

东方雨虹(002271)重大事项点评

激励计划再启动，防水龙头重新起航

事项:

❖ **东方雨虹发布 2023 年限制性股票激励计划(草案):** 公司拟向激励对象授予 8087.73 万股限制性股票, 授予价格为 13.86 元/股, 2023-2027 年业绩考核目标为: 以 2022 年净利润为基数, 2023-2027 年业绩增长率分别不低于 50%、80%、116%、159%、211%, 且应收账款增长率不高于营收增长率。

评论:

❖ **激励计划再启动, 防水龙头重新起航:** 公司开启新一轮股票激励计划, 拟向激励对象授予 8087.73 万股限制性股票, 约占总股本的 3.2%, 其中 2787 万股来自回购专用证券账户, 成交总金额 10 亿元。公司计划首次授予的激励对象共计 7266 人, 覆盖了公司近六成的员工, 包括董事、中高级管理人员、子公司主要管理人员、核心业务(技术)骨干等, 授予价格为 13.86 元/股。首次授予及 2023 年 9 月 30 日前授予的预留部分考核年度为 2023-2026 年, 之后授予的考核年度为 2024-2027 年, 2023-2027 年业绩考核目标为: 以 2022 年净利润为基数, 2023-2027 年业绩增长率分别不低于 50%、80%、116%、159%、211% (净利润指扣非净利润, 并剔除本次及其他激励计划股份支付费用影响), 复合增速约 25.5%, 且应收账款增长率不高于营收增长率。除上述公司层面业绩考核要求, 本次激励计划还设定了个人层面的绩效考核指标, 只有在两个指标同时达成的情况下, 激励对象获授的限制性股票才能解除限售。

❖ **Q1 高基数下收入仍取得快速增长, 商业模式优化估值有望重塑。** 公司 2023Q1 实现营业收入 74.95 亿, 同比+18.80%, 归母净利润 3.86 亿, 同比+21.53%。22Q1 全国房屋新开工面积下滑 17.5%, 而全年下滑近 40%, 相对来看 Q1 基数较高, 在此基础上, 公司 23Q1 收入端仍取得了近 20% 的增速, 体现了渠道和品类布局的完善性, 展望 Q2-Q4, 随着基数压力逐渐减少, 我们认为公司正回归正常增长轨道, 且随着 C 端占比的不断提升, 经营质量也有望改善, 估值中枢有望上移。

❖ **渠道下沉与多品类扩张打造长期成长驱动。** 1) **一体化经营加强市场覆盖:** 通过聚焦本地市场、属地经营, 有效提高市场覆盖率与渗透率; 2) **坚持 C 端优先战略:** 民建集团持续渠道深耕, 截至 2022 年末, 发展经销商数量突破 4000 家, 分销网点 16 余万家, 分销门头近 4 万家; 德爱威依托特色产品优势, 业务快速发展, 截至 2022 年末, 已实现加盟超 1600 家经销商合伙人, 终端销售网点达到 18000 家; 3) **防水新规自 2023 年 4 月 1 日起正式实施,** 行业扩容可期, 龙头市占率有望再提升。

❖ **盈利预测及投资建议:** 公司为防水行业领先龙头, 成本优势与渠道优势显著, 考虑股权激励费用影响, 我们略下调公司 2023-2025 年 EPS 预测为 1.53、1.91、2.45 元/股 (原值为 1.61/2.03/2.49 元/股), 对应 PE 各为 19x/15x/12x。根据历史估值法, 参考过去两年的估值中枢, 给予 2023 年 25-28x 估值, 对应目标价区间 38.3-42.8 元/股, 维持“强推”评级。

❖ **风险提示:** 房地产新开工面积大幅下滑, 原材料价格剧烈波动。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	31,214	37,585	45,397	54,918
同比增速(%)	-2.3%	20.4%	20.8%	21.0%
归母净利润(百万)	2,120	3,845	4,802	6,159
同比增速(%)	-49.6%	81.3%	24.9%	28.2%
每股盈利(元)	0.84	1.53	1.91	2.45
市盈率(倍)	34	19	15	12
市净率(倍)	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2023 年 6 月 7 日收盘价

强推(维持)

目标价区间: 38.3-42.8 元

当前价: 28.50 元

华创证券研究所

证券分析师: 王彬鹏

邮箱: wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号: S0360519060002

证券分析师: 鲁星泽

电话: 021-20572575

邮箱: luxingze@hcyjs.com

执业编号: S0360520120001

证券分析师: 郭亚新

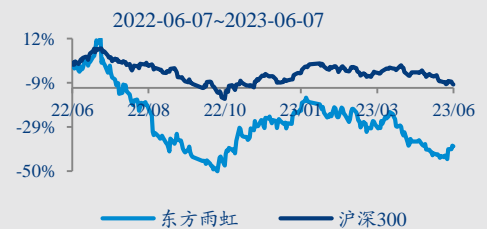
邮箱: guoyaxin@hcyjs.com

执业编号: S0360522070002

公司基本数据

总股本(万股)	251,846.42
已上市流通股(万股)	198,619.77
总市值(亿元)	717.76
流通市值(亿元)	566.07
资产负债率(%)	41.74
每股净资产(元)	10.79
12 个月内最高/最低价	51.80/23.25

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《东方雨虹(002271)2023 年一季报点评: 高基数下收入仍取得快速增长, 毛利率、现金流皆有改善》

2023-04-26

《东方雨虹(002271)2022 年报点评: 渠道与品类进一步优化, 盈利水平筑底, 2023 业绩弹性可期》

2023-04-14

《东方雨虹(002271)2022Q3 业绩点评: Q3 收入略下滑, 盈利、现金流小幅改善》

2022-10-27

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,539	11,488	11,715	12,578
应收票据	508	612	739	894
应收账款	10,879	13,073	15,995	19,350
预付账款	845	1,096	1,274	1,600
存货	1,575	1,801	2,163	2,600
合同资产	3,039	3,660	4,420	5,347
其他流动资产	4,961	4,998	6,058	7,532
流动资产合计	32,346	36,728	42,364	49,901
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	200	200	200	200
固定资产	8,563	10,482	12,154	13,539
在建工程	2,049	1,965	1,880	1,795
无形资产	2,191	2,319	2,432	2,590
其他非流动资产	5,207	5,214	5,224	5,235
非流动资产合计	18,210	20,180	21,890	23,359
资产合计	50,556	56,908	64,254	73,260
短期借款	6,254	6,654	6,954	7,154
应付票据	588	674	809	972
应付账款	3,901	4,470	5,364	6,446
预收款项	0	0	0	0
合同负债	3,324	4,002	4,834	5,847
其他应付款	6,186	6,186	6,186	6,186
一年内到期的非流动负债	578	578	578	578
其他流动负债	1,131	1,723	2,128	2,656
流动负债合计	21,962	24,287	26,853	29,839
长期借款	544	937	1,323	1,701
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	862	862	862	862
非流动负债合计	1,406	1,799	2,185	2,563
负债合计	23,368	26,086	29,038	32,402
归属母公司所有者权益	26,807	30,400	34,746	40,334
少数股东权益	381	422	470	524
所有者权益合计	27,188	30,822	35,216	40,858
负债和股东权益	50,556	56,908	64,254	73,260

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	654	3,646	3,187	4,032
现金收益	3,138	5,203	6,394	7,947
存货影响	-154	-226	-362	-438
经营性应收影响	-636	-2,513	-3,184	-3,793
经营性应付影响	615	655	1,029	1,246
其他影响	-2,309	527	-689	-930
投资活动现金流	-4,729	-3,026	-2,965	-2,902
资本支出	-4,222	-3,053	-2,999	-2,938
股权投资	-13	0	0	0
其他长期资产变化	-494	27	34	36
融资活动现金流	-1,029	329	5	-267
借款增加	17	793	686	578
股利及利息支付	-863	-665	-789	-960
股东融资	7	7	7	7
其他影响	-190	194	101	108

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31,214	37,585	45,397	54,918
营业成本	23,171	26,551	31,860	38,289
税金及附加	253	291	352	415
销售费用	2,658	3,007	3,541	4,284
管理费用	1,795	2,303	2,856	3,209
研发费用	556	670	809	979
财务费用	245	262	288	302
信用减值损失	-315	-229	-253	-262
资产减值损失	-78	-36	-43	-43
公允价值变动收益	-5	-5	-5	-5
投资收益	-12	55	68	33
其他收益	453	450	450	400
营业利润	2,579	4,735	5,907	7,563
营业外收入	59	27	30	34
营业外支出	35	40	39	33
利润总额	2,603	4,722	5,898	7,564
所得税	485	873	1,091	1,399
净利润	2,118	3,849	4,807	6,165
少数股东损益	-2	4	5	6
归属母公司净利润	2,120	3,845	4,802	6,159
NOPLAT	2,317	4,063	5,042	6,411
EPS(摊薄)(元)	0.84	1.53	1.91	2.45

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-2.3%	20.4%	20.8%	21.0%
EBIT 增长率	-46.6%	75.0%	24.1%	27.2%
归母净利润增长率	-49.6%	81.3%	24.9%	28.2%
获利能力				
毛利率	25.8%	29.4%	29.8%	30.3%
净利率	6.8%	10.2%	10.6%	11.2%
ROE	7.9%	12.6%	13.8%	15.3%
ROIC	9.6%	14.7%	15.9%	17.4%
偿债能力				
资产负债率	46.2%	45.8%	45.2%	44.2%
债务权益比	30.3%	29.3%	27.6%	25.2%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	113	115	115	116
应付账款周转天数	58	57	56	56
存货周转天数	23	23	22	22
每股指标(元)				
每股收益	0.84	1.53	1.91	2.45
每股经营现金流	0.26	1.45	1.27	1.60
每股净资产	10.64	12.07	13.80	16.02
估值比率				
P/E	34	19	15	12
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	22	13	11	9

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019年5月加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。2020年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第二名，2020年金牛建筑行业最佳分析团队，2020年Wind建筑行业最佳分析师第五名。

分析师：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015年加入华创证券研究所。2017年/2019年新财富评选房地产行业入围（第六名）/第三名团队成员；2018年/2019年水晶球评选房地产行业第四名/第三名团队成员；2018年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员；2019年金麒麟评选房地产行业第二名团队成员；2019年上证报评选房地产与建筑装饰行业第三名团队成员。

分析师：郭亚新

南开大学产业经济学硕士。2020年加入华创证券。2020年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第二名，2020年金牛建筑行业最佳分析团队，2020年Wind建筑行业最佳分析师第五名团队成员。

研究员：杨啸宇

武汉大学金融学硕士，曾任职于德邦证券权益投资部，2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522