



渠道变革显成效，经营性现金流改善

2025年3月4日

- **事件：**东方雨虹发布2024年年报。2024年公司实现营业收入280.56亿元，同比下降14.52%；归母净利润1.08亿元，同比下降95.24%；扣非后归母净利润1.24亿元，同比下降93.28%。其中，2024Q4实现营业收入63.57亿元，同比下降14.81%；归母净利润-11.69亿元，同比减少10.89亿元。
- **公司业绩承压，渠道变革显成效。**2024年公司实现营业收入280.56亿元，同比减少47.47亿元，收入下降一方面受下游市场需求疲软所致，另一方面系公司出于风险管控考虑，主动放弃部分回款条件一般的直销订单所致，公司24年直销业务收入大幅减少，拖累公司整体业绩，2024年直销业务收入为42.77亿元，同比减少58.75%。公司近年持续实施渠道变革，工程渠道坚持合伙人优先，零售渠道持续深化渠道下沉，24年公司渠道变革初显成效，实现工程渠道及零售渠道总收入235.62亿元，同比增长8.10%，营收占比为83.98%，在下游房地产市场表现疲软背景下，公司渠道业务逆势增长。其中，零售业务表现较突出，业务收入突破百亿规模，在房地产向存量房市场转型过程中，公司大力发展零售业务，聚焦服务家装消费市场及重装翻新维修市场，24年公司零售业务实现营业收入102.09亿元，同比增长9.92%。
- **布局新增长曲线，海外业务未来可期。**2024年公司防水卷材/涂料/砂浆粉料分别实现营业收入117.90/88.18/41.52亿元，同比分别-11.45%/-8.96%/-1.06%，砂浆粉料降幅较小，24年公司借助防水主业营销网络，快速布局非防水业务，砂浆粉料将成为公司第二主业。此外，公司加速推进海外业务，24年公司海外业务收入为8.77亿元，同比增长24.73%，一方面布局海外渠道建设，另一方面搭建全球供应链体系，随着后续公司在北美、东南亚、中东等地区产能的释放，海外业务收入有望进一步提升，厚增公司业绩。
- **毛利率下降，收入规模减少致费用率增加。**2024年公司销售毛利率为25.80%，同比-1.89pct，毛利率下降一方面受产品价格竞争激烈影响，另一方面系四季度销售返利所致。2024年公司期间费用率为19.30%，同比+3.30pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为10.25%/6.36%/2.09%/0.60%，同比+1.18pct/+1.67pct/+0.24pct/+0.21pct，公司费用率较明显增加，主要原因系收入规模减少，规模效应下降所致。
- **经营性净现金流改善，减值风险进一步释放。**2024年公司经营性净现金流量为34.57亿元，同比增加64.39%，收现比为105.48%，同比+3.90pct。经营性现金流量改善一方面系公司销售结构调整，零售业务占比提升所致，另一方面近年公司不断加强风险管控，紧跟回款情况，防范应收账款风险，2024年底公司应收账款73.41亿元，同比减少23.28%。此外，公司2024年计提信用减值损失8.87亿元，减值风险进一步释放，目前单计提应收账款账面价值为15.15亿元，后续仍有风险释放，但整体风险敞口收窄。
- **投资建议：**公司作为防水龙头企业，近年随着市场需求结构变化不断推进渠道变革，目前渠道变革基本完成，后续零售渠道收入有望不断增长，带动公司整体业绩提升；公司加速布局非防水业务及海外市场，砂浆及海外业务快速发展，有望成为第二、第三增长曲线；此外，随着公司渠道转型，现金流情况不断改善，整体经营质量有望提升。我们认为当前处于公司底部，后续零售渠道端有望发力，新业务进一步带动收入增长，费用摊薄能力增强，叠加风险敞口收窄，预计后续公司业绩有提升空间。预计公司25-27年归母净利润为15.72/22.42/31.60亿元，每股收益为0.65/0.92/1.30元，对应市盈率20/14/10倍。基于公司良好的发展预期，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**下游需求恢复不及预期风险，原材料价格波动超预期的风险，公司海外产能释放不及预期风险，应收账款坏账风险。

东方雨虹 (002271.SZ)

推荐 维持评级

分析师

贾亚萌

☎: 010-80927680

✉: jiayameng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523060001

市场数据

2025-3-3

股票代码	002271
A股收盘价(元)	13.08
上证指数	3,316
总股本(万股)	243,631
实际流通A股(万股)	196,234
流通A股市值(亿元)	256

相对沪深300表现图

2025-3-3



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28055.61	29842.43	32329.83	35856.86
收入增长率%	-14.52	6.37	8.34	10.91
归母净利润(百万元)	108.17	1572.14	2242.45	3160.47
利润增速%	-95.24	1353.35	42.64	40.94
摊薄 EPS(元)	0.04	0.65	0.92	1.30
PE	294.59	20.27	14.21	10.08

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	24342.84	26916.91	28796.05	34846.39
现金	7259.29	9437.50	10638.14	15221.09
应收账款	7340.83	7080.39	8084.52	8843.91
其它应收款	2201.05	2441.11	2228.76	2153.75
预付账款	655.38	659.80	704.16	764.96
存货	1827.34	1960.39	1951.60	2014.85
其他	5058.96	5337.72	5188.87	5847.83
非流动资产	20372.61	20400.94	20307.01	20096.31
长期投资	85.00	95.00	105.00	115.00
固定资产	10879.58	11172.29	11236.44	11109.39
无形资产	2368.60	2458.60	2548.60	2638.60
其他	7039.43	6675.05	6416.98	6233.33
资产总计	44715.45	47317.85	49103.06	54942.70
流动负债	17318.49	18813.86	18269.88	20889.54
短期借款	4612.45	4612.45	4612.45	4612.45
应付账款	2639.83	3469.41	3050.58	4032.38
其他	10066.21	10732.01	10606.86	12244.72
非流动负债	2082.95	2082.95	2082.95	2082.95
长期借款	922.68	922.68	922.68	922.68
其他	1160.27	1160.27	1160.27	1160.27
负债合计	19401.43	20896.81	20352.83	22972.49
少数股东权益	379.76	384.49	391.23	400.74
归属母公司股东权益	24934.26	26036.55	28359.00	31569.47
负债和股东权益	44715.45	47317.85	49103.06	54942.70

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3457.44	4522.31	2974.88	6357.19
净利润	75.51	1576.87	2249.20	3169.98
折旧摊销	1073.71	1431.67	1553.93	1670.70
财务费用	149.02	319.24	319.24	319.24
投资损失	27.81	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1111.80	599.52	-1722.48	652.27
其它	1019.58	595.00	575.00	545.00
投资活动现金流	-996.88	-1455.00	-1455.00	-1455.00
资本支出	-1021.16	-1445.00	-1445.00	-1445.00
长期投资	-47.06	-10.00	-10.00	-10.00
其他	71.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-4142.55	-889.09	-319.24	-319.24
短期借款	-386.18	0.00	0.00	0.00
长期借款	-785.99	0.00	0.00	0.00
其他	-2970.38	-889.09	-319.24	-319.24
现金净增加额	-1674.87	2178.22	1200.64	4582.95

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28055.61	29842.43	32329.83	35856.86
营业成本	20817.53	21993.27	23471.95	25498.64
营业税金及附加	273.54	274.55	297.43	329.88
营业费用	2876.51	2924.56	3071.33	3227.12
管理费用	1783.66	1730.86	1778.14	1972.13
财务费用	167.91	174.06	130.49	106.48
资产减值损失	-179.31	-100.00	-80.00	-50.00
公允价值变动收益	-37.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-27.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	599.64	1966.09	2806.49	3957.48
营业外收入	30.62	50.00	50.00	50.00
营业外支出	95.47	45.00	45.00	45.00
利润总额	534.79	1971.09	2811.49	3962.48
所得税	459.28	394.22	562.30	792.50
净利润	75.51	1576.87	2249.20	3169.98
少数股东损益	-32.66	4.73	6.75	9.51
归属母公司净利润	108.17	1572.14	2242.45	3160.47
EBITDA	2284.95	4671.82	5570.91	6784.66
EPS (元)	0.04	0.65	0.92	1.30

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-14.52%	6.37%	8.34%	10.91%
营业利润	-79.66%	227.88%	42.75%	41.01%
归属母公司净利润	-95.24%	1353.35%	42.64%	40.94%
毛利率	25.80%	26.30%	27.40%	28.89%
净利率	0.39%	5.27%	6.94%	8.81%
ROE	0.43%	6.04%	7.91%	10.01%
ROIC	0.53%	7.81%	9.05%	10.56%
资产负债率	43.39%	44.16%	41.45%	41.81%
净负债比率	-1.98%	-10.14%	-13.50%	-26.47%
流动比率	1.41	1.43	1.58	1.67
速动比率	1.12	1.15	1.29	1.40
总资产周转率	0.63	0.63	0.66	0.65
应收账款周转率	3.82	4.21	4.00	4.05
应付账款周转率	10.63	8.60	10.60	8.89
每股收益	0.04	0.65	0.92	1.30
每股经营现金	1.42	1.86	1.22	2.61
每股净资产	10.23	10.69	11.64	12.96
P/E	294.59	20.27	14.21	10.08
P/B	1.28	1.22	1.12	1.01
EV/EBITDA	13.62	6.25	5.02	3.45
P/S	1.14	1.07	0.99	0.89

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾亚萌，建材行业分析师。澳大利亚悉尼大学商科硕士、学士，2021年加入中国银河证券研究院，从事建材行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn