

# 东方雨虹 (002271.SZ)

优于大市

## 2025年一季报点评：强化管控提升质量，转型调整持续推进

### 核心观点

**收入延续承压，利润空间同比明显收窄。**2025Q1 公司实现营业收入 59.55 亿元，同比-16.71%，环比-6.32%，归母净利润 1.92 亿元，同比-44.68%，环比转正+116.45%，扣非归母净利润 1.72 亿元，同比-44.64%，环比+117.61，EPS 为 0.08 元/股，受下游需求持续疲软叠加渠道转型去地产去施工持续，以及去年同期相对高基数影响，收入利润同比延续承压，24Q1-24Q4 收入增速分别为-4.61%/-13.77%/-23.84%/-14.81%。

**盈利能力同比下降，强化管控费用率优化明显。**2025Q1 实现综合毛利率 23.73%，同比-5.95pp，环比+9.3pp，毛利率同比下滑主要受价格竞争加剧下产品价格有所下调以及原材料沥青价格持续相对高位影响，环比提升受 2024Q4 计提返利影响。期间费用率 17.02%，同比-3.38pp，环比-4.78pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-1.46pp/-1.60pp/-0.21pp/-0.11pp，费用率同环比均有明显下降，显示在收入规模下降摊薄效应减弱背景下，费用管控的进一步加强和优化。实现净利率 3.0%，同比-1.79pp，环比+21.64%，环比提升明显主要受毛利率提升和费用率优化影响，以及 2024Q4 资产及信用减值损失集中计提影响。

**经营现金流延续改善，应收规模同比大幅下降。**2025Q1 实现经营性现金净流出 8.13 亿元，上年同期为净流出 18.89 亿元，同比少流出 10.76 亿元，主要原因是本期购买商品、接受劳务支付的现金减少，支付给职工以及为职工支付的现金和支付的各项税费综合减少所致，收现比和付现比分别为 0.93/1.0，上年同期为 1.03/1.35。截至 2025 年 3 月末，应收账款及应收票据/其他应收款/合同资产分别为 88.22/16.73/13.32 亿元，同比-26.0/-26.84/-9.59 亿元，

**风险提示：**地产投资下行超预期；沥青价格大幅上涨；应收账款增长超预期

**投资建议：**转型调整成果逐步显现，静待筑底企稳，维持“优于大市”评级

公司作为防水行业龙头，渠道业务转型持续，看好公司渠道变革和品类拓展下经营质量和成长韧性提升，并积极发展海外市场贡献增量，但短期需求持续疲软叠加存量应收和工抵处置影响，下调盈利预测，预计 25-27 年 EPS 为 0.54/0.70/0.88 元/股，对应 PE 为 21.2/16.3/13.0x，考虑转型效果有望逐步显现，公司有望迎来经营拐点，龙头优势依旧明显，维持“优于大市”。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,823	28,056	27,260	28,601	31,103
(+/-%)	5.2%	-14.5%	-2.8%	4.9%	8.7%
净利润(百万元)	2273	108	1311	1704	2133
(+/-%)	7.2%	-95.2%	1112.3%	30.0%	25.2%
每股收益(元)	0.93	0.04	0.54	0.70	0.88
EBIT Margin	11.2%	6.1%	8.2%	9.5%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	0.4%	5.1%	6.3%	7.5%
市盈率 (PE)	12.2	257.2	21.2	16.3	13.0
EV/EBITDA	11.1	17.4	13.0	11.3	10.3
市净率 (PB)	0.98	1.12	1.08	1.03	0.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 建筑材料·装修建材

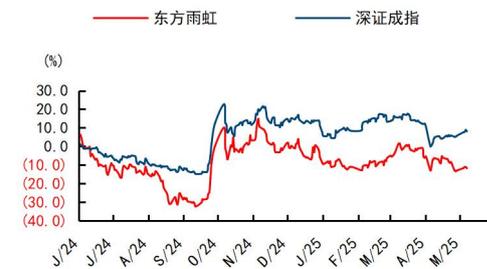
证券分析师：任鹤  
010-88005315  
renhe@guosen.com.cn  
S0980520040006

证券分析师：陈颖  
0755-81981825  
chenying4@guosen.com.cn  
S0980518090002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.33 元
总市值/流通市值	27064/21694 百万元
52 周最高价/最低价	18.00/9.75 元
近 3 个月日均成交额	402.61 百万元

#### 市场走势



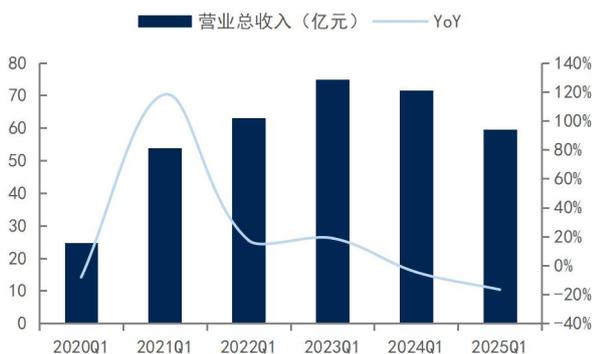
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2024 年中报点评：渠道变革持续，海外加速拓展》——2024-09-02
- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2024 年一季报点评：收入利润略有承压，毛利率同环比提升》——2024-04-26
- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2023 年年报点评：减值计提拖累业绩，渠道业务转型持续》——2024-04-24
- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2023 年三季报点评：渠道转型效果持续，盈利能力逐步修复》——2023-10-27
- 《东方雨虹 (002271.SZ) - 2023 年中报点评：结构优化、盈利改善，经营质量稳步提升》——2023-08-11

**收入延续承压，利润空间同比明显收窄。**2025Q1 公司实现营业收入 59.55 亿元，同比-16.71%，环比-6.32%，归母净利润 1.92 亿元，同比-44.68%，环比转正+116.45%，扣非归母净利润 1.72 亿元，同比-44.64%，环比+117.61，EPS 为 0.08 元/股，受下游需求持续疲软叠加渠道转型去地产去施工化工持续，以及去年同期相对高基数影响，收入利润同比延续承压，24Q1-24Q4 收入增速分别为 -4.61%/-13.77%/-23.84%/-14.81%。

图1: 东方雨虹营业收入及增速



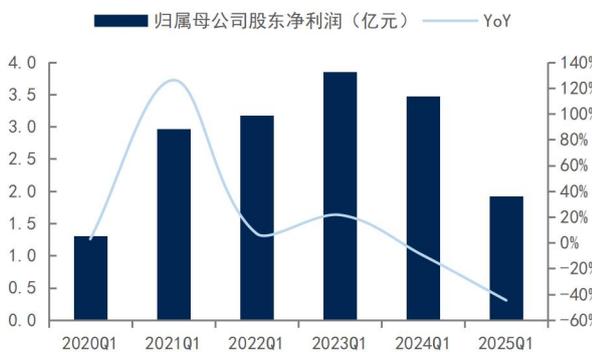
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 东方雨虹单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 东方雨虹归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

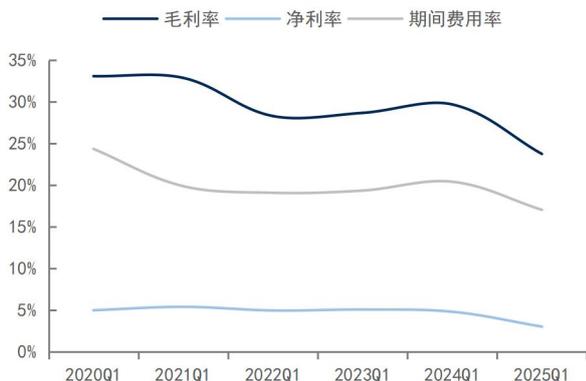
图4: 东方雨虹单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2024Q4=-1358.3%)

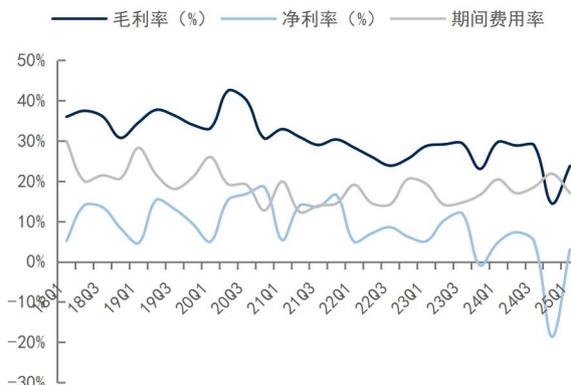
**盈利能力同比下降，强化管控费用率优化明显。**2025Q1 实现综合毛利率 23.73%，同比-5.95pp，环比+9.3pp，毛利率同比下滑主要受价格竞争加剧下产品价格有所下调以及原材料沥青价格持续相对高位影响，环比提升受 2024Q4 计提返利影响。期间费用率 17.02%，同比-3.38pp，环比-4.78pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-1.46pp/-1.60pp/-0.21pp/-0.11pp，费用率同环比均有明显下降，显示在收入规模下降摊薄效应减弱背景下，费用管控的进一步加强和优化。实现净利率 3.0%，同比-1.79pp，环比+21.64%，环比提升明显主要受毛利率提升和费用率优化影响，以及 2024Q4 资产及信用减值损失集中计提影响。

图5: 东方雨虹毛利率、净利率和期间费用率



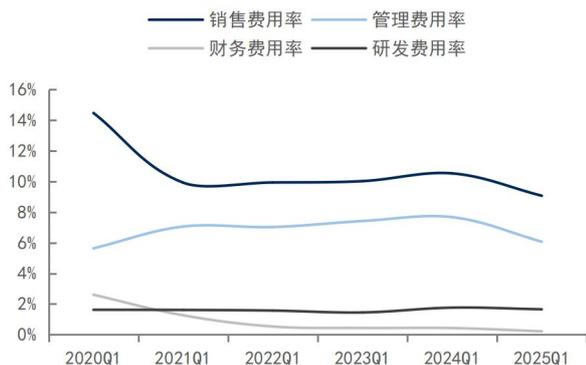
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 东方雨虹单季毛利率、净利率和期间费用率



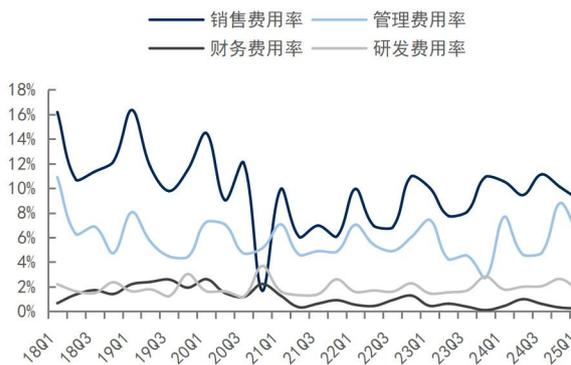
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 东方雨虹销售/管理/财务/研发费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

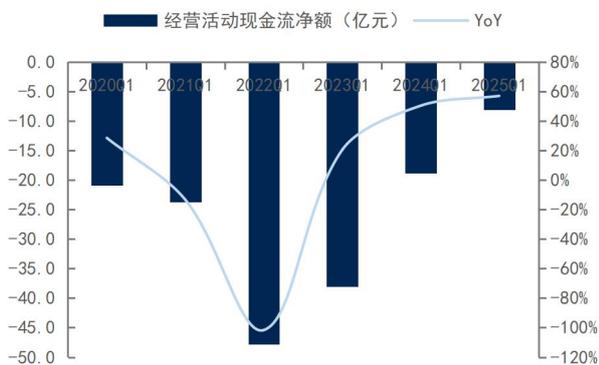
图8: 东方雨虹单季销售/管理/财务/研发费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

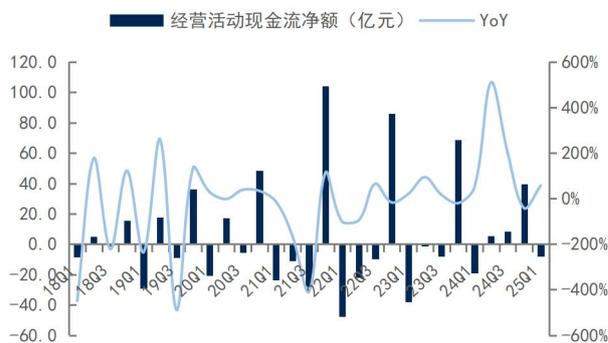
**经营现金流延续改善，应收规模同比大幅下降。**2025Q1 实现经营性现金净流出 8.13 亿元，上年同期为净流出 18.89 亿元，同比少流出 10.76 亿元，主要原因是本期购买商品、接受劳务支付的现金减少，支付给职工以及为职工支付的现金和支付的各项税费综合减少所致，收现比和付现比分别为 0.93/1.0，上年同期为 1.03/1.35。截至 2025 年 3 月末，应收账款及应收票据/其他应收款/合同资产分别为 88.22/16.73/13.32 亿元，同比-26.0/-26.84/-9.59 亿元。

图9: 东方雨虹经营性现金流净额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 东方雨虹单季经营性现金流净额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：转型调整成果逐步显现，静待筑底企稳，维持“优于大市”评级。**公司作为防水行业龙头，渠道业务转型持续，看好公司渠道变革和品类拓展下经营质量和成长韧性提升，并积极发展海外市场贡献增量，但短期需求持续疲软叠加存量应收和工抵处置影响，下调盈利预测，预计 25-27 年 EPS 为 0.54/0.70/0.88 元/股，对应 PE 为 21.2/16.3/13.0x，考虑转型效果有望逐步显现，公司有望迎来经营拐点，龙头优势依旧明显，维持“优于大市”

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9120	7259	7000	7350	7718	营业收入	32823	28056	27260	28601	31103
应收款项	14260	10053	10256	11299	12902	营业成本	23735	20818	20118	20736	22379
存货净额	2511	1827	1780	1840	2001	营业税金及附加	283	274	250	263	286
其他流动资产	6053	4665	4780	4885	5383	销售费用	2978	2877	2590	2717	2955
<b>流动资产合计</b>	<b>32579</b>	<b>24343</b>	<b>24355</b>	<b>25913</b>	<b>28542</b>	管理费用	1539	1784	1543	1614	1747
固定资产	11822	12061	12924	13751	14489	研发费用	606	586	536	563	612
无形资产及其他	2268	2369	2274	2179	2084	财务费用	129	168	170	199	227
投资性房地产	4423	5858	5858	5858	5858	投资收益	(45)	(28)	(30)	(30)	(20)
长期股权投资	81	85	95	105	115	资产减值及公允价值变动	(297)	(217)	(200)	(200)	(200)
<b>资产总计</b>	<b>51174</b>	<b>44715</b>	<b>45506</b>	<b>47806</b>	<b>51088</b>	其他收入	(868)	(1292)	(836)	(863)	(812)
短期借款及交易性金融负债	5296	5539	6236	7039	7880	营业利润	2949	600	1523	1979	2478
应付款项	4297	2669	2399	2406	2642	营业外净收支	5	(65)	0	0	0
其他流动负债	10144	9110	8489	8735	9417	<b>利润总额</b>	<b>2953</b>	<b>535</b>	<b>1523</b>	<b>1979</b>	<b>2478</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>19737</b>	<b>17318</b>	<b>17124</b>	<b>18180</b>	<b>19940</b>	所得税费用	666	459	305	396	496
长期借款及应付债券	1709	923	923	923	923	少数股东损益	14	(33)	(93)	(121)	(151)
其他长期负债	1021	1160	1293	1428	1563	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2273</b>	<b>108</b>	<b>1311</b>	<b>1704</b>	<b>2133</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2730</b>	<b>2083</b>	<b>2215</b>	<b>2351</b>	<b>2485</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>22467</b>	<b>19401</b>	<b>19339</b>	<b>20531</b>	<b>22425</b>	净利润	2273	108	1311	1704	2133
少数股东权益	333	380	315	230	124	资产减值准备	646	28	140	68	67
股东权益	28374	24934	25852	27045	28539	折旧摊销	866	1000	1392	1575	1743
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>51174</b>	<b>44715</b>	<b>45506</b>	<b>47806</b>	<b>51088</b>	公允价值变动损失	297	217	200	200	200
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	129	168	170	199	227
每股收益	0.93	0.04	0.54	0.70	0.88	营运资本变动	(722)	2348	(890)	(752)	(1141)
每股红利	0.16	1.27	0.16	0.21	0.26	其它	(635)	871	(205)	(152)	(173)
每股净资产	11.65	10.23	10.61	11.10	11.71	<b>经营活动现金流</b>	<b>2726</b>	<b>4573</b>	<b>1948</b>	<b>2643</b>	<b>2829</b>
ROIC	8%	1%	5%	6%	7%	资本开支	0	(979)	(2500)	(2575)	(2652)
ROE	8%	0%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(29)	98	0	0	0
毛利率	28%	26%	26%	28%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>90</b>	<b>(885)</b>	<b>(2510)</b>	<b>(2585)</b>	<b>(2662)</b>
EBIT Margin	11%	6%	8%	9%	10%	权益性融资	6	10	0	0	0
EBITDA Margin	14%	10%	13%	15%	16%	负债净变化	1165	(786)	0	0	0
收入增长	5%	-15%	-3%	5%	9%	支付股利、利息	(385)	(3086)	(393)	(511)	(640)
净利润增长率	7%	-95%	1112%	30%	25%	其它融资现金流	(5800)	2186	697	804	841
资产负债率	45%	44%	43%	43%	44%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(4235)</b>	<b>(5548)</b>	<b>303</b>	<b>292</b>	<b>201</b>
股息率	1.4%	11.1%	1.4%	1.8%	2.3%	<b>现金净变动</b>	<b>(1420)</b>	<b>(1860)</b>	<b>(259)</b>	<b>350</b>	<b>367</b>
P/E	12.2	257.2	21.2	16.3	13.0	货币资金的期初余额	10539	9120	7259	7000	7350
P/B	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	货币资金的期末余额	9120	7259	7000	7350	7718
EV/EBITDA	11.1	17.4	13.0	11.3	10.3	企业自由现金流	0	2612	(220)	415	449
						权益自由现金流	0	4013	340	1059	1108

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032