

东方雨虹 (002271.SZ)

业绩短期承压，零售占比提升，积极拓展海外市场

公司 2025 年上半年实现营业总收入 135.69 亿元，同比下降-10.84%；归母净利润 5.64 亿元，同比下降 40.16%；扣非后归母净利润 5.07 亿元，同比下降 39.33%；基本 EPS 为 0.24 元/股，同比下降 38.46%；加权平均 ROE 为 2.37%，同比降低 1.01pct。

- 利润下滑幅度扩大，主业承压背景下结构调整延续。2025 年上半年，公司实现营业收入 135.69 亿元，同比下降 10.84%，主要受直销业务收入下滑拖累；归母净利润为 5.64 亿元，同比下降 40.16%，扣非归母净利润为 5.07 亿元，同比下降 39.33%。报告期内，公司信用减值损失为-4.30 亿元，较上年同期增加 0.64 亿元，对盈利形成压力；若剔除信用减值因素，归母净利润为 9.94 亿元，同比下降 24.07%。分渠道看，2025H1 公司零售渠道/工程渠道/直销业务分别实现收入 50.59 亿元/63.47 亿元/20.36 亿元，同比-6.98%/-5.26%/-28.01%；零售渠道收入占比提高至 37.28%，结构调整继续推进。从业务结构看，2025H1 防水卷材/涂料/砂浆粉料/工程施工分别实现营收 55.13 亿元/39.46 亿元/19.96 亿元/8.49 亿元，同比变动为-8.84%/-17.11%/-6.24%/-32.34%，其中砂浆粉料等非防水业务收入占比进一步提升。
- 毛利率承压，现金流同比改善明显。2025H1 公司整体销售毛利率为 25.40%，同比下降 3.82pct。分产品看，防水卷材毛利率为 22.60%，同比下降 5.23pct，涂料毛利率为 36.54%，同比下降 1.04pct，砂浆粉料毛利率为 26.59%，同比下降 0.87pct。主业盈利能力承压的同时，产品结构优化对毛利率形成一定支撑。经营性现金流明显改善，报告期内公司经营活动产生的现金流量净额为-3.96 亿元，较上年同期的-13.28 亿元显著收窄，净流出额同比减少 70.18%。现金流表现的改善主要受工程及零售回款节奏优化、直销占比下降影响。
- 渠道结构优化延续，零售权重稳步提升。公司持续推进销售模式由“以直销为主”向“以渠道为主”转型，2025H1 工程渠道与零售渠道收入合计达 114.06 亿元，占总营收比重同比提升 4.30pct 至 84.06%。其中，零售渠道收入达 50.59 亿元，占总营收比重为 37.28%，显示出在主业承压背景下，公司渠道掌控力与终端辐射力持续增强；2025H1，民建集团实现营业收入 47.48 亿元，占总营收比重为 34.99%。整体渠道结构调整仍在持续推进，有助于提升盈利稳定性。
- 国内需求结构转变阵痛期，积极开拓海外市场，维持“强烈推荐”评级。行业层面，国内建筑防水行业集中度低、市场分散且竞争不规范，近年来随着监管加强和行业标准提升，加之下游客户对产品质量要求提高，行业集中度逐渐上升并向头部企业集中；此外随着商品房新开工和竣工下行，而城市更新、房屋修缮等存量需求持续释放，防水行业需求结构正在发生转变。公司层面，东方雨虹积极设立海外公司、推进海外投资并购，东方雨虹休斯敦生产研发物流基地项目建设持续推进；公司全资子公司香港东方雨虹投资有限公司分别收购香港建材零售企业万昌五金建材有限公司与

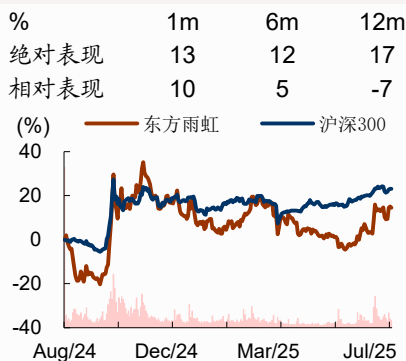
强烈推荐（维持）

中游制造/建材
目标估值：NA
当前股价：12.49 元

基础数据

总股本（百万股）	2389
已上市流通股（百万股）	1915
总市值（十亿元）	29.8
流通市值（十亿元）	23.9
每股净资产（MRQ）	9.5
ROE（TTM）	-1.2
资产负债率	47.6%
主要股东	李卫国
主要股东持股比例	22.22%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《东方雨虹（002271）—加强回款现金流改善，积极回购彰显信心》2024-10-31
- 2、《东方雨虹（002271）—渠道转型效果显著，非防水业务维持增长》2024-08-31
- 3、《东方雨虹（002271）—计提影响业绩，零售渠道占比提升》2024-04-25

郑晓刚 S1090517070008
✉ zhengxiaogang@cmschina.com.cn
袁定云 S1090523070010
✉ yuandingyun@cmschina.com.cn

香港专业建材直销公司康宝香港有限公司 100%股权;公司全资子公司东方雨虹海外建设发展(上海)有限公司及东方雨虹国际贸易(上海)有限公司拟收购智利建材超市企业 Construmart S.A.100%股权。公司面对行业变化,积极革新渠道和产品结构,向海外市场进军。考虑国内防水行业需求仍显较弱,公司海外收入占比尚低,我们下调盈利预测,预计公司 2025-2026 年 EPS 分别为 0.57 元、0.72 元,对应 PE 分别为 21.8 倍、17.3 倍,考虑到防水行业协同反内卷,雨虹作为龙头有望受益,维持“强烈推荐”投资评级。

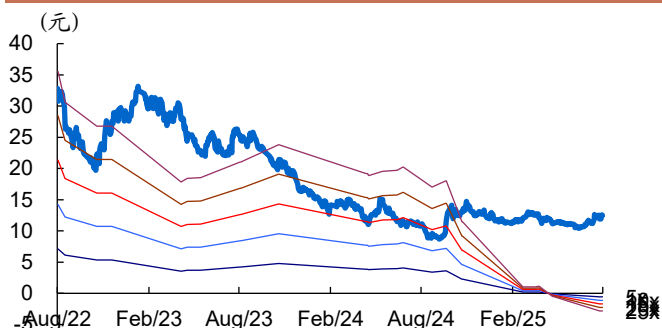
□ 风险提示:地产和基建投资增速大幅下滑、沥青等原材料价格大幅上涨、新业务和零售渠道拓展不及预期、应收账款坏账风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	32823	28056	27318	28431	29616
同比增长	5%	-15%	-3%	4%	4%
营业利润(百万元)	2949	600	1741	2188	2552
同比增长	14%	-80%	190%	26%	17%
归母净利润(百万元)	2273	108	1370	1722	2007
同比增长	7%	-95%	1167%	26%	17%
每股收益(元)	0.90	0.04	0.57	0.72	0.84
PE	13.8	281.3	21.8	17.3	14.9
PB	1.1	1.2	1.4	1.3	1.2

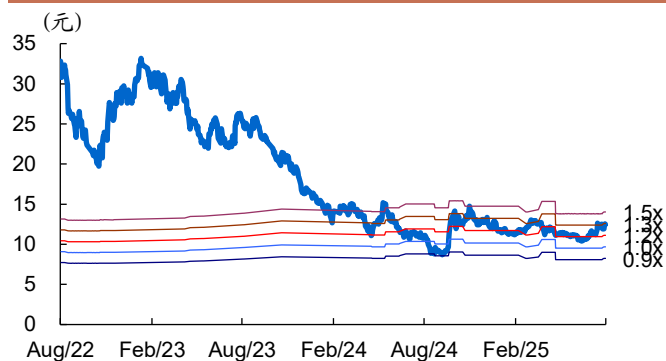
资料来源:公司数据、招商证券

图 1: 东方雨虹历史 PE Band



资料来源:公司数据、招商证券

图 2: 东方雨虹历史 PB Band



资料来源:公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	32579	24343	20526	21976	23277
现金	9120	7259	5608	6481	7181
交易性投资	636	538	594	589	574
应收票据	617	511	498	518	540
应收款项	9568	7341	5359	5578	5810
其它应收款	4076	2201	2143	2231	2323
存货	2511	1827	1780	1851	1925
其他	6053	4665	4544	4728	4924
非流动资产	18595	20373	20502	20625	20741
长期股权投资	81	85	85	85	85
固定资产	10453	10880	11288	11661	12001
无形资产商誉	2613	2723	2451	2206	1985
其他	5448	6685	6679	6674	6670
资产总计	51174	44715	41028	42601	44018
流动负债	19737	17318	17240	17188	17620
短期借款	4999	4612	5626	5313	5470
应付账款	4297	2669	2604	2708	2816
预收账款	3573	3664	3574	3717	3865
其他	6869	6372	5435	5452	5469
长期负债	2730	2083	2083	2083	2083
长期借款	1709	923	923	923	923
其他	1021	1160	1160	1160	1160
负债合计	22467	19401	19323	19271	19703
股本	2518	2436	2389	2389	2389
资本公积金	9180	8621	8156	8156	8156
留存收益	16676	13877	10772	12387	13361
少数股东权益	333	380	388	398	410
归属于母公司所有者权益	28374	24934	21317	22931	23905
负债及权益合计	51174	44715	41028	42601	44018

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2103	3457	4441	2412	2659
净利润	2287	76	1379	1733	2019
折旧摊销	921	1023	1226	1234	1240
财务费用	127	149	181	159	169
投资收益	45	28	(401)	(394)	(427)
营运资金变动	(2737)	1798	2718	(392)	(420)
其它	1460	385	(661)	73	78
投资活动现金流	(1818)	(997)	(1011)	(958)	(914)
资本支出	(1884)	(1174)	(1356)	(1356)	(1356)
其他投资	67	177	345	399	443
筹资活动现金流	(1555)	(4143)	(5081)	(581)	(1046)
借款变动	(881)	(467)	87	(314)	157
普通股增加	0	(82)	(48)	0	0
资本公积增加	(420)	(559)	(465)	0	0
股利分配	(252)	(2973)	(4475)	(108)	(1033)
其他	(2)	(61)	(181)	(159)	(169)
现金净增加额	(1269)	(1682)	(1651)	873	700

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32823	28056	27318	28431	29616
营业成本	23735	20818	20307	21116	21961
营业税金及附加	283	274	266	277	289
营业费用	2978	2877	2746	2801	2859
管理费用	1539	1784	1503	1440	1431
研发费用	606	586	571	594	619
财务费用	129	168	181	159	169
资产减值损失	(1037)	(1267)	(403)	(251)	(163)
公允价值变动收益	(11)	(38)	(18)	(18)	(15)
其他收益	489	381	441	437	462
投资收益	(45)	(28)	(23)	(26)	(20)
营业利润	2949	600	1741	2188	2552
营业外收入	48	31	46	50	51
营业外支出	43	95	58	65	73
利润总额	2953	535	1729	2172	2529
所得税	666	459	350	440	510
少数股东损益	14	(33)	8	10	12
归属于母公司净利润	2273	108	1370	1722	2007

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	5%	-15%	-3%	4%	4%
营业利润	14%	-80%	190%	26%	17%
归母净利润	7%	-95%	1167%	26%	17%
获利能力					
毛利率	27.7%	25.8%	25.7%	25.7%	25.8%
净利率	6.9%	0.4%	5.0%	6.1%	6.8%
ROE	8.2%	0.4%	5.9%	7.8%	8.6%
ROIC	6.8%	0.4%	5.1%	6.5%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	43.9%	43.4%	47.1%	45.2%	44.8%
净负债比率	13.7%	14.5%	16.0%	14.6%	14.5%
流动比率	1.7	1.4	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.5	1.3	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	11.6	9.6	11.3	11.6	11.6
应收账款周转率	3.0	3.1	4.0	4.8	4.8
应付账款周转率	5.4	6.0	7.7	8.0	8.0
每股资料(元)					
EPS	0.90	0.04	0.57	0.72	0.84
每股经营净现金	0.84	1.42	1.86	1.01	1.11
每股净资产	11.27	10.23	8.92	9.60	10.01
每股股利	0.60	1.52	0.98	0.43	0.50
估值比率					
PE	13.8	281.3	21.8	17.3	14.9
PB	1.1	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.5	26.3	14.2	12.5	11.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。