2025 年 10 月 30 日

公司研究

Q3 步入改善，关注报表出清

——东方雨虹（002271.SZ）2025 年三季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年三季报，25Q1-3 实现营收/归母净利/扣非归母净利 206.0/8.1/7.7 亿元，同比-5.1%/-36.6%/-30.0%，经营性净现金流 4.2 亿元，同比+9.1 亿元。单 Q3 实现营收/归母净利/扣非归母净利 70.3/2.5/2.6 亿元，同比+8.5%/-26.6%/-0.3%，经营性净现金流 8.1 亿元，同比-2.8%。

费率显著优化，但毛利率下行使盈利延续承压。

25Q1-3 公司毛利率 25.2%，同比-3.9pcts，毛利率下滑估计与复价落地较慢、价格竞争依然激烈，产品销售结构变化有关；期间费用率 16.6%，同比-2.0pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别 8.6%/5.8%/1.7%/0.6%，同比-1.7/+0.1/-0.3/-0.1pcts，公司延续降本提效和优化费率。加上 25Q1-3 信用减值损失-7.2 亿元，最终公司销售净利率 3.8%，同比-2.0pcts。

单 Q3 毛利率 24.8%，同比-4.1pcts；期间费用率 15.7%，同比-2.8pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率为 7.7%/6.0%/1.7%/0.4%，同比-3.4/+1.2/-0.4/-0.2pcts；叠加信用减值损失为-2.9 亿元，最终 Q3 销售净利率 3.4%，同比-1.7pcts。

应收账款持续压降，推动资产盘活。

渠道结构优化和回款政策加强下，公司 Q3 末应收账款 86.9 亿元，同比-18.6%。公司加快处置所持有金科股份 5.47%股权、出售两套商业不动产等，实现资金回笼，改善资产结构。此外，公司积极推动债务重组，将取得下游客户已建成的住宅、商铺、办公用房等抵债资产（相关债权账面价值 1.9 亿元）部分用于抵偿公司所欠款项。

盈利预测、估值与评级：考虑到今年需求端仍疲软，以及尾部减值风险仍存，我们下调 25-27 年归母净利预测为 10.03/16.17/20.55 亿元（较上次-21%/-7%/-3%）。公司作为防水龙头，国内龙头地位稳固，海外拓展打开远期成长空间，25Q3 收入同比增速 8 个季度以来首次转正，有望率先走出行业底部，维持“买入”评级。

风险提示：信用减值风险，工抵房处置进度不及预期，行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	32,823	28,056	27,297	28,691	30,180
营业收入增长率	5.15%	-14.52%	-2.71%	5.11%	5.19%
归母净利润（百万元）	2,273	108	1,003	1,617	2,055
归母净利润增长率	7.16%	-95.24%	827.52%	61.21%	27.06%
EPS（元）	0.90	0.04	0.42	0.68	0.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.01%	0.43%	4.51%	8.07%	9.44%
P/E	14	288	30	19	15
P/B	1.1	1.3	1.4	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-30，23/24/25 年及以后股本为 25.2/24.4/23.9 亿股

买入（维持）

当前价：12.80 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

021-52523835

lujun1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.89
总市值(亿元):	305.75
一年最低/最高(元):	9.52/13.89
近 3 月换手率:	107.12%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.86	-1.72	-13.82
绝对	6.17	12.65	8.25

资料来源：Wind

相关研报

收入下滑收窄，全球布局加速——东方雨虹（002271.SZ）2025 年中报点评（2025-08-04）

报表纾压，迎接新程——东方雨虹（002271.SZ）2024 年年报点评（2025-03-05）

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**32,823**	**28,056**	**27,297**	**28,691**	**30,180**
营业成本	23,735	20,818	20,254	21,418	22,428
折旧和摊销	866	1,000	1,040	1,084	1,131
税金及附加	283	274	266	280	294
销售费用	2,978	2,877	2,348	2,467	2,565
管理费用	1,539	1,784	1,583	1,635	1,509
研发费用	606	586	464	488	543
财务费用	129	168	195	251	295
投资收益	-45	-28	-30	0	0
营业利润	**2,949**	**600**	**1,363**	**2,221**	**2,805**
利润总额	**2,953**	**535**	**1,298**	**2,157**	**2,740**
所得税	666	459	324	539	685
净利润	**2,287**	**76**	**973**	**1,617**	**2,055**
少数股东损益	14	-33	-30	0	0
归属母公司净利润	**2,273**	**108**	**1,003**	**1,617**	**2,055**
EPS(元)	**0.90**	**0.04**	**0.42**	**0.68**	**0.86**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**2,103**	**3,457**	**4,566**	**2,251**	**3,020**
净利润	2,273	108	1,003	1,617	2,055
折旧摊销	866	1,000	1,040	1,084	1,131
净营运资金增加	3,390	-3,942	-2,303	1,022	803
其他	-4,425	6,291	4,826	-1,472	-970
投资活动产生现金流	**-1,818**	**-997**	**-1,012**	**-1,060**	**-1,060**
净资本支出	-1,832	-1,021	-1,050	-1,050	-1,050
长期投资变化	81	85	0	0	0
其他资产变化	-67	-61	38	-10	-10
融资活动现金流	**-1,555**	**-4,143**	**-4,536**	**-870**	**-1,617**
股本变化	0	-82	-48	0	0
债务净变化	-372	-543	-624	3,174	-1,002
无息负债变化	-562	-2,523	811	-458	-201
净现金流	**-1,264**	**-1,675**	**-981**	**321**	**343**

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	**51,174**	**44,715**	**42,161**	**42,698**	**43,226**
货币资金	9,120	7,259	6,278	6,599	6,941
交易性金融资产	636	538	538	538	538
应收账款	9,568	7,341	6,210	6,243	6,277
应收票据	617	511	497	523	550
其他应收款（合计）	4,076	2,201	2,064	2,169	2,282
存货	2,511	1,827	1,670	1,643	1,624
其他流动资产	2,644	2,449	2,418	2,475	2,536
流动资产合计	**32,579**	**24,343**	**21,846**	**22,407**	**23,006**
其他权益工具	256	288	288	288	288
长期股权投资	81	85	85	85	85
固定资产	10,453	10,880	10,575	10,284	9,988
在建工程	1,370	1,181	1,411	1,583	1,712
无形资产	2,268	2,369	2,371	2,373	2,375
商誉	345	354	354	354	354
其他非流动资产	2,340	1,847	1,769	1,769	1,769
非流动资产合计	**18,595**	**20,373**	**20,315**	**20,291**	**20,220**
总负债	**22,467**	**19,401**	**19,589**	**22,304**	**21,101**
短期借款	4,999	4,612	3,989	7,163	6,160
应付账款	3,479	2,640	2,568	2,356	2,243
应付票据	818	30	29	30	32
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	334	388	388	388	388
流动负债合计	**19,737**	**17,318**	**17,508**	**20,220**	**19,013**
长期借款	1,709	923	923	923	923
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	749	738	736	739	743
非流动负债合计	**2,730**	**2,083**	**2,081**	**2,084**	**2,088**
股东权益	**28,707**	**25,314**	**22,572**	**20,393**	**22,125**
股本	2,518	2,436	2,389	2,389	2,389
公积金	11,014	9,940	9,987	9,987	9,987
未分配利润	16,099	12,646	9,934	7,755	9,487
归属母公司权益	28,374	24,934	22,222	20,044	21,775
少数股东权益	333	380	350	350	350

主要指标

盈利能力（%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	27.7%	25.8%	25.8%	25.3%	25.7%
EBITDA 率	16.4%	11.8%	14.4%	14.0%	14.9%
EBIT 率	13.6%	8.1%	10.6%	10.2%	11.1%
税前净利润率	9.0%	1.9%	4.8%	7.5%	9.1%
归母净利润率	6.9%	0.4%	3.7%	5.6%	6.8%
ROA	4.5%	0.2%	2.3%	3.8%	4.8%
ROE（摊薄）	8.0%	0.4%	4.5%	8.1%	9.4%
经营性 ROIC	11.3%	1.2%	8.9%	8.6%	9.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	44%	43%	46%	52%	49%
流动比率	1.65	1.41	1.25	1.11	1.21
速动比率	1.52	1.30	1.15	1.03	1.12
归母权益/有息债务	4.05	3.86	3.81	2.22	2.72
有形资产/有息债务	6.79	6.29	6.52	4.28	4.89

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	9.07%	10.25%	8.60%	8.60%	8.50%
管理费用率	4.69%	6.36%	5.80%	5.70%	5.00%
财务费用率	0.39%	0.60%	0.71%	0.88%	0.98%
研发费用率	1.85%	2.09%	1.70%	1.70%	1.80%
所得税率	23%	86%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.60	1.53	1.59	0.14	0.17
每股经营现金流	0.84	1.42	1.91	0.94	1.26
每股净资产	11.27	10.23	9.30	8.39	9.12
每股销售收入	13.03	11.52	11.43	12.01	12.63

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	288	30	19	15
PB	1.1	1.3	1.4	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.1	10.8	8.9	9.5	8.3
股息率	4.7%	11.9%	12.4%	1.1%	1.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP