

2025 年 05 月 08 日

投资评级： 增持（维持）

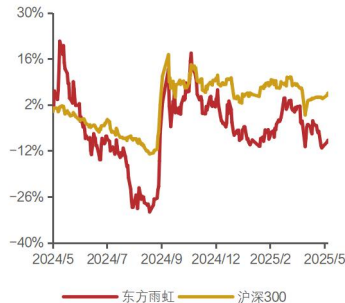
证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
邴悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 05 月 07 日
收盘价（元）	11.42
一年内最高/最低（元）	18.00/9.75
总市值（百万元）	27,278.95
流通市值（百万元）	21,866.22
总股本（百万股）	2,388.70
资产负债率（%）	49.68
每股净资产（元/股）	9.38
资料来源：聚源数据	

东方雨虹(002271.SZ)

——业绩仍在承压，静待底部出现

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年一季报，实现营业收入 59.5 亿元，同比下降 16.7%；归母净利润 1.9 亿元，同比下降 44.7%；扣非后归母净利润 1.7 亿元，同比下降 44.6%。
- **核心业务承压拖累业绩，借款有所扩张。**2025 年一季度，公司净利润为 1.78 亿元，较上期减少 47.92%，主要系市场需求不及预期叠加行业竞争加剧导致营业收入规模较上期出现缩减同时综合毛利率明显下降（同比-5.95pct）。借款方面，短期借款期末余额 72.16 亿元，较期初余额增加 56.44%，主要系为满足业务发展及资金周转需求，公司加大融资力度；长期借款期末余额 13.92 亿元，较期初余额增加 50.81%，主要系基于战略发展规划，公司主动优化债务结构，加大长期资金筹集力度。
- **费用管理趋严，现金流有所改善。**2025 年一季度，公司期间费用率为 17.02%，同比下降 3.38Pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.07%、6.07%、1.65%、0.22%，分别同比-1.46、-1.60、-0.11、-0.21Pct，其中管理费用率降幅较大，主要系职工薪酬、咨询费、差旅费减少所致。现金流方面，经营活动现金流净额-8.13 亿元，较上期增加 10.76 亿元，主要系支出减少（购买商品、接受劳务支付现金减少）和税费支付优化。
- **转型进行时，静待底部出现。**东方雨虹作为防水行业龙头，近年来受到行业贝塔拖累，业绩明显承压并积极谋求新一轮变革。一方面，公司加速“去地产化+零售优先”转型，构建城乡全域渠道网络，谋求以零售业务对冲 B 端压力；另一方面，公司逐渐明确第二主业，依托全国物流基地布局，打造“防水+特种砂浆”协同模式，突破区域市场壁垒开辟新增长极。我们认为，公司正逐步构建可持续转型，有望先于行业寻底。
- **盈利预测与评级：**东方雨虹是中国防水材料行业领军者，近年来受行业下行影响长期增长逻辑受到质疑，但我们认为，公司通过战略调整已进入可持续高质量发展转型期，新一轮蝶变正在酝酿。由于短期公司承压，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 11.31 亿元、16.17 亿元、20.28 亿元（前值为 15.25、21.30、27.71 亿元），对应当前股价 PE 为 24、17、13 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新开工增速大幅下滑、基建增速低于预期、沥青价格大幅上行

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	32,823	28,056	26,714	27,955	30,841
同比增长率（%）	5.15%	-14.52%	-4.78%	4.64%	10.33%
归母净利润（百万元）	2,273	108	1,131	1,617	2,028
同比增长率（%）	7.22%	-95.24%	945.70%	42.93%	25.46%
每股收益（元/股）	0.95	0.05	0.47	0.68	0.85
ROE（%）	8.01%	0.43%	4.46%	6.21%	7.56%
市盈率（P/E）	12.00	252.18	24.12	16.87	13.45

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,259	5,343	5,591	6,168
应收票据及账款	10,905	11,910	12,463	13,750
预付账款	655	741	776	856
其他应收款	2,201	2,416	2,528	2,789
存货	1,827	1,745	1,806	1,982
其他流动资产	1,495	1,251	1,285	1,362
流动资产总计	24,343	23,407	24,449	26,907
长期股权投资	85	88	92	95
固定资产	11,214	10,764	10,591	10,673
在建工程	1,181	1,121	1,227	1,000
无形资产	2,369	2,344	2,367	2,436
长期待摊费用	32	36	61	86
其他非流动资产	5,493	5,916	6,289	6,612
非流动资产合计	20,373	20,269	20,627	20,903
资产总计	44,715	43,676	45,076	47,810
短期借款	4,612	3,359	3,868	4,786
应付票据及账款	2,669	3,356	3,474	3,812
其他流动负债	10,037	9,320	9,684	10,646
流动负债合计	17,318	16,034	17,026	19,245
长期借款	1,219	1,153	1,116	1,073
其他非流动负债	864	864	864	864
非流动负债合计	2,083	2,017	1,980	1,937
负债合计	19,401	18,051	19,006	21,182
股本	2,436	2,389	2,389	2,389
资本公积	8,721	8,769	8,769	8,769
留存收益	13,777	14,229	14,876	15,687
归属母公司权益	24,934	25,387	26,033	26,845
少数股东权益	380	239	37	-216
股东权益合计	25,314	25,625	26,070	26,628
负债和股东权益合计	44,715	43,676	45,076	47,810

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	76	794	1,188	1,526
折旧与摊销	1,074	1,163	1,206	1,288
财务费用	168	210	194	222
投资损失	28	28	28	28
营运资金变动	1,006	-1,011	-312	-580
其他经营现金流	1,106	401	401	401
经营性现金净流量	3,457	1,585	2,705	2,884
投资性现金净流量	-997	-1,293	-1,766	-1,744
筹资性现金净流量	-4,143	-2,209	-691	-564
现金流量净额	-1,675	-1,916	248	577

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,056	26,714	27,955	30,841
营业成本	20,818	20,015	20,717	22,734
税金及附加	274	236	247	272
销售费用	2,877	2,479	2,594	2,862
管理费用	1,784	1,496	1,565	1,727
研发费用	586	509	533	588
财务费用	168	210	194	222
资产减值损失	-179	-120	-88	-68
信用减值损失	-887	-591	-433	-335
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-28	-28	-28	-28
公允价值变动损益	-38	0	0	0
资产处置收益	-200	-140	-98	-69
其他收益	381	441	441	441
营业利润	600	1,332	1,898	2,379
营业外收入	31	46	46	46
营业外支出	95	58	58	58
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	535	1,320	1,887	2,367
所得税	459	330	472	592
净利润	76	990	1,415	1,775
少数股东损益	-33	-141	-202	-253
归属母公司股东净利润	108	1,131	1,617	2,028
EPS(元)	0.05	0.47	0.68	0.85

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-14.52%	-4.78%	4.64%	10.33%
营业利润增长率	-79.66%	122.11%	42.54%	25.30%
归母净利润增长率	-95.24%	945.70%	42.93%	25.46%
经营现金流增长率	64.39%	-54.15%	70.62%	6.64%
盈利能力				
毛利率	25.80%	25.08%	25.89%	26.29%
净利率	0.27%	3.71%	5.06%	5.76%
ROE	0.43%	4.46%	6.21%	7.56%
ROA	0.24%	2.59%	3.59%	4.24%
估值倍数				
P/E	252.18	24.12	16.87	13.45
P/S	0.97	1.02	0.98	0.88
P/B	1.09	1.07	1.05	1.02
股息率	13.46%	2.49%	3.56%	4.46%
EV/EBITDA	20	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。