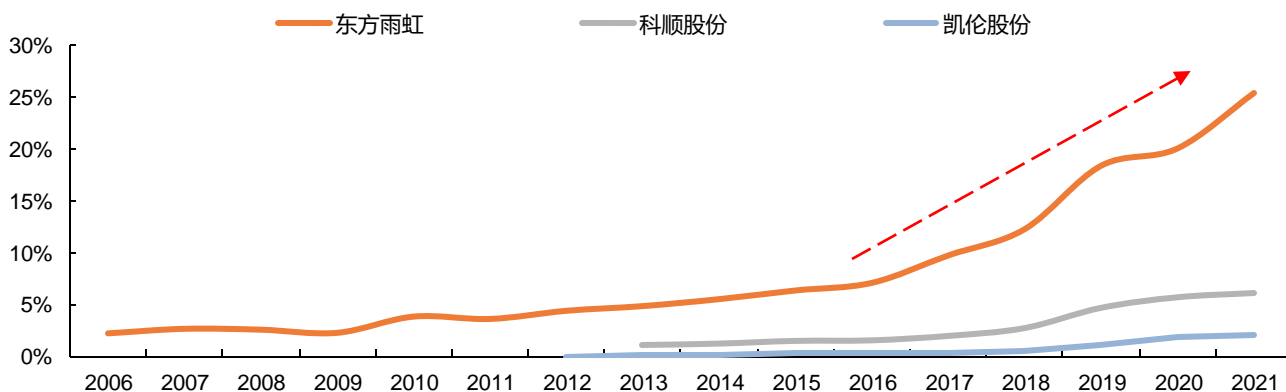


资料来源：Wind，平安证券研究所

**第四阶段（2016-2021）积极变革渠道、推行合伙人、定增扩充产能、股权激励到位。**2015 年以后地产、基建投资放缓，防水需求增长趋于平稳，但地产集中度加速提升、集采流行、环保趋严等背景下，防水行业加速整合。在此背景下，公司在多个层面积极变革，1) 战略层面，公司 2015 年推出以规模为导向的 PS 战略，强调做大公司规模；2016 年推出工程渠道合伙人制度，绑定工程渠道经销商利益；2018 年将经营策略调整为“稳健经营、稳步推进”，加大回款考核，组建民用建材集团（原民用建材）和工程建材集团（原直营与工程渠道合并），打破原直销和工程渠道营销模式属地界限，以更高质量发展直营业务，更大范围推行事业合伙人机制。2) 资金产能方面，2021 年定增募集 80 亿元用于生产线建设、产品产能扩充、新材料装备研发总部基地和补充流动资金。3) 团队激励方面，为提升管理团队积极性，继 2012 年首期股权激励计划后，公司于 2016、2019、2021 年推出第二、三、四期股权激励计划。2006-2015 年，东方雨虹营收占规模以上防水企业总营收的比重从 2.2% 升至 6.3%，9 年间提升 4.1pct，但 2015-2021 年从 6.3% 大幅升至 25.3%，6 年提升 19.0pct。



图7 防水龙头营收占规模以上防水企业收入比重变化



资料来源：建筑防水协会，Wind，平安证券研究所

### 1.3 股权结构：长期重视激励，深度绑定利益

股权结构稳定，李卫国先生持股约 23%。据 2023 年一季报披露，董事长李卫国先生、副董事长许利民先生分别直接持有公司 22.69%、2.87% 的股权；同时 2021 年员工股权激励计划持有公司股本 1.96%。公司实际控制人为李卫国先生。

图8 公司股权结构（2022 年年报）

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	李卫国	22.69
2	香港中央结算有限公司	11.32
3	许利民	2.87
4	富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划	1.96
5	瑞士联合银行集团	1.86
6	德弘美元基金管理公司-德弘美元基金二期	1.83
7	睿远成长价值混合型证券投资基金	1.59
8	建岷实业投资-Janchor Partners Pan-Asian Master Fund-RQFII	1.39
9	摩根大通银行	0.96
10	高盛国际	0.96
	合计	47.43

资料来源：公司公告，平安证券研究所

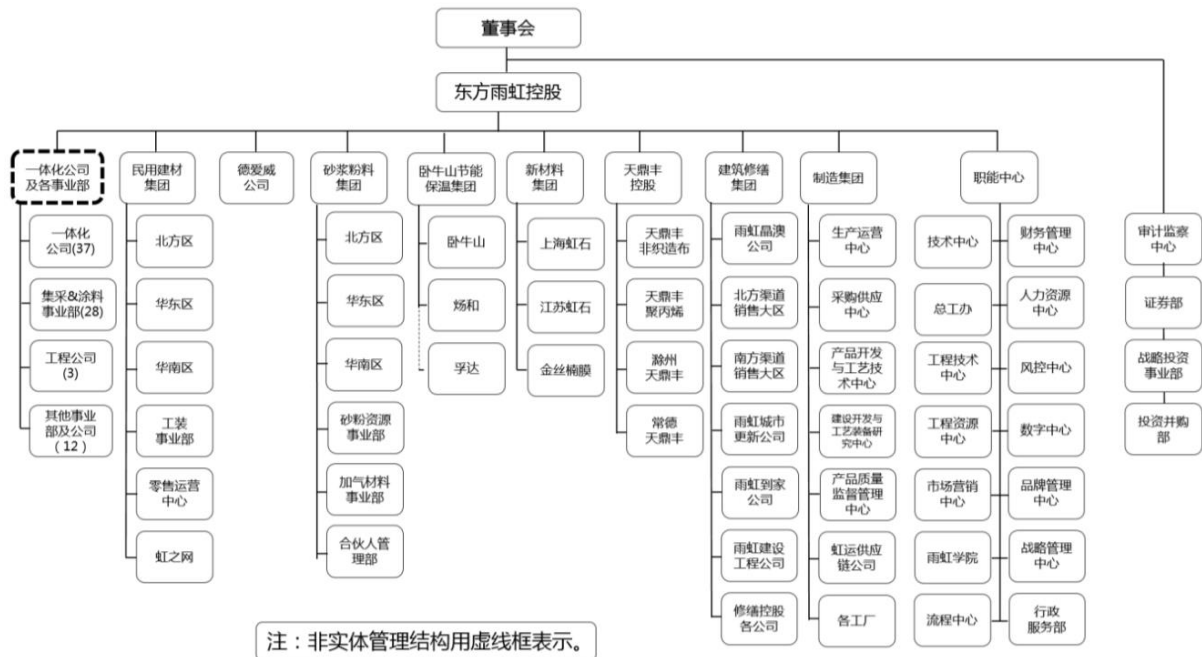
公司愿景是成为全球建筑建材行业最有价值企业，通过股权激励计划、员工持股、合伙人机制，充分激发员工积极性。

一是股权激励计划：公司分别于 2012、2016、2019、2021 年推出四期股权激励计划，前三期业绩考核目标均完成较好。

二是员工持股计划：2021 年公司发布员工持股计划，董监高及其他核心骨干员工合计 1411 人、共筹集 13.8 亿元，截至 2021 年 6 月 23 日员工持股计划证券账户累计购买公司股票 4947 万股，占购买时公司总股本的 1.9604%，成交总额 27.6 亿元。截至 2023 年一季度末，员工股权激励计划持有公司股本的 1.96%。

三是合伙人机制：2016 年为解决业务人员激励问题，以及辅助公司解决应收账款额度大、加快现金流回流效率的问题，公司创新性的引入合伙人机制，鼓励公司员工与经销商转变为公司合伙人。具体而言，经销商出资与雨虹成立平台公司后，可以享受平台公司股东权利，原来的材料贸易经销商变成防水系统综合服务商，包含销售、施工、售后等一体化服务。

图表9 公司组织架构



资料来源：东方雨虹可持续发展报告（2021），平安证券研究所

## 二、行业渐迎曙光，公司加速渠道转型

### 2.1 深圳率先实施新规，行业迎来提标扩容

防水新规正式落地，使用年限要求显著提高。2022年10月《建筑与市政工程防水通用规范》（GB 55030-2022）出台，并于2023年4月开始实施。新规要求“屋面不低于20年、室内工程不低于25年、地下工程不低于工程结构设计工作年限”，外墙根据所在地区工程防水使用环境判断、1级防水等级需1道以上防水。相比2000年开始实施的《建设工程质量管理条例》（屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏要求仅5年），防水要求大幅提高。防水年限要求提高，一方面有望增加单位施工面积防水材料用量，提升整体防水用料需求；同时大量低端、伪劣防水材料产能或将加速退出，进一步带动防水集中度提升。

具体要求上，新规提高防水道数要求，并与降雨、地下水位等挂钩。一是量化各级防水使用环境、应用更加科学，如地下工程原I级防水使用环境为人员长期停留的场所等，新规明确为抗浮设防水位标高与基础底面标高高差 $H \geq 0m$ ，屋面则是跟降雨量挂钩，而不再由业主的建筑师决定适用的防水等级；二是提高防水道数要求，例如地下室I级防水原要求两到三道，新规明确不应少于三道；三是明确防水产品要求，包括防水卷材、涂料的耐水性测验应在不低于在 $23^{\circ}C \times 14d$ 的条件下进行，明确防水产品最小厚度要求等。



图10 防水新规下各类工程与环境下水做法

类型	I级防水		II级防水		III级防水		
	环境	做法	环境	做法	环境	做法	
建筑工程	地下	甲类工程全部 乙类H>=0	不应少于三道(包含一道防水混凝土,另2道可选卷材涂料与水泥基)	—— 乙类H<0 丙类H>=0	不应少于二道(包含一道防水混凝土)	—— 丙类H<0	不应少于一道(包含一道混凝土)
	屋面	甲类工程降雨量超过400 乙类超过1300	平或瓦屋面不少于3道;金属屋面不少于2道(含1道金属板)	甲类工程其他 乙类降雨400-1300 丙类超过1300	平或瓦屋面不少于2道; 金属屋面不少于2道 (含1道金属板)	乙类<400	平或瓦屋面不少于1道; 金属屋面至少1道金属板
	外墙	甲类工程降雨量超过400 乙类超过1300	混凝土外墙1道以上,框架填充或砌体结构2道以上	甲类工程其他 乙类降雨400-1300 丙类超过1300		乙类<400	
	室内	甲类工程只要间歇遇水的 乙类频繁遇水	楼地面不少于二道,墙面不少于1道(可选一道水泥基防水)	甲类工程偶尔渗漏水造成明显损失 乙类工程间歇遇水 丙类频繁遇水	楼地面、墙面均不少于 一道(可选一道水泥基防水)	乙类偶尔渗漏水造成明显损失 丙类间歇或偶尔渗水	

资料来源:《建筑与市政防水通用规范》,平安证券研究所 注:1)上述地下室防水做法为明挖法,不包含矿洞等暗挖法;2)在屋面金属板基层上采用PVC、TOP、(EPDM)等外漏型防水卷材单层使用时,一、二、三级防水所用卷材厚度不低于1.8mm、1.5mm、1.2mm

我们测算防水新规下行业需求变化如下

1) 地产项目假设如下:

- 对于建面1万平方米的地产项目,假设平均楼高15层,对应屋顶面积667平。
- 外墙:根据《住宅设计规范》规定普通住宅的层高为2.8米,假设建筑结构为20m\*30m\*2.8m\*15层的立方体,推算外墙面积为(20+30)\*2\*2.8\*15=4200平。
- 室内:假设1户面积100平,卫生间、厨房、阳台各5平,考虑墙面防水需求,假设卫生间、厨房、阳台防水施工面积分别为地面面积2.5倍、1.5倍、1倍,则该地产项目室内防水施工面积为2500平。
- 地下室:一般防水需要将整个地下室包起来,保守假设地下室防水施工面积为屋顶面积3倍,该项目地下室面积合计2000平。
- 新规前防水用量:地下室方面,除去防水混凝土层,假设20%做1道防水卷材、80%做2道防水卷材,平均约1.8道防水卷材,防水造价包工包料为60元/平;屋顶方面,假设做2道防水卷材涂料,包工包料为50元/平;室内方面,一般做1道防水涂料,考虑涂料价格稍低,假设包工包料为40元/平。估算该1万平建面项目合计防水支出为38万元。
- 新规后防水用量:地下室方面,除去防水混凝土层,假设均做2道防水卷材,防水造价包工包料为60元/平;屋顶方面,假设增至3道防水层,包工包料为50元/平;室内方面,假设50%做1道防水涂料、50%做2道防水涂料,平均增至1.5道,包工包料为40元/平;外墙方面,假设均做1道防水砂浆,包工包料为20元/平。估算该1万平建面项目合计防水支出为57万元,较新规前增长50%。

图11 1万平建面地产项目防水造价估算

类型	防水施工面积(平)	新规前			新规后		
		平均防水道数	防水造价(元/平)	防水总造价(万元)	平均防水道数	防水造价(元/平)	防水总造价(万元)
屋顶	667	2.0	50	6.7	3.0	50	10.0
外墙	4200	0.0	20	0.0	1.0	20	8.4
室内	2500	1.0	40	10.0	1.5	40	15.0
地下室	2000	1.8	60	21.6	2.0	60	24.0
合计				38.3			57.4

资料来源：Wind，平安证券研究所

## 2) 工业建筑假设如下：

工业厂房大部分为金属屋面、未做防水层。新规要求Ⅷ级防水都要在金属板基础上至少做1道防水卷材、厚度1.5mm。2020年建筑业厂房竣工面积为3.1亿平米、若加上建筑物为4.8亿平米，考虑工业厂房楼层可能仅为1-2层，假设该竣工面积对应屋顶面积为2亿平米，进一步考虑并非所有厂房均为金属屋面、以及可能的偷工减料，粗略假设防水施工面积需求为1-2亿平米，按照包工包料60-100元/平造价估算，对应防水造价为60-200亿元。

**深圳率先实施防水新规，要求未施工项目按规范变更图纸后施工。**2023年4月11日，深圳市建筑工程质量安全监督总站发布关于实施《建筑与市政工程防水通用规范》相关要求的通知，对于未办理主体工程或地下室工程施工许可证的项目，要求严格执行《建筑与市政工程防水通用规范》GB55030-2022的相应规定，对于已经办理主体工程或地下室工程施工许可证的项目，若地下室（根据部位划分），以及外墙、屋面、室内防水工程（按单位工程划分）的某项防水尚未开始施工，则该项防水应按本规范变更图纸后再施工。

**图表12 深圳市建筑工程质量安全监督总站关于实施《建筑与市政工程防水通用规范》相关要求的通知**

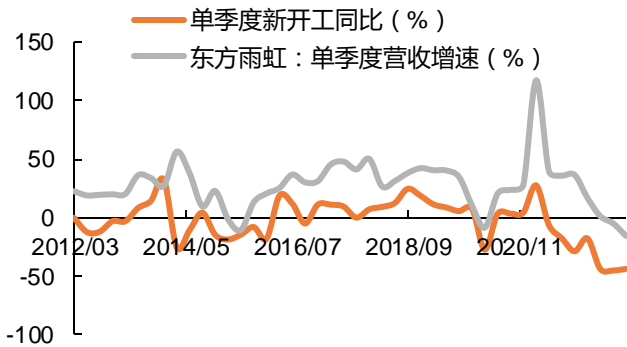
项目	类型	要求
一	未办理主体工程或地下室工程施工许可证的项目	无论设计工作完成与否，都应严格执行《建筑与市政工程防水通用规范》GB55030-2022的相应规定
二	已经办理主体工程或地下室工程施工许可证的项目	地下室（根据部位划分），以及外墙、屋面、室内防水工程（按单位工程划分），若已开始施工，则该项防水施工按原设计不变；如某项防水尚未开始施工，则该项防水应按本规范变更图纸后再施工
三		如某项目某部位的防水层虽未开始施工，但已按原设计施工了配套构造层，或已施工了后续工序层，客观上造成难以按本规范要求对该部位防水施工的，则该部位可按原设计施工。
四		对于第二、三条中提到的相关客观原因，仍执行原规范而未能严格落实本规范防水技术要求的，要经建设、设计、施工、监理四方责任主体书面认可；属于商品房出售的，应在售房合同中注明具体情况，并在销售现场进行公示。
五		各建设、设计、施工、监理单位应严格按照以上内容要求，对在建项目防水工程做好相应设计变更、质量控制、施工验收管理工作，过程处理应留存影像资料及会议纪要。我站将对在监项目执行本规范情况进行抽查，对于造假、瞒报和刻意抢工以逃避执行本规范的，将依法进行查处。

资料来源：深圳市防水行业协会，平安证券研究所

## 2.2 地产新开工改善可期，格局或将重塑

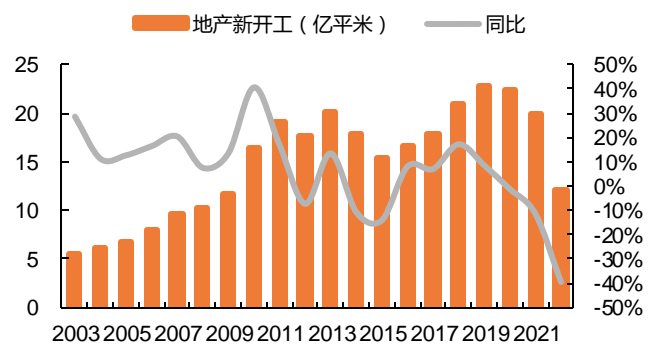
**地产新开工逐步筑底，2024年有望迎来回升。**因防水需求中以地产为主、且地下室使用居多，行业需求跟地产新开工关系密切，公司营收亦与新开工具有一定相关性。2022年地产新开工12亿平米，同比降39%，尽管由于房企对全年销售谨慎乐观、上年土地成交少，2023年新开工仍存下滑压力，但拉长周期看，由于地产销售中枢的存在（平安证券地产团队在《破困局，望新机》中测算2021-2030年新建商品住宅需求116.7亿平米，扣除2021-2022年实际销售，2023-2030年年均需求11.2亿平米），判断新开工已处筑底阶段，随着销售复苏、2024年后新开工或迎回升。相比之下，竣工端随着保交付逐步完成，未来下行压力或大于开工端。

图表 13 东方雨虹营收增速与地产开工增速相关性较强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

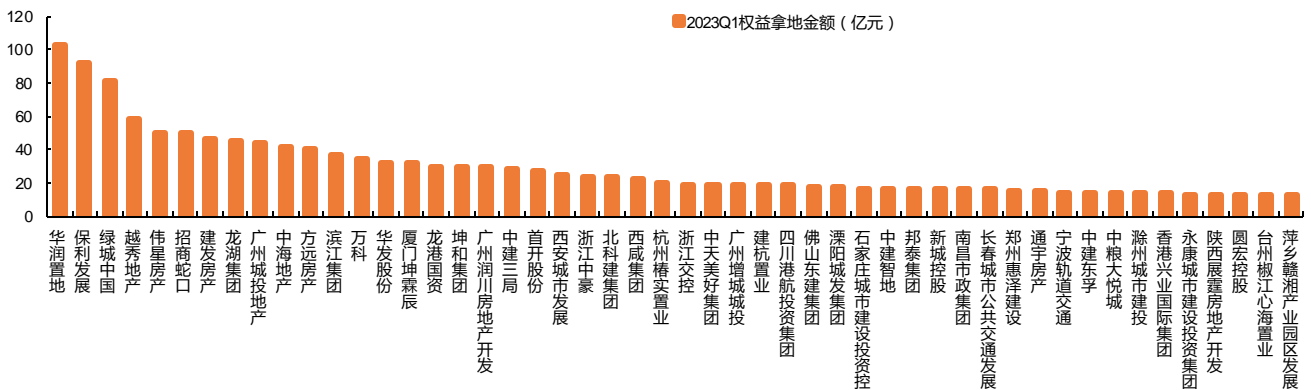
图表 14 2022 年地产新开工规模已回到 2009 年水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**地产格局重塑，央国企与区域民企或成主流玩家。**2015 年以来地产集中度加速提升，2021H2 以来随着资金环境收紧、销售大幅萎缩，许多采用高周转、高杠杆模式的百强民企受冲击大，从资金链断裂到资不抵债，债务展期违约频现，未来工作重点或将聚集保交付、资产处置，信用坍塌决定其未来卷土重来难度较大。同时，以央国企为代表的高信用房企凭借融资与销售优势，在土拍市场表现相对活跃，并聚集基本面强劲的核心城市，有望强者恒强。此外，许多区域性的中小民企在本轮困局中受冲击有限，随着地产逐步复苏、拿地利润率可观的背景下，陆续参与核心城市土拍，未来或成为市场重要参与者。

图表 15 2023 一季度房企拿地排名



资料来源: 中指院, 平安证券研究所

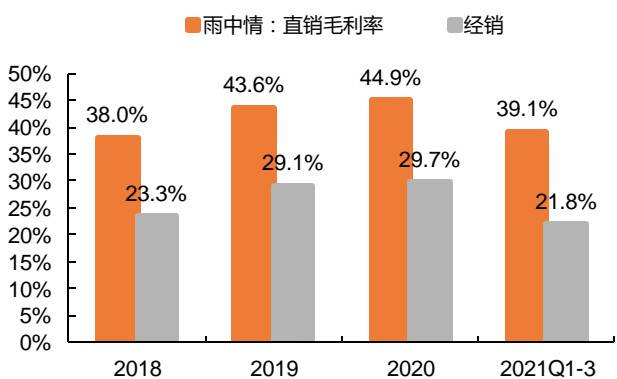
### 2.3 降低地产集采依赖，加速渠道转型

**2023 年加速渠道变革，大力拓展工渠合伙人。**2022 年地产新开工萎缩近四成，考虑住宅占到防水需求一半以上，意味着防水行业需求或减少两成以上。需求萎缩叠加公司主动收缩业务、防范风险的背景下，公司 2022 营收仅同比下滑 2.3%，我们认为，一方面得益于行业格局出清，近两年沥青涨价导致行业利润率下滑，房企频繁暴雷导致大型防水企业回款难与业务收缩，新冠疫情冲击小企业供应链体系与业务开展，经销商资源与客户逐步被大企业挤占。另一方面，公司积极变革销售渠道、降低直销比重。在集采方面，主动收缩问题房企业务，加大与高信用房企、建筑央企合作力度，更重要的是在工程渠道方面，积极拓展经销商尤其是资源型或中小微合伙人实现渠道下沉，当前工程渠道高达 5219 家，同时加大非房业务拓展力度，包括基础设施建设、城市新兴基建、工矿仓储物流领域、保障性住房及城市更新等。值得一提的是，公司通过合伙人制度，通过返利、保证金等方式深度绑定与经销商利益，并给予品牌背书、融资与技术支持，从而吸引更多经销商加盟，同时对合伙人具有独家销售要求，有助于提升公司产品市占率。

**地产直销增长乏力且回款不佳，转型渠道为主符合行业趋势。**一是，地产格局迎来重塑，央国企与区域民企或成主流玩家，

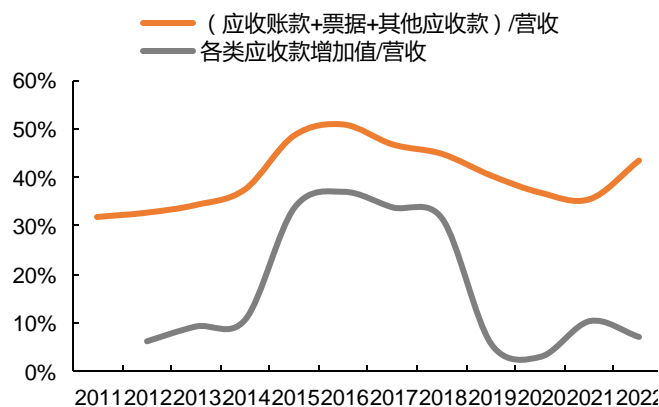
未来区域民企规模体量小，集采模式适用度不高，而央国企业务竞争日趋激烈、利润率与回款质量亦有压力，总体而言地产直销为主的模式增长乏力；二是，经销模式有助于改善现金流，由于需要给经销商让利，经销业务毛利率一般低于直销，意味着未来毛利率中枢较过去几年将有所下移，但是相比直销较长的回款周期，经销商尤其合伙人往往会在年底前缴清款项，有助于缓解公司应收款项压力；三是，随着业务布局更加下沉，地级市与县城市场业务分散，碎片化项目增加导致业务获取难度增大，通过发展中小微、资源型合伙人有助于提高获取几率。

图表16 参考雨中情，直销毛利率高于经销毛利率



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表17 公司各类应收款占营收比重较16年高点有所降低



资料来源：Wind，平安证券研究所

### 三、 聚焦零售优先，品类渠道资源领先

#### 3.1 发力铺贴美缝涂料，客单价空间打开

民用建材集团是东方雨虹全资子公司，主营民用建材领域，下辖东方雨虹民用建材有限责任公司、虹之网信息科技有限公司。民建集团聚焦防水防潮系统和铺贴美缝系统的双主业战略，在稳固防水基本盘的同时，加速提升瓷砖胶、美缝剂双品类市场占有率，孵化培育腻子粉、加固剂等墙辅材料及胶类、管业等新品类，形成以零售渠道模式为核心的营销网络，150000个终端门店、数百家装饰公司以及电商渠道服务于大众家庭装修市场，将产品销往全国31个省市及东南亚地区。

图表18 东方雨虹民建公司历史发展

年份	事件
1998年	北京东方雨虹成立
2003年	细分民用防水市场，成立分销部
2012年	民用建材分公司成立，为民用防水公司化运营奠定了坚实的基础
2015年	东方雨虹民用建材有限责任公司成立，民用防水领域全面发力
2016年	民建公司全年业绩突破10亿大关，全面确立市场地位
2017年	营业收入达到15亿元，并持续保持高速增长态势
2018年	公司品牌全面升级，在鸟巢召开五新发布会
2021年	以“聚焦双主业，蓄力双未来”为五年战略方向，聚焦防水防潮和铺贴美缝两大系统，蓄力装修辅材、防水维修两大未来核心

资料来源：东方雨虹民建公司官网，平安证券研究所

铺贴、美缝、胶粘剂、墙面辅材合计客单价超千元，市场空间或200亿左右。假设100平方米住宅由起居室（含餐厅）、卧室（含书房）、卫生间、厨房和阳台构成，面积分别为40平方米、45平方米、5平方米、6平方米和4平方米；标准住宅室内墙面面积：地面面积约为2.5:1；假设得房率80%，客餐厅、卧室与其他地区的瓷砖使用比例分别为65%、30%与100%，估算100平米住宅需使用71平米瓷砖。参考东方雨虹在京东旗舰店上的产品售价，估算100平米住宅或需要771元瓷砖胶、

密封胶跟美缝剂，若加上加固剂、腻子粉，户均材料将超过 1000 元。考虑 2022 年商品房销售面积 13 亿平米，加上存量房装修、自建房市场，总体铺贴美缝等辅材市场规模或 200 亿元左右。

图表 19 100 平米住宅瓷砖用量估算

类型	客餐厅	卧室	卫生间		厨房		阳台
位置	地面	地面	墙面	地面	墙面	地面	地面
面积 (平方米)	40	45	12.5	5	15	6	4
得房率	0.8	0.8	—	0.8	—	0.8	0.8
瓷砖使用比例	65%	30%	100%	100%	100%	100%	100%
瓷砖使用量 (平方米)	20.8	10.8	12.5	4	15	4.8	3.2
合计 (平方米)				71.1			

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 20 铺贴美缝建材客单价测算

类型	瓷砖胶	密封胶	美缝剂
单位	千克	支	组
每平方米用量	0.0769	0.06	0.18
瓷砖铺贴面积 (平方米)	71.1		
总用量 (份)	5.5	4.3	13.0
单位售价 (元)	32	30	36
客单价 (元)	175	128	468
合计 (元)	771		

资料来源: 京东, 平安证券研究所

图表 21 雨虹美缝服务宣传图



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表 22 雨虹防水涂料产品宣传图



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

公司除了民建集团布局防水、瓷砖胶等“七朵金花”，还积极拓展保温材料、建筑涂料等品类。

**2015 年收购卧牛山布局保温材料，市场空间高达两千亿。**建筑节能保温材料产品种类丰富、技术构造多样，主要产品包括聚苯板材、改性聚苯板材、挤塑板、岩棉板、无机保温砂浆、聚氨酯发泡等。据亚士创能 2022 年中报披露，我国新建建筑和城镇存量住房的建筑保温材料市场规模约 2000 亿元。

**2016 年收购德爱威布局建筑涂料，市场空间高达千亿。**2016 年公司完成与德国 DAW SE 的战略合作，正式进军建筑涂料行业。据涂界发布的 2022 中国建筑涂料品牌 25 强榜单，涂界估算 2021 年全国建筑涂料市场规模约为 1290 亿元（含地坪



涂料、功能性建筑涂料等，不含防水涂料），前五企业市占率为 28.8%，其中立邦、三棵树、多乐士排名前三，市占率分别为 13.3%、6.2%、4.4%，行业格局仍较分散。其次，我们在《建材研究框架系列之四：建筑涂料，存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒》中指出，参考美国经验，存量房时代下涂料需求以重涂为主、占比 7 成以上，同时存量房翻新需求推动涂料需求再创新高；国内方面，估算中期存量房重涂年均需求 1096 万吨，新房装修年均需求 458 万吨，合计 1554 万吨，长期空间广阔且将以零售市场为主。

图表23 公司多品类拓展回顾

时间	事件	对公司意义
2011 年 7 月	投资 7 亿元，成立山东天鼎丰	进军非织布领域，用于沥青卷材生产
2015 年 2 月	投资 5000 万元，成立华砂砂浆	进军砂浆领域
2015 年 5 月	收购并增资长沙洛迪	拓展硅藻泥业务
2015 年 11 月	收购全资孙公司江苏卧牛山	进军建筑节能保温市场
2016 年 12 月	收购 DAWAsia 90% 股权	进军建筑涂料领域
2017 年 4 月	收购广州孚达 65% 股权	进一步拓展建筑保温领域
2017 年 9 月	投资 5 亿元，设立天鼎丰控股	提升非织造布领域竞争力
2017 年 10 月	成立东方雨虹建筑修缮技术有限公司	为各类建筑提供修缮类、翻新类及加固类工程服务
2017 年 11 月	投资 1 亿元，设立庐山华砂砂浆	提升砂浆领域竞争力
2018 年 4 月	江苏卧牛山出资 6500 万设立煬和新材料公司，持股 65%	负责玻璃棉、岩棉及其他新型节能材料的生产及销售
2018 年 5 月	出资 5000 万，设立建设工程公司	提升建筑修缮工程施工领域竞争力
2018 年 5 月	增资虹运基辅材 5000 万	提升供应链管理能力和
2018 年 12 月	出资 3 亿元，设立江苏青耕保温技术有限公司	加强建筑节能业务资源整合

资料来源：公司官网，平安证券研究所 注：1) 硅藻泥是一种新型天然环保涂料，用来替代乳胶漆和壁纸，适用于别墅、酒店、家居、公寓、医院等内墙装饰；2) 砂浆是建筑上砌砖使用的黏结物质，由一定比例的沙子和胶结材料（水泥、石灰膏、黏土等）加水而成

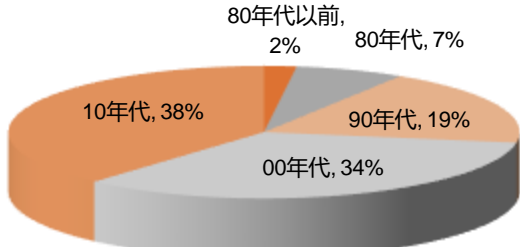
### 3.2 存量房翻修正当时，修缮板块蓄势待发

存量房进入翻修阶段，叠加过去防水质量要求不高，建筑修缮空间较大。目前国内城镇家庭住房面积超过 300 亿平米，根据第七次人口普查，全国城镇按住房建成时间分的家庭户住房面积中，90 年代以前房子占比 28%，00 年代占比 34%，10 年代占比 38%。随着庞大的存量住房、非住房屋进入修缮翻新阶段，叠加过去防水非标伪劣产品居多、防水质量不高，意味着存量房翻修空间可观。东方雨虹建筑修缮公众号披露，据不完全统计，2021-2022 年以建筑修缮命名的企业数量增至 2779 家，业务范围涵盖建筑修缮的企业达到 16 万家以上。与此同时，问题多、维修难、零散化的特点也制约了建筑修缮市场发展，对修缮企业提出了较高挑战。

品牌、品类优势叠加渠道拓展，雨虹建筑修缮蓄势待发，2023 年剑指“百城千店”。2017 年公司成立东方雨虹建筑修缮技术有限公司，为各类建筑提供修缮类、翻新类及加固类工程服务，包括既有建筑渗漏治理、建筑结构补强加固、外立面脱落修缮、地下空间渗漏修缮、厂房防水防腐修缮、桥隧渗漏修缮工程、工民用地坪系统、电梯井修缮工程。经过近六年摸索，公司已形成专业的建筑修缮服务体系，以 B 端“修缮”和 C 端“到家服务”为方向，强调施工与流程标准化；渠道布局方面，快速推进“百城千店万站亿客”渠道战略的落地实施，目前已在全国布局超过 500 家的服务渠道，“百城千店，今年实现”在东方雨虹建筑修缮 2023 年开年内训会上被多次强调，并成为东方雨虹建筑修缮集团 2023 年的首要目标。同时依靠着雨虹在防水行业的龙头地位、工程端的优秀口碑，以及齐全的修缮产品品类，未来建筑修缮业务发展可期。



图表 24 全国城镇按住房建成时间分的家庭户住房面积占比



资料来源：第七次人口普查，平安证券研究所

图表 25 雨虹服务到家网络分布（截至 2022/8）



资料来源：东方雨虹建筑修缮公众号，平安证券研究所

图表 26 雨虹修缮核心产品体系

类型	说明
涂料系列	该系列产品是以优质原材料加工生产而成，产品具备优异的抗压、耐磨性能，适用于各种公、民用建筑的地面涂装工程。
外墙系列	该系列产品是以优质原材料加工生产而成，产品具备优异的防风、防水性能，适用于各种公、民用建筑的金属屋面、外墙等防水、防潮工程。
防水系列	该系列产品是以优质原材料加工生产而成，适用于各种公、民用建筑的屋面工程/地下工程/市政工程等防水、防潮工程。
修复系列	该系列产品是以高聚物改性沥青为基料，辅以多种高活性辅料加工生产而成，适用于经勘察后确定使用修缮层间注浆工艺的防水、防潮等工程。
抗渗系列	该系列产品是以特种水泥为基料，辅以活性无机硅母料加工生产而成，适用于各种公、民用建筑的迎背水面的防水、防潮等工程。
堵漏系列	该系列产品是以优质原材料加工生产而成，适用于各种公、民用建筑的涌水封堵、土质改良填充等工程，亦适用于地下工程/堤坝的紧急抢修工程。
防腐系列	该系列产品是以优质丙烯酸为原料加工生产而成的水性材料，适用于各种钢结构、彩钢板/瓦的防锈、防腐等工程。
辅材系列	该系列产品是以优质原材料加工生产而成，适用于各种公、民用建筑的防水、堵漏等工程。
加固系列	该系列产品是以优质环氧树脂为原料加工生产而成，适用于各种建筑物植筋锚固、碳纤维布加固补强等工程。

资料来源：公司官网，平安证券研究所

### 3.3 经销网点持续拓展，虹哥汇资源众多

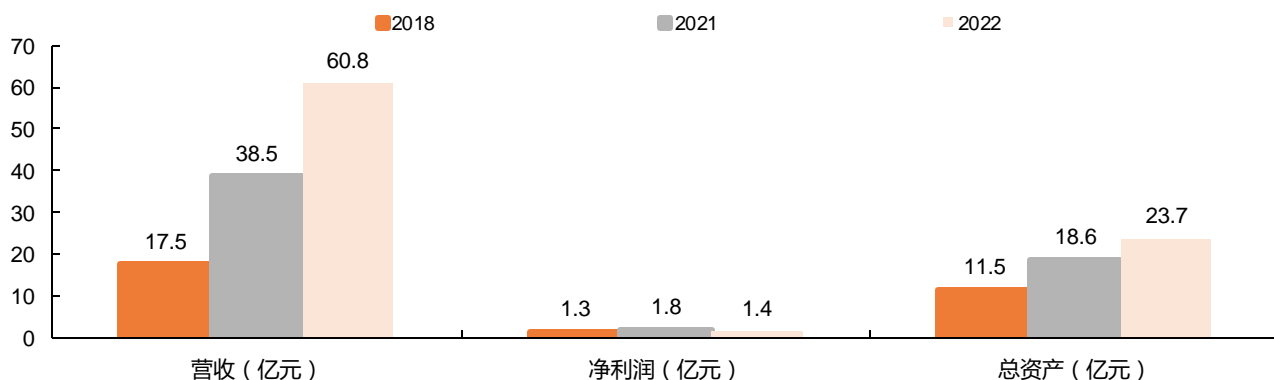
随着 2021 年房企开始频繁违约，公司在加大工渠发力的同时，也重点发力零售民建业务。2022 年民间集团收入达 61 亿元，同比增长 58%，连续两年实现高增，占公司营收比重达 19%，加上德爱威零售业务（2022 年建筑涂料收入 28 亿元，其中零售 6-7 亿元）、建筑修缮的雨虹到家业务，零售占公司收入比重超过 20%。前文已对零售业务空间做过分析，接下来重点阐述公司在零售业务的优势，我们认为主要包括：

一是品牌背书、种类齐全且具备协同性。东方雨虹作为上市多年的优质企业，防水产品口碑毋庸置疑，而瓷砖胶、美缝剂、建筑涂料等亦具备较强产品力。据 2022 房地产开发企业综合实力 TOP500 首选服务品牌，雨虹建筑修缮以 25% 的品牌首选率蝉联建筑修缮系统服务商第 1 名；德爱威首选率 9% 获评涂料榜第 3 名；华砂以 15% 的首选率位列砂浆类供应商第 3 名，仅次于立邦 18%；卧牛山节能以 11% 的首选率在保温材料类排名第 3；此外，孚达以 6% 的首选率入榜干式地暖类第三名，洛迪 1813 以 11% 的首选率入榜硅藻泥类第 3 名。此外，因防水为家庭装修的前置工序，领先于瓷砖铺贴、油漆涂刷等，通过防水产品销售导入瓷砖胶、美缝剂、建筑涂料等品类，天然具备优势。

二是经销网点众多且持续拓展。2022 年末民建集团通过灭空白、强分销等方式，经销商已突破 4000 家，分销网点 16 余万家（2021 年末为 10 万余家），分销门头近 4 万家（2021 年末为 2 万余家）；同时加强与装饰公司、工装公司合作力度，已与万余家装饰公司建立合作关系。德爱威涂料拥有专卖店 1400 余家，分销店 15000 余家。公司通过合伙人模式、返利、技术与融资支持等方式，持续吸引更多经销渠道加盟。此外，公司还与天猫、京东、拼多多、抖音等多家电商平台持续深入合作，并与专卖店合力打造完善的线上线店铺销售矩阵。

三是掌握工长资源，虹哥汇会员庞大。由于防水属于隐蔽性工程、专业性高，家庭装修一般交由工长等购置施工，掌握基础辅材采购权的包工头、工长为公司重要销售对象。为此，公司于 2013 年 9 月成立会员制管理的“虹哥汇”，构建“公司-经销商-专卖店-会员”综合运营体系架构。“虹哥汇”目标客户群体来自于工长等专业人士，通过快速、精准的推送产品信息和施工标准化知识，传授正确的施工技术方法，培养他们消费雨虹产品的使用习惯。“虹哥汇”会员权益丰富，包含等级权益、积分福利、会员日福利等，享有专卖店专属会员服务，会员对于产品购买、学习培训以及创业的需求，都可以通过“虹哥汇”会员平台实现。截至 2022 年末“虹哥汇”会员数量已突破 200 万人(2021 年末超过百万)。

图表 27 雨虹民建公司收入增长较快



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 四、投资建议

盈利预测方面，假设如下

- 防水卷材:** 考虑防水新规 4 月开始实施，地产新开工 2023 年降幅较上年有望收窄且 2024 年回升可期，叠加公司积极发力工程渠道，预计 2023-2025 年防水卷材收入增速分别为 5.0%、12.0%、7.0%。毛利率方面，考虑沥青成本占比高、油价回落有望带动沥青成本下行，预计 2023 年毛利率有望小幅修复。实际上，2023 年一季度公司整体毛利率已环比提高 3.1pct 至 28.7%
- 防水涂料:** 近两年公司大力铺设零售渠道，叠加建筑涂料、沙粉等品类快速增长，预计 2023-2025 年防水涂料收入增速分别为 30.0%、28.0%、18.0%。随着沥青与乳液价格回落，毛利率同样有望小幅改善。
- 其他收入:** 公司积极拓展多元领域，预计收入有望保持较快增长，预计 2023-2025 年其他收入增速分别为 35.0%、30.0%、25.0%。毛利率同样假设小幅修复。
- 防水施工:** 考虑公司加大合伙人拓展力度，由后者负责防水项目施工，未来防水施工业务增长或保持平稳，预计 2023-2025 年防水施工业务收入增速分别为 8.0%、12.0%、8.0%，其中 2024 年随着新开工回升与防水新规执行、收入增速或有回升；毛利率假设同上。
- 材料销售:** 2021 年材料销售增加较主要因四川德阳工厂从公司采购原材料，2022 年收入略有回落，假设未来三年收入持平，毛利率假设同上。
- 期间费率:** 2022 年受行业下行影响、公司期间费率有所反弹。随着公司经营回归正轨，提质增效下未来期间费率有望

逐步降低。

综上所述，预计公司 2023-2025 年收入分别为 363 亿元、435 亿元、492 亿元，增速分别为 16.4%、19.6%、13.3%，归母净利润 36.2 亿元、49.6 亿元、61.1 亿元，增速分别为 70.9%、36.9%、23.2%。

图表28 公司盈利预测

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
防水卷材	收入(亿元)	157	125	131	147	157
	增速	39.5%	-20.4%	5.0%	12.0%	7.0%
	毛利率	31.1%	25.3%	27.3%	27.8%	27.8%
防水涂料	收入(亿元)	98	115	150	191	226
	增速	63.3%	17.1%	30.0%	28.0%	18.0%
	毛利率	34.1%	30.0%	32.0%	32.5%	32.5%
工程施工	收入(亿元)	40	44	48	53	58
	增速	21.9%	9.3%	8.0%	12.0%	8.0%
	毛利率	28.4%	23.5%	25.5%	26.0%	26.0%
其他收入	收入(亿元)	14	20	27	35	43
	增速	26.5%	41.2%	35.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	18.4%	14.8%	16.8%	17.3%	17.3%
材料销售	收入(亿元)	10	9	9	9	9
	增速	1233.8%	-16.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	13.0%	12.4%	14.4%	14.9%	14.9%
合计	收入(亿元)	319	312	363	435	492
	收入增速	47.0%	-2.3%	16.4%	19.6%	13.3%
	毛利率	30.5%	25.8%	27.9%	28.6%	28.6%
	期间费率	14.6%	16.8%	15.3%	14.2%	13.0%
	归母净利润(亿元)	42.0	21.2	36.2	49.6	61.1
	利润增速	24.1%	-49.6%	70.9%	36.9%	23.2%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

投资建议方面，复盘历史，公司成立以来业绩常年高增，稳居防水行业龙头，除了受益地产、基建发展带来防水需求增加，更重要在于管理层善于洞察行业趋势，战略制定高瞻远瞩，从接手重点工程起家到发力地产集采，从广铺渠道到拉拢渠道合伙人，从专注防水产品到品类多样，助力公司业绩跨越式增长。尽管近两年地产下行导致行业承压，但我们依然看好公司未来发展，一是行业需求不悲观，防水新规自 2023 年 4 月已正式启用，尽管政策全面实施需要时间，但行业提标扩容趋势已定，并且地产新开工已经筑底，2024 年有望企稳反弹；二是公司积极转型，凭借强大的品牌、资金、渠道、技术、人才实力加速发展工程渠道、零售领域，减轻地产直销依赖，未来经营质量将逐步提升；三是公司新品类业务拓展成效显著，包括美缝剂、瓷砖胶、建筑涂料等，目前非防水产品收入占比或超过 20%，为公司未来发展打开新的成长空间。基于此，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表29 消费建材公司估值对比

股票名称	股价(2023/4/25)	PE ( 2022 )	PE ( 2023E )	PE ( 2024E )	PE ( 2025E )	投资评级
东方雨虹	28.73	34.1	20.0	14.6	11.8	推荐
科顺股份	11.07	69.2	20.1	15.6	—	推荐
伟星新材	22.96	28.2	23.0	19.7	17.9	推荐
坚朗五金	71.00	417.6	43.3	30.5	—	推荐
凯伦股份	13.50	-270.0	35.5	20.5	—	暂无评级
三棵树	103.75	81.7	39.3	27.4	—	暂无评级

资料来源：公司公告，平安证券研究所 注：1) 科顺股份、凯伦股份、三棵树未披露 2022 年年报，计算 PE ( 2022 ) 的 EPS 为预测值；2) 三棵树、凯伦股份盈利预测来自 Wind 一致预测 ( 180 天 )

## 五、 风险提示

**(1) 地产销售开工恢复、基建需求落地低于预期：**当前地产处于弱复苏状态，若后续销售、开工修复不及预期，将影响防水行业需求修复；基建同理，若后续实物需求落地低于预期，亦将加剧防水需求压力。

**(2) 防水新规落地不达预期：**住建部防水新规自4月开始实施，但因政策涉及面广、房企资金压力紧张、监管存在一定难度，存在新规执行落地较慢、防水需求放量不及预期的风险。

**(3) 原材料价格继续上涨，制约行业利润率：**若后续油价继续上涨，带动沥青、乳液、聚醚等原材料继续涨价，加剧公司盈利压力。

**(3) 应收账款回收不及时与坏账计提风险：**若后续地产资金环境与房企违约情况未出现好转甚至恶化，将导致应收账款回收不及时、坏账计提压力增大的风险，拖累公司业绩表现。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023EA	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	32346	36128	43079	48711
现金	10539	10899	13038	14767
应收票据及应收账款	16018	18644	22302	25259
其他应收款	2144	2496	2985	3381
预付账款	845	983	1176	1332
存货	1575	1779	2110	2388
其他流动资产	1226	1327	1468	1582
<b>非流动资产</b>	18209	19591	20385	20611
长期投资	200	206	213	219
固定资产	8732	9603	10886	12399
无形资产	2191	2082	1972	1863
其他非流动资产	7086	7700	7313	6130
<b>资产总计</b>	50556	55719	63464	69322
<b>流动负债</b>	21961	24056	27621	28345
短期借款	6254	6207	6431	4371
应付票据及应付账款	4489	5073	6014	6808
其他流动负债	11218	12776	15176	17165
<b>非流动负债</b>	1406	1338	1222	1066
长期借款	694	626	510	355
其他非流动负债	711	711	711	711
<b>负债合计</b>	23367	25394	28843	29411
少数股东权益	381	382	382	383
股本	2518	2518	2518	2518
资本公积	10721	10721	10721	10721
留存收益	13567	16704	20999	26288
<b>归属母公司股东权益</b>	26807	29944	34239	39528
<b>负债和股东权益</b>	50556	55719	63464	69322

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023EA	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	615	3347	4595	6123
净利润	2118	3623	4960	6109
折旧摊销	775	625	713	780
财务费用	245	278	271	215
投资损失	12	-6	-6	-6
营运资金变动	-2928	-1280	-1470	-1119
其他经营现金流	394	108	128	144
<b>投资活动现金流</b>	-4729	-2108	-1628	-1144
资本支出	4162	2000	1500	1000
长期投资	1054	0	0	0
其他投资现金流	-9944	-4108	-3128	-2144
<b>筹资活动现金流</b>	-1029	-879	-829	-3250
短期借款	126	-47	224	-2060
长期借款	-594	-68	-116	-155
其他筹资现金流	-562	-764	-936	-1035
<b>现金净增加额</b>	-5156	360	2139	1729

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023EA	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	31214	36331	43460	49223
营业成本	23171	26183	31044	35142
税金及附加	253	294	352	399
营业费用	2658	2730	3048	3207
管理费用	1795	1907	2064	2092
研发费用	556	648	775	877
财务费用	245	278	271	215
资产减值损失	-78	-91	-108	-123
信用减值损失	-315	-367	-438	-497
其他收益	453	563	674	763
公允价值变动收益	-5	0	0	0
投资净收益	-12	6	6	6
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2579	4404	6038	7442
营业外收入	60	60	60	60
营业外支出	35	35	35	35
<b>利润总额</b>	2603	4428	6062	7466
所得税	486	805	1102	1357
<b>净利润</b>	2118	3623	4960	6109
少数股东损益	-2	0	0	1
<b>归属母公司净利润</b>	2120	3623	4960	6109
EBITDA	3624	5331	7046	8462
EPS(元)	0.84	1.44	1.97	2.43

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023EA	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-2.3	16.4	19.6	13.3
营业利润(%)	-49.4	70.7	37.1	23.3
归属于母公司净利润(%)	(49.6)	70.9	36.9	23.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	25.8	27.9	28.6	28.6
净利率(%)	6.8	10.0	11.4	12.4
ROE(%)	7.9	12.1	14.5	15.5
ROIC(%)	8.6	12.6	14.9	16.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	46.2	45.6	45.4	42.4
净负债比率(%)	-13.2	-13.4	-17.6	-25.2
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.4	1.4	1.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	5.94	5.94	5.94	5.94
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.44	1.97	2.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	1.33	1.82	2.43
每股净资产(最新摊薄)	10.64	11.89	13.60	15.70
<b>估值比率</b>				
P/E	34.1	20.0	14.6	11.8
P/B	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	24.3	14.4	10.9	8.8

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033