

公司研究

开局良好，Q1 业绩超预期

——东方雨虹（002271.SZ）2025 年报及 26 年一季报点评

要点

事件：公司发布 25 年年报及 26 年一季报，25 年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 275.8/1.1/2.4 亿元，同比-1.7%/+4.7%/+90.7%。单 Q4 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 69.8/-7.0/-5.3 亿元，同比+9.8%/+4.7 亿元/+4.4 亿元。26Q1 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 71.9/4.0/3.6 亿元，同比+20.7%/+108.9%/+110.7%。

海外高增引领，国内下滑收窄。25 年分渠道看，零售渠道实现营收 99.4 亿元，同比-2.6%，占整体收入比重为 36.1%，其中民建集团实现营收 91.3 亿元，同比-2.6%；工程渠道实现营收 132.8 亿元，同比-0.6%。公司直销业务继续优化调整，25 年实现营收 40.9 亿元，同比-4.4%。分产品看，防水卷材/涂料/砂浆粉料/工程施工/其他主营业务实现营收 113.6/78.1/42.3/18.6/20.5 亿元，同比-3.6%/-11.4%/+1.8%/+17.8%/+36.8%。分区域看，中国境内/港澳/其他国家及地区实现收入 259.9/1.7/14.2 亿元，同比-4.4%/+5632.3%/+62.1%。

收入再提速，毛利率显著改善叠加费率稳健，Q1 业绩超预期。公司近三个季度收入同比增速逐季提升，单 Q1 收入同比+20.7%（25Q3/25Q4 分别+9%/+10%），主要系防水卷材收入增长及海外标的并购贡献。盈利方面，Q1 毛利率 27.0%，同比+3.3pps，推测主要系零售占比提升和低价冬储原料贡献，以及规模效应改善所致；销售/管理/研发/财务费用率为 9.0%/5.9%/1.2%/1.2%，同比-0.1/-0.2/-0.5/+0.5pps；资产减值损失/信用减值损失为-0.3/-1.9 亿元，最终 Q1 销售净利率 5.5%，同比+2.5pps。

低谷已过，展望积极。25 年尽管需求平淡，但下半年龙头协同挺价意愿积极，行业价格战逐步平息，而公司加快海外并购落地和产能建设，民建坚持渠道下沉和品类扩张，工建继续渠道转型，直销业务延续调整，整体收入韧性十足。经历过去几年经营调整优化和报表出清，我们认为公司低谷已过，海外布局及多品类扩张打开长期成长天花板。26 来看，年初原料价格高企背景下，龙头凭借较高冬储启动数轮提价，中小进一步出清，公司市占提升路径清晰，叠加海外基地投产及并购贡献，全年收入增长可期。

盈利预测、估值与评级：综合考虑 Q1 业绩超预期和尾部减值风险，我们调整 26-27 年归母净利润预测至 16.8/23.8 亿元（较上次+4%/+16%），新增 28 年归母净利润预测为 28.3 亿元。公司作为防水龙头，市场份额持续提升，海外布局及多品类扩张打开长期成长天花板，维持“买入”评级。

风险提示：信用减值风险，行业竞争加剧，原材料成本持续上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	28,056	27,579	31,231	33,989	36,147
营业收入增长率	-14.52%	-1.70%	13.24%	8.83%	6.35%
归母净利润（百万元）	108	113	1,680	2,383	2,827
归母净利润增长率	-95.24%	4.71%	1382.99%	41.85%	18.64%
EPS（元）	0.04	0.05	0.70	1.00	1.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.43%	0.56%	7.70%	9.98%	10.78%
P/E	367	344	23	16	14
P/B	1.6	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-17

买入（维持）

当前价：16.29 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

021-52523835

lujun1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.89
总市值(亿元)	389.12
一年最低/最高(元)	9.52/19.25
近 3 月换手率	156.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.53	13.56	18.98
绝对	3.49	13.44	44.34

资料来源：Wind

相关研报

Q3 步入改善，关注报表出清——东方雨虹（002271.SZ）2025 年三季报点评（2025-10-30）

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）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	28,056	27,579	31,231	33,989	36,147
营业成本	20,818	20,734	22,814	24,611	26,189
折旧和摊销	1,000	1,114	1,146	1,183	1,225
税金及附加	274	283	321	349	371
销售费用	2,877	2,369	2,683	2,920	3,105
管理费用	1,784	1,756	1,843	1,971	2,060
研发费用	586	503	570	620	651
财务费用	168	177	308	331	291
投资收益	-28	-68	-68	-68	-68
营业利润	600	297	2,248	3,165	3,751
利润总额	535	247	2,198	3,115	3,701
所得税	459	209	549	779	925
净利润	76	38	1,648	2,336	2,776
少数股东损益	-33	-75	-31	-46	-51
归属母公司净利润	108	113	1,680	2,383	2,827
EPS(元)	0.04	0.05	0.70	1.00	1.18

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,457	3,554	3,189	2,271	3,846
净利润	108	113	1,680	2,383	2,827
折旧摊销	1,000	1,114	1,146	1,183	1,225
净营运资金增加	-4,181	-2,690	1,204	2,420	1,118
其他	6,529	5,016	-840	-3,714	-1,324
投资活动产生现金流	-997	-1,792	-1,125	-1,128	-1,128
净资本支出	-1,021	-850	-1,050	-1,050	-1,050
长期投资变化	85	151	0	0	0
其他资产变化	-61	-1,094	-75	-78	-78
融资活动现金流	-4,143	-5,007	2,770	-371	-2,114
股本变化	-82	-48	0	0	0
债务净变化	-543	401	2,699	3	-1,580
无息负债变化	-2,523	1,544	786	-539	273
净现金流	-1,675	-3,246	4,834	772	604

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	25.8%	24.8%	27.0%	27.6%	27.5%
EBITDA 率	11.8%	13.7%	14.4%	15.0%	15.0%
EBIT 率	8.1%	9.7%	10.8%	11.5%	11.6%
税前净利润率	1.9%	0.9%	7.0%	9.2%	10.2%
归母净利润率	0.4%	0.4%	5.4%	7.0%	7.8%
ROA	0.2%	0.1%	3.5%	4.8%	5.6%
ROE (摊薄)	0.4%	0.6%	7.7%	10.0%	10.8%
经营性 ROIC	1.1%	1.5%	9.0%	9.8%	10.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	43%	51%	53%	50%	47%
流动比率	1.41	1.01	1.11	1.22	1.38
速动比率	1.30	0.89	1.00	1.10	1.24
归母权益/有息债务	3.86	2.93	2.28	2.50	3.28
有形资产/有息债务	6.29	5.30	4.34	4.50	5.51

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	44,715	41,744	46,876	48,347	49,348
货币资金	7,259	3,910	8,745	9,517	10,121
交易性金融资产	538	536	536	536	536
应收账款	7,341	5,630	6,164	6,392	6,465
应收票据	511	309	350	381	405
其他应收款 (合计)	2,201	1,301	1,462	1,591	1,692
存货	1,827	2,195	2,417	2,608	2,776
其他流动资产	2,449	2,420	2,645	2,815	2,948
流动资产合计	24,343	18,999	24,220	25,814	26,980
其他权益工具	288	294	294	294	294
长期股权投资	85	151	151	151	151
固定资产	10,880	11,245	10,767	10,333	9,918
在建工程	1,181	783	1,113	1,359	1,545
无形资产	2,369	2,892	2,884	2,876	2,867
商誉	354	919	919	919	919
其他非流动资产	1,847	2,543	2,543	2,543	2,543
非流动资产合计	20,373	22,745	22,656	22,533	22,367
总负债	19,401	21,347	24,831	24,295	22,987
短期借款	4,612	4,737	7,436	7,439	5,858
应付账款	2,640	3,084	3,393	2,707	2,619
应付票据	30	227	250	269	286
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	388	394	346	309	280
流动负债合计	17,318	18,807	21,911	21,088	19,556
长期借款	923	771	771	771	771
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	738	688	1,068	1,355	1,580
非流动负债合计	2,083	2,540	2,920	3,207	3,432
股东权益	25,314	20,397	22,045	24,052	26,360
股本	2,436	2,389	2,389	2,389	2,389
公积金	9,940	9,382	9,382	9,382	9,382
未分配利润	12,646	8,349	10,029	12,082	14,442
归属母公司权益	24,934	20,135	21,814	23,867	26,227
少数股东权益	380	262	231	184	133

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	10.25%	8.59%	8.59%	8.59%	8.59%
管理费用率	6.36%	6.37%	5.90%	5.80%	5.70%
财务费用率	0.60%	0.64%	0.99%	0.97%	0.81%
研发费用率	2.09%	1.83%	1.83%	1.83%	1.80%
所得税率	86%	85%	25%	25%	25%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.93	0.00	0.14	0.20	0.23
每股经营现金流	1.42	1.49	1.34	0.95	1.61
每股净资产	10.23	8.43	9.13	9.99	10.98
每股销售收入	11.52	11.55	13.07	14.23	15.13

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	367	344	23	16	14
PB	1.6	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.9	12.7	10.4	9.2	8.3
股息率	5.7%	0.0%	0.8%	1.2%	1.4%

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的具体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所载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

静安区新闻路 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼