

25Q1 内控见效，渠道优化+风险释放迎接新征程

东方雨虹(002271)

评级:	买入	股票代码:	002271
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	18.0/9.75
目标价格:		总市值(亿)	266.82
最新收盘价:	11.17	自由流通市值(亿)	213.88
		自由流通股数(百万)	1,914.73

事件概述:

- 1) 公司发布 2024 年度报告。2024 年实现营收 280.56 亿元，同比-14.52%；归母净利润为 1.08 亿元，同比-95.24%，归母扣非后净利润 1.24 亿元，同比-93.28%。经营性现金流 34.57 亿元，同比增加 13.54 亿元(+64.39%)。单季度看，24Q4 营收实现 63.57 亿元，较上年同期-14.81%，环比-1.90%；归母净利润为-11.69 亿元，上年同期为-0.80 亿元；归母扣非后净利润-9.75 亿元，上年同期为-3.31 亿元。公司拟每 10 股派发现金红利 18.50 元（含税），合计派发现金红利 44.19 亿元（含税）。
- 2) 公司发布 2025 年第一季度报告。2025 年 Q1 实现营收 59.55 亿元，同比-16.71%；归母净利润为 1.92 亿元，同比-44.68%；归母扣非后净利润 1.72 亿元，同比-44.64%。经营性现金流净额为-8.13 亿元，较上年同期增加 10.76 亿元，同比大幅改善+56.98%。

► **收入端阶段性承压，渠道结构优化成效显著。**去年公司营收同比下降 14.52%系行业需求下行及公司主动进行业务结构调整影响。公司直销业务大幅收缩，实现收入 42.77 亿元，同比-58.75%，对整体收入形成拖累。可以看到销售渠道转型成效显著，零售渠道（C 端）+工程渠道（小 B）合计收入 235.62 亿元，同比+8.10%，占总营收比重提升至 83.98%，已成为主要的销售模式。C 端+小 B 端业务的稳健增长对冲了部分直销下滑的影响：

（1）**C 端：**去年公司 C 端实现营收 102.09 亿元，同比+9.92%，占营收比重提升至 36.39%。其中，民建集团表现尤为突出，实现营收 93.73 亿元，同比+14.58%。民建集团的增长主要得益于积极拓展非防水品类，利用防水渠道的复用性，带动特种砂浆、墙辅、胶粘剂、管业等新品类快速增长。此外，公司整合“雨虹到家服务”与“安心服务”，搭建统一的 C 端服务平台，有望进一步提升零售服务能力。德爱威零售收入去年下滑，但费控有力并实现扭亏为盈，并开始去施工化转型，我们预计明年将恢复增长。

（2）**小 B 端：**去年小 B 端实现营收 133.54 亿元，同比+6.74%。在行业需求下行背景下，工程渠道的增长主要受益于市场份额的提升，公司通过发展合伙人，加强所属区域市场覆盖率与渗透率。砂浆粉料业务去年实现营收 41.52 亿元，同比基本持平，销量达 800 万吨（23 年约 500 多万吨）。量增但收入持平主要因公司拓展了普通砂浆等低附加值品类，拉低了吨均价。公司已将砂粉业务提升至与防水并行的双主业地位，我们预计 2025 年销量和收入增长将有可观增长，将成为工程渠道增长的重要引擎。

► **盈利能力依旧承压，25Q1 费用管控取得显著成效。**去年公司整体毛利率为 25.8%，同比下降 1.9pct。分渠道看，零售/工程渠道/直销毛利率分别为 36.70%/-2.26pct、21.29%/-2.41pct、14.89%/-8.88pct。全年期间费用率 19.3%，同比提升 3.3pct。公司已于去年开始进行人员优化；25Q1 公司期间费用率同比-3.4pct 至 17%，其中销售/管理/研发费用分别同比-28%/-34%/-22%，内部降本增效效果显著。

► **大额减值计提出清风险，现金流显著回升。**去年计提信用减值损失 8.87 亿元、资产减值损失 1.79 亿元，合计 10.67 亿元（2023 年为 10.39 亿元），此外还有资产处置损失 2.00 亿元。大额减值主要与历史应收账款账龄结构变化及工抵房处置相关，对当期利润造成较大拖累。随着风险资产的处置和较为充分的减值计提，相关风险敞口正逐步收窄。受益于渠道结构优化和回款加强，公司经营质量显著改善。去年经营性净现金流达 34.57 亿元，同比大幅增长 64.39%。全年收现比提升至 105.5%（2023 年为 101.6%），付现比降至 84.8%（2023 年为 96.7%）。年末应收账款 73.41 亿元，同比大幅减少 23.3%；其他应收款 22.01 亿元，同比大幅减少 46.0%。现金流的强劲表现印证了公司渠道转型的成功和经营质量的提升。

► **海外业务加速布局，第三增长曲线渐行渐近。**去年实现境外收入 8.77 亿元，同比+24.73%。公司加速全球化布局，马来西亚工厂已于 25 年 1 月投产，美国休斯顿 TPO 工厂、沙特无纺布工厂正在建设中。公司目标通过多种方式完善海外供应链和渠道网络，我们预计 2025 年海外收入有望实现高增，2026 年或迎来爆发期，成为公司新的增长引擎。

投资建议

鉴于当前地产行业需求仍承压，公司收入增长和盈利能力恢复尚需时间，我们预测 2025-2027 年营业收入为 289.46/315.58/337.39 亿元，预测归母净利润为 13.47/18.12/22.68 亿元，对应 EPS 0.56/0.76/0.95 元；对应 4 月 30 日 11.17 元收盘价 19.8/14.72/11.76xPE，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，原材料大幅度波动，产能投放不及预期，海外市场拓展不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,823	28,056	28,946	31,158	33,739
YoY (%)	5.2%	-14.5%	3.2%	7.6%	8.3%
归母净利润(百万元)	2,273	108	1,347	1,812	2,268
YoY (%)	7.2%	-95.2%	1145.5%	34.5%	25.2%
毛利率 (%)	27.7%	25.8%	25.3%	26.3%	27.3%
每股收益 (元)	0.91	0.04	0.56	0.76	0.95
ROE	8.0%	0.4%	5.2%	6.6%	7.6%
市盈率	12.27	256.78	19.80	14.72	11.77

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523110001

联系电话：

分析师：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524050001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,056	28,946	31,158	33,739	净利润	76	1,352	1,820	2,277
YoY(%)	-14.5%	3.2%	7.6%	8.3%	折旧和摊销	1,074	1,326	1,431	1,551
营业成本	20,818	21,620	22,959	24,528	营运资金变动	1,112	-1,371	-2,101	-1,284
营业税金及附加	274	263	288	313	经营活动现金流	3,457	2,294	1,931	3,262
销售费用	2,877	2,770	3,027	3,292	资本开支	-1,021	-2,214	-2,075	-2,069
管理费用	1,784	1,650	1,792	1,969	投资	-47	-102	-222	-402
财务费用	168	55	87	110	投资活动现金流	-997	-2,331	-2,316	-2,492
研发费用	586	566	618	672	股权募资	10	0	0	0
资产减值损失	-179	-180	-100	-60	债务募资	-562	-132	278	232
投资收益	-28	-30	-33	-35	筹资活动现金流	-4,143	-974	4	-54
营业利润	600	1,744	2,354	2,935	现金净流量	-1,675	-1,011	-381	716
营业外收支	-65	-27	-34	-37	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	535	1,717	2,320	2,898	成长能力				
所得税	459	365	501	622	营业收入增长率	-14.5%	3.2%	7.6%	8.3%
净利润	76	1,352	1,820	2,277	净利润增长率	-95.2%	1145.5%	34.5%	25.2%
归属于母公司净利润	108	1,347	1,812	2,268	盈利能力				
YoY(%)	-95.2%	1145.5%	34.5%	25.2%	毛利率	25.8%	25.3%	26.3%	27.3%
每股收益	0.04	0.56	0.76	0.95	净利率	0.4%	4.7%	5.8%	6.7%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	0.2%	2.8%	3.7%	4.1%
货币资金	7,259	6,248	5,867	6,583	净资产收益率 ROE	0.4%	5.2%	6.6%	7.6%
预付款项	655	799	839	879	偿债能力				
存货	1,827	1,952	2,124	2,894	流动比率	1.41	1.34	1.43	1.43
其他流动资产	14,601	17,995	17,728	21,443	速动比率	1.12	1.06	1.10	1.10
流动资产合计	24,343	26,994	26,558	31,799	现金比率	0.42	0.31	0.32	0.30
长期股权投资	85	50	20	20	资产负债率	43.4%	46.0%	42.6%	44.8%
固定资产	10,880	11,776	12,381	12,821	经营效率				
无形资产	2,369	2,534	2,663	2,799	总资产周转率	0.59	0.62	0.64	0.65
非流动资产合计	20,373	21,332	22,108	22,930	每股指标（元）				
资产合计	44,715	48,327	48,666	54,728	每股收益	0.04	0.56	0.76	0.95
短期借款	4,612	4,412	4,612	4,762	每股净资产	10.23	10.76	11.52	12.47
应付账款及票据	2,669	5,238	2,938	5,788	每股经营现金流	1.42	0.96	0.81	1.37
其他流动负债	10,037	10,428	10,970	11,674	每股股利	1.53	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	17,318	20,079	18,520	22,224	估值分析				
长期借款	923	923	923	923	PE	256.78	19.80	14.72	11.77
其他长期负债	1,160	1,229	1,307	1,389	PB	1.27	1.04	0.97	0.90
非流动负债合计	2,083	2,151	2,230	2,311					
负债合计	19,401	22,230	20,750	24,536					
股本	2,436	2,436	2,436	2,436					
少数股东权益	380	385	392	401					
股东权益合计	25,314	26,096	27,916	30,193					
负债和股东权益合计	44,715	48,327	48,666	54,728					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。