

东方雨虹 (002271)

2024 年报点评：渠道优化效果显现，现金流改善明显

买入 (维持)

2025 年 03 月 03 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 (百万元) | 32823 | 28056 | 29666 | 32529 | 35708 |
| 同比 (%) | 5.15 | (14.52) | 5.74 | 9.65 | 9.77 |
| 归母净利润 (百万元) | 2,273.33 | 108.17 | 1,625.39 | 2,482.32 | 3,107.22 |
| 同比 (%) | 7.16 | (95.24) | 1,402.58 | 52.72 | 25.17 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.93 | 0.04 | 0.67 | 1.02 | 1.28 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 13.84 | 290.76 | 19.35 | 12.67 | 10.12 |

投资要点

- **事件：公司发布 2024 年年报。**2024 年公司实现营收 280.56 亿元，同比 -14.52%；归母净利 1.08 亿元，同比 -95.24%。其中，Q4 公司实现营收 63.57 亿元，同比 -14.81%；归母净利 -11.69 亿元。
- **季度收入增长仍承压，渠道结构优化效果明显。**在行业需求压力加大之下，公司整体销售有所承压，但市场份额预计仍保持提升趋势；公司通过渠道结构优化调整应对需求结构的变化，工程渠道及零售渠道收入合计 235.62 亿元，同比增长 8.10%，占营业收入比例达到 83.98%，其中零售业务营收 102.09 亿元，同比增长 9.92%，占比进一步提升，渠道优化效果明显。分业务来看，防水材料收入同比下降 10.4%，砂浆粉料业务收入略有下降，同时公司控制了工程施工规模，施工收入较上年同比下降了 51%。
- **Q4 毛利率同比降幅明显，期间费用率提高和信用减值增加影响利润表现。**公司 Q4 毛利率 14.43%，同比下降 8.6 个百分点，前三季度毛利率保持平稳，Q4 毛利率大幅波动预计受到行业价格竞争加剧和经销商返利政策的影响；期间费用率来看，2024 年受到收入规模下降的影响，费用整体刚性特征导致三项费用率同比均有提高，公司从下半年开始加大费用管控，2024Q4 销售和研发费用率同比下降，管理费用率有所提高对单季度利润有所影响；另外，公司全年信用减值损失 8.87 亿、资产处置收益 -2 亿，较上年同期有所增加影响利润表现。
- **经营性现金流改善。**2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 34.57 亿元，上年同期为 21 亿元，其中 Q4 净流入 39.5 亿元，公司持续加大回款力度和存量应收账款收回等工作，效果表现明显；到 2024 年末，应收账款+票据余额 78.52 亿元，其他应收款 22 亿，同比去年同期均有明显下降；公司在积极推进存量应收款的处理，包括工抵房资产处理、债务重组等方式，预计仍有部分减值压力。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为防水行业龙头，积极通过组织架构调整来覆盖空白市场，拓展非房地产项目，优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块，有望通过内部资源整合和协同快速发展。公司防水主业市占率持续提升，非房板块、非防水业务和海外市场开拓有望进一步打开成长空间。考虑到市场需求压力、减值计提风险，我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 16.25/24.82/31.07 亿元 (2025-2026 年前值为 26.51/31.52 亿元)，对应 PE 分别为 19.4X/12.7X/10X，考虑到公司业务结构调整效果已经开始显现，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 12.91 |
| 一年最低/最高价 | 9.75/18.20 |
| 市净率(倍) | 1.26 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 25,333.88 |
| 总市值(百万元) | 31,452.83 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.23 |
| 资产负债率(%,LF) | 43.39 |
| 总股本(百万股) | 2,436.32 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,962.35 |

相关研究

《东方雨虹(002271)：2024 年三季度报点评：季度收入承压，渠道调整优化效果持续显现》

2024-10-31

《东方雨虹(002271)：2024 年半年报点评：深化渠道结构调整，非防水产品及海外市场加快布局》

2024-08-29

东方雨虹三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 24,343 | 26,521 | 30,117 | 33,932 | 营业总收入 | 28,056 | 29,666 | 32,529 | 35,708 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 7,797 | 9,296 | 11,758 | 14,979 | 营业成本(含金融类) | 20,818 | 21,796 | 23,718 | 25,705 |
| 经营性应收款项 | 9,999 | 9,664 | 10,255 | 10,740 | 税金及附加 | 274 | 275 | 306 | 333 |
| 存货 | 1,827 | 3,737 | 4,089 | 4,452 | 销售费用 | 2,877 | 2,670 | 2,830 | 3,035 |
| 合同资产 | 1,561 | 1,630 | 1,702 | 1,812 | 管理费用 | 1,784 | 1,780 | 1,903 | 2,357 |
| 其他流动资产 | 3,158 | 2,193 | 2,313 | 1,949 | 研发费用 | 586 | 549 | 586 | 643 |
| 非流动资产 | 20,373 | 19,954 | 19,145 | 18,375 | 财务费用 | 168 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 85 | 85 | 85 | 85 | 加:其他收益 | 381 | 445 | 488 | 536 |
| 固定资产及使用权资产 | 11,214 | 11,065 | 10,459 | 9,705 | 投资净收益 | (28) | (13) | (10) | 0 |
| 在建工程 | 1,181 | 881 | 681 | 681 | 公允价值变动 | (38) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 2,369 | 2,399 | 2,395 | 2,379 | 减值损失 | (1,067) | (800) | (500) | (380) |
| 商誉 | 354 | 354 | 354 | 354 | 资产处置收益 | (200) | (200) | (100) | 0 |
| 长期待摊费用 | 32 | 32 | 32 | 32 | 营业利润 | 600 | 2,028 | 3,064 | 3,791 |
| 其他非流动资产 | 5,138 | 5,138 | 5,138 | 5,138 | 营业外净收支 | (65) | 10 | 10 | 10 |
| 资产总计 | 44,715 | 46,474 | 49,262 | 52,307 | 利润总额 | 535 | 2,038 | 3,074 | 3,801 |
| 流动负债 | 17,318 | 18,660 | 19,950 | 21,122 | 减:所得税 | 459 | 408 | 584 | 684 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 5,539 | 5,539 | 5,539 | 5,539 | 净利润 | 76 | 1,630 | 2,490 | 3,117 |
| 经营性应付款项 | 2,669 | 3,333 | 3,758 | 4,359 | 减:少数股东损益 | (33) | 5 | 7 | 9 |
| 合同负债 | 3,664 | 4,153 | 4,554 | 4,642 | 归属母公司净利润 | 108 | 1,625 | 2,482 | 3,107 |
| 其他流动负债 | 5,446 | 5,635 | 6,099 | 6,582 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.04 | 0.67 | 1.02 | 1.28 |
| 非流动负债 | 2,083 | 2,083 | 2,083 | 2,083 | EBIT | 1,211 | 2,038 | 3,074 | 3,801 |
| 长期借款 | 923 | 923 | 923 | 923 | EBITDA | 2,285 | 3,257 | 4,353 | 5,130 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 25.80 | 26.53 | 27.09 | 28.01 |
| 租赁负债 | 296 | 296 | 296 | 296 | 归母净利率(%) | 0.39 | 5.48 | 7.63 | 8.70 |
| 其他非流动负债 | 864 | 864 | 864 | 864 | 收入增长率(%) | (14.52) | 5.74 | 9.65 | 9.77 |
| 负债合计 | 19,401 | 20,743 | 22,033 | 23,205 | 归母净利润增长率(%) | (95.24) | 1,402.58 | 52.72 | 25.17 |
| 归属母公司股东权益 | 24,934 | 25,347 | 26,836 | 28,700 | | | | | |
| 少数股东权益 | 380 | 385 | 392 | 401 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 25,314 | 25,731 | 27,228 | 29,102 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 44,715 | 46,474 | 49,262 | 52,307 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|---------|-------|---------|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 3,457 | 3,715 | 4,025 | 5,014 | 每股净资产(元) | 10.23 | 10.40 | 11.02 | 11.78 |
| 投资活动现金流 | (997) | (1,003) | (570) | (550) | 最新发行在外股份(百万股) | 2,436 | 2,436 | 2,436 | 2,436 |
| 筹资活动现金流 | (4,143) | (1,220) | (993) | (1,243) | ROIC(%) | 0.50 | 5.05 | 7.49 | 8.92 |
| 现金净增加额 | (1,675) | 1,498 | 2,462 | 3,221 | ROE-摊薄(%) | 0.43 | 6.41 | 9.25 | 10.83 |
| 折旧和摊销 | 1,074 | 1,219 | 1,279 | 1,330 | 资产负债率(%) | 43.39 | 44.63 | 44.73 | 44.36 |
| 资本开支 | (1,021) | (990) | (560) | (550) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 290.76 | 19.35 | 12.67 | 10.12 |
| 营运资本变动 | 1,112 | (138) | (344) | 198 | P/B (现价) | 1.26 | 1.24 | 1.17 | 1.10 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>