

建材/原材料

东方雨虹(002271)

扩品类降维打击，何谓建材之“海天、立讯”

——渠道变革系列之三

	鲍雁辛(分析师)	黄涛(分析师)	花健祎(研究助理)
	0755-23976830	021-38674879	0755-23976858
	baoyanxin@gtjas.com	huangtao@gtjas.com	huajianyi@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880515090001	S0880118100059

本报告导读：

我们曾预判 B 端或对 C 端“降维打击”，当下认为精装或消费类建材 B 端的细分赛道本身将不重要，因为好的赛道更容易招致 B 端头部公司的“跨界”降维打击。

投资要点：

- **维持“增持”评级。**雨虹竞争力领跑化学建材，运用在保温、涂料、外加剂等领域将实现与海天、立讯、西卡等类似的平台型品类扩张复制防水成就，龙头估值折价将逐步走向溢价，维持 2020-2022 年 EPS1.81, 2.31, 2.94 元，可比公司估值上调目标价至 75.16 元对应市值近 1200 亿元，对应 2020-2022 年 PE41.52, 32.54, 25.56 倍。
- **比照分析海天 VS 雨虹，参考立讯、西卡，扩品类跨界竞争与降维打击，何以谓之消费建材的“海天、立讯”？**酱油与防水都是不起眼“大”行业。两个行业起点分散，且竞争环境公平，给了企业家精神成长的机会；均 B 端市场为主，占下游成本低但功能性关键，因此龙头企业具备粘性；轻资产高周转属性，复利成长速度较快。这样的属性，成就了海天与雨虹两个具备企业家精神和先发优势的公司。
- **转折关键在于下游与政策对质量要求升级，龙头渠道渗透；**集采模式与下游集中度提升，小企业成本优势失效，以及渠道周转率竞争，推动公司防水主业快速占领市场份额。海天在凭借渠道和品牌优势，在蚝油等领域成功进行品类扩张，启发我们认知扩品类成功的关键在于在整个大品类中都实现核心竞争优势的绝对领先。
- 同样类似的例子还有精密制造力领先的立讯，渠道和研发领先的西卡，渠道运营和品牌运营领先的安踏体育等，这些例子预示着雨虹在轻资产类化学建材领域扩品类的远大前程。
- **风险提示：**宏观经济下行，原材料成本上涨。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,046	18,154	22,067	27,886	34,991
(+/-)%	36%	29%	22%	26%	25%
经营利润(EBIT)	1,853	2,886	3,989	5,110	6,278
(+/-)%	19%	56%	38%	28%	23%
净利润(归母)	1,508	2,066	2,840	3,633	4,620
(+/-)%	22%	37%	37%	28%	27%
每股净收益(元)	0.96	1.32	1.81	2.31	2.94
每股股利(元)	0.30	0.30	0.51	0.62	0.78

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	13.2%	15.9%	18.1%	18.3%	17.9%
净资产收益率(%)	19.1%	21.2%	23.9%	25.0%	25.8%
投入资本回报率(%)	11.6%	15.4%	16.9%	18.2%	21.0%
EV/EBITDA	9.25	12.23	20.12	15.83	12.69
市盈率	57.06	41.65	30.30	23.69	18.63
股息率(%)	0.5%	0.5%	0.9%	1.1%	1.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：增持

目标价格：**75.16**

上次预测：62.54

当前价格：54.83

2020.08.03

交易数据

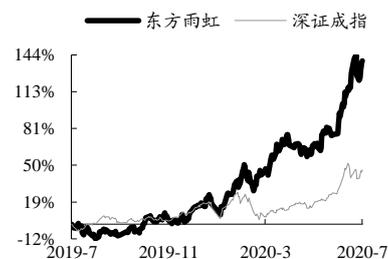
52 周内股价区间(元)	20.27-56.00
总市值(百万元)	86,056
总股本/流通 A 股(百万股)	1,570/1,101
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	70%
日均成交量(百万股)	18.70
日均成交值(百万元)	810.34

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	11,365
每股净资产	7.24
市净率	7.6
净负债率	15.59%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.08	0.09
Q2	0.50	0.64
Q3	0.41	0.55
Q4	0.32	0.53
全年	1.32	1.81

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	35%	43%	139%
相对指数	21%	16%	93%

相关报告

- 开局不凡，弹性将逐季度抬升 2020.04.29
- 迈向千亿的第二步，变革中成长 2020.04.24
- 成长性与质量改善的双重验证 2019.10.29
- 开启稳健提质新周期 2019.09.22
- 变革中成长，增速质量双超预期 2019.08.09

模型更新时间: 2020.08.03

股票研究

原材料
建材

东方雨虹(002271)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **75.16**

上次预测: 62.54

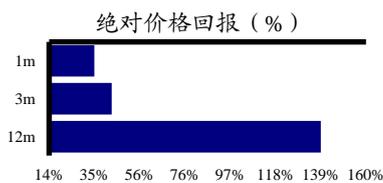
当前价格: 54.83

公司网址

www.yuhong.com.cn

公司简介

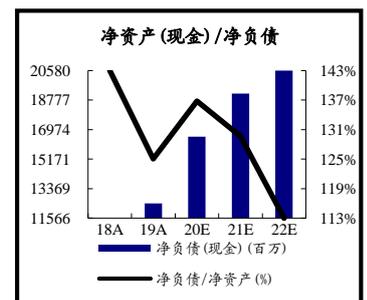
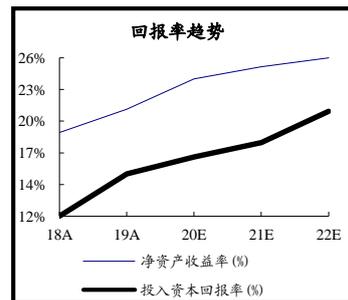
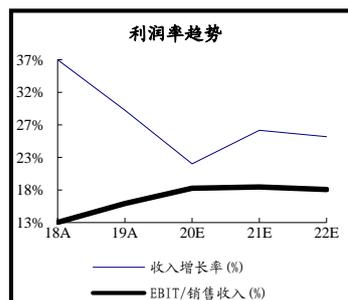
公司是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的防水系统服务商。多年来,公司为重大基础设施建设、工业建筑和民用、商用建筑提供高品质、完备的防水系统解决方案。



52周内价格范围 20.27-56.00
市值(百万) 86,056

财务预测(单位:百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	14,046	18,154	22,067	27,886	34,991
营业成本	9,187	11,665	13,495	17,123	21,656
税金及附加	122	139	170	215	269
销售费用	1,699	2,142	2,648	3,346	4,199
管理费用	917	965	1,324	1,534	1,890
EBIT	1,853	2,886	3,989	5,110	6,278
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	3	3	4	6	7
财务费用	193	413	391	519	449
营业利润	1,818	2,622	3,602	4,597	5,836
所得税	311	517	713	912	1,160
少数股东损益	3	9	13	16	21
净利润	1,508	2,066	2,840	3,633	4,620
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,855	4,471	5,951	6,762	6,669
其他流动资产	266	321	321	321	321
长期投资	0	0	0	0	-205
固定资产合计	3,032	4,349	5,549	6,699	7,799
无形及其他资产	1,884	1,355	1,384	1,413	1,441
资产合计	19,652	22,416	28,641	33,942	38,776
流动负债	9,910	10,086	14,176	16,797	18,210
非流动负债	1,653	2,370	2,370	2,370	2,370
股东权益	8,088	9,960	12,095	14,775	18,196
投入资本(IC)	13,306	15,045	18,915	22,411	23,946
现金流量表					
NOPLAT	1,537	2,311	3,191	4,088	5,022
折旧与摊销	275	369	333	383	433
流动资金增量	-404	238	962	1,306	504
资本支出	-1,724	-1,301	-1,797	-1,797	-1,797
自由现金流	-316	1,617	2,689	3,980	4,162
经营现金流	1,014	1,589	2,691	3,332	5,116
投资现金流	-1,585	-1,374	-1,792	-1,791	-1,585
融资现金流	2,912	-664	582	-730	-3,624
现金流净增加额	2,340	-449	1,480	811	-93
财务指标					
成长性					
收入增长率	36.5%	29.3%	21.6%	26.4%	25.5%
EBIT 增长率	19.1%	55.7%	38.2%	28.1%	22.9%
净利润增长率	21.7%	37.0%	37.5%	27.9%	27.2%
利润率					
毛利率	34.6%	35.7%	38.8%	38.6%	38.1%
EBIT 率	13.2%	15.9%	18.1%	18.3%	17.9%
净利润率	10.7%	11.4%	12.9%	13.0%	13.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.1%	21.2%	23.9%	25.0%	25.8%
总资产收益率(ROA)	7.7%	9.3%	10.0%	10.8%	12.0%
投入资本回报率(ROIC)	11.6%	15.4%	16.9%	18.2%	21.0%
运营能力					
存货周转天数	86.3	63.1	78.4	75.9	72.5
应收账款周转天数	117.2	113.3	127.5	119.3	120.0
总资产周转天数	510.7	450.7	473.7	444.3	404.5
净利润现金含量	0.7	0.8	0.9	0.9	1.1
资本支出/收入	12.3%	7.2%	8.1%	6.4%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	58.8%	55.6%	57.8%	56.5%	53.1%
净负债率	143.0%	125.1%	136.8%	129.7%	113.1%
估值比率					
PE	57.06	41.65	30.30	23.69	18.63
PB	2.57	4.24	7.25	5.92	4.80
EV/EBITDA	9.25	12.23	20.12	15.83	12.69
P/S	5.82	4.49	3.90	3.09	2.46
股息率	0.5%	0.5%	0.9%	1.1%	1.4%



目 录

1. 引言：“我来，我见，我征服”.....	4
1.1. 建材 B 端龙头的估值重塑之路：从龙头折价走向龙头溢价.....	4
2. 防水 VS 酱油：不起眼的“好”行业.....	6
2.1. 不起眼的“大”行业，起点公平格局分散.....	6
2.2. 不起眼的“好”行业，高粘性且高周转.....	8
3. 注定成功的龙头突围.....	9
3.1. 主业增长动力依然将强劲.....	9
3.2. 海天的启示：大品类中竞争优势完全领先是扩品类关键.....	10
3.3. 精密制造平台型公司立讯精密的启示.....	11
3.4. 防水起家的全球化学建材巨头瑞士西卡（Sika）.....	13
3.5. 消费品安踏的借鉴.....	14
3.6. 预言雨虹：防水积累的领先优势将成就化学建材王者.....	15
4. 风险提示.....	19

1. 引言：“我来，我见，我征服”

跨界竞争与降维打击：我们曾在《行业专题研究_变革中成长，之渠道“降维打击”20190703》直言预判了 B 端业务或将是更确定的高增长赛道，必将形成对 C 端的“降维打击”，渠道的工程基因至关重要；而本文，我们将更进一步前瞻的预判：

我们认为在精装或消费类建材 B 端的细分赛道本身将不重要，因为好的赛道更容易招致 B 端头部公司的“跨界”降维打击，原有细分赛道龙头将面临竞争范围将扩大至整个大品类，原有的“护城河”或将不再。类似于互联网行业常见的巨头跨界打击，即“毁灭你，与你何干”；

比照分析海天、雨虹，同时参考立讯、西卡：本文我们从传统行业的渠道入手分析，以同样是 B 端渠道占主体的调味品龙头海天味业和防水龙头东方雨虹做比照分析，同时参考精密制造平台型公司立讯精密的红海跨界突破、欧洲防水起家打通混凝土外加剂等的化学类建材龙头西卡的成长之路；

我们认为，雨虹竞争力将领跑整个轻资产类化学建材行业，从估值折价或将逐步走向估值溢价。

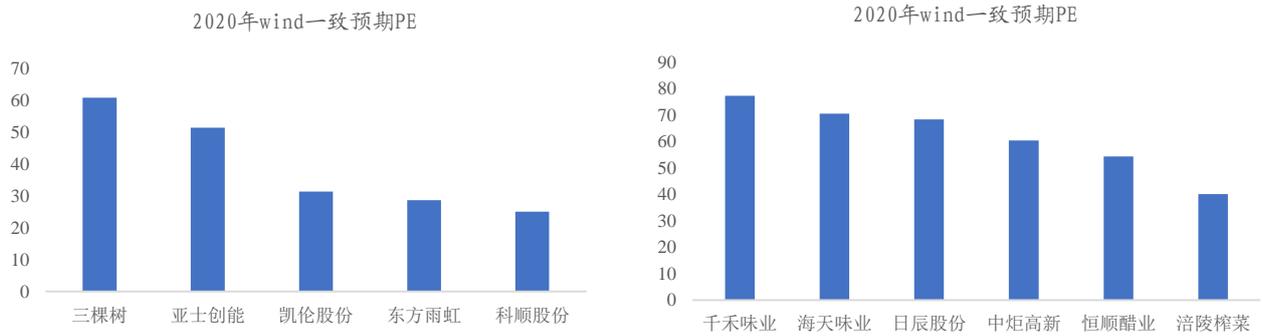
在整个国内轻资产类化学建材市场，雨虹在客户与渠道领域，拥有行业领先的的地产商与渠道布局资源；供应链布局与施工领域拥有完善的生产基地布局与庞大的施工网络沉淀；研发和管理效率领域，研发投入规模明显领先且费用管理效率领先同侪。而雨虹将这些领先竞争力运用在保温、涂料、混凝土外加剂、瓷砖胶及砂浆、建筑修缮等领域，将实现与海天，立讯，西卡，等类似的平台型品类扩张，复制防水业务成就。

1.1. 建材 B 端龙头的估值重塑之路：从龙头折价走向龙头溢价

目前从估值角度看雨虹尚估值折价，但我们认为，在某个大品类中具有充分竞争优势的龙头企业，不仅更容易守住主业基本盘地位，更有很大可能在品类扩展上取得成功，更确定的市场地位以及扩品类机遇或将使雨虹逐步走向估值溢价。

跨行业横向比较看，更高的行业地位与成长确定性，龙头企业有理由享有估值溢价，这在海天味业及立讯精密上已经得到实现。

图 1：化学建材领域雨虹估值尚未享受明显溢价 图 2：调味品领域海天已享有龙头溢价



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

我们在轻资产类化学建材, 调味品, 电子精密制造三个领域估值对比来看(为公允起见所有利润预测采用 wind 一致预期), 雨虹作为行业品类扩张龙头, 无论从估值绝对值, 还是从龙头溢价角度, 均有较为明显的提升空间。

表 1: 估值对比

证券代码	公司名称	总市值亿元 2020. 7. 31	一致预期净利润		PE	
			2020E	2021E	2020E	2021E
轻资产类化学建材						
002271	东方雨虹	861	28.38	34.41	30.32	25.01
300737	科顺股份	161	6.07	7.61	26.46	21.11
300715	凯伦股份	74	2.34	3.64	31.51	20.25
603737	三棵树	398	5.56	7.66	71.71	52.02
603378	亚士创能	141	2.49	3.84	56.81	36.76
调味品						
603288	海天味业	4863	63.01	74.48	77.18	65.30
600872	中炬高新	560	8.52	10.58	65.74	52.89
603027	千禾味业	231	2.71	3.52	85.34	65.78
600305	恒顺醋业	202	3.63	4.23	55.56	47.75
002507	涪陵榨菜	311	7.25	8.49	42.88	36.65
电子精密制造						
002475	立讯精密	4092	66.60	88.86	61.43	46.05
002241	歌尔股份	1386	19.74	27.18	70.21	50.99
300115	长盈精密	215	6.26	8.99	34.39	23.95
300433	蓝思科技	1440	40.22	49.56	35.80	29.06
300136	信维通信	536	13.99	18.70	38.32	28.66

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

考虑到 2020 年各公司受疫情特殊情况影响业绩不具代表性, 我们选取 2021 年 PE 做估值预测。4 家可比公司 2021 年一直业绩预期对应 PE 的平均值为 32.54 倍, 结合我们对东方雨虹 2021 年 EPS 为 2.31 元预测, 因此给予目标价 75.16 元, 维持“增持”评级。

2. 防水 VS 酱油：不起眼的“好”行业

2.1. 不起眼的“大”行业，起点公平格局分散

不起眼的“好”行业也是“大行业”。防水材料与酱油同属于“衣食住行”中生活必需品。酱油属于饮食中的“配角”，防水材料用于建筑中难以直接观察的隐蔽工程，都属于生活中并不引人注意的行业，却都是不起眼的大行业。

综合国家统计局，中国调味品协会，欧睿咨询数据口径，我国目前酱油行业的市场空间在 800 亿元人民币左右，为唯一市场空间超过 500 亿元人民币的调味品子行业。而防水行业协会估算防水行业市场空间超过 2000 亿元人民币。酱油与防水市场空间足够大是诞生海天与雨虹两家龙头公司的重要基础。

图 3：中国酱油规模以上企业产量与同比增速



图 4：中国防水材料规模以上企业与同比增速



数据来源：国家统计局，防水行业协会，国泰君安证券研究

两行业成长潜力仍未完全释放。行业目前市场基数较大的前提下，两个行业的成长性也尚未完全止步。对于酱油而言，其本身渗透率已经非常成熟，但随着餐饮行业渗透率的提升，会增加居民每餐的单位调味品用量；而对于防水材料行业而言，大量的在建建筑是需求基本的保障，而国家建筑标准与下游对防水质量的不断提升，叠加日益兴起的建筑的修缮需求，有望带动行业空间进一步提升。

图 5：人均调味品消费量有望随餐饮业发展提高

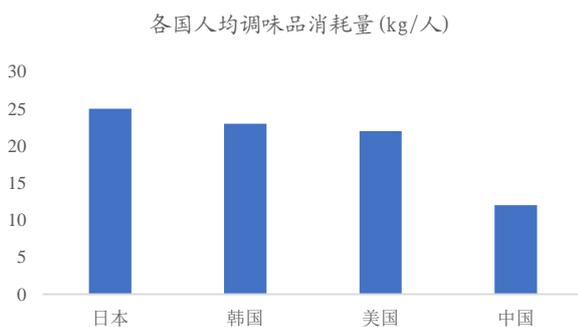
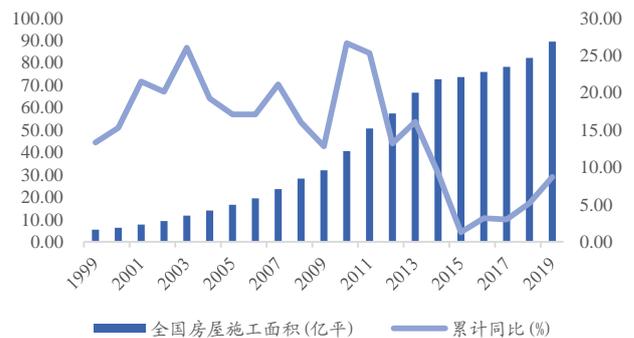


图 6：巨量存量施工面积支撑防水需求基本盘

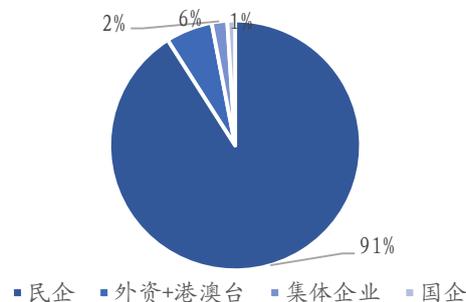


数据来源：欧睿，国家统计局，国泰君安证券研究

难以被意外颠覆的长青市场。酱油与防水行业也均属于产品形态相对稳定，难以被取代或突然颠覆的市场。酱油的食用是东亚几百年的习惯，工艺成熟，产品鲜有发生重大技术革命的可能；类似，防水材料行业在20世纪70年代后（如大多数化学工业）也基本停止了革命性的技术进步，中期发生的可能只是现有产品大类之间的结构变化，而很难出现革命性的产品变化。产品端的稳定一方面意味着需求的可持续性，市场长青，另一方面也意味着建立起领先优势的企业被弯道超车的概率较小。

公平的行业竞争起点。酱油行业与防水行业在改革开放后至今的长坡发展期，都处于相对公平的竞争环境：没有国资巨头占据领先身位，也没有大型外资跨国公司全力进攻。酱油行业多年以来的参与主体主要是小规模的地方性公有制企业，和民营企业；而防水行业的参与主体则完全以小民营企业为主。

图 7：防水行业规模以上企业以民营企业为主

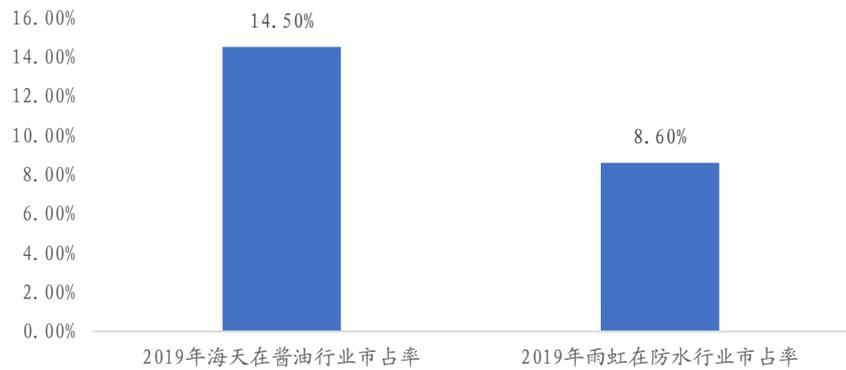


数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

公平环境造就企业家精神的舞台：受到大型国资忽视的原因或主要在于两个行业共有的“不起眼”的属性，缺少大型跨国公司发力，则与中国特殊的产品习惯和行业环境有关：外资（日韩）酱油在口味和价格上并不适合中国市场；外资防水在中国建筑场景与初期较为恶劣的竞争环境中也处于劣势。这样“不起眼”的属性，为雨虹与海天这样具备企业家精神的企业带来成长为行业巨头的可能。

低集中度为龙头企业提供增长空间：广阔的行业空间，与较低的行业起点，使两个行业呈现较低的市场集中度格局。截止2019年数据，以酱油800亿元，防水2000亿元的市场空间做假设，海天与雨虹作为两个行业内规模最大企业，市占率分别仅为14.5%和8.6%。分散的行业格局为龙头成长提供了广阔的拓展空间。

图 8：酱油与防水行业龙头市占率仍相对较低



数据来源：wind，国泰君安证券研究

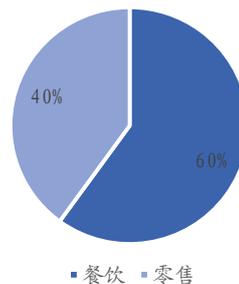
2.2. 不起眼的“好”行业，高粘性且高周转

从商业属性上看，酱油与防水行业有两点关键相似之处：B端市场占相当比例，此部分市场由专业人士担任购买决策；占下游成本较低，但功能性对下游具有相当重要的影响。这样的商业属性决定了下游对品牌具有相当粘性。

B端市场为主，专业人士决策权：从调味品行业数据来看，除去工业用途，我国调味品行业的下游构成，B端餐饮渠道与C端零售渠道的比重大约在6:4，且餐饮比重呈继续上升趋势。海天味业酱油业务的销售结构也与这一比例大致相符。餐饮渠道购买的决策人主要是厨师长，餐饮集团集采经理等专业人士。

图9：调味品下游主要以B端为主

非工业调味品需求构成



数据来源：调味品协会，国泰君安证券研究

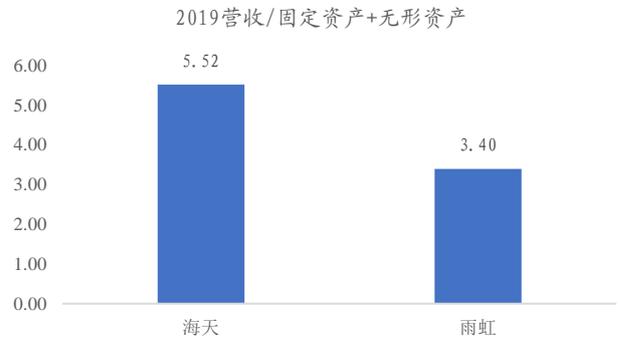
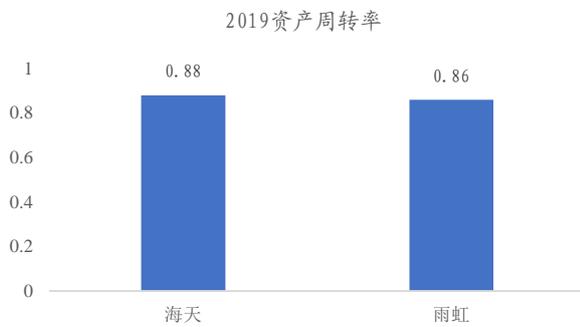
防水行业更可以直观确认，绝大多数需求为B端业务，采购决策由专业人士进行：地产/基建集采部门，基层的工长等。在这样的模式下，对于专业人士而言，产品相当于高频消费品，对性价比有较高要求，同时自身对品牌有相当的忠诚度和使用习惯，因此品牌存在粘性。

占下游成本较低的功能性产品：同时，酱油与防水也同样具备另一商业属性：占下游成本低，但功能性重要。防水材料占建筑成本2%以下，但漏水问题对整个建筑品质影响巨大；酱油占餐饮成本应较2%更低，但对最终菜品口味有重要决定作用。这样属性加剧了下游对品牌的忠诚度与粘性，从而最终促酱油与防水行业成为“好行业”。

轻资产高周转，龙头发展受限较小。酱油与防水行业均都具有轻资产，高周转的属性。其生产工艺均不需要过高的土地与设备投入。我们观察两公司 2019 年资产周转率指标与“营收/(固定资产+无形资产)”指标，均呈现较高的水平。

图 10：中国酱油规模以上企业产量与同比增速

图 11：中国防水材料规模以上企业与同比增速



数据来源：wind，国泰君安证券研究

高周转属性一方面带来了更高的净资产收益率，同时也意味着海天与雨虹这类龙头企业可实现更快的积累速度和扩张速度，扩张不受限。

3. 注定成功的龙头突围

3.1. 主业增长动力依然将强劲

行业集中度提升进行时，份额向头部企业转移：近两年，宏观环境与行业生态正的变化正在推动行业从分散走向集中，促使海天和雨虹有动能占据更多市场份额保持高增长的态势。

对于海天与酱油行业来讲，驱动力主要在行业规范政策的提升，下游对品质和品牌要求的升级，以及小企业不当成本优势来源(卫生，环保，税务)的消失，以及龙头企业自身的渠道渗透和扩张。

对于防水行业而言，与酱油类似，今年来也出现诸多促使龙头占据竞争优势不断扩张份额的因素：

下游集采模式与集中度提升：下游地产商近年逐步流行使用集中采购模式选取材料供应商，份额向少数企业集中了；同时采用集采模式的头部企业市占率逐步提升，带来强化效果。基建领域集采模式也逐步开始兴起。

图 12：大型房企市占率提升的进程还在继续



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

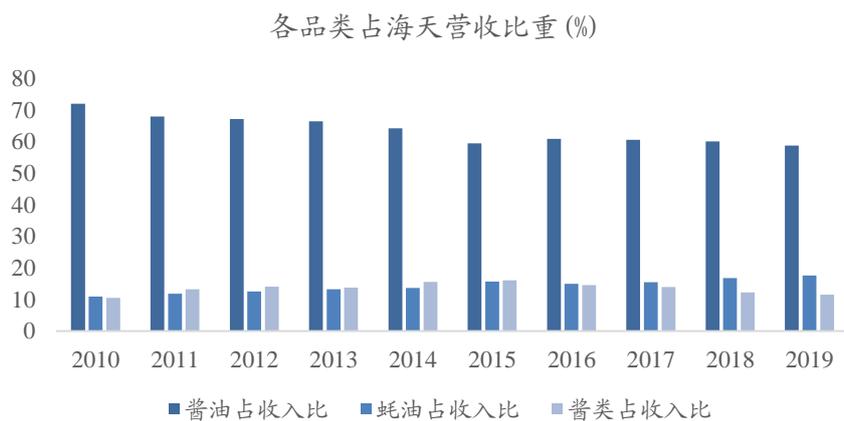
小企业不良成本节约政策失效: 小企业过去往往以低劣材料, 环保代价与财税漏洞作为成本节约的来源, 近年在下游质量要求提升与政策收紧环境下逐步艰难。

渠道竞争加剧: 一线市场近年呈现渠道利润率有所收窄, 周转率提升的趋势, 具备性价比优势与授信实力的大企业渠道竞争力提升显著。

3.2. 海天的启示: 大品类中竞争优势完全领先是扩品类关键

在酱油主业之外, 近年来海天味业在扩品类成长中也取得了较大的成功, 蚝油等非酱油品类发展迅猛, 成为资本市场对其长远发展的重要信心来源。

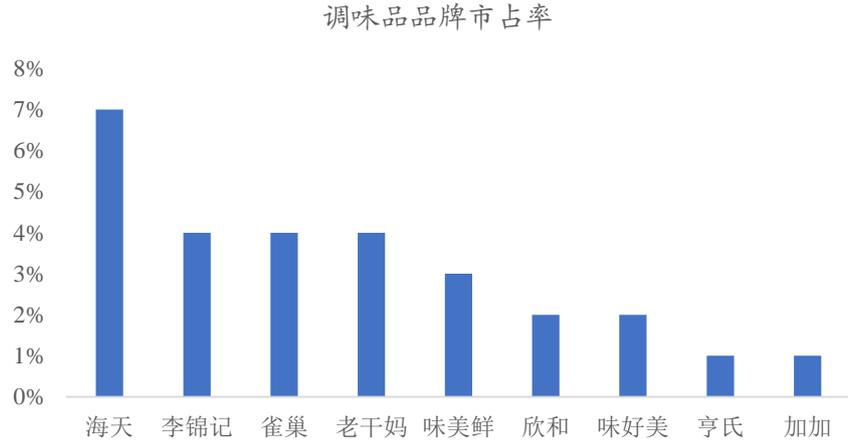
图 13: 近年酱油在营收占比中逐步下降, 其他品类扩张较为成功



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

海天向蚝油, 酱类, 醋等品类成功扩张, 而不是被这些行业的企业反过来威胁其在酱油行业的地位, 核心在于, 海天在整个调味品这个大品类中, 都在这两个领域占据着竞争优势的最领先地位。在调味品这个大品类中, 最核心的竞争优势无非为二: 渠道与品牌。

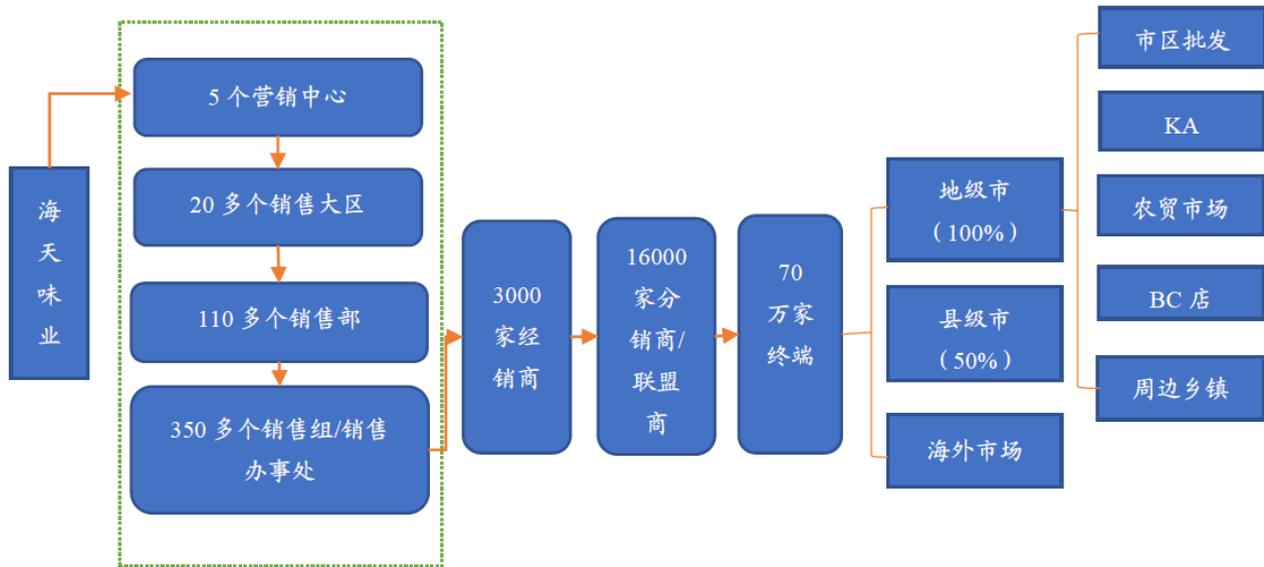
图 14 :海天的渠道品牌等优势不仅领先酱油行业更领先整个调味品行业



数据来源：欧睿，国泰君安证券研究

渠道端：海天在酱油业务的发展中，率先形成了行业内全国最大的渠道网络，覆盖 B 端餐饮渠道与 C 端零售渠道，不仅规模与效率领先于酱油企业，更是领先于所有其他品类的调味品企业，这种既有的渠道资源与成熟的管理模式，可以直接用于其他品类的市场拓展。**品牌端：**先发酱油业务的投入和积累使海天这一品牌，成为整个调味品行业最知名，为其他品类的市场拓展奠定身位的领先优势。

图 15 : 海天酱油为主积累的渠道资源经验优势可以直接用于其他品类的市场拓展



数据来源：至汇调味品营销咨询，公司官网，国泰君安证券研究

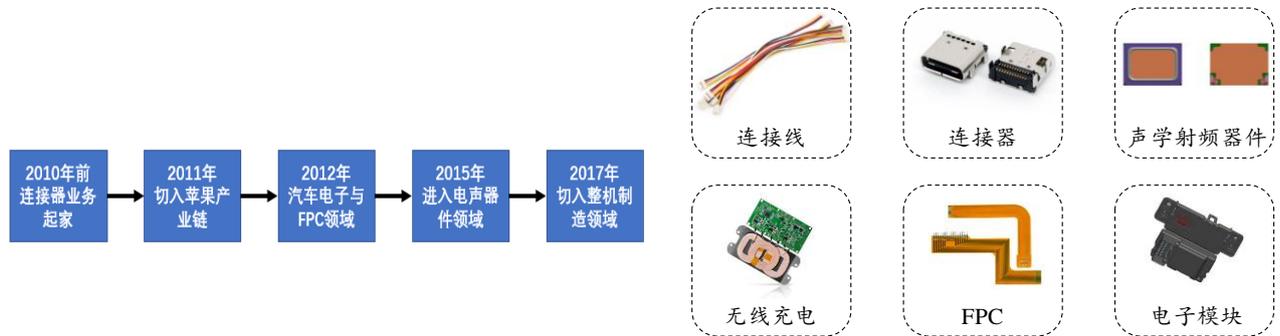
事实上，在很多其他行业领域，均可以看到成熟的案例，同样证明着这一道理：当一个企业在整个大品类中都占据竞争优势的最领先时，其在这个大品类中将迎来广阔品类扩张成长前景：

3.3. 精密制造平台型公司立讯精密的启示

我们认为立讯最核心的竞争力是优秀的管理能力、成本品质管控水平以

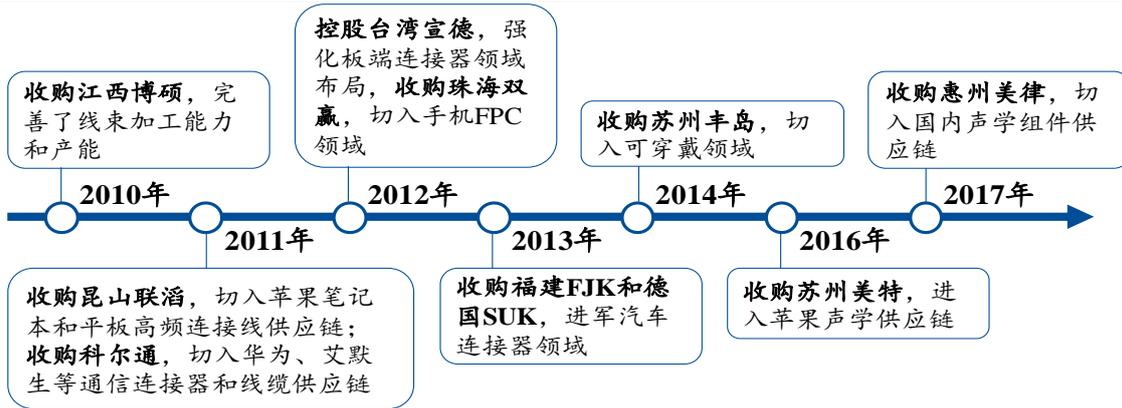
及大客户服务能力，公司通过多元化战略，横向拓展声学、天线、无线充电、无线耳机、马达等多个业务，打破了原有业务的成长天花板，逐步成长为精密制造平台型公司。

图 16：立讯精密不断扩张的关键在于精益制造能力的优势



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 17：立讯依靠强大的业务整合能力，上市后多次通过并购拓展新业务和新市场



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

立讯在技术研发、品质管控、客户服务等方面实力强劲，深受国际大客户的认可和信赖。公司围绕大客户开展多元化业务布局，单机价值量大幅提升，逐步从连接器龙头走向精密制造平台型企业；

图 18：立讯在苹果业务当中不断延伸拓展、单机价值量大幅提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

优秀的成本管控和业务整合能力，是立讯跨界并购与经营成功的法宝。从事苹果内部线束的昆山联滔 2010 年仍处于亏损状态，2011 年被立讯

并购后，迅速实现盈利，且营收从 11.5 亿元快速增长至 2016 年 41.1 亿元，复合增速 29%。博硕科技 2010 年被立讯收购，并购后营业收入从 2011 年 4.3 亿元快速增长至 2016 年 17.3 亿元，复合增速 32.1%，净利润也由 0.36 亿元快速增长至 1.93 亿元，复合增速 39.9%，且利润率也显著提升。

3.4. 防水起家的全球化学建材巨头瑞士西卡 (Sika)

瑞士西卡公司于 1910 年创立于瑞士，是以防水起家的百年跨国巨头，公司以防水业务为基础不断地进行产品品类扩张和业务领域拓展，目前已经发展成为聚焦建材、化工两大领域的世界领先化工建材供应商。公司最早起家于隧道防水行业，凭借这种优势逐渐向混凝土添加剂，地坪涂料，甚至工业等领域拓展。

在 1991-2016 年，长达 25 年里，瑞士西卡的收入增长了 3.7 倍，年均复合增速达到 6.4%；而净利润增长了 13 倍，年均复合增速达到 11.1%。，预计 2018 年业绩增长在 10% 以上。公司于 1974 年在瑞士苏黎世证券交易所上市。西卡集团出色的业绩带来了资本市场优异的表现，公司目前市值约为 200 亿瑞士法郎（约合人民币 1340 亿元）。

欧洲防水市场需求较为稳定，防水卷材市场规模约 270 亿欧元（约合 2126 亿人民币），西卡占据市场主导地位；2017 年，西卡公司销售额超过 62.5 亿瑞士法郎（约合 417 亿人民币），利润 5.7 亿瑞士法郎（约合 38 亿人民币）。2017 年，公司业务收入中建筑领域占比 78.50%，工业领域占比 21.50%。多领域拓展使得使得公司的增长空间被打开，同时受周期性波动的影响更小。

图 19：西卡沿着渠道与研发的核心竞争优势不断扩张应用场景



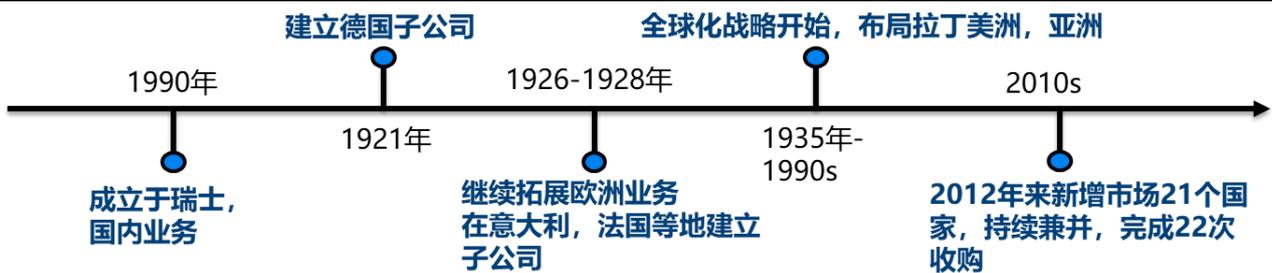
数据来源：公司官网

西卡的成长之道可以从三个维度进行考量：1) 产品多样性布局；2) 全球化的扩张；3) 持续的兼并收购。公司成长之路，从产品端来看，其产

品多元化、品类多样性的发展体现为两个方面:

- 一方面以防水业务为主业，向防水相关领域比如胶粘剂、混凝土外加剂等布局，接着再沿整个建材产业链进行延伸，布局涂料、砂浆等业务领域。
- 另一方面在开拓新产品的同时不断拓展产品的应用领域，以粘接剂为例，起初主要运用于建筑领域，瓷砖粘接、玻璃粘接等，而后向工业领域拓展。
- **全球化扩张:** 公司自瑞士向整个欧洲拓展，并布局北美、日本等发达国家。随着发达国家市场逐渐成熟，积极布局亚太、非洲、南美、拉美等地区，目前已经在世界 100 个国家建立了 200 个工厂，遍布 90 个国家。
- **持续的兼备收购:** 2000 年之后的收购步伐明显加快，70 余次收购发生在 2000 年之后。全球范围内的大举收购使得公司能够快速进入目标市场，促进营收的快速增长，构成公司成功的关键驱动力。2019 年公司完成对 parex (在中国有著名子品牌德高) 的收购实现对建筑装饰领域的进一步拓展。

图 20：西卡逐步拓展业务范围与经营市场



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 21：西卡随品类与市场拓展收入逐年增长

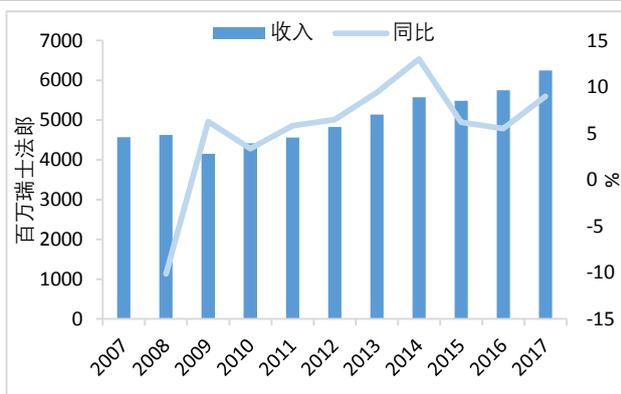
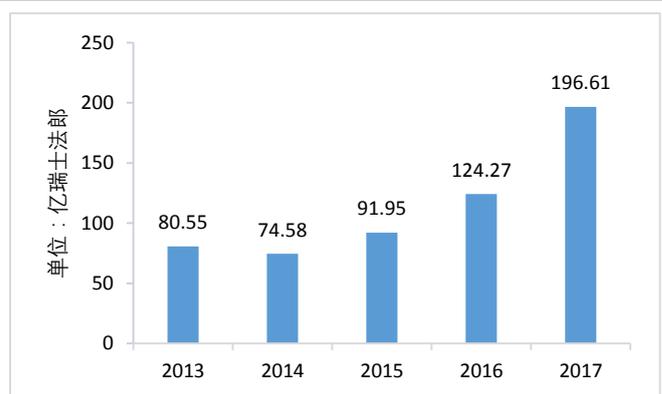


图 22：西卡市值稳步上升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.5. 消费品安踏的借鉴

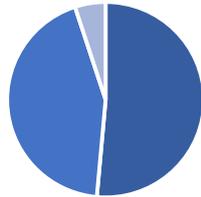
安踏最早在运动服饰市场中的打拼中，形成了服饰行业领先的渠道把控力（从最先走出行业库存危机可以看出领先）与品牌运营能力，将之成功运用于 FILA 的拓展成为运动休闲领域的领头企业。FILA 的巨大成功

以及 Amer Sports 的并购，打开了公司在户外，冰雪，潜水，网球，健身器材等多领域拓展的想象空间。FILA 再造了一个安踏，而其他领域或再出现多个 FILA。这一切都围绕着公司渠道与品牌运营能力的核心竞争优势而进行。

图 23：FILA 目前已占据安踏营收近半壁江山

图 24：FILA 的成功打开其他领域品牌想象空间

2019年安踏体育营收构成



■安踏 ■FILA ■其他品牌



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

而这些案例，无不证明，品类扩张想象空间的打开，主要依靠对核心竞争优势的掌握。在电子代工领域是立讯最强的精益制造能力，在西欧化学建材市场是西卡最强的渠道与研发能力，在国内运动服饰器材领域是安踏最强的渠道与品牌运营能力。这些成功案例正是对雨虹的预言。

3.6. 预言雨虹：防水积累的领先优势将成就化学建材王者

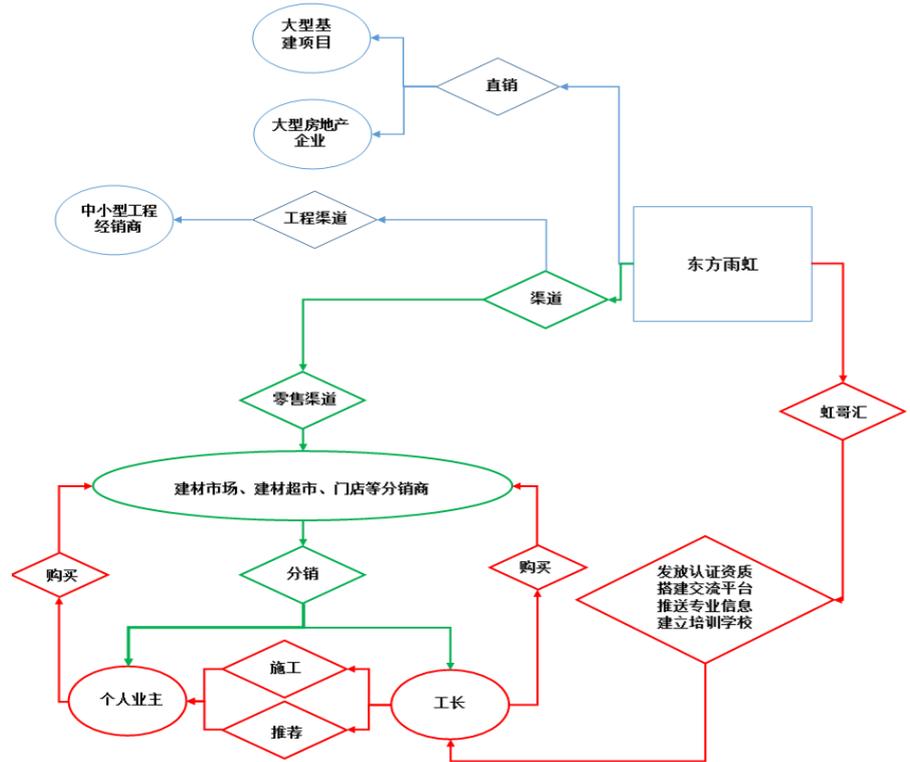
近年来，东方雨虹亦在非防水以外的其他化学建材领域积极拓展，布局建筑涂料，保温等领域。截止到 2019 年未有品类单独在年报披露，但我们测算当年保温与涂料业务均已经突破 5 亿元以上规模。

将视野着眼整个化学建材大品类，在国内市场，东方雨虹已经实现大品类中的竞争优势的完全领先。从上文的海天等企业的启发来看，东方雨虹品类拓展获得巨大成功的确定性将较高。

我们从客户资源与渠道，供应链与施工，研发与管理三个层面来理解东方雨虹在整个化学建材大品类中的竞争优势完全领先。

客户资源与渠道的领先：在地产集采端，东方雨虹进入集采体系为化学建材行业最早，奠定先发优势，目前在合作家数，合作规模均为化学建材领域最领先，这些客户资源积累与信任对其他品类快速入围集采有重要帮助；在工程渠道端，东方雨虹防水业务积累大量工程、零售经销商，以及基层工长社群，基本覆盖全国市场，这些经销商多年共同成长积累足够实力可直接代理雨虹其他品类，且多年摸索渠道实践经验也有助于新品类自身快速构建。

图 25：雨虹成熟的防水销售体系可以直接助力新品类拓展

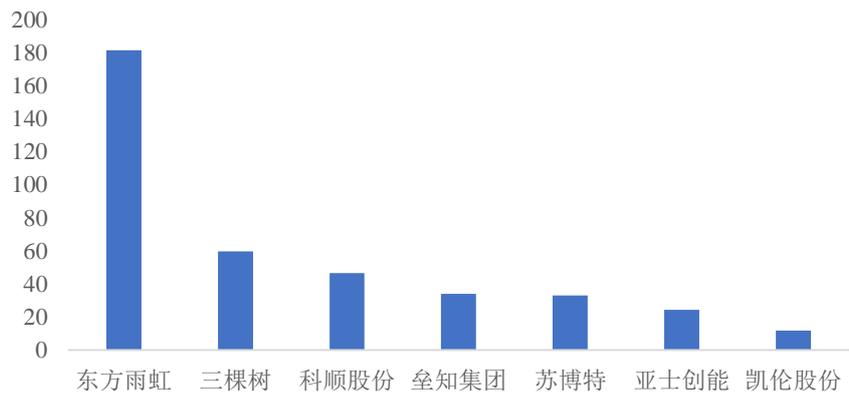


数据来源：国泰君安证券研究

直观观察东方雨虹较其他化学建材企业在客户资源与渠道的领先程度，最为直接的办法即是直接对比营业收入。

图 26：雨虹成熟的防水销售体系可以直接助力新品类拓展

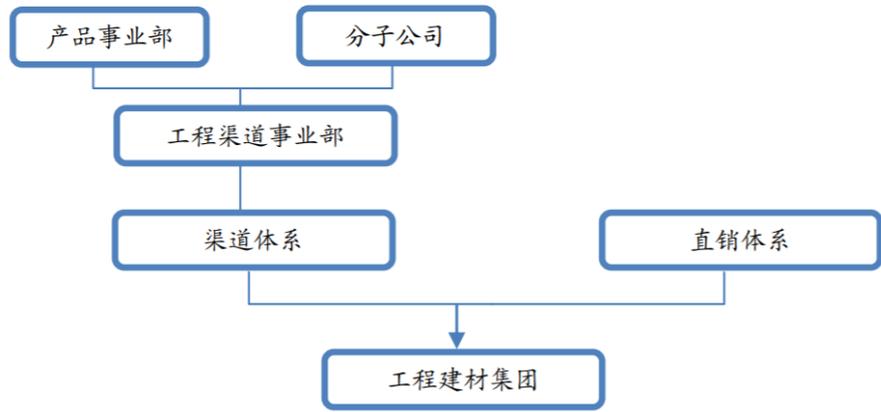
2019年中国领先化学建材企业规模对比(亿元)



数据来源：wind，国泰君安证券研究

2018 年公司进行组织结构变革，将非防水业务的工程渠道与防水业务共同整合入工建集团。这样的组织架构设计更有利于公司在防水端积累的客户与渠道优势在非防水板块上充分发挥。

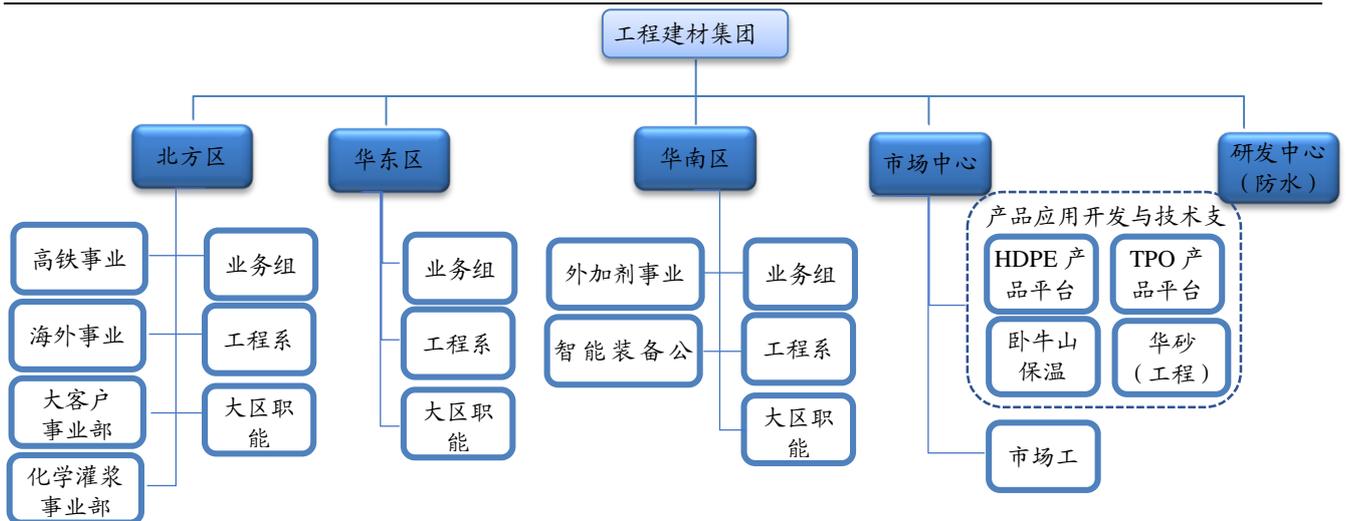
图 27：2018 年变革成立工建集团，充分整合渠道优势



数据来源：中国涂界网，国泰君安证券研究

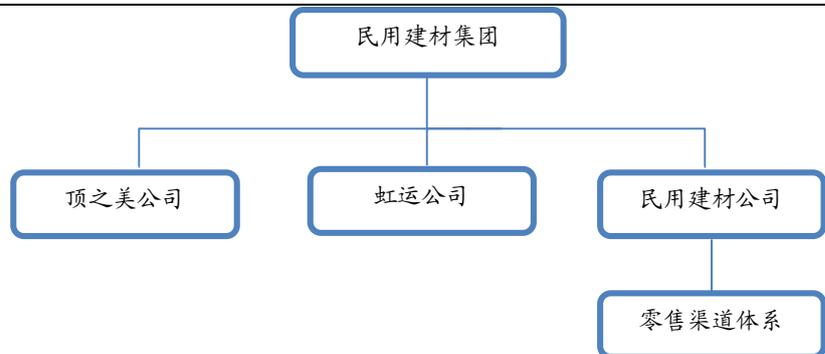
直销体系主要针对北京、上海、广州、深圳、天津、成都、昆明等核心城市及区域市场，铁路、城市轨道交通、外加剂等专业细分市场以及大型房地产公司和企业集团；渠道销售体系主要包括工程渠道经销商、零售渠道经销商两大类。

图 28：工程建材集团结构图



数据来源：中国涂界网，国泰君安证券研究

图 29：雨虹民用建材集团组织结构图



数据来源：中国涂界网，国泰君安证券研究

供应链与施工能力的领先：公司在发展防水业务过程中，目前已经在全

公司拥有 28 家生产研发物流基地,为中国化学建材企业中生产基地最多,布局最完善,覆盖最全面的企业。这些基地大多都具备多品类生产的能力,这可以帮助公司非防水业务低成本实现供应链的全国布局,充分利用防水业务建立起的优势。

图 30：公司生产基地布局概况

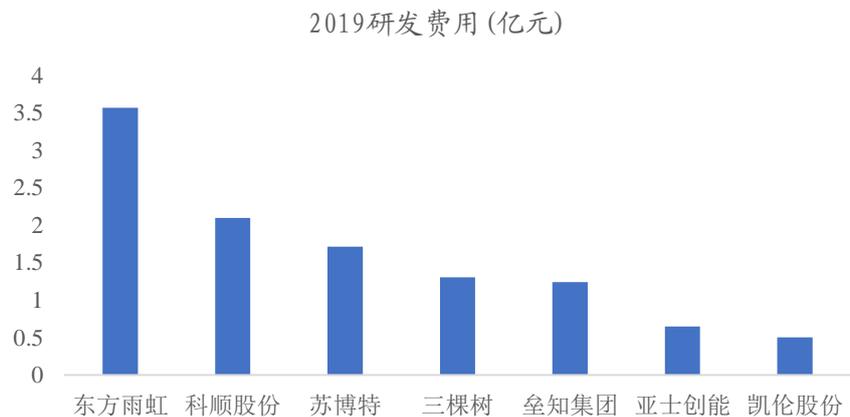


数据来源：公司官网

同时，2019 年公司施工收入已经超过 23 亿元，为化学建材企业最高。此施工收入体量意味着覆盖全国的团队，合作资源，以及充分的项目管理经验。在向其他化学建材品类拓展时，既有施工优势将在拓展领域立即形成优势。

研发与管理效率的领先：化学建材是一个在配方等领域，不断进行产品迭代和进步的行业。东方雨虹在防水领域积累的科研基础设施，以及人才储备，在向其他化学建材领域拓展时均可应用并形成优势。

图 31：雨虹研发投入基础具备明显优势



数据来源：wind，国泰君安证券研究

而在管理和费用领域，东方雨虹在防水领域端形成的高效模式，与支持部门共享，则可以使新品类业务在竞争中具备一定成本优势。

图 32：雨虹人效更高

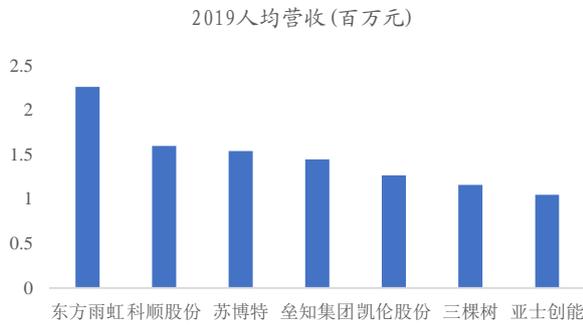
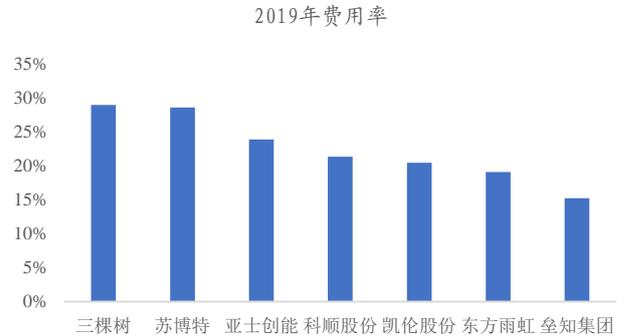


图 33：雨虹费用率相对更低



数据来源：wind，国泰君安证券研究

东方雨虹在此三个方面的领先，意味着其在涂料，保温等领域扩张中将具有充分的竞争力，新品类高速发展具有极高确定性。

4. 风险提示

宏观经济下行：宏观经济下行将影响基建及房地产投资，进而影响公司下游行业需求。

原油价格大幅上涨：公司主要原材料成本沥青与油价高度相关，如果油价大幅上升，可能影响公司成本端。

品类扩张进展不及预期：向其他消费建材领域拓展时商业模式与竞争格局与防水主业有所差别，或存在进度不及预期风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		