公司研究 | 点评报告 | 东方雨虹（002271.SZ）

转型加快，分红加大

报告要点

东方雨虹 2024 年实现营业收入 281 亿元，同比下降 15%；归属净利润 1.1 亿元，同比下降 95%，扣非净利润同比下降 93%。4 季度实现收入 64 亿元，同比下降 15%，归属净利润约-12 亿元，扣非净利润约-10 亿元。

分析师及联系人

范超

SAC：S0490513080001

SFC：BQK473

张佩

SAC：S0490518080002

| 证券研究报告 |

2025-03-10

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

东方雨虹（002271.SZ）

转型加快，分红加大

事件描述

公司全年实现营业收入 281 亿元，同比下降 15%；归属净利润 1.1 亿元，同比下降 95%，扣非净利润同比下降 93%。4 季度实现收入 64 亿元，同比下降 15%，归属净利润约-12 亿元，扣非净利润约-10 亿元。

事件评论

- **转型零售业务的速度加快。**公司 2024 年收入同比下降 15%，其中零售收入约 102 亿元，同比增长 10%，占总收入的比重提升至 36.4%，较 2023 年同比提升 10 个百分点，显示了公司坚决转型零售业务的决心。2024 年工程业务整体收入同比下降 23%，其中工程渠道收入增长 7%，直销业务收入同比下降 59%，直销收入占比下降至 15%，且收入下滑超过前两年，显示了公司大幅收缩直销业务的决心。分品类看，防水卷材、涂料、砂浆粉料收入 分别同比下降 11%、9%、1%，而占用资金的施工收入同比下降 51%。
- **行业盈利已至极低水平。**公司 2024 年毛利率约 25.8%，同比下降 1.9 个百分点。其中零售、工程、直销业务毛利率分别为 36.7%、21.3%、14.9%，同比下降 2.3、2.4、8.9 个百分点，行业价格战仍在延续。全年期间费率约 19.3%，同比提升 3.3 个百分点，最终 2024 年实现经营利润 5.3 亿元，但所得税高达 4.6 亿元，使得归属净利润仅为 1.1 亿元。同期其他防水上市公司均处于盈利恶化甚至亏损局面，防水行业已达到极端盈利水平。
- **2024 年现金流显著改善。**公司过去三年收现比分别为 1.05、1.02、1.05，期末应收账款及票据为 79 亿元，环比三季报下降 36 亿元；同时过去三年付现比分别为 1.06、0.96、0.91（或源于下游抵押资产用于偿还供应商贷款），最终全年经营活动产生的现金流净流入为 35 亿元，同比实现大幅改善。预计此轮地产信用风险下，公司受影响的应收规模包括但不限于：一是进行相应减值，目前超 27 亿元，公司 2021-2024 年信用及资产减值损失分别为 2.6、3.9、10.4、10.7 亿元，二是取得抵债资产，合计约 22 亿元，2024 年公司取得抵债资产约 18.1 亿元（其中 4.7 亿元被抵给上游供应商用于偿还供应商贷款），此外直接出售下游客户用于抵债的资产约 4.1 亿元，预计仍待解决的抵债资产为 13.4 亿元。
- **全年大规模分红，旨在降低老板质押率。**公司 2024 年半年度分红 15 亿元，年度分红 44 亿元，加上股份回购 16 亿元，2024 年累计分红规模约 75 亿元。基于 2024 年度分红金额，董事长持股 22.23%，可以分到 10 亿元，而 2024 年底董事长质押股票对应的融资余额为 15.8 亿元，预计此次分红的金额将优先用于降低质押。当前公司资产负债率约 43%，且银行授信规模较大，可通过融资获得运营资金，且零售占比提升有望减少资金依赖。
- **轻装上阵，涅槃重生。**2024 年东方雨虹开始全面重视风险管控和现金流质量，年报改善明确。考虑到公司 2024 年资产、信用及资产减值损失约 12.7 亿元，若加回则经营净利润约 14 亿元。预计公司 2025-2026 年归属净利润 16、21 元，对应估值为 20、16 倍。

风险提示

1、地产行业需求低预期；

2、原材料价格继续上涨。

公司基础数据

当前股价(元)	13.34
总股本(万股)	243,632
流通A股/B股(万股)	196,235/0
每股净资产(元)	10.23
近12月最高/最低价(元)	18.20/9.75

注：股价为 2025 年 3 月 7 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源：Wind

相关研究

- 《现金流单季度显著改善》2024-11-01
- 《下行期的结构调整》2024-09-03
- 《渠道已优化，风险收缩中》2024-04-25

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、地产行业需求低预期：防水行业是一个与房地产息息相关的行业，国家不断强化对房地产市场的宏观调控，最终会传导到防水企业，影响到防水行业的发展，若房地产行业回暖不及预期，最终会影响到行业总需求与企业应收账款回收等。

2、原材料价格继续上涨：公司生产所需的原材料主要包括沥青、SBS 改性剂、聚酯胎基、乳液、聚醚、TDI、MDI、TPO 树脂等，其中石油化工产品占较大比重，受国际原油价格变化以及石油化工产品供给和需求的影响也较大。全球原油价格出现波动时，会导致与其相关的石油化工产品价格出现一定的波动。因此，若上述原材料市场价格出现较大幅度波动，将可能对公司的盈利水平产生一定影响。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**28056**	**27602**	**30221**	**34200**
营业成本	20818	20313	21799	24229
毛利	**7238**	**7288**	**8422**	**9971**
%营业收入	26%	26%	28%	29%
营业税金及附加	274	243	274	315
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	2877	2567	2811	3181
%营业收入	10%	9%	9%	9%
管理费用	1784	1546	1677	1996
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	586	576	631	714
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	168	378	595	785
%营业收入	1%	1%	2%	2%
加：资产减值损失	-179	-12	-12	-15
信用减值损失	-887	-300	-200	-100
公允价值变动收益	-38	0	0	0
投资收益	-28	0	0	0
营业利润	**600**	**1942**	**2525**	**3207**
%营业收入	2%	7%	8%	9%
营业外收支	-65	0	0	0
利润总额	**535**	**1942**	**2525**	**3207**
%营业收入	2%	7%	8%	9%
所得税费用	459	350	454	577
净利润	76	1593	2070	2630
归属于母公司所有者的净利润	**108**	**1593**	**2070**	**2630**
少数股东损益	-33	0	0	0
EPS（元）	**0.04**	**0.65**	**0.85**	**1.08**

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**3457**	**2690**	**2888**	**3409**
取得投资收益收回现金	44	0	0	0
长期股权投资	-4	0	0	0
资本性支出	-527	-1400	-1680	-2016
其他	-510	-500	-600	-720
投资活动现金流净额	**-997**	**-1900**	**-2280**	**-2736**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	10	-2436	0	0
银行贷款增加（减少）	-1172	2898	553	973
筹资成本	-3086	-235	-295	-321
其他	106	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-4143**	**227**	**258**	**652**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**-1682**	**1017**	**866**	**1324**

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7259	8276	9142	10467
交易性金融资产	538	538	538	538
应收账款	7341	7222	7908	8949
存货	1827	1783	1913	2127
预付账款	655	640	686	763
其他流动资产	6722	6653	7052	7658
流动资产合计	**24343**	**25112**	**27239**	**30500**
长期股权投资	85	85	85	85
投资性房地产	1416	1416	1416	1416
固定资产合计	10880	11771	13011	14668
无形资产	2369	2496	2658	2860
商誉	354	354	354	354
递延所得税资产	1333	1333	1333	1333
其他非流动资产	3936	4436	5036	5756
资产总计	**44715**	**47003**	**51132**	**56973**
短期贷款	4612	7511	7963	8836
应付款项	2640	2576	2764	3072
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	134	131	140	156
应交税费	486	478	523	592
其他流动负债	9446	9250	9828	10773
流动负债合计	**17318**	**19945**	**21219**	**23430**
长期借款	923	923	1023	1123
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	75	75	75	75
其他非流动负债	1085	1085	1085	1085
负债合计	**19401**	**22028**	**23402**	**25713**
归属于母公司所有者权益	24934	24595	27350	30880
少数股东权益	380	380	380	380
股东权益	**25314**	**24975**	**27730**	**31260**
负债及股东权益	**44715**	**47003**	**51132**	**56973**

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.04	0.65	0.85	1.08
每股经营现金流	1.42	1.10	1.19	1.40
市盈率	292.34	20.41	15.70	12.36
市净率	1.27	1.32	1.19	1.05
EV/EBITDA	11.15	0.43	0.27	0.15
总资产收益率	0.2%	3.4%	4.0%	4.6%
净资产收益率	0.4%	6.5%	7.6%	8.5%
净利率	0.4%	5.8%	6.9%	7.7%
资产负债率	43.4%	46.9%	45.8%	45.1%
总资产周转率	0.63	0.59	0.59	0.60

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430015）

北京
Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C /（100032）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。