

# 东方雨虹 (002271)

证券研究报告

2026年05月13日

## 锚定未来 —— C端崛起与全球化跃迁

**聚焦主业，探索“C端+出海”的新增长曲线。**近年来，东方雨虹的经营重心转向“高质量稳健发展”，其中突出两条主线：一是渠道变革驱动的“零售优先”；二是“海外优先”的国际化布局。

**C端发展：零售优先、服务交付，共筑C端发展之基。**公司立足主业，坚持零售优先，夯实消费建材业务根基。需求端来看，我国住房装修需求从“新房装修”转向“存量维护”，为C端业务发展提供了良好的宏观环境。公司依托民建集团，在线下渠道、用户运营与产品体系三端协同发力，持续推动C端增长。供给端，公司通过分布式产能网络缩短供给半径，并向矿源及原材料端延伸，强化与产能协同。对比同行，公司成本管控更优，毛利率显著领先，规模优势突出。公司以“雨虹”服务品牌为抓手，整合服务平台，把产品能力延伸到房屋修缮防水的全流程。从而有效缓解家庭补漏行业非标与信息不对称等痛点，契合存量时代高频防水需求，形成一站式、全流程家装服务闭环。

**扬帆出海：多线协同、体系输出，共拓全球经营蓝海。**整体来看，公司出海战略围绕两条主线展开：海外基地布局与海外并购整合。北美方面，公司以费城北美研发中心为支点，叠加休斯敦基地与加拿大基地，强化对北美市场的响应速度与服务半径。中南美方面，公司通过控股巴西 Novakem、收购智利 Construmart，从产能端向零售端延伸，同时切入建材添加剂等新赛道。中东方面，公司依托天鼎丰沙特达曼基地进入中东市场，借助中东三洲交汇的区位优势，打造辐射中东并联通欧亚非的制造与供应节点。东南亚方面，公司在早期收购中国香港的万昌五金、康宝香港的基础上，通过马来西亚基地建设，有望实现稳步拓展与持续渗透。

**展望与复盘。**沥青价格高位并不意味着利润端完全失守，2026年以来公司产品已有提价；地产景气的增速放缓阶段仍将压制公司毛利率，但随着增速放缓斜率收敛、行业进入磨底期，毛利率修复可期。回看公司历史股价，随着公司业务逐渐多元化，有望在行业低位阶段走出实现逆势修复。

**盈利预测与估值。**我们看好公司凭借防水主业的龙头地位，持续巩固在核心品类中的品牌与渠道优势。尽管沥青价格仍处高位，但随着提价落地与降本增效推进，公司毛利率优势与盈利韧性有望逐步显现。因此我们预计公司26-28年营收分别达327、360、380亿元（此前26-27年预测分别为300亿元/322亿元）；归母净利润分别为20、23、26亿元（此前26-27年预测分别为15亿元/18亿元）。估值方面，9家可比公司2026年的PE均值为25x，2026年可比防水企业PE均值约为31x，剔除最高值和最低值后约为28x；可比消费建材企业PE均值约为18x；可比建材企业PE均值约为22x。综合公司业务属性、行业地位及盈利修复弹性，我们给予公司2026年25x PE，对应目标价为21.00元，继续维持“买入”评级。

**风险提示：**住房存量市场需求大幅低于预期；原材料价格波动大幅高于预期；地缘政治及汇率大幅波动；产品涨价不及预期；收购整合不及预期；股价波动风险等；公司治理及内控风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,055.61	27,578.65	32,677.78	35,973.82	38,024.44
增长率(%)	(14.52)	(1.70)	18.49	10.09	5.70
EBITDA(百万元)	3,418.74	3,857.37	4,487.88	4,886.05	5,227.36
归属母公司净利润(百万元)	108.17	113.27	2,000.85	2,281.03	2,583.48
增长率(%)	(95.24)	4.71	1,666.49	14.00	13.26
EPS(元/股)	0.04	0.05	0.84	0.95	1.08
市盈率(P/E)	382.88	358.51	20.30	17.80	15.72
市净率(P/B)	1.66	2.02	1.98	1.87	1.79
市销率(P/S)	1.48	1.47	1.24	1.13	1.07
EV/EBITDA	7.36	7.36	8.12	7.32	6.88

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.00元
目标价格	21元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,388.70
流通A股股本(百万股)	1,914.49
A股总市值(百万元)	40,607.90
流通A股市值(百万元)	32,546.36
每股净资产(元)	8.59
资产负债率(%)	51.43
一年内最高/最低(元)	19.25/10.26

### 作者

<b>鲍荣富</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
<b>林晓龙</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002 linxiaolong@tfzq.com	
<b>蹇青青</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525060006 jianqingqing@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《东方雨虹-半年报点评:涨价有望带动盈利改善，全球化布局进一步深化》 2025-08-03
- 《东方雨虹-年报点评报告:零售端韧性凸显，经营性现金流明显改善》 2025-03-10
- 《东方雨虹-季报点评:收入利润短暂承压，现金流明显改善，股票回购彰显价值》 2024-11-01

## 内容目录

<b>1. 聚焦主业，探索“C 端+出海”的新增长曲线</b> .....	<b>6</b>
1.1. 依托主业资源，以“渠道+服务”重塑 C 端发展 .....	6
1.2. 立足本土市场，加速海外多元商业模式经营 .....	6
<b>2. C 端发展：零售优先、服务交付，共筑 C 端发展之基</b> .....	<b>7</b>
2.1. 存量时代需求抬升，C 端战略具备土壤 .....	7
2.2. 民建推动渠道下沉，零售能力开始兑现 .....	8
2.2.1. 以渠道网络作为零售增长的“地基” .....	8
2.2.2. 以会员体系强化用户运营 .....	10
2.2.3. 以系统化产品供给承接多场景需求 .....	11
2.3. 矿源产能分布式扩张，打开 C 端降本增效空间 .....	11
2.3.1. 分布式产能网络缩短供给半径 .....	12
2.3.2. 矿源与原料端扩张协同产能布局 .....	12
2.3.3. 成本优势夯实龙头地位护城河 .....	13
2.4. 整合“雨虹”服务平台，构建 C 端服务生态 .....	14
2.4.1. 市场端信息不对称催生产品交付的服务化需求 .....	15
2.4.2. 公司端将产品生态与渠道资源转为一站式、全流程的家装服务 .....	16
<b>3. 扬帆出海：多线协同、体系输出，共拓全球经营蓝海</b> .....	<b>17</b>
3.1. 海外基地：研发锚点与本地研物流网络 .....	17
3.1.1. 费城北美研发中心：搭建海外研发锚点与人才协同平台 .....	18
3.1.2. 休斯顿基地：推进 TPO 防水卷材的一体化生产基地建设 .....	18
3.1.3. 天鼎丰加拿大基地：强化在北美及欧洲市场的全链条服务能力 .....	19
3.1.4. 墨西哥基地：辐射中北美的产线建设与仓配体系构建 .....	21
3.1.5. 天鼎丰中东基地：打造面向中东，纵横三大洲的制造节点 .....	22
3.1.6. 马来西亚基地：实现东南亚本地化生产研发物流节点顺利投产 .....	23
3.2. 海外 M&A：渠道获取、整合与扩张 .....	24
3.2.1. 收购智利 Construmart：切入建材零售端 .....	24
3.2.2. 控股巴西 Novakem：切入建材添加剂新蓝海 .....	26
<b>4. 展望与复盘</b> .....	<b>28</b>
4.1. 沥青：成本展望与韧性分析 .....	28
4.1.1. 沥青价格成本端影响清晰 .....	28
4.1.2. 国内供需决定价格上限和持续性，国际油价决定短期弹性 .....	29
4.2. 房地产：地产增速放缓，边际触底 .....	31
4.2.1. 房地产景气程度滞后影响公司毛利率水平 .....	31
4.2.2. 地产增速边际放缓，行业逐渐磨底，毛利率修复可期 .....	32
4.2.3. 复盘股价：行业景气是发动机，公司能力决定加速度 .....	34
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>35</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>37</b>

## 图表目录

图 1: 东方雨虹零售渠道收入稳定增长, 占收入比重呈提升趋势 .....	6
图 2: 东方雨虹海外业务收入稳定增长 .....	7
图 3: 我国住房装修需求从“新房装修”转向“存量维护” .....	7
图 4: 居民人均住房维修及管理支出持续上行 .....	7
图 5: 民建集团营业收入及占零售收入比重情况 .....	8
图 6: 东方雨虹线下门店分布情况 (家).....	9
图 7: 民建集团线下门店省域密度情况 .....	9
图 8: 民建集团线下门店布局与人口规模匹配情况.....	9
图 9: 公司京东网店位列平台“建筑材料店铺榜”第 1 名.....	10
图 10: 公司天猫网店位列平台“装修辅材品牌店铺热卖榜”第 1 名.....	10
图 11: “虹哥汇”小程序以多功能集成, 支撑会员运营 .....	10
图 12: “虹哥汇”小程序中的“美缝配色”工具.....	10
图 13: 产品更贴合民用, 且已取得多项环保认证 .....	11
图 14: 东方雨虹产能分布情况 .....	12
图 15: 公司 C 端防水材料物流成本收入比降幅稳定 .....	12
图 16: 公司砂浆粉料业务原料成本收入比情况.....	13
图 17: 单位销售成本 (元/平方米) .....	13
图 18: 单位生产成本 (元/平方米) .....	13
图 19: 各上市企业防水材料销售业务毛利率情况 .....	14
图 20: 各上市企业防水材料销售业务营业收入情况 (亿元).....	14
图 21: 东方雨虹发布 C 端专业服务品牌——“雨虹” .....	15
图 22: 住户渗漏水问题普遍存在 .....	15
图 23: 地下室渗漏水问题普遍存在 .....	15
图 24: 雨虹防水交付服务的六大施工标准 .....	16
图 25: 雨虹防水维修服务实现服务产品化、流程化 .....	16
图 26: 公司位于费城北郊的北美研发中心 .....	18
图 27: 休斯敦都会区出口额与出口占 GDP 比重均位第一 (2024 年).....	19
图 28: 休斯顿港年吞吐量居全美第一 (百万吨; 2022 年).....	19
图 29: 美国单层屋面市场需求旺盛 (百万平方米).....	19
图 30: TPO 为单层屋面市场的主要材料 .....	19
图 31: 可通过五大湖-圣劳伦斯河将影响辐射北美乃至欧洲 .....	20
图 32: 五大湖-圣劳伦斯河航道的通航情况 (百万吨).....	20
图 33: 美国近年改性沥青卷材屋面出货量情况 (百万平方米) .....	21
图 34: 欧盟 27 国近年聚酯(PET) 纺粘胎基消耗情况 .....	21
图 35: 近年公司砂浆粉料业务收入情况 .....	21
图 36: 墨西哥及北美瓷砖粘合剂市场规模 (百万美元).....	21
图 37: 中东地区是连通亚非欧三大洲的重要枢纽 .....	22
图 38: 苏伊士运河是连接地中海和红海的重要水道 (百万吨) .....	22
图 39: 中东建筑材料市场销售收入 (亿美元).....	22

图 40: 非洲的人口和城镇化率稳步增长 .....	22
图 41: TOA 近年销售额情况 (百万美元) .....	23
图 42: EEI 近年销售额情况 (十亿菲律宾比索) .....	23
图 43: 马来西亚建筑市场景气, 高增长持续 .....	24
图 44: 新加坡 30 年平均月降雨量 (mm) .....	24
图 45: Pelindo 旗下港口年集装箱吞吐量占印尼全国约 95% .....	24
图 46: 智利建材零售头部三强门店数量对比 (家) .....	25
图 47: 智利建材零售头部三强 2024 年营收对比 (百亿智利比索) .....	25
图 48: 智利住房和房地产服务 GDP (十亿智利比索) .....	26
图 49: 智利住房按揭贷款新增发放额 (十亿智利比索) .....	26
图 50: 巴西各区域人口分布情况 .....	27
图 51: 巴西各区域 2024 年水泥产量分布 .....	27
图 52: 巴西建筑化学品市场规模 (百万美元) .....	28
图 53: 巴西混凝土添加剂市场规模 (百万美元) .....	28
图 54: 石油沥青价格变化与公司毛利率情况 .....	29
图 55: 石油沥青日价格波动情况 .....	29
图 56: 2025.07 以来石油沥青价格走势 (元/吨) .....	29
图 57: 石油沥青产量情况 (万吨) .....	30
图 58: 石油沥青日进口量情况 (万吨) .....	30
图 59: 公路建设固定资产投资情况 (十亿元) .....	30
图 60: 沥青表观消费量情况 (万吨) .....	30
图 61: 房地产景气程度影响公司毛利率 .....	31
图 62: 商品房销售增速、新房开工增速与公司营业收入增速关系 .....	32
图 63: 全国商品房销售金额及同比情况 .....	33
图 64: 全国商品房销售面积及同比情况 .....	33
图 65: 全国城市二手房出售挂牌量指数 (2019.01=100) .....	33
图 66: 各能级城市二手房出售挂牌价指数 (2019.01=100) .....	33
图 67: 过往各次房地产危机增速放缓周期持续时间分布 (季度) .....	34
图 68: 过往各次房地产危机增速放缓周期跌幅分布 (%) .....	34
图 69: 我国新房价格跌幅已达 13.20%; 二手房则达 22.30% (2020.01=100) .....	34
图 70: 公司股价历史阶段复盘 .....	35
表 1: 近五年旧房改造/装修焕新部分相关政策 (中央+地方) .....	8
表 2: 2025 年来公司矿源与原料端进展梳理 .....	12
表 3: 东方雨虹海外基地项目建设清单 .....	17
表 4: 东方雨虹境外 M&A 与部分战略合作项目清单 .....	17
表 5: Construmart 交易前后股权结构 .....	25
表 6: Novakem 交易前后股权结构 .....	26
表 7: Novakem 基本财务情况 .....	27
表 8: 南美建筑化学品市场 CAGR 增量的主要驱动因素与影响区间 (2025E-2030E) .....	28
表 9: 公司近年产品营收与利润及预测 .....	36

表 10: 可比公司 PE.....36

## 1. 聚焦主业，探索“C端+出海”的新增长曲线

近两年，东方雨虹的经营重心转向“高质量稳健发展”，其中突出两条主线：一是渠道变革驱动的“零售优先”；二是“海外优先”的国际化布局。

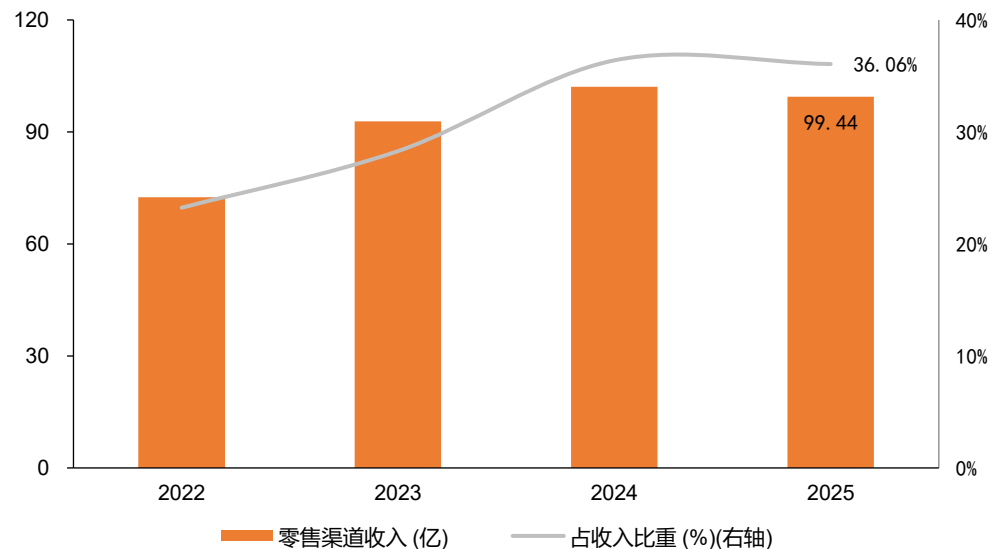
两条主线各有侧重，但共同之处皆为立足公司当前“工程防水龙头”的市场地位，依托先前资源、渠道的积累，在防水主业稳步发展的基础上探索新的增长极。

### 1.1. 依托主业资源，以“渠道+服务”重塑C端发展

**立足主业，深化渠道变革，以零售为先，铸牢消费建材根基。**公司持续深化渠道发展战略，培育渠道发展。在推进“平台+创客”的合伙人经营管理模式的基础上，持续深化渠道下沉，搭建线上线下全渠道融合的C端运营模式。

单论零售，公司的零售业务主要包括民建集团及C端服务平台、建筑涂料零售业务板块。2025，公司零售业务实现营业收入99.44亿元，占公司营业收入比例为36.06%，零售业务占比呈提升趋势。此外，公司下属民建集团聚焦个人家庭客户，2025实现营业收入91.26亿元，占公司营业收入比例为33.09%。

图1：东方雨虹零售渠道收入稳定增长，占收入比重呈提升趋势



资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 1.2. 立足本土市场，加速海外多元商业模式经营

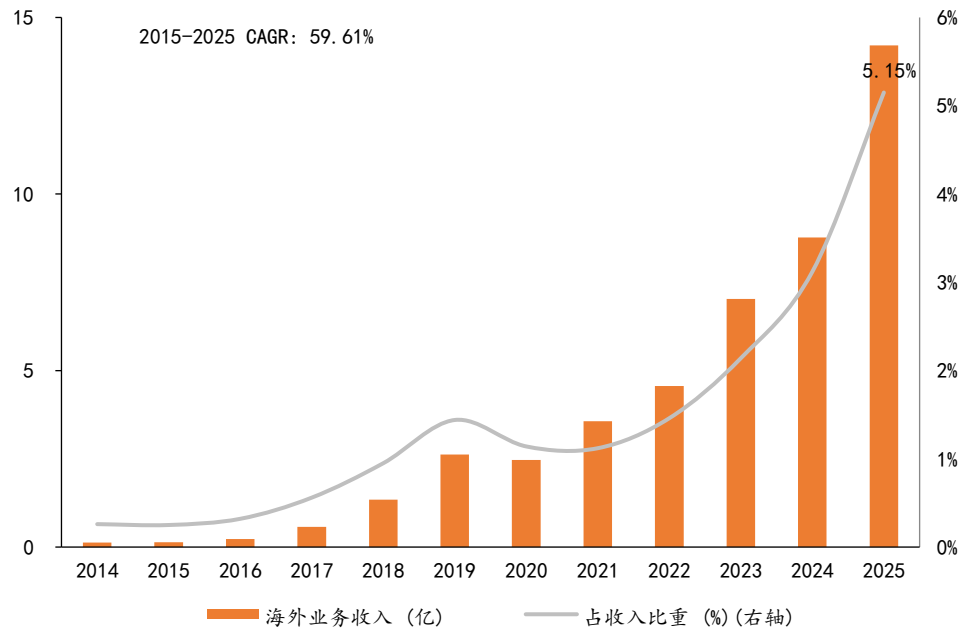
公司积极发展海外市场，加速推动全球布局，打造成为全球建筑建材系统服务商。一方面，公司强化海外市场调研与海外组织管理体系建设，提升海外团队营销与项目组织能力；另一方面则积极布局设立本地化公司，推进“本地化公司+本地化产能+国际供应链”的组合，以实现海外业务本地化运营。在此思路下，公司海外布局可以分为两类，一是推进海外生产基地建设，二是通过跨国并购及国际间交流与合作。

海外生产基地建设方面，公司在美国、加拿大、沙特阿拉伯等国家各有开张，覆盖北美、中东等重要海外市场。如，东方雨虹休斯敦生产研发物流基地项目建设持续推进，针对北美及全球TPO市场；沙特阿拉伯达曼的天鼎丰中东生产基地项目也已正式投产，不仅利于解决中东地区的建材装潢需求，还能有效拓展销路至欧洲、非洲等地。同时，公司收购了智利建材零售商Construmart，补齐本地零售网络。国际间交流与合作方面，公司通过国际展会参展、新品发布及海外本地市场活动等方式持续深化与海外客户、渠道伙伴及相关机构的交流合作。

2025，公司的海外业务收入达14.21亿元，占营业收入比重达5.15%，同比增长62.13%，

体现海外优先的经营模式在本地化产能与渠道拓展推动下成果显著。

图 2：东方雨虹海外业务收入稳定增长



资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 2. C 端发展：零售优先、服务交付，共筑 C 端发展之基

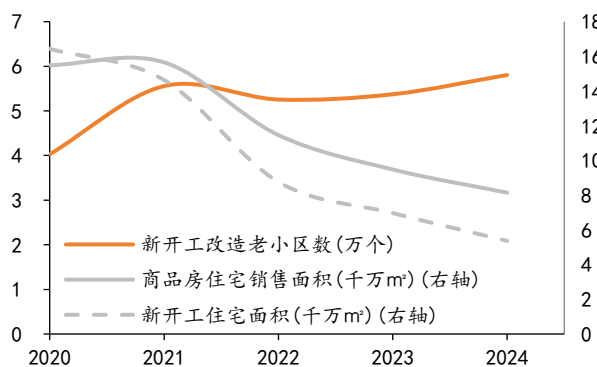
东方雨虹的 C 端市场主要来自居民自有住房的“渗漏维修、局部翻新、整体改造”等场景。因此需求更碎片，但对交付质量与售后保障更敏感。随着我国居住需求从“新房增量”逐步转向“旧房维护与更新”，公司提出零售优先的本质是顺应需求结构的变化。

### 2.1. 存量时代需求抬升，C 端战略具备土壤

住房装修需求从“新房装修”转向“存量维护”。自 2020 年以来，房地产新开工指标整体走弱，新房入住对装修需求的拉动减弱，家装需求更多转向渗漏维修、局改翻新等场景。与此同时，老旧小区改造等政策持续推进，扩大了存量翻新与维修的需求。2025 年，全国新开工改造城镇老旧小区 2.71 万个、499 万户，共完成投资 1332 亿元；2019 - 2024 年累计开工改造老旧小区约 28 万个。

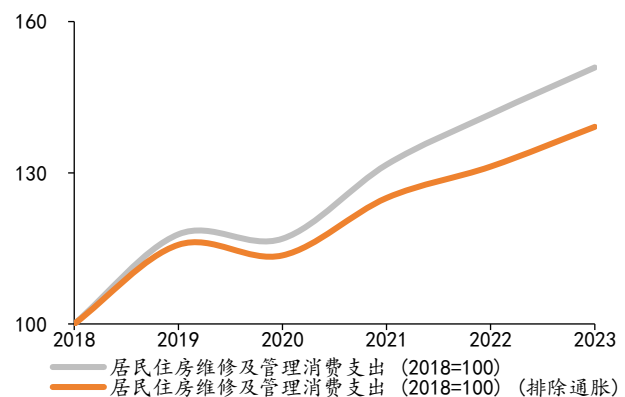
从居民端消费结构看，居住相关支出保持稳步提升。2018-2024 年居民人均住房维修及管理支出持续上行，为 C 端建材与家装服务提供了“底盘支撑”。

图 3：我国住房装修需求从“新房装修”转向“存量维护”



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 4：居民人均住房维修及管理支出持续上行



资料来源：iFinD，中国住户调查年鉴，天风证券研究所

表 1：近五年旧房改造/装修焕新部分相关政策（中央+地方）

时间	文件名称	发文单位	对象
2020.07.10	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	国务院办公厅	改造
2021.12.14	《关于进一步明确城镇老旧小区改造工作要求的通知》	建设部、财务部办公厅等部门	改造
2024.03.07	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	装修
2024.03.27	《推动消费品以旧换新行动方案》	商务部、国家发改委等 14 部门	装修
2024.07.24	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	国家发改委、财政部	装修
2025.01.26	《关于做好 2025 年家装厨卫“焕新”工作的通知》	商务部、国家发改委等 6 部门	装修
2025.05.02	《关于持续推进城市更新行动的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	改造
2025.08.15	《关于推动城市高质量发展的意见》	中共中央、国务院	改造
2024.08.22	《关于用好超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新的实施方案》	广东省人民政府办公厅	装修
2024.09.10	《深圳市住宅装修改造物品和材料购置补贴活动实施指引》	深圳市住房和建设局	装修
2024.11.27	《旧房装修、厨卫等局部改造所需物品和材料购置补贴实施细则》	江苏省住建厅、发改委等 6 部门	装修
2025.02.20	《2025 年浙江省旧房装修和厨卫等局部改造所用物品材料购置补贴实施细则》	浙江省住建厅、财政厅等 4 部门	装修

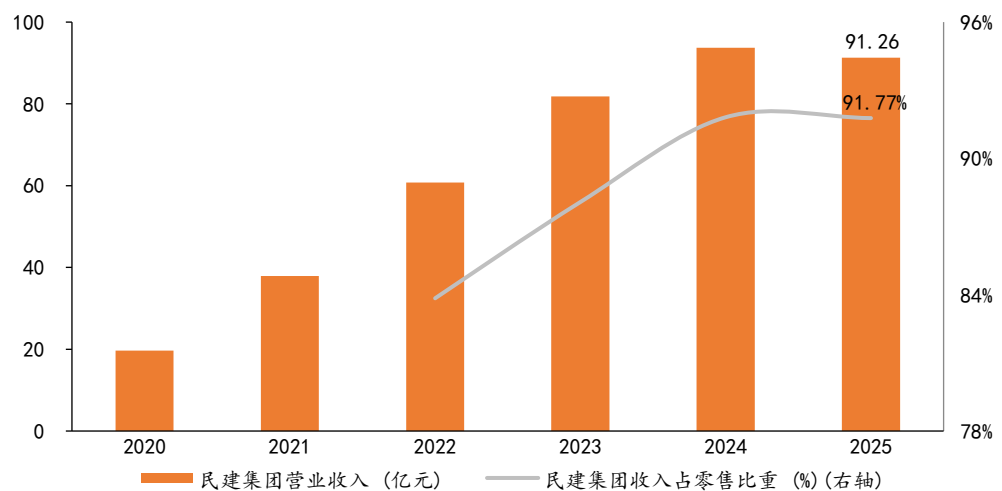
资料来源：各政府网站，天风证券研究所

## 2.2. 民建推动渠道下沉，零售能力开始兑现

民建集团推动零售从“补充业务”转为“增长主线”，是公司零售的主承载。公司零售业务包括民建集团及 C 端服务平台、建筑涂料零售业务板块。其中民建集团以用户为中心基于行业发展现状，结合消费者实际需求进行技术突破，为消费者带来高技术含量、环保安全的创新产品。2020 年以来，民建集团的营业收入增长势头明显，占零售收入比重随之增加。2025，民建集团的营业收入占公司零售收入的 92%。

而民建集团推动零售主要通过三大途径：1) 以渠道网络作为零售增长的“地基”；2) 以会员体系强化用户运营；3) 以系统化产品供给承接多场景需求。

图 5：民建集团营业收入及占零售收入比重情况



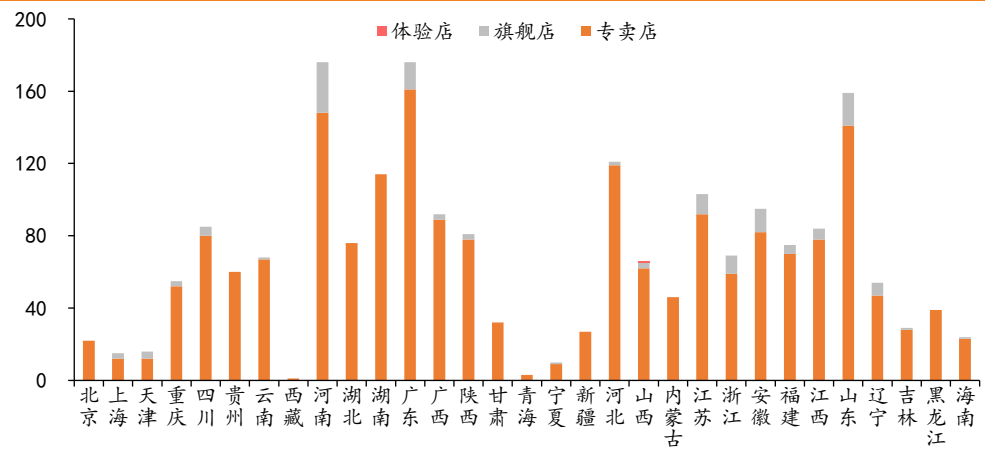
资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 2.2.1. 以渠道网络作为零售增长的“地基”

民建集团的渠道运营由线下门店渠道和线上电商渠道组成。线下渠道方面，民建集团门店网络已覆盖全国除港澳台外的全部省级行政单位，终端覆盖广、下沉深。截至 2025 年底，公司共布局东方雨虹线下专卖店 1929 家、旗舰店 143 家、体验店 1 家，已形成全国

性网络，实现核心区域全覆盖，为承接存量翻新与维修需求提供了坚实基础。

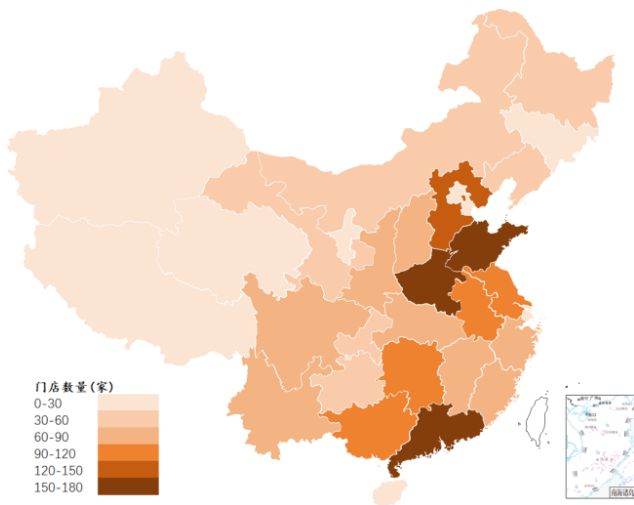
图 6：东方雨虹线下门店分布情况 (家)



资料来源：东方雨虹公司官网，天风证券研究所；数据截止至 2026.02.10

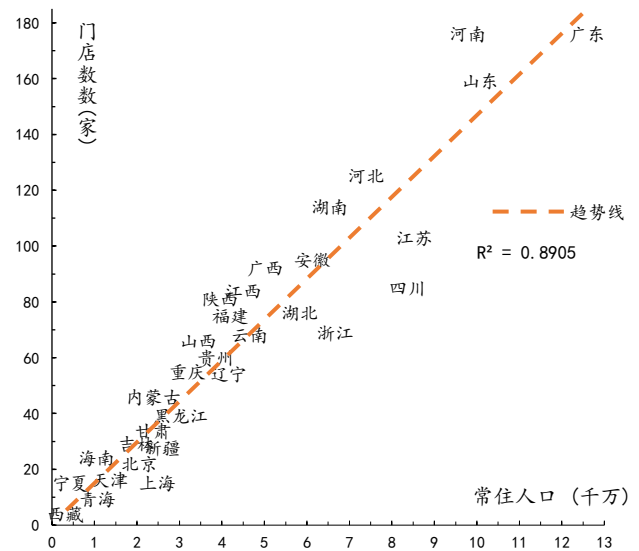
公司线下门店在广东、河南、山东等人口更集中的区域形成更高密度布局。整体分布与人口规模呈显著正相关，公司的线下渠道资源投放总体遵循人口越多、居住活动越密集的地区，潜在的渗漏维修、局部翻新与日常修缮需求更大，门店的动销空间也更高的扩张逻辑。由此，门店数量带来的覆盖优势便转为可持续的零售增长。

图 7：民建集团线下门店省域密度情况



资料来源：东方雨虹公司官网，天风证券研究所；数据截止至 2026.02.10

图 8：民建集团线下门店布局与人口规模匹配情况



资料来源：东方雨虹公司官网，iFinD，天风证券研究所；数据截止至 2026.02.10

线上渠道方面，公司在天猫、京东、拼多多、抖音等各类电商平台皆有布局。通过完善和强化内容营销、流量运营、售后服务等，提升电商渠道品牌影响力。以京东为例，电商端不仅承担销售职能，还通过粉丝活动、会员权益等机制吸引用户，并通过充值膨胀金等权益活动，以价格与权益绑定提升复购与客单。同时，店铺以分类型的场景化导购降低消费者选购门槛，覆盖厨卫防水、室外防水、渗漏修补、基层加固等高频家装需求。

平台侧表现上，公司在多个电商平台的网店均排名靠前。以 2025 年 5 月 12 日的电商平台排名为例，公司京东自营旗舰店位列京东“基建材料店铺榜”第一；公司天猫东方雨虹官方旗舰店同样荣登天猫“装修辅材品牌店铺热卖榜”第一。同时，公司将线上电商平

台作为线下体验流量入口，天猫官方旗舰店可直接查看附近线下门店，通过线上种草引流与到店服务链路实现触点扩张与渠道协同。

图 9：公司京东网店位列平台“防水材料店铺榜”第 1 名



资料来源：京东，天风证券研究所；2026.05.12

图 10：公司天猫网店位列平台“装修辅材品牌店铺热卖榜”第 1 名



资料来源：天猫，天风证券研究所；2026.05.12

### 2.2.2. 以会员体系强化用户运营

公司的会员体系主要以“虹哥汇”为核心。在会员运营方面，公司正加速以“虹哥汇”为核心的会员运营体系建设，构建“公司—经销商—专卖店—会员”综合运营体系，“虹哥汇”是公司于 2013 年推出工匠俱乐部，该平台力争打造为集培训认证、产品购买、福利获取、活动赋能为一体的综合型工长会员需求一站式解决平台。与此同时，以区域为单位深度绑定全国专卖店，持续面向工长会员组织技能竞技大赛、培训认证等活动。

以“虹哥汇”微信小程序为例，用户可在其中获取公司新闻、活动与竞赛信息；同时，小程序集成了大量与防水建材相关的实用内容与工具，如美缝配色、用量测算等，帮助会员提升施工效率与专业度；此外还设置产品百科与技能学习模块，形成持续的培训与知识沉淀。最后，小程序中配套有“云商城”，可以满足会员的选购需求。通过将工匠这一“关键群体”纳入统一的会员运营体系，“虹哥汇”把品牌从传统的渠道铺货延伸到施工一线。我们认为，“虹哥汇”一方面以资讯、工具与培训提升工长黏性与标准化施工能力，带动工人在施工终端对材料和施工方案选择的推荐能力和影响力；另一方面则以云商城与积分权益提升会员粘性，导向采购与复购，从而支撑公司面向大 C 的零售增长与用户运营。截止 2024 年，公司已实现“虹哥汇”会员数量超 300 万人。

图 11：“虹哥汇”小程序以多功能集成，支撑会员运营

图 12：“虹哥汇”小程序中的“美缝配色”工具



资料来源：“虹哥汇”微信小程序，天风证券研究所

资料来源：“虹哥汇”微信小程序，天风证券研究所

### 2.2.3. 以系统化产品供给承接多场景需求

公司围绕 C 端建材家装防水的高频场景，形成多元的产品闭环。公司针对不同的家庭使用场景设计开发产品，向多场景的系统解决方案延伸。产品覆盖从厨卫到全屋、从室内到室外、从基层到装饰面的应用需求，使品牌能够围绕高频场景形成组合式供给。同时，民建集团的零售产品进一步向审美方向细分需求，例如美缝剂、收边剂等，满足了 C 端从基层处理到饰面呈现、从施工交付到日常使用维护的链条。

此外，公司产品还持续升级并陆续取得中国环境认证（十环）、法国 VOC 标签 A+ 等级、德国 EC1plus 环保认证、绿色产品认证、绿色建材认证、CIAA 抗菌标志使用资格、WRAS 英国饮用水安全认证、SGLS 绿色环保认证等，获得了多个机构和行业的认证背书。

图 13：产品更贴合民用，且已取得多项环保认证



资料来源：东方雨虹公司官网，天风证券研究所

### 2.3. 矿源产能分布式扩张，打开 C 端降本增效空间

供给方面，公司通过分布式产能布局与矿源资源保障，塑造更具韧性的成本曲线，从而为零售端定价策略与交付稳定性提供空间。我们认为，在存量竞争阶段，渠道触达只是一部分，而供给侧能力可以决定业务的稳定性。一方面，对防水涂料、砂浆粉料等产品来说，供给半径与交付稳定性会影响终端动销与服务体验；另一方面，基础原料价格决定定价与利润，原料端的可控性决定成本曲线是否平滑。

因此，在产能端，公司推进分布式建厂，工厂点位紧贴需求分布，缩短供给半径；资源端，公司持续推进上游原料与矿源布局，并结合全国化产能网络推动原材料本地化、供应本地化，在提升保供稳定性的同时，有望优化采购及运输成本。

### 2.3.1. 分布式产能网络缩短供给半径

**公司产能分布广泛且布局逻辑清晰。**公司在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建立生产研发物流基地，形成覆盖全国大部分区域的分布式产能网络，整体呈现“沿核心需求带密集、向重点区域延伸的特征”。

公司目前共拥有 200 余条国际先进生产线，在全国设有 60 余家生产研发物流基地，各生产线年设计产能：防水卷材约 15 亿多平米，防水涂料约 500 万吨，砂浆类产品约 2000 万吨，保温材料 1000 多万立方米，建筑涂料近 80 万吨，非织造布约 30 万吨（包含未投产产能）。

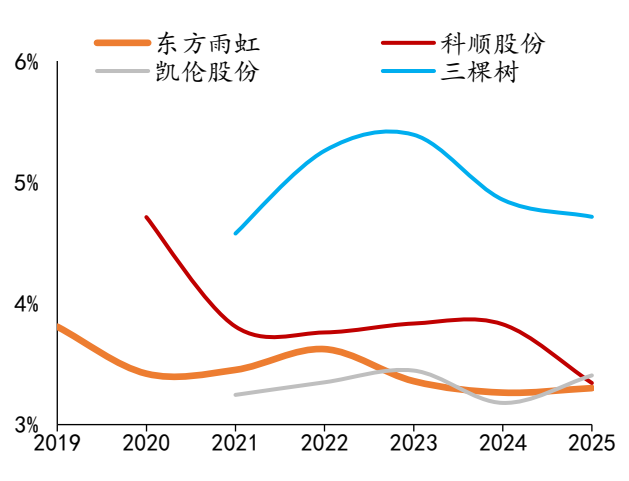
**合理布局，物流成本优势显著。**我们认为，公司产能布局贴近主要需求市场，覆盖京津冀、长三角、珠三角、成渝、长江中游、中原、山东半岛等核心需求带，东中部密集、向华南与西南延伸，呈多点制造加近场供给的网络。同时，公司以较低的仓储、物流成本辐射市场，实现全国范围内协同生产发货。近年，公司的物流成本收入比降幅稳定。

图 14：东方雨虹产能分布情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 15：公司 C 端防水材料物流成本收入比降幅稳定



资料来源：各公司年报，Wind，天风证券研究所；三棵树数据使用防水业务

### 2.3.2. 矿源与原料端扩张协同产能布局

**公司近期持续推进资源端布局，通过获取矿源、拓展原料渠道等方式强化原材料供应保障，主要覆盖硅质材料与钙基矿物两类原料。**其一为高端硅砂项目：2025 年 6 月，公司在广东茂名推进硅砂生产基地建设，补齐硅质骨料与砂源的供给能力。该项目计划投资 6000 万元，利用港口清淤物，通过资源再生循环技术生产高端硅砂产品，年产浮法玻璃砂 50 万吨、光伏玻璃砂 20 万吨、滤料砂 10 万吨；2025 年 7 月砂粉集团的全资子公司华砂矿业在江西吉安永丰取得饰面用大理岩的采矿许可，打通石粉及钙基粉体等原料供应链条，重点服务砂浆粉料等产品的原料需求。同时，2025 年 9 月公司在广西南宁上林取得饰面用灰岩的采矿许可，可以强化公司砂浆粉料体系的基础原料保障与供应稳定性。整体来看，上游资源端的持续投入有望为后续成本端的改善奠定基础。

表 2：2025 年来公司矿源与原料端进展梳理

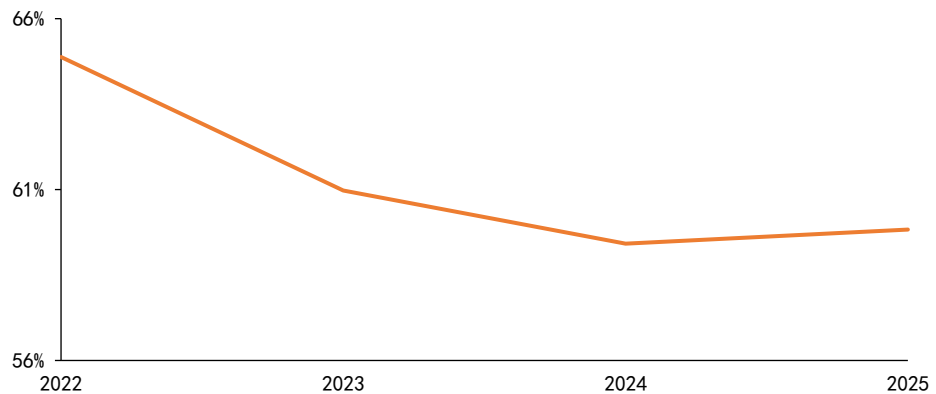
时间	地点	原料/资源	事项
2025.06	广东省茂名市滨海新区	高端硅砂	硅砂生产基地项目落地
2025.07	江西省吉安市永丰县	饰面用大理岩矿	取得采矿许可证
2025.09	广西省南宁市上林县	饰面用灰岩矿	取得采矿许可证

资料来源：中国防水建筑协会，百年建筑网，公司公告，天风证券研究所

公司在原材料端的控本能力持续强化，砂浆粉料业务原材料降本效果显著。从砂浆粉料业务看，其原料成本收入比（原料成本/收入）整体下降，表明原材料端压力正在逐步缓解。公司原材料降本主要由两条路径驱动，一是通过技术降本与国产化替代，二是通过对外投资优化资源禀赋。

**技术降本与国产化替代方面**，公司通过配方优化推动原材料国产化，并围绕关键原料向上游延伸布局非织造布、特种薄膜、VAE 乳液、VAEP 胶粉等，在部分环节实现自给，从而降低外采依赖、增强采购环节抗扰能力并巩固成本优势；**对外投资方面**，公司以“整体规划、统一租地、分期实施”方式获取上游矿源，补齐砂源与粉体等关键原料供给。

图 16：公司砂浆粉料业务原料成本收入比情况

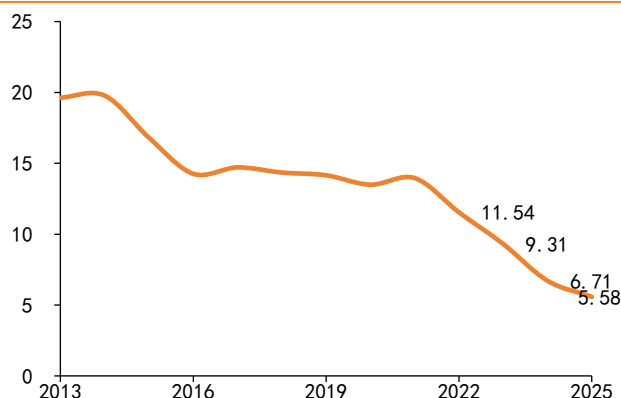


资料来源：公司年报，iFinD，天风证券研究所

### 2.3.3. 成本优势夯实龙头地位护城河

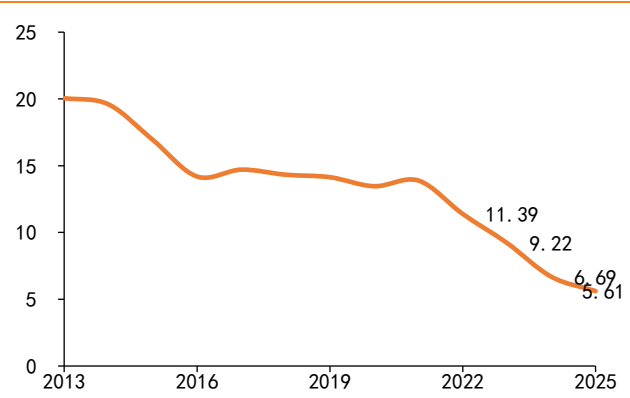
公司成本端控制成效显著。无论以单位销量成本还是单位产量成本衡量，指标均呈趋势性下行，且近年下降斜率更为明显，反映公司从制造端到供给端的长期平均成本降低。与此同时，单位成本在近年加速回落，表明公司通过原材料端优化与上游资源布局等举措推动降本逐步兑现，成本优势对零售端竞争力的支撑将更具延续性。

图 17：单位销售成本 (元/平方米)



资料来源：公司年报，iFinD，天风证券研究所；产品销量包含工程施工业务

图 18：单位生产成本 (元/平方米)

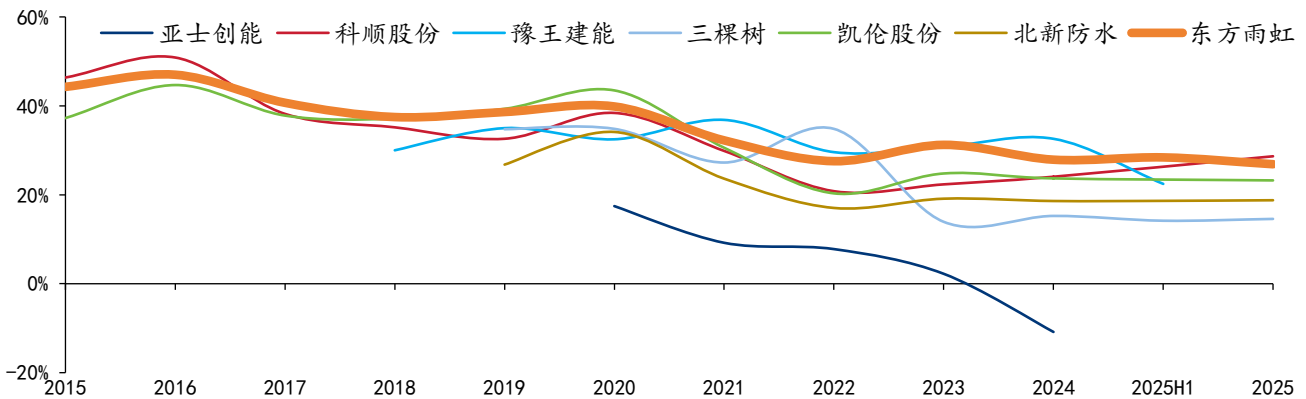


资料来源：公司年报，iFinD，天风证券研究所；产品产量包含工程施工业务

公司毛利率表现显著优于同行。在行业需求偏弱的背景下，防水行业毛利率整体承压下行，而公司毛利水平长期保持在第一梯队，体现出更强的盈利韧性。我们选取将防水业务单列至营业收入构成的 A 股上市公司作为可比公司，2025 年，公司毛利率在可比上市公司中位居前列。展望后续，2025 年 7 月以来行业陆续发布涨价函，价格竞争由低价抢量逐步转向有序修复，价格端边际趋稳。在此背景下，公司民建集团亦发布调价函，对防水涂料、美缝剂、瓷砖胶等部分民用建材产品进行价格调整，涨幅区间为 1%-13%，叠加公司前期原料与物流等成本下降带来的利润弹性，公司毛利率有望进一步改善。

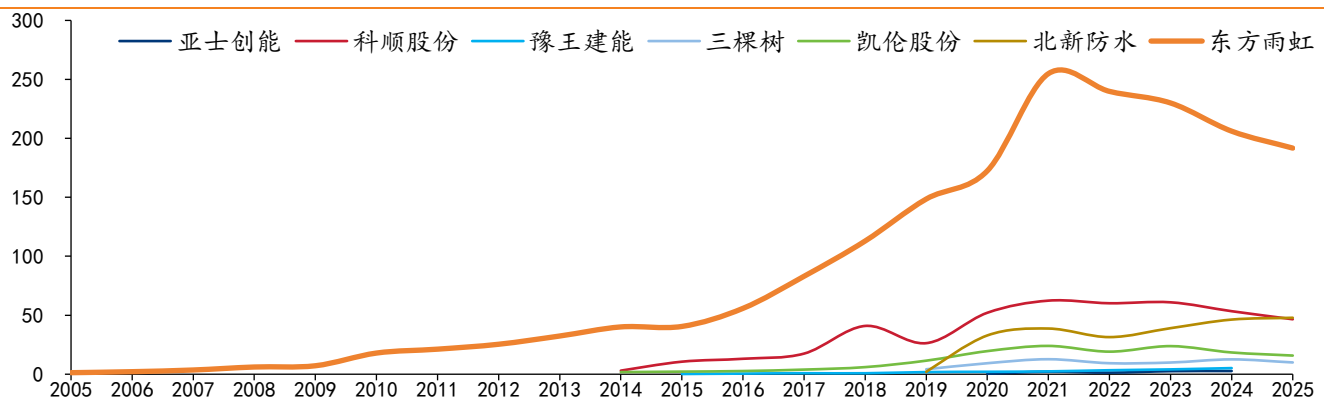
行业集中与需求承压并存的阶段，公司凭借更强的综合竞争力进一步巩固龙头地位。需求端收缩推动竞争逻辑转向存量博弈，供给端随着防水材料行业低端产能的加速出清，大型防水企业的竞争力逐步增强，行业市场集中度呈现逐年上升趋势。在此背景下，以 A 股防水相关上市公司作为衡量，公司体量显著领先，反映其具备突出的规模优势与份额集中度提升特征。

图 19：各上市企业防水材料销售业务毛利率情况



资料来源：各公司年报，iFinD，天风证券研究所

图 20：各上市企业防水材料销售业务营业收入情况 (亿元)



资料来源：各公司年报，iFinD，天风证券研究所

## 2.4. 整合“雨虹”服务平台，构建 C 端服务生态

公司以“雨虹”服务品牌为抓手，把产品能力延伸到房屋修缮防水的全流程。2024 年，公司将原建筑修缮集团“雨虹到家服务”和民建集团“安心服务”进行整合，搭建全集团 C 端服务平台。2025 年 3 月 15 日，公司正式发布 C 端专业服务品牌——“雨虹”，以“产品+服务”双引擎推动服务透明化、标准化与可追溯，强化消费者端信任与体验。

图 21：东方雨虹发布 C 端专业服务品牌——“雨虹”



资料来源：中外涂料网，虹哥汇，天风证券研究所

我们认为，“雨虹服务”的意义不在于形式上的整合，而在于把原本分散的“材料供给”升级为可标准化交付的一站式服务。一方面，存量房维修场景高度非标、价格不透明与质量不可控等问题突出；另一方面，公司依托防水主业与线上线下的渠道网络，将服务能力产品化、流程化，覆盖到原先的商业规模中。2025 年，“雨虹服务”已为近 12 万户家庭提供家装与维修相关服务，服务能力开始从“渠道触达”走向“可规模化交付”。

围绕“雨虹服务”，后续重点关注两点：1) 市场端信息不对称催生产品交付的服务化需求；2) 公司端将产品生态与渠道资源转为一站式、全流程的家装服务。

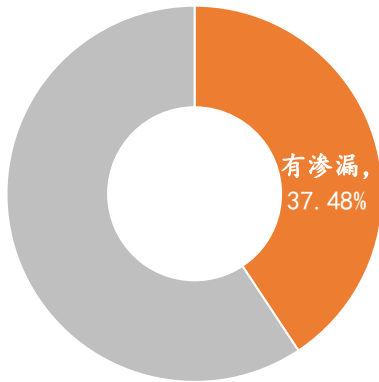
#### 2.4.1. 市场端信息不对称催生产品交付的服务化需求

家庭补漏行业典型痛点是非标及信息不对称。终端用户在选择装修方案时往往会面临报价不透明、夸大用量、维修后仍漏等事件。在一般居民房屋补漏等维修场景中，材料本身单价通常并不高，且价格相对透明，电商平台上不少知名品牌的补漏防水类产品也多处于相对可接受的价格区间。而与之形成反差的是，线下维修服务费用的构成以人工费与施工费为主，但由于消费者往往属于“外行”，难以判断实际用量、施工工艺与必要工序，市面上“按斤计费”和“夸大用量”的现象屡见不鲜，最终使得实际支付金额显著高于材料成本，甚至补完还漏的情况，消费者需要为高昂的“人工费”买单。在消费者服务平台黑猫投诉上，以“补漏”为关键词，相关投诉数量超 4 千条。

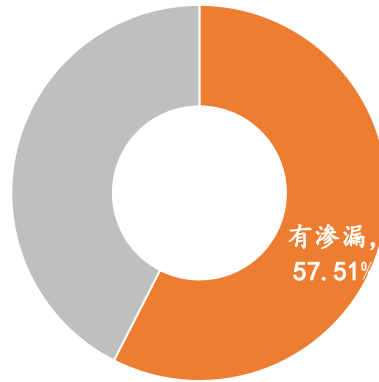
从需求看，家庭防水属于典型的存量房“高频刚需”。根据中国建筑防水协会 2014 年发布的《2013 全国建筑渗漏状况项目调查报告》，调查覆盖全国 28 个城市、850 个社区，共计勘察 2849 栋楼房，访问 3674 名住户。抽样调查了建筑屋面样本 2849 个，建筑屋面样本中有 2716 个出现不同程度渗漏，渗漏率达到 95.33%；抽样调查了地下建筑样本 1777 个，地下建筑样本中有 1022 个出现不同程度渗漏，渗漏率达到 57.51%；抽样调查了住户样本 3674 个，住户样本中有 1377 个出现不同程度渗漏，渗漏率达到 37.48%。

图 22：住户渗漏问题普遍存在

图 23：地下室渗漏问题普遍存在



资料来源：中国建筑防水协会，2013 年全国建筑渗漏状况项目调查报告，天风证券研究所



资料来源：中国建筑防水协会，2013 年全国建筑渗漏状况项目调查报告，天风证券研究所

### 2.4.2. 公司端将产品生态与渠道资源转为一站式、全流程的家装服务

“雨虹服务”并非单点服务，而是覆盖家庭防水与维修由检测到维修再到焕新交付和验证的全链条，可一站式承接家庭防水相关的高频需求。“雨虹服务”覆盖防水维修、墙面刷新、管道交付、防水交付、铺贴交付、美缝交付等六大板块，定位为面向 C 端的“一站式服务解决方案”。这一功能矩阵既覆盖存量房高频的渗漏维修，也向前延伸至新装交付等个性化服务场景，有利于通过“交付带动产品”的方式提升客单与复购。

“雨虹服务”呈五大核心业务：防水交付、防水维修、雨虹管家、雨虹铺贴、美缝交付。既能承接存量渗漏维修，也能覆盖新装/翻新的交付环节。

防水交付服务与防水维修服务是公司较为成熟的两类服务形态。其中，防水交付服务聚焦家庭场景中典型的需求刚性空间；防水维修服务则承接存量房的主要渗漏痛点，覆盖外墙、屋顶、窗户、上人露台、卫生间及地下室等高频部位。2024 年，公司防水交付服务已落地 170 城，累计服务近 4 万户家庭。

在此基础上，雨虹管家服务、雨虹铺贴服务与雨虹美缝交付服务更多扮演“配套增值”的角色，与防水交付/维修形成互补。雨虹管家服务本质为家装隐蔽工程的第三方验收/检测、质保与建档服务，2024 年已覆盖近 3 万户家庭；雨虹铺贴服务与雨虹美缝交付服务分别聚焦瓷砖/石材等饰面工程施工，以及铺贴后的收口环节，其中铺贴服务以市域（重点城市/区域）为主要落地单元，目前尚未实现全国范围的全面铺开。

图 24：雨虹防水交付服务的六大施工标准



资料来源：东方雨虹公司官网，天风证券研究所

图 25：雨虹防水维修服务实现服务产品化、流程化



资料来源：东方雨虹公司官网，天风证券研究所

### 3. 扬帆出海：多线协同、体系输出，共拓全球经营蓝海

东方雨虹的出海模式并非单一产品出口或单点市场试探，而是多条路径并行推进、协同放大。其一是“基地化布局”，公司通过投资建设生产研发物流一体化基地建立属地化供给，并提升海外市场的本地交付能力，同时，让基地承载应用研发、产品生产与物流配送的功能，可以缩短交付半径，提升履约确定性，并对接本地市场标准，提升产品合规适配能力；其二是通过海外并购或控股快速获取渠道与客户资源，如计划收购本地零售巨头或关键化工材料生产的优质企业，快速补齐材料与技术。同时，公司以战略合作对接当地龙头企业与工程项目资源。

表 3：东方雨虹海外基地项目建设清单

类型	项目	位置	内容与定位	进度
研发中心	北美研发中心	美国 费城	开展防水涂料研发	已运营(2015)
生产研发物流中心	墨西哥生产研发物流基地	墨西哥 图拉	生产砂浆粉、水性涂料、防水卷材等产品；建设仓储物流中心	在建
生产研发物流中心	美国休斯敦生产研发物流基地	美国 休斯敦	建设 TPO 防水卷材产线；配套研发与物流功能	在建
生产研发物流中心	天鼎丰加拿大生产研发物流基地	加拿大 索雷尔	建设胎基布生产研发物流基地	在建
生产中心	天鼎丰中东生产基地	沙特 达曼	建设胎基布生产基地	已投产(2025)
生产研发物流中心	马来西亚生产研发物流基地	马来西亚	建设生产研发物流基地；生产水性涂料、砂浆等产品	已投产(2025)

资料来源：公司官网、中外涂料网、中国建筑防水协会等，天风证券研究所；进度截止至 2026.04

表 4：东方雨虹境外 M&A 与部分战略合作项目清单

类型	事件	位置	内容与定位	进度
M&A	收购中国香港世界五金 100%股权	中国香港	收购塑料管材公司 100%股权	董事会审议通过
M&A	收购巴西 Novakem 60%股权	巴西	收购建材添加剂公司 60%股权	交割完成
M&A	收购智利 Construmart S.A. 100%股权	智利	收购智利建材零售渠道公司 100%股权	交割完成
M&A	万昌五金 康宝香港股权合作项目	中国香港	以中国香港为支点，向东南亚及全球拓展	交割完成
合作	与哈萨克斯坦 ABBEX 签署战略合作协议	哈萨克斯坦	共同推进哈萨克斯坦市场布局	已签署
合作	与印尼 Pelindo 港口集团达成多项合作	印尼	产品将全面覆盖 Pelindo 旗下港口体系	合作推进
合作	与沙特 Arkaz 建立战略合作关系	沙特	授权 Arkaz 成为 TPO 屋面系统和 HDPE 防水系统独家经销商	已签署
合作	与越南 BW 工业集团达成战略合作	越南	就 BW 旗下某建筑混凝土屋面的整体翻修工程达成合作，解决建筑屋面长期渗漏问题	已签署
合作	与菲律宾 EEI 集团签署战略合作协议	菲律宾	围绕菲律宾市场开展合作	已签署
合作	与泰国 TOA 集团签署战略合作协议	泰国	加强协同联动，在泰国建材市场开展合作	已签署

资料来源：公司公告，上海证券报，中国建筑防水协会等，天风证券研究所；进度截止至 2026.04

#### 3.1. 海外基地：研发锚点与本地产研物流网络

海外基地体系是公司全球化能力建设的重要抓手。整体看我们认为，公司海外布局有几

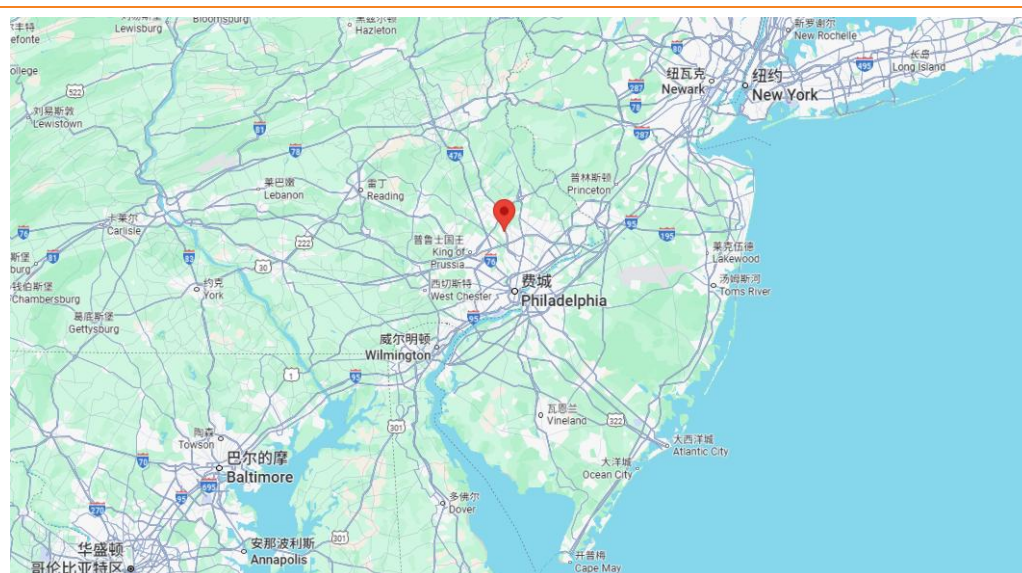
大亮点：1) 以费城北美研发中心为代表，搭建海外研发锚点与人才协同平台；2) 以休斯顿基地为代表，推进 TPO 防水卷材的一体化生产基地建设；3) 以天鼎丰加拿大基地为代表，强化在北美及欧洲市场的全链条服务能力；4) 以墨西哥基地为代表，辐射中北美的产线建设与仓配体系构建；5) 以天鼎丰中东基地为代表，打造面向中东，纵横三大洲的制造节点；6) 以马来西亚基地为代表，实现东南亚本地化生产研发物流节点试产落地。

### 3.1.1. 费城北美研发中心：搭建海外研发锚点与人才协同平台

以费城北美研发中心为基点，打通人才与全球研发协同通道。公司的北美研发中心坐落于宾夕法尼亚州费城北郊的创新园区（Spring House Innovation Park）。研发中心于 2015 年揭牌成立，于 2017 年搬入费城北郊的创新园区，随后在 2018 年进一步在当地成立全球卓越研究中心。该中心以提高材料的长期耐久性和韧性为研发目标，致力于防水涂料和高性能建筑材料研究。

研发中心所在园区前身为化工企业罗门哈斯的研发园区，并位于费城都会圈内，高校与科研资源密集。截止目前，该研究中心已与里海大学、斯坦福大学等多所高校展开合作。

图 26：公司位于费城北郊的北美研发中心



资料来源：公司官网，谷歌地图，天风证券研究所

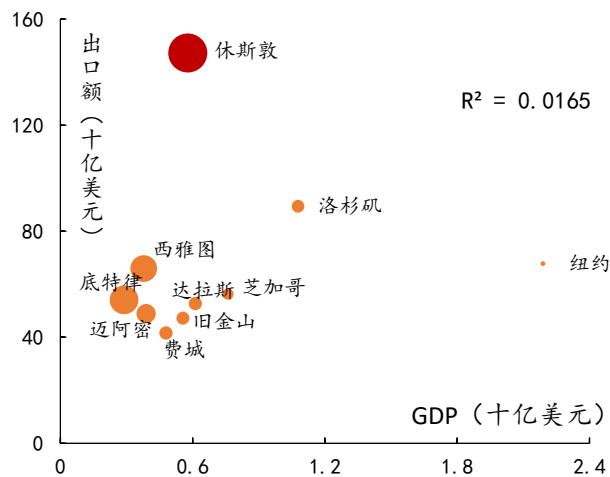
### 3.1.2. 休斯顿基地：推进 TPO 防水卷材的一体化生产基地建设

休斯敦基地围绕北美 TPO 防水材料市场需求，并强化国际化科研技术开发与应用。休斯

敦基地项目于 2024 年 8 月 9 日在美国德州休斯顿市启动建设。从建设规划看，基地一期主要建设 TPO 防水卷材生产线及休斯顿北美研发中心，目前仍在持续推进；二期则进一步向相关建材环节延伸，规划建设保温、砂粉及管道等产线与厂房，以扩大产能与业务覆盖。

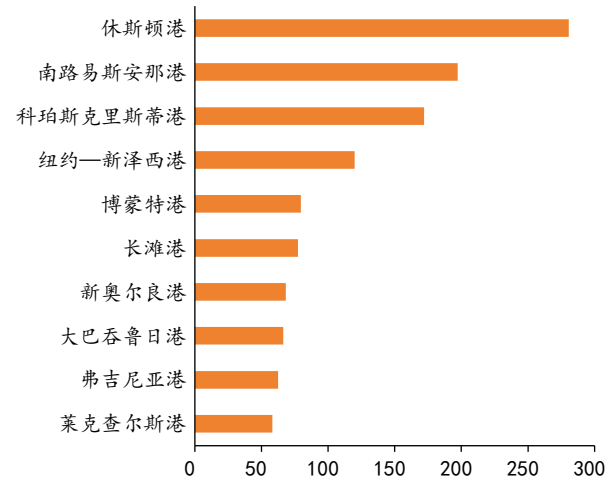
区位上，地处物流枢纽与工业要地。公司休斯敦基地选址于 Prairie View 产业园，位于休斯敦都会圈内，休斯顿都会区是全美第五大都会区，出口规模亦位列全美第一。休斯敦海运、空运体系发达，是典型的物流枢纽，有望支撑基地后续的原料与成品周转、以及面向北美的物流组织。同时，休斯顿是美国重要的能源与化工中心之一，截止 2025 年，都会圈集聚超 4600 家能源相关企业、674 家化工厂，产业配套完善、工业活动密集，为生产研发提供了支撑。

图 27：休斯敦都会区出口额与出口占 GDP 比重均位第一（2024 年）



资料来源：The World Data, 美国国际贸易管理局, 美国经济分析局, 天风证券研究所；注：圆形大小为出口额占 GDP 比重

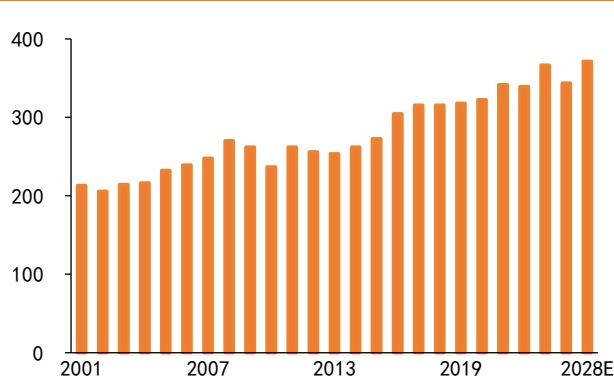
图 28：休斯顿港年吞吐量居全美第一（百万吨；2022 年）



资料来源：美国陆军工程兵团水运商业统计中心, 天风证券研究所

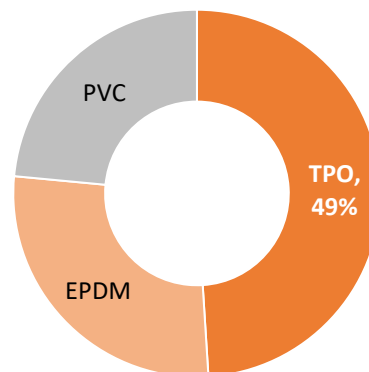
**需求上，TPO 在美国工商业屋面中渗透率高。**TPO（热塑性聚烯烃）是单层屋面防水卷材的主要材料类型，该材料于 20 世纪 80 年代问世，并于 2003 年通过美国 ASTM D6878 标准而形成美国市场的产品标准体系。TPO 材料以其低成本和快速安装而著称，根据 ROOFING CONTRACTOR 的美国屋面行业现状报告，2025 年，单层屋面仍是美国屋面行业商业承包商最核心的收入来源，根据 Freedonia 的测算，2024 年美国单层屋面产品市场需求约 3.4 亿平方米，并预计 2028 年需求将增至约 3.7 亿平方米。而在单层屋面的材料中，TPO 为市场占比最高的品类，占销售额的 49%，其余主要由 EPDM 与 PVC 构成。

图 29：美国单层屋面市场需求旺盛（百万平方米）



资料来源：Freedonia Group, 天风证券研究所

图 30：TPO 为单层屋面市场的主要材料



资料来源：ROOFING CONTRACTOR, 天风证券研究所

### 3.1.3. 天鼎丰加拿大基地：强化在北美及欧洲市场的全链条服务能力

天鼎丰加拿大基地旨在提升关键材料胎基布在北美及欧洲市场的全链条供应能力。天鼎丰（天鼎丰控股有限公司）为公司全资子公司，是公司非织造布/胎基布等关键材料业务的重要平台。天鼎丰推进其在加拿大的胎基布生产研发物流基地项目已正式开工启建，以胎基布（roofing carrier）为主要产品，旨在优化国际化产业布局，提升关键材料在北美及欧洲市场的全链条供应与交付服务能力。项目已于 2025 年 2 月正式开工启建，由天鼎丰与合作伙伴共同投资，选址于加拿大魁北克省索雷尔市，预计总投资约 1.9 亿加元。

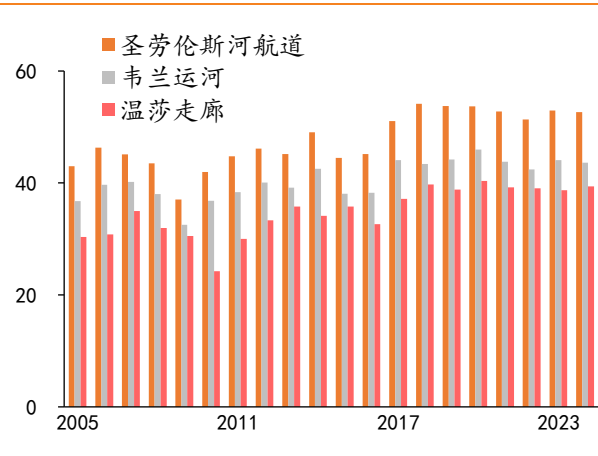
区位上，索雷尔市地处圣劳伦斯河畔，西联北美工业腹地、东通大西洋对欧出海，是兼顾北美辐射与欧洲通道的战略物流节点。索雷尔位于加拿大魁北克省，坐落于五大湖—圣劳伦斯河航运系统走廊上，该水道体系沿美加边境连通大西洋与北美内陆：向西可经蒙特利尔温莎走廊进入五大湖水系，并由韦兰运河贯通安大略湖与伊利湖，覆盖美加最核心的工业中心；向东则可下行入海进入大西洋，实现面向欧洲的跨洋出运。2024 年，该航道共完成通航超五千万吨，航运组织强度高，通航时间超 290 天，具备较强的稳定性与可预期性。

图 31：可通过五大湖-圣劳伦斯河将影响辐射北美乃至欧洲



资料来源：天鼎丰公司公告，谷歌地图，天风证券研究所

图 32：五大湖-圣劳伦斯河航道的通航情况（百万吨）



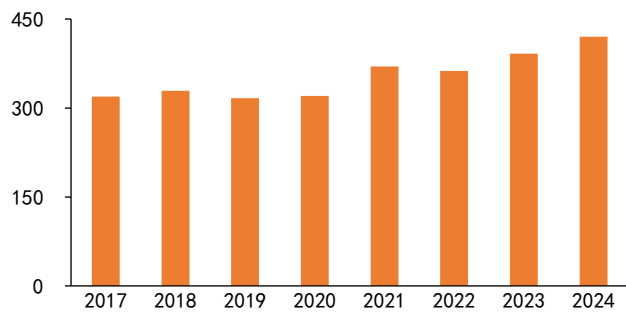
资料来源：五大湖-圣劳伦斯航运系统，天风证券研究所

需求上，作为改性沥青防水卷材的“骨架材料”，胎基布的需求长期稳定。胎基布是改性沥青防水卷材（SBS/APP 等）的增强层材料，常见形态为聚酯（PET）长丝非织造布，其本身不直接防水，但在被沥青基料浸渍或复合后形成卷材体系，决定卷材的强度。根据美国屋顶承包商协会（NRCA）的划分，屋面可以根据坡度分为陡坡和低坡，在低坡屋面中行业通常并行两大体系，一类是单层屋面，以 TPO、EPDM 等材料为代表，另一类则是多层屋面。而胎基布的下游产品改性沥青卷材/沥青基卷材是低坡屋面中典型的多层膜系统材料之一。由此胎基布需求与低坡屋面膜系统的施工与翻修景气度高度相关。

低坡在美国屋面市场占比高。根据 Mordor Intelligence 的市场报告，2026-2031 年，美国低坡屋面系统有望以 6.40% 的复合年增长率发展。同时，NRCA 在 2025Q3 的屋顶翻新市场指数调查显示，49% 的受访者主要从事“低坡+陡坡”混合翻新，43% 的受访者主要从事低坡翻新，仅 8% 以陡坡翻新为主业，反映翻新端需求重心仍偏低坡。进一步看沥青基体系的出货规模，根据美国沥青屋面制造商协会（ARMA）针对美国沥青屋面材料出货量的统计，截止 2025Q3，与胎基布需求最相关的改性沥青青年内累计出货量约 2.87 亿平方米，表明低坡沥青基膜系统具备可观的出货规模，为上游胎基布提供稳定的需求基础。

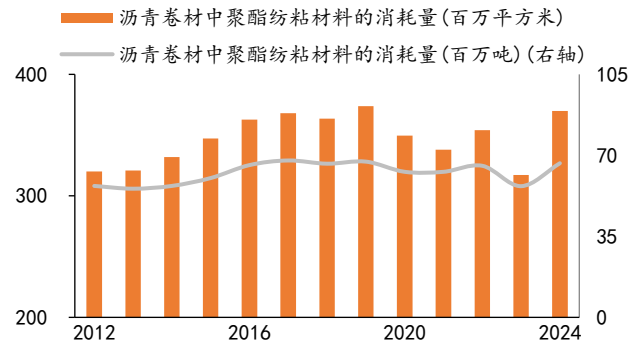
而就欧洲市场而言，胎基布同样具备稳定的需求基础。基于欧洲非织造布协会（EDANA）统计，欧盟 27 国沥青基卷材 2024 年产量约 6.36 亿平方米，市场体量大且成熟；从与胎基布更直接相关的上游消耗看，2024 年欧盟 27 国在沥青基卷材生产中对聚酯（PET）纺粘胎基的消耗约 3.699 亿平方米，约 6.66 万吨，PET 纺粘胎基在沥青基卷材中的使用比例稳定。故欧洲沥青基卷材产业对胎基布的消耗具备基础，可为胎基布需求提供稳定支撑。

图 33：美国近年改性沥青卷材屋面出货量情况 (百万平方米)



资料来源：美国沥青屋面材料制造商协会，天风证券研究所

图 34：欧盟 27 国近年聚酯(PET) 纺粘胎基消耗情况



资料来源：欧洲非织造布协会，天风证券研究所

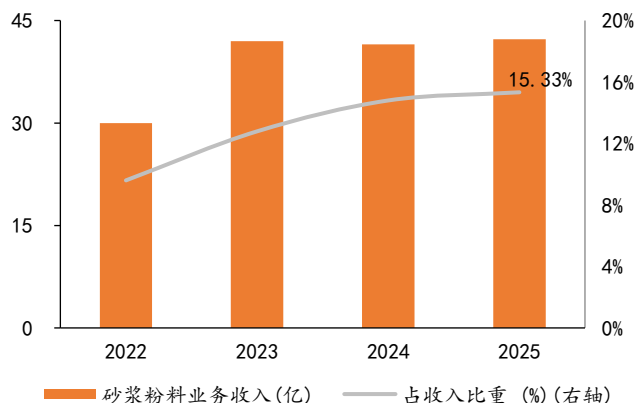
### 3.1.4. 墨西哥基地：辐射中北美的产线建设与仓配体系构建

公司的墨西哥基地将被打造为面向墨西哥及周边的区域生产与仓配枢纽。墨西哥基地位于墨西哥伊达尔戈州图拉市 QUMA 工业园区，规划建设为生产、研发、物流一体化基地，并于 2025 年 11 月举行开工仪式。规划分两期推进，一期配置年产 10 万吨砂粉生产线、2 万吨水性涂料生产线，并建设仓储物流中心，预计 2026 年投产；二期将进一步拓展外加剂与卷材等产线，逐步构建多功能、一体化的区域生产与服务枢纽，全面覆盖当地住宅、商业地产及基础设施建设的多样化需求。

砂浆粉料是公司防水材料外的第二大收入板块。公司的砂粉业务整合专业的砂粉精益生产体系，生产特种砂浆等产品，同时拓展钙基粉体新材料、普通砂浆、砂石骨料及其制品等多个产品领域。是公司依托防水主业所积累的资源而快速发展的非防水业务之一。2025 年，公司砂浆粉料年总产量突破 1200 万吨，较 2024 年增长 50%。2021-2025 年，公司砂粉业务实现 30 倍增长，CAGR 接近 100%。2025，公司砂浆粉料业务营业收入达 42.28 亿元，占营业收入比重达 15.33%。

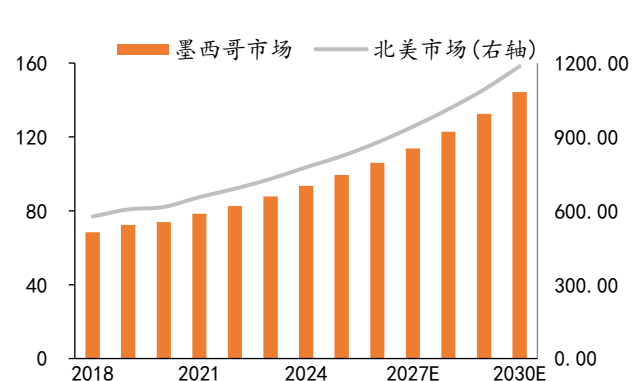
墨西哥乃至北美市场皆具备布局砂浆粉料的需求。墨西哥位于北美南缘，是连接北美与拉丁美洲的重要陆桥，东西两侧分别濒临太平洋与大西洋的墨西哥湾，既海运通达，也便于与北美市场开展陆路贸易。首先，墨西哥作为发展中国家，公司的墨西哥基地可以满足墨西哥本土建筑业发展带来的材料需求。同时，由于地处北美，该基地同样具备面向美国、加拿大拓展的空间。在砂浆粉料体系中，贴砖辅材是重要应用领域之一，其中瓷砖粘合剂（瓷砖胶）是最典型的产品之一。根据 Grand View Research 的调查，2024 年墨西哥瓷砖胶市场规模达 9,350 万美元，预计到 2030 年将达到 1.442 亿美元。而 2024 年北美的瓷砖胶市场规模达 7.77 亿美元，预计到 2030 年将接近 12 亿美元。

图 35：近年公司砂浆粉料业务收入情况



资料来源：公司年报，Wind，天风证券研究所

图 36：墨西哥及北美瓷砖粘合剂市场规模 (百万美元)



资料来源：Grand View Research，天风证券研究所；2025-2030 年为预测

### 3.1.5. 天鼎丰中东基地：打造面向中东，纵横三大洲的制造节点

以天鼎丰沙特达曼基地切入中东，建立辐射三洲的材料端支点。公司旗下天鼎丰公司的沙特基地落子达曼，该项目为天鼎丰中东及海外首个生产基地，该基地规划建设两条玻纤增强型聚酯胎基布生产线加两条聚酯胎基布生产线，设计年产能 2.5 万吨。2025 年，天鼎丰沙特生产基地项目 4 条聚酯胎基布生产线顺利投产。

值得注意的是，公司对沙特市场的布局规划已久，并非从零开始。早在 2023 年 10 月，公司即与沙特 Alturki 控股旗下 Arkaz 公司签署战略合作协议，授权其成为公司 TPO 屋面系统在沙特的独家经销商，率先完成系统产品的本地市场切入。而 Arkaz 背靠成立于 1975 年，深耕沙特 40 余年、参与多项重大基础设施与产业项目的 Alturki 控股，为公司后续扎根此地，在沙特进一步推进产品体系落地与市场拓展打下基础。

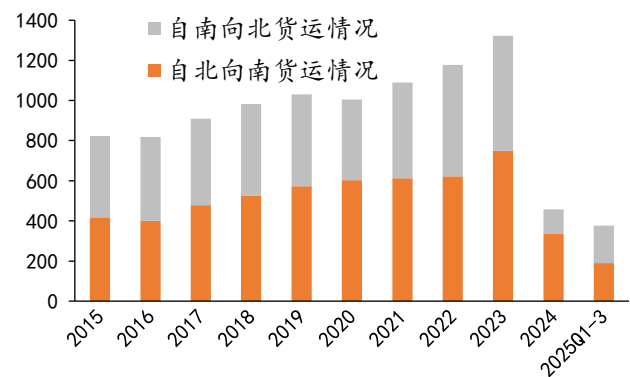
坐镇中东，贯通亚欧非三大洲。沙特位于阿拉伯半岛，西临红海、东濒波斯湾，处在亚非欧海陆通道的交汇处。向西可经红海北上连接苏伊士航线连通地中海地区，向南可经红海南端的曼德海峡连通东非与印度洋，向东则通过海湾航线对接全球海运网络。而基地所在的达曼市位于沙特东部省，面朝波斯湾，既便于向海湾国家辐射，也能向沙特内陆供给。

图 37：中东地区是连通亚非欧三大洲的重要枢纽



资料来源：公司官网，谷歌地图，天风证券研究所

图 38：苏伊士运河是连接地中海和红海的重要水道 (百万吨)



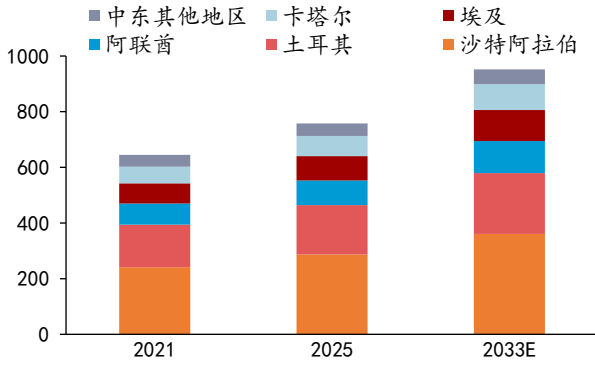
资料来源：SCA，天风证券研究所；2023 年后货运下降主要受地区冲突影响

中东建材本地需求尚可，而沙特是区域性需求大盘。从施工与投资强度看，沙特建筑市场在中东、北非区域居于第一梯队，根据美国国际贸易管理局（ITA）的调研报告，沙特阿拉伯 2024 年建筑市场约 700 亿美元。同时，沙特在区域项目与支出结构中同样占据头部权重。仲量联行统计显示，截止 2024Q1，沙特未授标项目储备约 1.5 万亿美元，占中东和北非地区总储备价值的 39%，而在储备项目中，建筑行业占 62% 亿美元，而交通运输、基础设施和其他公用事业占 38%，未来数年的工程量与材料需求弹性或将高度集中于沙特。

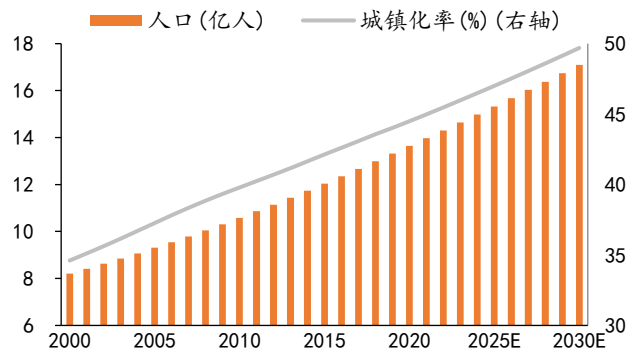
非洲地区或为长期的未来市场。非洲当前基建与城市公共服务仍不充分，反而意味着新增建设空间将更大。联合国口径指出，非洲人口到 2050 年将达到约 25 亿，人口基数的稳定增长则决定了住房、市政、交通、公共建筑等需求长期上行。与此同时，城镇化率也在稳步上升，城市扩张将带来大量住宅与基础设施增量。

图 39：中东建筑材料市场销售收入 (亿美元)

图 40：非洲的人口和城镇化率稳步增长



资料来源: Cognitive, 天风证券研究所; 2033 年为预测



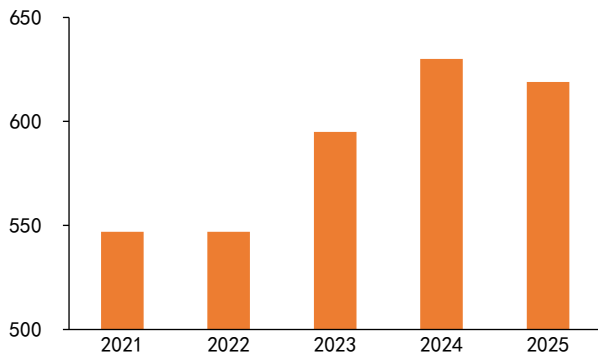
资料来源: 世界银行, 联合国, 天风证券研究所; 2025-2030 年为预测, 城镇化率指标的地理范围为撒哈拉以南非洲 (不包括高收入国家)

### 3.1.6. 马来西亚基地: 实现东南亚本地化生产研发物流节点顺利投产

马来西亚基地提供本地制造与交付能力, 叠加东南亚区域合作网络, 构建产能加渠道的业务拓展路径。公司在马来西亚新山市建设生产研发物流一体化基地, 一期计划建设 10 万吨/年砂浆生产线、15 万吨/年精品砂生产线以及 1 万吨/年水性涂料生产线, 是公司在东南亚的核心制造与交付节点, 产品服务马来西亚与新加坡市场。2025 年 1 月, 马来西亚生产研发物流基地产线完成首次试生产; 同年 6 月公司在马来西亚的首家防水综合专卖店开业, 线下渠道推进顺利。截止 2025 年末, 马来西亚生产研发物流基地产线也已顺利投产。

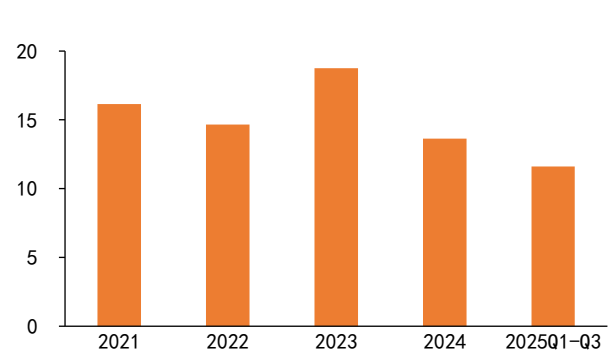
公司早在 2024 年便初入东南亚市场。2024 公司与泰国 TOA 集团签署战略合作协议, 指向联合拓展泰国市场。TOA 是泰国装饰涂料领域的龙头企业之一, 占泰国装饰涂料市场份额的 48.7%。同样在 2024 年, 公司与菲律宾 EEI 集团签署战略合作协议, 推动在菲律宾市场的本地化拓展。EEI 作为菲律宾重要的工程建设与基础设施相关企业平台, 为公司在当地工程项目与产业客户侧的导入提供合作抓手。

图 41: TOA 近年销售额情况 (百万美元)



资料来源: Coatings World, 天风证券研究所

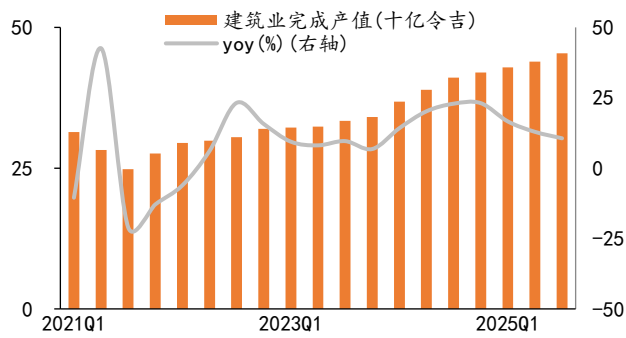
图 42: EEI 近年销售额情况 (十亿菲律宾比索)



资料来源: EEI 公司年报, 天风证券研究所

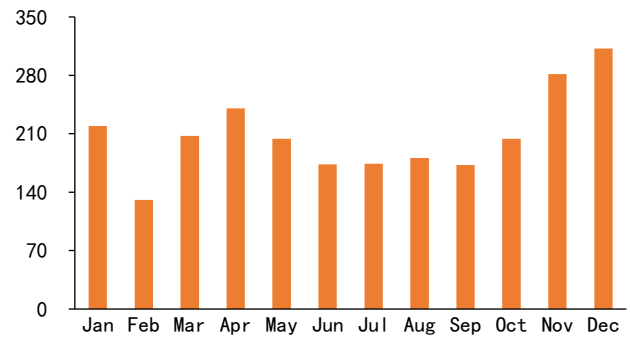
在提供战略合作创造渠道条件的基础上, 以产能布局承接区域需求, 新马两国需求显著, 马来西亚有量、新加坡有价。马来西亚基地承担公司东南亚市场的供给与交付底盘角色, 锚定马来西亚与新加坡的双市场组合。马来西亚侧, 建筑活动景气度较高, 截止 2025Q3, 马来西亚建筑业完成产值全年累计 1322 亿马来西亚令吉, 同比增长显著, 带来砂浆、涂料与防水等建材的稳定消耗。新加坡侧, 市场以更严格的建筑规范与更稳定的项目供给为特征。根据新加坡住建局 (BCA) 的预测, 2025 年建设需求 (合同授标额) 约 470-530 亿新币, 中期仍维持强劲区间, 高品质建材需求持续。同时, 新加坡属热带高降雨地区, 全年降雨量高、极端降雨事件频发, 2024 年年降雨约 2739.8mm, 全年多月降水超过 30 年当月降雨平均水平。在高湿高降雨环境下, 渗漏问题更易暴露, 且渗漏亦是新加坡分层地契物业管理中的常见纠纷之一, 因此具备稳定的防水与相关建材消耗基础。

图 43：马来西亚建筑市场景气，高增长持续



资料来源：马来西亚统计局，天风证券研究所

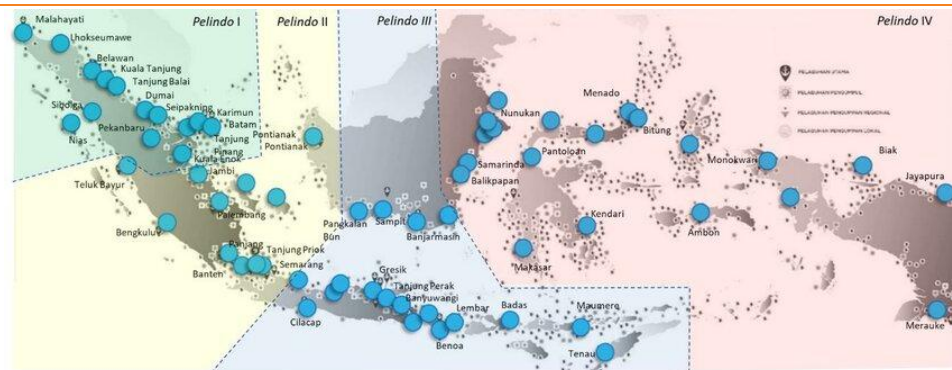
图 44：新加坡 30 年平均月降雨量 (mm)



资料来源：新加坡气象局，天风证券研究所；30 年平均取 1991-2020 年数据

在基地完成试产、供给端具备落地条件后，公司东南亚业务推进进一步获得标杆项目验证。贸易方面，公司收购中国香港的万昌五金和康宝香港 100% 的股权，依托两家公司的渠道向东南亚拓展业务。越南方面，2025 年 6 月公司与当地领先工业地产平台 BW Industrial 达成合作，承接其旗下约 5 万平方米混凝土屋面翻修项目，共建高标准 TPO 屋面系统。BW Industrial 作为越南头部工业与物流地产平台，在越南 12 个主要省份布局超 50 个项目，已建及在建物业总建筑面积（GFA）约 390 万平方米，资产管理规模约 27 亿美元，截至 2023 年 Q4，BW Industrial 已从利益相关方获得 10 亿美元的股权承诺。借助 BW 的平台属性与项目储备，公司有望在越南继续开展业务合作，持续深入东南亚市场。而印尼方面，2025 年 12 月公司与印尼国家港口航运集团 Pelindo 开展合作沟通，拟以港口基建场景为切入点推进规模化应用。合作方向包括推动公司产品进入 Pelindo 旗下港口网络，并推动示范项目与施工认证培训等举措，从而由单纯提供产品与服务向输出系统方案与施工标准延伸。Pelindo 由原四家国有港口运营商整合而来，主导印尼港口运营体系，其运营印尼的 71 个港口、在港口行业具备近垄断地位。因此公司未来在印尼及东南亚推进施工体系与产品标准的背书效应有望增强。

图 45：Pelindo 旗下港口集装箱吞吐量占印尼全国约 95%



资料来源：Debbie Tiara Pasaribu, 《Building Sustainability Through Port Integration: A Case Study PT Pelabuhan Indonesia》, IOP Conference Series: Earth and Environmental Science, 2023., 天风证券研究所；数据截止至 2021.10.01

## 3.2. 海外 M&A：渠道获取、整合与扩张

### 3.2.1. 收购智利 Construmart：切入建材零售端

公司通过收购智利建材零售商 Construmart 100% 股权，把海外扩张的抓手伸到零售渠道端。2025 年 7 月 16 日，东方雨虹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）有限公司与卖方签署《股份买卖协议》，拟以约 1.23 亿美元收购 Construmart S.A. 100% 股权；交易完成后由海外发展公司持股 99%、国际贸易公司持股 1%。随后公司履行决策程序并推进交割条件落实，7 月 31 日董事会审议通过该项收购，并在 8 月初披露完整交易安排。按照协议约定，东方雨虹已在交割时向卖方支付 1.13 亿美元，并另行支付 1,000 万美元至托管账户。该托管款主要用于覆盖锁箱日至交割日期间可

能发生的相关索赔，待索赔期结束后，再将剩余金额支付给卖方。

2024年，Construmart 资产总额 1,477.27 亿智利比索（单位后同）、负债总额 809.50 亿、净资产 667.78 亿；全年实现营业收入 2,822.68 亿智利比索、营业利润 57.58 亿、净利润 47.66 亿，EBITDA 为 104.19 亿智利比索（EBITDA 利润率约 3.7%、净利率约 1.7%）。同时，2025 年 1 - 5 月，Construmart 实现营业收入 1,235.15 亿智利比索、营业利润 42.11 亿、净利润 33.89 亿、EBITDA 61.65 亿，对应 EBITDA 利润率约 5.0%、净利率约 2.7%。

表 5：Construmart 交易前后股权结构

序号	股东名称	交易前		交易后	
		持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
1	INVERSIONES RTB SpA	1,216,460,705	97.09%	0	0%
2	INVERSIONES DOÑA TATI LIMITADA	10,440,724	0.83%	0	0%
3	INVERSIONES DE ATACAMA LIMITADA	25,985,074	2.07%	0	0%
4	东方雨虹海外建设发展（上海）有限公司	0	0%	1,240,357,638	99%
5	东方雨虹国际贸易（上海）有限公司	0	0%	12,528,865	1%
	<b>合计</b>	<b>1,252,886,503</b>	<b>100%</b>	<b>1,252,886,503</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

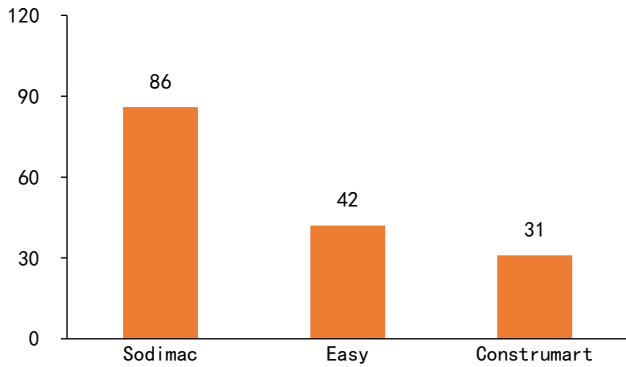
Construmart S.A. 成立于 1997 年 10 月 27 日，总部位于智利圣地亚哥都会区 Quilicura，定位为智利本土的建材超市及家装改善服务商，由智利五金建材市场三家领先企业——Chicharro S.A.、Comercial Corbella Ltda. 和 Comercial Eguiguren S.A.——合并而成。截止 2025 年 8 月，公司在智利境内拥有约 31 家建材超市门店，核心品类覆盖建筑辅材、建筑结构材料等，并已发展为智利建材零售领域头部企业。

**智利建材零售端整体呈现头部格局相对清晰。**Sodimac（Falabella 旗下）、Easy（Cencosud 旗下）与 Construmart 构成智利连锁主干，与此同时，市场仍存在大量传统五金建材门店，共同承接区域建材需求。

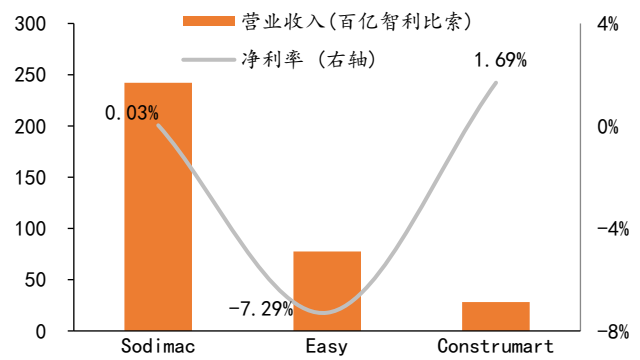
**在头部三强之中，Construmart 位居第三，与前两名仍有显著差距。**Construmart 是智利第三大家居建材零售商，位于 Sodimac 与 Easy 之后，Sodimac 长期处于第一梯队，Easy 则位居其后，在规模对比上，“三强格局”差距明显。按披露口径，Sodimac 2024 年收入约 2.42 万亿智利比索，而截至 2024 年 6 月，Sodimac 在智利合计拥有 86 个销售网点（其中 73 家为 Sodimac 门店、13 家为 Imperial 门店）；Easy 2025 年在智利的家居建材业务收入约 7,757 亿智利比索，同时在智利拥有 42 家门店、约 35.0 万平方米销售面积；相较之下，Construmart 在智利约 31 家门店，2024 年实现营业收入约 2,823 亿智利比索，净利润约 48 亿智利比索（EBITDA 约 104 亿智利比索）。由此可见，Construmart 的体量大致相当于 Sodimac 的 1/8、Easy 的 1/3，但公司仍维持正向盈利，2024 年，Construmart 净利率约 1.7%，说明其运营能力已具备基本韧性。因此，我们认为，本次收购的意义并非一步到位获取市场份额，而在于买到一张可运营、可扩容的连锁底盘，并在既有门店与仓配网络的基础上，通过导入东方雨虹的产品与品牌，向智利市场，乃至拉美市场进军。

图 46：智利建材零售头部三强门店数量对比（家）

图 47：智利建材零售头部三强 2024 年营收对比（百亿智利比索）



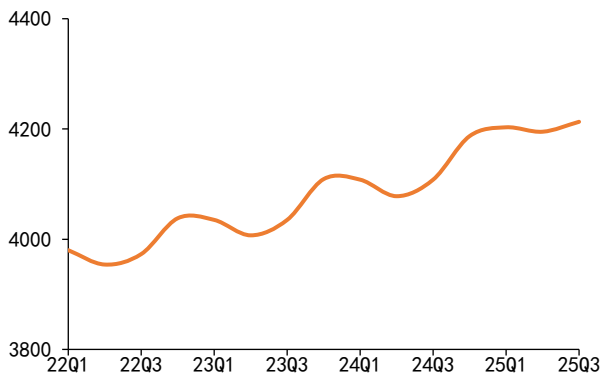
资料来源: Sodimac 24 年半年报, Easy 官网, 东方雨虹公司公告, 天风证券研究所; Easy 数据截止至 2025.12, Sodimac 数据截止至 2024.06, Construmart 数据截止至 2025.08



资料来源: 各公司公告, 天风证券研究所

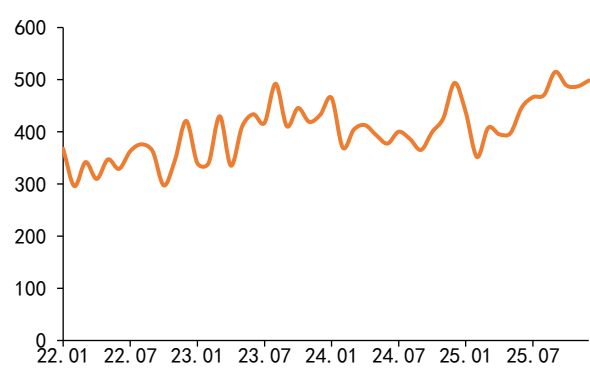
**智利住房与城市更新需求底盘扎实。**根据智利住房和城市发展部的普查, 2024 年, 智利的住房缺口为 491,904 套, 约占全国住户的 7.5%, 意味着新增住房与居住条件改善有明确的社会需求牵引。另一方面, 智利建筑商会的中长期判断指向智利住房供给侧仍需持续加力, 根据智利建筑商会的《智利住房获取情况》报告, 预计到 2035 年, 智利需新增约 200 万套住房以应对住房需求, 住房与建筑更新需求稳定。短周期层面, 智利央行收录的智利建筑商会“新房购房承诺书”指标显示, 2025Q3 全国新房销售约 13,242 套, 较第一第二季度有明显回升, 为公司在当地开展零售化产品导入与动销提供了边际改善的市场环境。在此基础上, 智利作为拉美相对成熟、规则体系较完善的市场之一, 具备区域辐射的条件, 通过收购 Construmart 拿到智利连锁零售网络, 有利于后续以智利为支点, 将零售化产品与渠道向周边南美国家乃至更广泛的拉美市场复制扩张。

图 48: 智利住房和房地产服务 GDP (十亿智利比索)



资料来源: 智利央行, 天风证券研究所

图 49: 智利住房按揭贷款新增发放额 (十亿智利比索)



资料来源: 智利央行, 天风证券研究所

### 3.2.2. 控股巴西 Novakem: 切入建材添加剂新蓝海

公司通过控股收购巴西化工建材企业 Novakem 股权, 获取产品与能力, 将海外扩张从防水主业延伸至建材添加剂赛道。2025 年 11 月 19 日, 公司全资子公司东方雨虹巴西有限公司与交易对方签署《股份购买协议》, 拟以自有资金合计出资约 1.08 亿巴西雷亚尔 (按协议签署日巴西央行中间价折算约 1.44 亿元人民币, 最终金额将根据交割日营运资本与净负债调整) 收购巴西 Novakem Indústria Química Ltda. 60% 股权; 交易完成后东方雨虹巴西持股 60%, 原五名自然人股东持股比例均由各 20% 降至各 8%。公司董事会于 2025 年 12 月 19 日审议通过该收购事项, 并于 2026 年 2 月 12 日完成交割。

表 6: Novakem 交易前后股权结构

序号	股东名称	交易前 持股比例	交易后 持股比例
1	OTTO MASCARENHAS SILVA	20.00%	8.00%
2	HAMBER MARQUES FONSECA	20.00%	8.00%
3	LUIZ SANTOS LEAL	20.00%	8.00%
4	WALTER MAURICIO FERREIRA DE FREITAS	20.00%	8.00%
5	HUMBERTO RIBEIRO BENINI	20.00%	8.00%
6	东方雨虹巴西有限公司	0.00%	60.00%
	<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2024 年，Novakem 营收 7,794.8 万巴西雷亚尔，EBITDA 约 3,000 万巴西雷亚尔，净利润 2,367 万巴西雷亚尔；2025 年 1-9 月营收 7,318.6 万巴西雷亚尔，净利润 2,266.6 万巴西雷亚尔，净利率基本维持 30%。

表 7：Novakem 基本财务情况

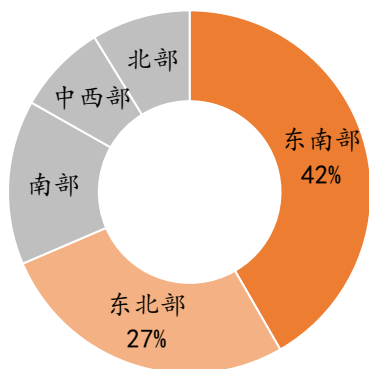
项目	2024 年 12 月 31 日		2025 年前 9 月（未经审计）	
	千巴西雷亚尔	万人民币	千巴西雷亚尔	万人民币
资产总额	46,918	6,254	66,235	8,829
负债总额	11,533	1,537	8,184	1,091
净资产	35,385	4,717	58,051	7,738
营业收入	77,948	10,390	73,186	9,756
营业利润	31,314	4,174	25,467	3,395
净利润	23,670	3,155	22,666	3,021

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

Novakem 成立于 2014 年，位于巴西巴伊亚州萨尔瓦多，主营为水泥添加剂与混凝土外加剂的研发、生产与销售；水泥端覆盖水泥添加剂如研磨添加剂等，混凝土端则以各类减水剂、水化稳定剂、引气剂等外加剂为主，典型下游应用场景包括水泥厂与预拌混凝土站，其业务遍及巴西全境及部分拉丁美洲国家。

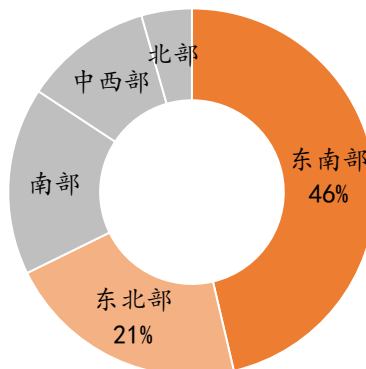
Novakem 具备区域龙头属性，其在巴伊亚州混凝土外加剂市场和水泥添加剂市场处于领导地位，并在持续巩固。Novakem 的第一生产单元在巴伊亚州西蒙伊斯菲柳，并在 2020 年于圣保罗州桑塔纳巴纳伊巴新增第二生产单元，形成了面向东北部（巴伊亚）与东南部（圣保罗）两大经济圈的供货半径，覆盖巴西核心建材消费带。

图 50：巴西各区域人口分布情况



资料来源：巴西地理统计局，天风证券研究所；数据截止 2024.07.01

图 51：巴西各区域 2024 年水泥产量分布



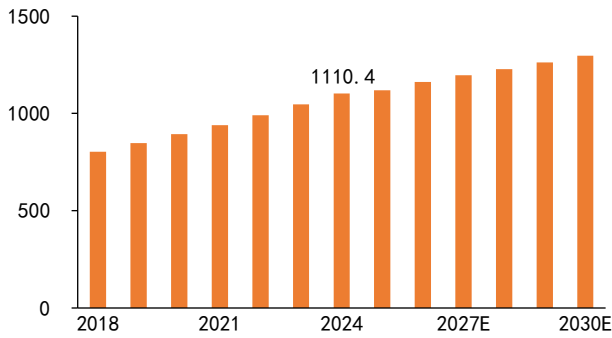
资料来源：巴西水泥工业联盟，Sinprocim，天风证券研究所

在南美建材化学品体系中，巴西为区域最大单一市场。根据 Mordor Intelligence，南美建

筑化学品市场 2025 年规模为 43.7 亿美元，预计到 2031 年达到 59.8 亿美元，对应 2026-2031 年 CAGR 为 5.38%；而 2024 年巴西占南美建筑化学品市场收入约 62.10%，且预计 2025-2030 年仍保持增长，意味着巴西拥有足够的内需，且后续具备向周边国家外溢的规模基础。

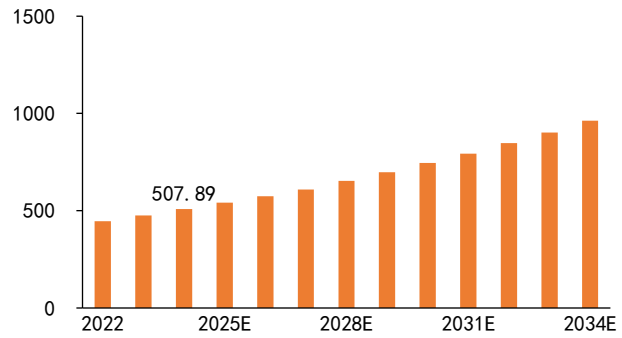
同时，巴西建筑需求具备政策与投资的中期支撑，不完全依赖短周期地产情绪。一方面，住房端 Minha Casa, Minha Vida（我的家，我的生活）等住房项目持续，有望带动保障性住房市场需求释放；另一方面，基础设施端新增长加速计划（Novo PAC）将在巴西多地拉动基础设施建设的投资，覆盖交通物流、城市基础设施、公共服务等方向，为中期工程量提供明确抓手。住房+基建的组合对水泥/混凝土链条的材料需求稳定且直接，也将带动混凝土添加剂的销量。

图 52：巴西建筑化学品市场规模 (百万美元)



资料来源：Grand View Research，天风证券研究所；2025-2030 年为预测

图 53：巴西混凝土添加剂市场规模 (百万美元)



资料来源：Market Research Future，天风证券研究所；2025-2034 年为预测

我们认为，不止巴西，南美市场同样具备做大做深的潜力。从需求驱动看，南美多国正处于基建补短板与城市更新并行的发展阶段，PPP 等框架下的轨道交通、公路桥梁与城市公共工程刺激基础设施建设，对 Novakem 主业的水泥添加剂与混凝土添加剂乃至东方雨虹的防水主业有更高要求，利于具备产品体系与技术服务能力的供应商扩张。另一方面，住房金融带动住宅开工与翻新修缮回暖，抬升这些材料的需求，为公司在巴西市场做深之后向区域复制扩张提供了广阔空间。

表 8：南美建筑化学品市场 CAGR 增量的主要驱动因素与影响区间 (2025E-2030E)

驱动因素	对 CAGR 预测影响	主要覆盖地区	影响周期
通过公私合营(PPP)大型项目刺激基础设施建设	+1.80%	巴西、哥伦比亚、秘鲁	中期(2-4 年)
住房融资计划扩大了可负担抵押贷款的规模	+1.5%	巴西、阿根廷、哥伦比亚	短期(2 年)
预拌混凝土和预制构件生态系统的快速渗透	+1.2%	圣保罗、布宜诺斯艾利斯、波哥大	中期(2-4 年)
ESG 相关的水泥信用推动高性能外加剂的应用	+0.9%	巴西、智利	长期(≥4 年)
交钥匙式太阳能+储能电站推动化学锚固需求	+0.4%	巴西、智利、阿根廷	长期(≥4 年)

资料来源：Mordor Intelligence，天风证券研究所；2025-2030 年 CAGR 预测为 5.84%

## 4. 展望与复盘

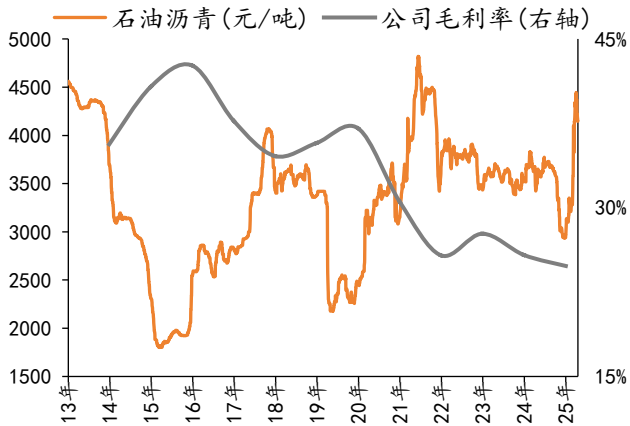
### 4.1. 沥青：成本展望与韧性分析

#### 4.1.1. 沥青价格成本端影响清晰

沥青是包括防水涂料在内的部分建材的重要原材料，其周期性价格波动影响公司毛利率水平。从历史走势看，二者整体呈现较为清晰的反向关系，沥青价格上行时毛利率承压，

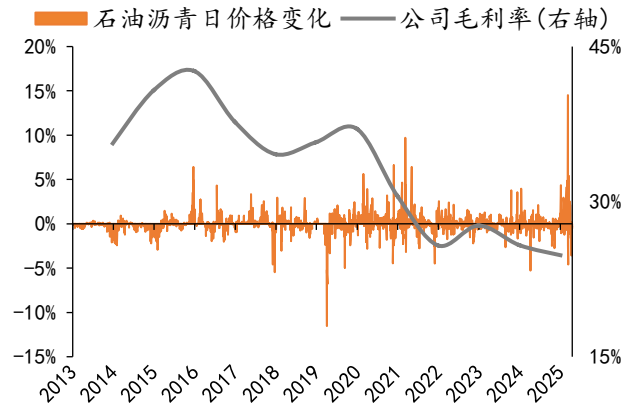
沥青价格下行时毛利率改善。2014-2016 年，沥青自高位快速下跌至低位区间，公司毛利率同步抬升并在 2016 年前后达到阶段高点；2016-2018 年，沥青价格回升，毛利率随之出现趋势性下行，表明原材料成本上行对盈利能力具有挤压效应。此后自 2021 年起沥青价格大幅上冲，回落后仍维持相对高位，同期毛利率快速下探，并维持在历史相对低位。

图 54：石油沥青价格变化与公司毛利率情况



资料来源：公司年报，iFinD，天风证券研究所；数据截止至 2026.04.16

图 55：石油沥青日价格波动情况



资料来源：公司年报，iFinD，天风证券研究所；数据截止至 2026.04.16

2025 年 7 月以来，沥青先经历了一定的回落，随后在委内瑞拉局势和中东局势恶化后大幅冲高。2025H2 价格持续回落，一度跌至约 2,900 元/吨附近；但进入 2026 年以来，中东局势恶化导致霍尔木兹海峡运输受阻，国际油价大幅抬升，而委内瑞拉原油供应格局及美国对委内瑞拉国有石油公司 PDVSA 相关政策调整亦对全球原油供给形成扰动，在此背景下沥青价格快速反弹，4 月初一度升至接近 4,500 元/吨，随后有所回落，但截至 4 月中旬仍处于 4,100 元/吨左右的相对高位。

图 56：2025.07 以来石油沥青价格走势 (元/吨)



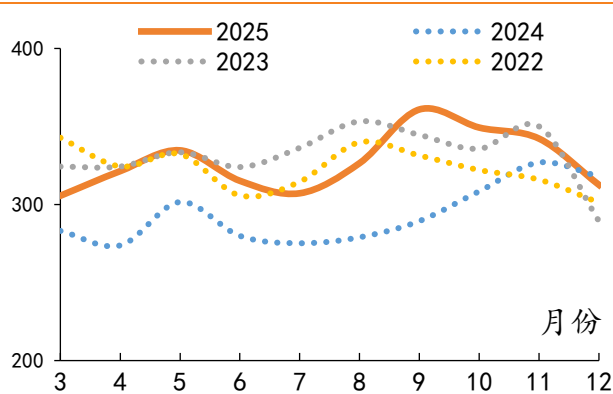
资料来源：iFinD，天风证券研究所；数据截止至 2026.04.16

#### 4.1.2. 国内供需决定价格上限和持续性，国际油价决定短期弹性

展望后续沥青价格，我们判断短期内沥青价格仍可能维持高位震荡。一方面，当前价格中枢已明显抬升，地缘扰动下原油端支撑仍在，叠加低库存背景，沥青价格短期难以快速回落；另一方面，终端需求整体仍偏弱，决定了价格虽处高位，但继续大幅单边上行的空间相对有限，更可能表现为高位波动。中期来看，若后续中东局势边际缓和、原油价格自高位回落，则沥青价格亦有望随之回调，成本端压力或较当前有所缓释。对于公司而言，在沥青价格仍处高位阶段，短期毛利率或继续承压；但若后续油价与沥青价格逐步回归理性区间，叠加公司业务结构持续优化，砂浆粉料及C端服务类等对沥青依赖度较低的业务不断拓展，公司盈利能力仍然可能具备边际改善空间。

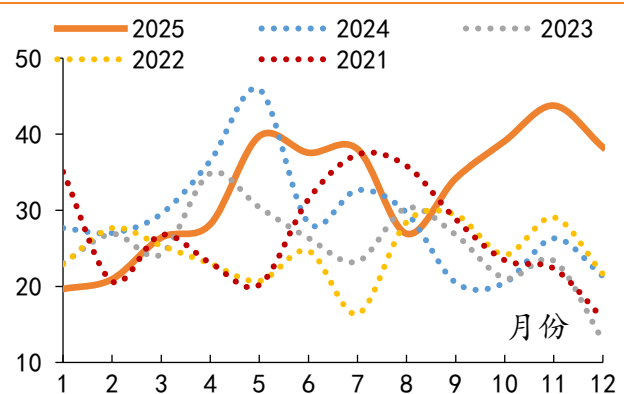
**供给端：同比略降但整体中性。**从产量的年度对比看，2025年沥青产量整体处于近四年中上，并不偏紧。8-11月抬升并在9月附近冲高至约360万吨，达到近年高位区间，整体强于2024、与2023相当或略高；12月虽回落至约312.6万吨，但仍与2022/2024接近、显著高于2023年，因此产量更偏中性，未形成持续性紧缺。从进口量出发，边际回升，2025年进口较2024年整体略有抬升，在部分月份出现阶段性放量，进口对国内供给形成一定补充。但需要强调的是，进口波动反映价差驱动的边际调节，难以改变国内供需主框架。

图 57：石油沥青产量情况 (万吨)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 58：石油沥青日进口量情况 (万吨)

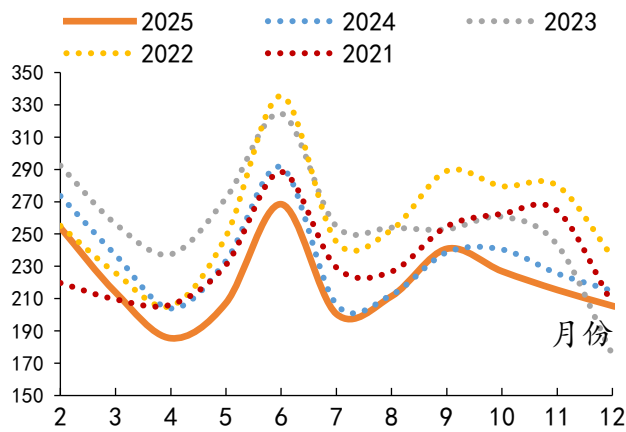


资料来源：iFinD，天风证券研究所

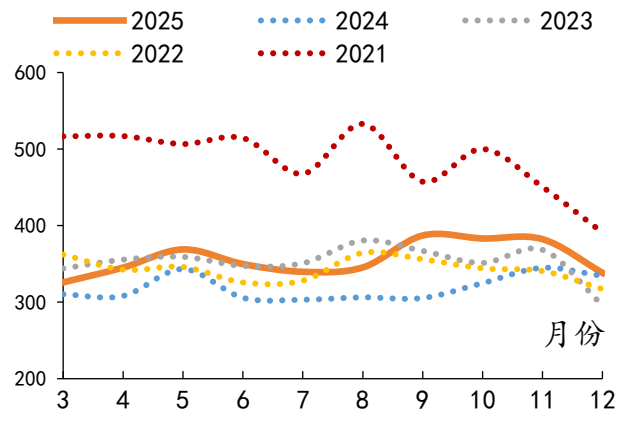
**需求端：2025年需求整体偏弱，叠加季节性走弱与春节扰动，对沥青价格的支撑力度有限。**从公路建设投资（沥青需求的重要来源）看，全年曲线整体位于往年水平下方，2025年上半年修复力度偏弱，6月附近虽出现阶段峰值，但仍明显低于2022/2023年同期高位区间；7月后回升斜率一般，2025Q4走弱更为明显，道路端需求对沥青的拉动偏弱且持续性不足，同时，2026年2月，全国公路建设固定资产投资为2449.3亿元，为2022年来2月的最低值。表观消费量方面，2025年整体仍在近几年中枢附近低位震荡，8-10月形成小幅抬升平台、略好于2024年同期，旺季需求存在阶段性释放；但相较于2021年高景气时期仍明显偏弱，修复力度有限，尚未形成趋势性扩张。

图 59：公路建设固定资产投资情况 (十亿元)

图 60：沥青表观消费量情况 (万吨)



资料来源：iFinD，天风证券研究所



资料来源：iFinD，天风证券研究所

由此国内供需决定价格上限和持续性，国际油价与地缘扰动决定短期弹性和高位中枢。从国内基本面看，2025 年沥青供给同比略降但整体仍处中性区间，需求端则整体偏弱、修复有限，说明行业自身供需或并不支持沥青价格走出持续性单边上行行情。

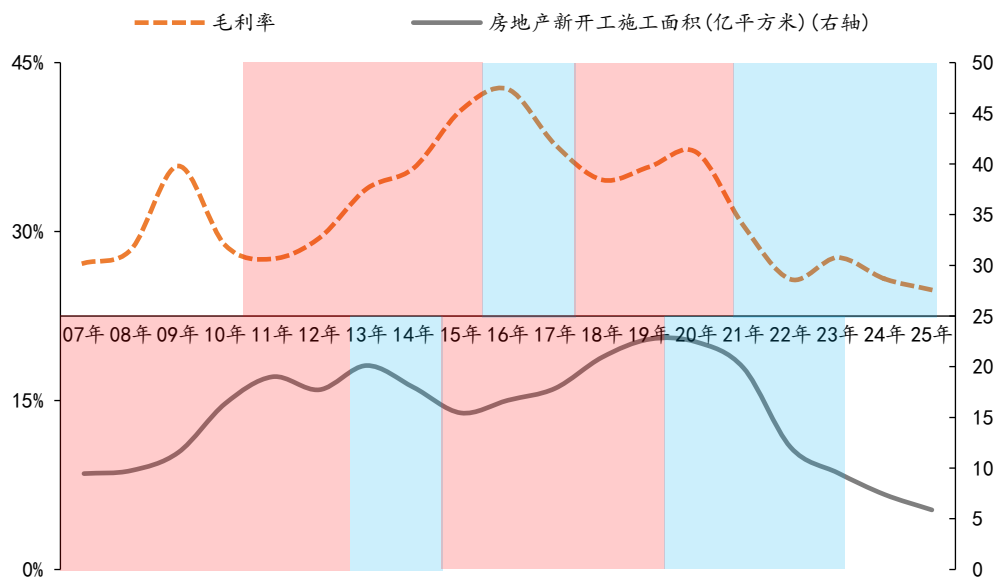
沥青价格高位并不意味着利润端完全失守，2026 年以来公司产品已有提价。中东局势恶化以来，行业头部企业已开始推动工程端沥青类产品提价，涨价逻辑正在逐步传导。2026 年 3 月，东方雨虹率先发布调价通知，对工程端沥青类防水卷材及沥青类涂料价格上调 5%至 10%，执行时间为 3 月 15 日。因此，在产品提价逐步落地、叠加公司业务结构持续优化的背景下，即便沥青价格维持高位，公司毛利率也并非完全不可对冲。

## 4.2. 房地产：地产增速放缓，边际触底

### 4.2.1. 房地产景气程度滞后影响公司毛利率水平

房地产滞后影响公司毛利率表现。从历史数据看，公司毛利率与房地产景气程度呈现同向关系，但存在 1-2 年的滞后，建材需求主要来自施工链，当地产景气上行（新开工、施工等指标改善）时，工程量随之扩大并带动建材出货放量，毛利率在随后阶段抬升；同理，地产景气增速放缓，工程量收缩、需求走弱，毛利率亦在滞后期内回落。公司毛利率自 2011 年起进入上行通道，并在 2013-2021 年长期维持在 30%以上的高位，与行业整体情况毛利率水平一致；相应的，房地产在 2009 年前后率先启动并随后数年间持续处于较高水平。而房地产新开工施工面积在 2019 年达到峰值后，新增施工面积迅速放缓，并逐年降低；而公司的毛利则在 2021 年时隔 9 年回到低于 30%的较低毛利水平。与前述滞后规律相吻合。

图 61：房地产景气程度影响公司毛利率

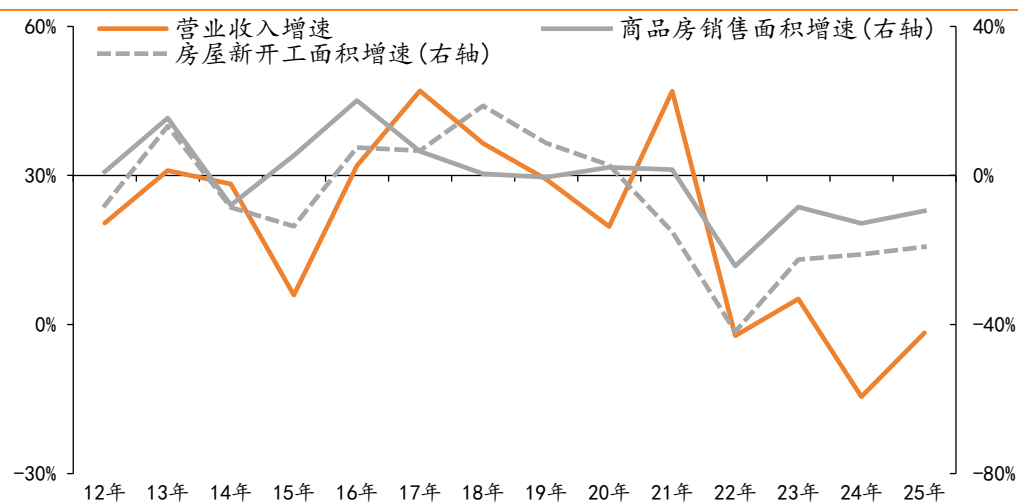


资料来源：公司年报，iFinD，天风证券研究所

在商品房预售制度下，新房销售端通常先于新开工端变化。销售面积先反映居民购房需求与市场预期，因此历史上销售端拐点往往领先于新开工指标出现。

公司营业收入增速与商品房销售面积、新开工面积整体呈现同向波动。我们以公司营业收入增速的长期均值（约 30%）作为基准进行对比，在房地产景气上行阶段（销售与开工增速同步抬升），公司营收增速大多运行在均值附近或均值以上，体现工程链需求扩张对防水材料消耗强度的直接拉动；而自地产进入增速放缓周期后，销售端率先走弱并向开工端传导，开工/施工实物量明显回落，公司营收增速随之出现“台阶式下移”，并在较长时间内持续低于长期均值，反映工程链需求收缩对收入端的压制效应更为显著。

图 62：商品房销售增速、新房开工增速与公司营业收入增速关系



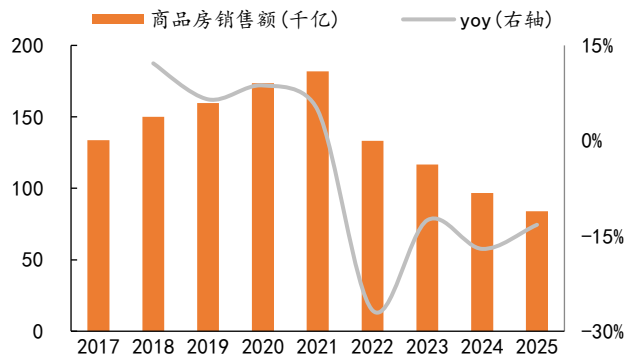
资料来源：公司年报，iFinD，天风证券研究所

#### 4.2.2. 地产增速边际放缓，行业逐渐磨底，毛利率修复可期

我国新房市场仍降，但降速放缓。2025 年，全国商品房销售额达 8.4 万亿元，同比下降 13.24%；销售面积达 8.8 亿平方米，同比下降 9.5%。全国商品房销售额与销售面积在 2021 年见顶后于 2022 年出现明显下滑，并随后逐年下滑，但在 2023-2025 年逐步企稳，降幅

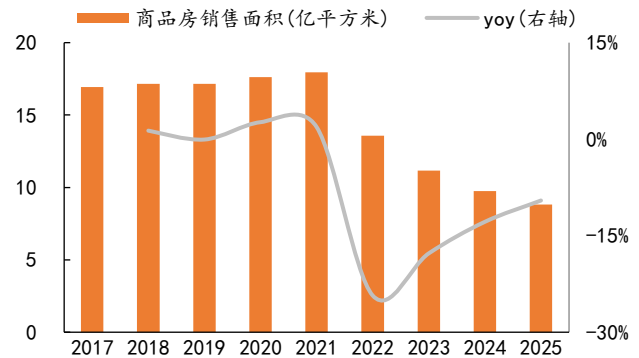
较 2022 年显著缓和。同比增速自 2022 年的深度负增长区间回升至近两年更为温和的负增长水平。政策层面，稳楼市仍是宏观政策的重要抓手之一，中央层面在面向 2026 年的工作部署中明确提出要“着力稳定房地产市场”，以推动市场平稳健康发展。同时，一线城市政策也在边际加码，北京于 2025 年 12 月出台进一步优化调整房地产相关政策，放宽非京籍购房条件，并对多子女家庭等给予支持。在“政策托底+市场磨底”的组合下，新房市场虽仍在调整区间，但增速放缓的节奏有望继续收敛。

图 63：全国商品房销售金额及同比情况



资料来源：国家统计局，iFinD，天风证券研究所

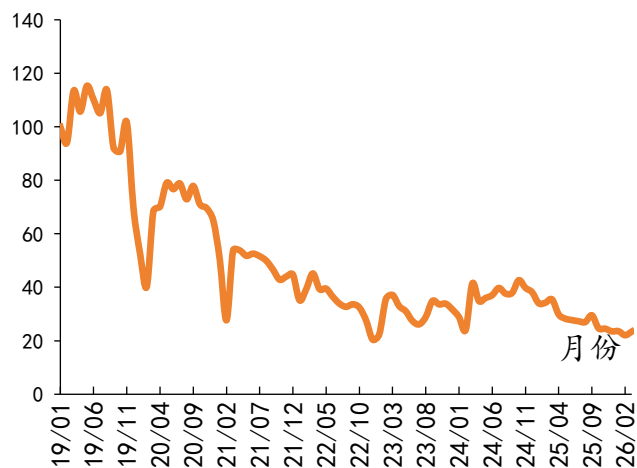
图 64：全国商品房销售面积及同比情况



资料来源：国家统计局，iFinD，天风证券研究所

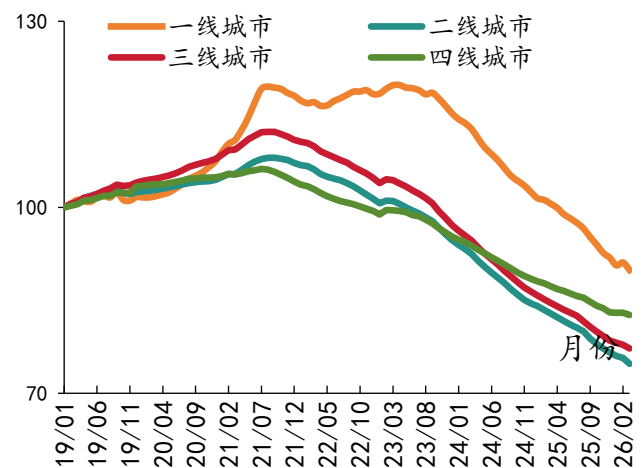
从二手房销售出发，当前市场仍处于调整阶段，但边际调整强度已有所减弱。从挂牌量指数看（2019.01=100），2020 年初出现一次快速下挫后短暂修复至 60-80；但在 2020 年末至 2021 年初再次下移，此后长期在低位震荡并缓慢走弱，至 2025-2026 年徘徊在约 25 附近，反映二手房市场流动性与参与度仍偏弱，但边际放缓。价格端看，各能级城市挂牌价指数自阶段高点回落的趋势尚未扭转，整体仍处于增速放缓阶段；分能级看，一线城市回撤幅度相对更小、增速放缓的节奏更缓慢，体现更强的需求底盘与价格韧性，而二线及三四线回撤幅度更大、对需求变化更敏感。

图 65：全国城市二手房出售挂牌量指数 (2019.01=100)



资料来源：国家统计局，iFinD，天风证券研究所；数据截止至 2026.03

图 66：各能级城市二手房出售挂牌价指数 (2019.01=100)

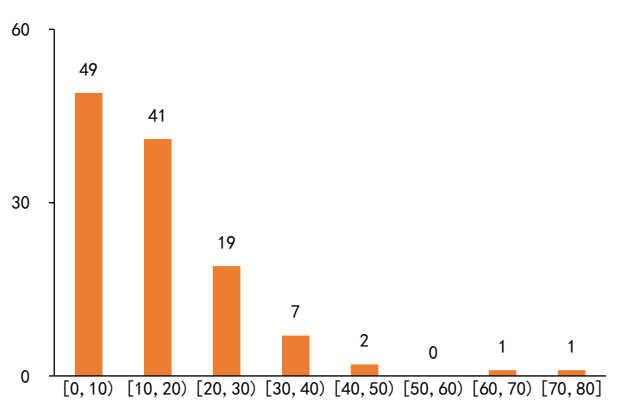


资料来源：国家统计局，iFinD，天风证券研究所；数据截止至 2026.03

从历史复盘看，本轮调整在时间维度上已接近典型增速放缓周期的上限，在价格出清层面也已达（部分口径甚至略高于）国际经验中的常见水平。综合多地区房地产增速放缓/大调整的统计规律，若剔除短期剧烈波动带来的噪音，典型住房周期的增速放缓阶段通常持续约 3-5 年，房价回撤大致集中在 15%-20% 区间。仅少数房价回撤周期和幅度会明显超过上述区间，例如，美国 2006-2012 年次贷危机期间，Case-Shiller 全国房价指数由

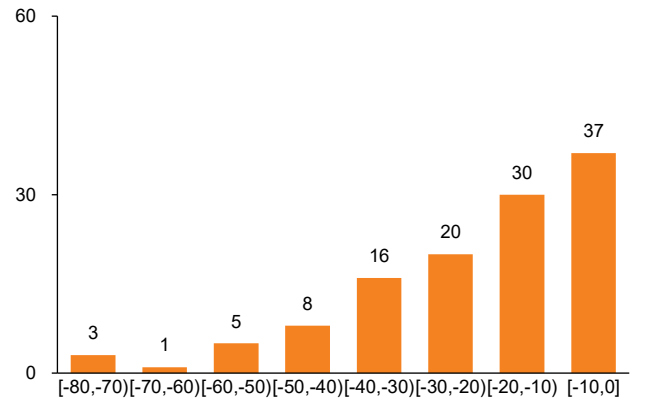
184.608 跌至 2012 年的 133.99，累计跌幅约 27.4%。日本泡沫破裂后的调整更体现为“跌到位相对更快、底部徘徊更久”，虽然日本地价从 1991 年至 2007 年累计回撤约 52.1%、调整历时更长，但其后长期在低位震荡；中国香港在亚洲金融危机后经历深度出清，1997-2004 年住宅价格累计回撤约 52%-53%，属于历史上较为极端的深跌样本。

图 67：过往各次房地产增速放缓周期持续时间分布 (季度)



资料来源：IMF，天风证券研究所

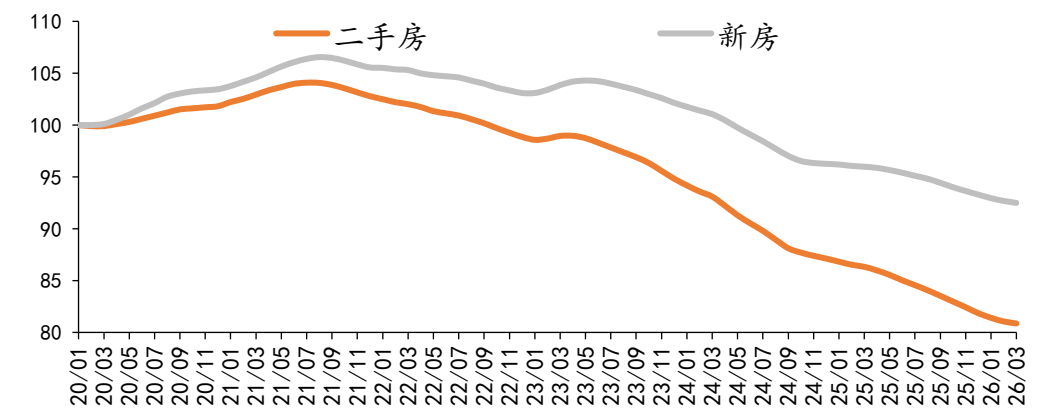
图 68：过往各次房地产增速放缓周期跌幅分布 (%)



资料来源：IMF，天风证券研究所

本轮房地产调整自 2021 年 8 月新房与二手房价格指数触及阶段性高点后开启，迄今已持续约 4.5 年，从时间维度看已接近国际经验中住房增速放缓阶段的常见区间（约 3-5 年）。从价格维度看，我们基于 70 城价格指数测算：新建商品住宅价格较 2021 年高点累计回落约 13.20%；二手住宅价格受行政干预相对更少、对购买力与风险偏好变化更敏感，累计回落约 22.30%。对照多数海外房地产增速放缓周期中“15% - 20%”的典型跌幅区间，本轮二手端的价格调整幅度已达到甚至超过常规出清水平；叠加调整时间已进入周期后段，市场更可能转向“跌幅收敛、低位震荡”，房地产见底企稳的概率明显上升。

图 69：我国新房价格跌幅已达 13.20%；二手房则达 22.30% (2020.01=100)



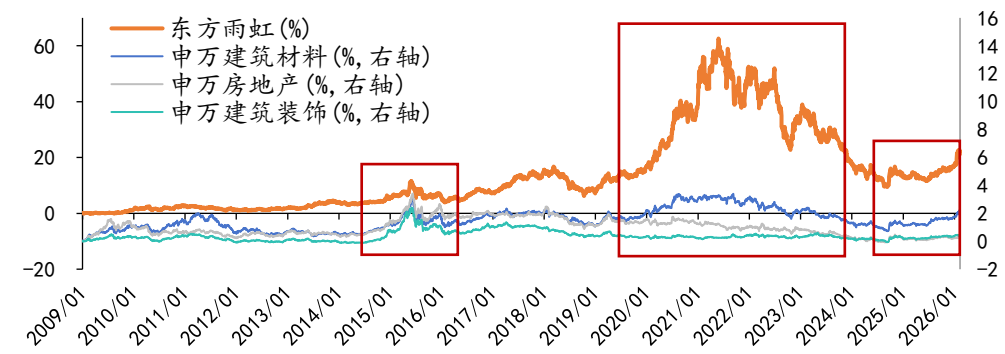
资料来源：国家统计局，iFinD，天风证券研究所；数据截止至 2026.03

#### 4.2.3. 复盘股价：行业景气是发动机，公司能力决定加速度

从股价表现看，行业  $\beta$  提供方向，而东方雨虹自身的渠道优势、规模优势则形成“杠杆”。当行业景气抬升时，公司更容易获得业绩弹性与估值扩张的双重放大，从而明显跑在行业曲线之上；当行业增速放缓时，市场担忧推动估值中枢下移，导致股价回撤幅度也相对更大。复盘历史可大致归纳为以下阶段：

- (1)2015–2016 年：小幅抬升后快速回落——行业驱动特征明显。A 股整体情绪在 2015 年剧烈震荡后反复反转，2016 年初熔断等事件进一步放大波动，行业指数表现出明显的快速上冲与回吐。雨虹股价在此背景下跟随行业出现一轮小幅抬升，但由于基本面趋势尚未形成持续共振，上行更多来自情绪与估值推升，回落也随行业风险偏好回撤而迅速完成，体现出典型的  $\beta$  行情特征。
- (2)2019–2021 年：显著上行——行业上行，借势放大。2019 年以后稳增长工具加力、基建融资与逆周期调节强化，叠加疫情后宏观托底预期抬升，建材与工程链条景气度明显改善，行业指数进入更强的上行通道。公司股价不仅跟随行业上行，还呈现更明显的加速特征，市场对龙头的份额提升、规模扩张与盈利弹性给予更高估值溢价。
- (3)2021–2025 年：趋势性回落——行业转弱，预期下修。随着地产进入去杠杆与信用收缩周期，融资约束加强、房企信用事件集中暴露，开工/投资大幅回落，工程链景气系统性走弱，行业指数进入趋势承压区间。公司股价也随行业而回落，呈更深的回撤。
- (4)2025 年至今：公司修复更强于行业——贡献凸显。2025 年以来，雨虹股价修复幅度明显高于行业指数，呈现“公司强于行业”的阶段背离。其背后或反映市场对公司经营结构加速调整的再定价：通过强化海外拓展与 C 端零售/存量修缮等业务布局，需求来源更趋多元，从而降低盈利对新房周期波动的暴露度。

图 70：公司股价历史阶段复盘



资料来源：iFinD，天风证券研究所；数据截止至 2026.02.13

## 5. 盈利预测与估值

公司是国内领先的建筑建材系统服务商，围绕生产研发与服务的一体化能力，构建覆盖防水卷材、防水涂料、砂浆粉料、密封材料、节能保温等多品类的产品矩阵，并形成工程端与零售端并行的产品与服务销售体系。近年来，公司通过海外基地建设并与购海外优质标的，完善全球化供给与渠道网络，提升在各区域市场的响应与交付能力。

我们看好公司凭借防水主业的龙头地位，持续巩固在核心品类中的品牌与渠道优势。展望未来，随着住房进入存量时代，渗漏修缮、屋面翻新、局部改造等需求有望成为更具韧性的增量来源，带动防水维修、砂浆粉料、密封与铺贴等相关产品与服务的需求持续走高，进而提升公司在 C 端零售与服务市场的渗透率与市占率。同时，公司海外基地与贸易渠道平台逐步完善，有望增强国际市场影响力与份额提升空间。值得注意的是，尽管当前沥青价格仍处高位，但伴随公司提价逐步落地、成本优化与降本增效持续推进，其毛利率优势与盈利韧性有望进一步显现。预计公司 26–28 年营收分别达 327、360、380 亿元（此前 26–27 年预测分别为 300 亿元/322 亿元）；归母净利润分别为 20、23、26 亿元（此前 26–27 年预测分别为 15 亿元/18 亿元）。

分业务来看，我们对公司海外业务、C 端业务和 B 端业务作出以下假设与预测：

- **海外业务：**公司近年加大了海外投资，并行推进多个海外基地项目的建设，同时积极与他国企业展开战略合作，随着出海速度的加快，公司的前期投入逐渐进入回收期。受益于公司早期在海外产能上的密集布局，我们预计公司的海外业务有望在

2026 年进入回收期。

- **C 端业务：**公司近年 C 端业务收入增长迅速，且随着后续的矿源逐渐得到开发，公司成本有望进一步下降，进一步提高毛利率，同时市占率上升。受益于存量改造市场的放量，我们预计公司 C 端业务有望在 2026 年得到充分释放；
- **B 端业务：**我们预计，在地产、基建端磨底，成本端稳定降本增效的情境下，公司的 B 端业务毛利率有望在 2026 年逐渐修复。

分产品来看，我们对公司的防水卷材、防水涂料和砂浆粉料作出如下预测。防水卷材与防水涂料方面，我们看好公司依托品牌、渠道与服务体系优势，把握城市更新、旧改及存量房翻新带来的需求增量，推动销量实现边际提升。与此同时，尽管近期沥青等原材料价格有所上行，但公司已启动相关产品提价，成本压力正逐步向价格端传导，预计毛利率进一步下行空间有限，并有望在后续实现边际修复。砂浆粉料方面，我们看好公司在矿源落地、原料渠道拓展及全国化产能布局支撑下，原材料成本可控性持续增强，砂浆粉料有望延续较快增长，并成为公司重要的增量来源。

表 9：公司近年产品营收与利润及预测

		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
防水卷材	营业收入(百万元)	13,313.74	11,789.69	11,361.30	14,247.07	16,116.28	16,765.77
	毛利率	27.01%	22.8%	22.2%	26.3%	25.6%	25.7%
防水涂料	营业收入(百万元)	9,685.35	8,817.90	7,810.68	9,107.25	9,475.18	9,761.33
	毛利率	37.03%	37.03%	33.74%	35.0%	35.2%	34.8%
砂浆粉料	营业收入(百万元)	4,196.441	4,151.846	4,227.565	4,565.770	5,113.663	5,727.302
	毛利率	27.56%	27.56%	26.88%	28.0%	29.5%	30.0%

资料来源：公司年报，iFinD，天风证券研究所

基于公司主营业务与市场定位的相关性，我们选取了 9 家上市公司作为可比标的。考虑到防水材料在行业分类上属于消费建材，并进一步归属于广义建材板块，因此可比公司覆盖了防水、消费建材及建材三个层级。估值方面，9 家可比公司 2026 年的 PE 均值为 25x，2026 年可比防水企业 PE 均值约为 31x，剔除最高值和最低值后约为 28x；可比消费建材企业 PE 均值约为 18x；可比建材企业 PE 均值约为 22x。综合公司业务属性、行业地位及盈利修复弹性，我们给予公司 2026 年 25x PE，对应目标价为 21.00 元，继续维持“买入”评级。

表 10：可比公司 PE

所属行业	股票代码	股票简称	当前股价	EPS (元)			PE (倍)		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
	000786.SZ	北新建材	26.88	1.71	2.04	2.35	15.74	13.16	11.46
可比防水	603737.SH	三棵树	45.76	1.05	1.60	2.00	43.57	28.63	22.91
相关企业	300737.SZ	科顺股份	7.76	-0.48	0.29	0.39	-16.09	26.89	19.80
	300715.SZ	凯伦股份	15.40	0.05	0.29	0.44	285.44	54.04	34.87
可比消费	002372.SZ	伟星新材	10.78	0.47	0.51	0.57	23.17	20.95	18.81
建材企业	002043.SZ	兔宝宝	16.26	0.85	1.02	1.15	19.21	15.96	14.09
可比其他	600585.SH	中国巨石	37.82	0.82	1.41	1.62	46.08	26.89	23.40
建材企业	600176.SH	海螺水泥	21.39	1.53	1.68	1.88	13.97	12.76	11.36
	601636.SH	旗滨集团	6.79	0.21	0.25	0.38	32.45	27.65	17.67

资料来源：Wind，iFinD，公司年报，天风证券研究所；PE=当前股价/EPS。

注：各层级内按总市值从高到低排序，时间截止至 2026.05.12；所有公司 2025 年年报已出，因此 2025 数据皆为实际值（2025A）；均为 Wind 一致预期。

## 6. 风险提示

- 1) **住房存量市场需求大幅低于预期：**公司 C 端增长依赖二手房翻新、老房修缮等存量场景，若居民装修意愿下降或消费信心走弱，终端动销与服务订单可能不及预期；
- 2) **原材料价格波动大幅高于预期：**公司防水原材料以沥青为主，沥青等原料价格波动大幅超出预期，生产成本将承受大额压力；
- 3) **地缘政治及汇率大幅波动：**地缘冲突会使贸易环境发生变化，通过物流扰动、贸易壁垒等方式影响海外项目推进，同时汇率的大幅波动会带来收入折算与交易损益的不确定性；
- 4) **产品涨价不及预期：**若行业竞争加剧或下游需求承接不足，产品提价落地效果可能弱于预期，从而对公司收入增长及盈利改善造成影响；
- 5) **收购整合不及预期：**若标的公司在经营管理、人员稳定、业务协同及资源导入等方面推进不及预期，可能导致整合效果弱于预期，进而影响渠道扩张效率、盈利改善节奏及海外业务贡献释放；
- 6) **股价波动风险：** 公司股价受基本面、市场情绪、板块估值及资金面等多重因素影响，若行业景气度、业绩兑现或市场风险偏好变化不及预期，股价可能出现波动。
- 7) **公司治理及内控风险：** 公司此前曾出现关联方非经营性资金占用、财务核算不规范及海外子公司遭遇电信诈骗等事项，虽然相关事项已整改或启动追偿，但若后续内部控制、财务核算、海外资金管理等制度执行不及预期，仍可能对公司治理评价、市场信心及经营管理效率造成不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,259.29	3,910.16	4,901.67	5,396.07	5,703.67
应收票据及应收账款	7,852.02	5,939.71	4,589.79	7,001.77	5,250.55
预付账款	655.38	1,508.42	735.85	1,880.96	813.60
存货	1,827.34	2,195.17	1,792.28	1,362.30	2,518.15
其他	6,748.81	5,445.58	7,463.28	6,943.24	8,562.29
<b>流动资产合计</b>	<b>24,342.84</b>	<b>18,999.04</b>	<b>19,482.87</b>	<b>22,584.35</b>	<b>22,848.25</b>
长期股权投资	85.00	151.49	186.57	237.36	280.29
固定资产	10,879.58	11,247.61	11,234.78	11,161.44	11,027.61
在建工程	1,181.28	783.38	733.38	683.38	653.38
无形资产	2,368.60	2,892.02	3,302.41	3,687.09	4,046.06
其他	5,858.15	7,670.15	7,018.65	7,333.84	7,165.68
<b>非流动资产合计</b>	<b>20,372.61</b>	<b>22,744.64</b>	<b>22,475.78</b>	<b>23,103.11</b>	<b>23,173.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>44,715.45</b>	<b>41,743.68</b>	<b>41,958.64</b>	<b>45,687.45</b>	<b>46,021.27</b>
短期借款	4,612.45	4,737.28	5,506.44	5,901.17	6,435.72
应付票据及应付账款	2,669.42	3,310.35	2,670.83	3,931.78	3,053.02
其他	10,036.62	10,759.02	10,572.93	11,560.06	11,330.34
<b>流动负债合计</b>	<b>17,318.49</b>	<b>18,806.65</b>	<b>18,750.20</b>	<b>21,393.01</b>	<b>20,819.08</b>
长期借款	922.68	770.69	800.00	800.00	800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,160.27	1,769.58	1,669.58	1,569.58	1,469.58
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,082.95</b>	<b>2,540.27</b>	<b>2,469.58</b>	<b>2,369.58</b>	<b>2,269.58</b>
<b>负债合计</b>	<b>19,401.43</b>	<b>21,346.92</b>	<b>21,219.78</b>	<b>23,762.59</b>	<b>23,088.66</b>
少数股东权益	379.76	262.25	261.92	264.21	266.80
股本	2,436.32	2,388.70	2,388.70	2,388.70	2,388.70
资本公积	8,721.36	8,163.82	8,163.82	8,163.82	8,163.82
留存收益	13,864.02	9,567.50	10,367.84	11,280.25	12,313.65
其他	(87.43)	14.49	(443.43)	(172.13)	(200.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>25,314.01</b>	<b>20,396.76</b>	<b>20,738.86</b>	<b>21,924.86</b>	<b>22,932.61</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>44,715.45</b>	<b>41,743.68</b>	<b>41,958.64</b>	<b>45,687.45</b>	<b>46,021.27</b>

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	75.51	37.98	2,000.85	2,281.03	2,583.48
折旧摊销	1,022.68	1,123.60	1,225.87	1,312.57	1,399.29
财务费用	149.02	140.74	120.25	130.07	139.11
投资损失	27.81	67.84	47.02	47.56	54.14
营运资金变动	1,226.87	(33.57)	770.59	(574.89)	(822.47)
其它	955.55	2,217.59	25.97	33.84	36.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,457.44</b>	<b>3,554.19</b>	<b>4,190.56</b>	<b>3,230.17</b>	<b>3,389.54</b>
资本支出	1,213.94	1,629.79	1,673.42	1,673.92	1,694.42
长期投资	3.66	66.49	35.08	50.79	42.93
其他	(2,214.49)	(3,487.99)	(3,432.51)	(3,452.43)	(3,494.97)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(996.88)</b>	<b>(1,791.71)</b>	<b>(1,724.01)</b>	<b>(1,727.72)</b>	<b>(1,757.62)</b>
债权融资	(710.64)	223.69	182.90	92.70	257.87
股权融资	(4,284.36)	(2,712.75)	(1,657.94)	(1,100.74)	(1,582.20)
其他	852.46	(2,517.92)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(4,142.55)</b>	<b>(5,006.98)</b>	<b>(1,475.04)</b>	<b>(1,008.04)</b>	<b>(1,324.33)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,681.98)</b>	<b>(3,244.50)</b>	<b>991.51</b>	<b>494.41</b>	<b>307.59</b>

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>28,055.61</b>	<b>27,578.65</b>	<b>32,677.78</b>	<b>35,973.82</b>	<b>38,024.44</b>
营业成本	20,817.53	20,733.99	23,924.72	26,410.42	27,939.20
营业税金及附加	273.54	283.12	287.56	316.57	334.62
销售费用	2,876.51	2,369.06	2,807.09	3,090.22	3,266.38
管理费用	1,783.66	1,756.23	1,960.67	2,122.46	2,129.37
研发费用	585.95	503.46	596.55	656.72	694.16
财务费用	167.91	177.42	120.25	130.07	139.11
资产/信用减值损失	(1,066.68)	(1,568.44)	(781.06)	(615.49)	(491.95)
公允价值变动收益	(37.60)	(38.50)	26.78	28.12	29.53
投资净收益	(27.81)	(67.84)	(47.02)	(47.56)	(54.14)
其他	181.23	216.83	296.24	231.43	248.17
<b>营业利润</b>	<b>599.64</b>	<b>297.42</b>	<b>2,475.88</b>	<b>2,843.86</b>	<b>3,253.23</b>
营业外收入	30.62	23.90	34.17	29.57	29.21
营业外支出	95.47	74.14	10.00	15.00	45.00
<b>利润总额</b>	<b>534.79</b>	<b>247.19</b>	<b>2,500.05</b>	<b>2,858.43</b>	<b>3,237.44</b>
所得税	459.28	209.21	500.01	571.69	647.49
<b>净利润</b>	<b>75.51</b>	<b>37.98</b>	<b>2,000.04</b>	<b>2,286.74</b>	<b>2,589.95</b>
少数股东损益	(32.66)	(75.29)	(0.81)	5.72	6.47
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>108.17</b>	<b>113.27</b>	<b>2,000.85</b>	<b>2,281.03</b>	<b>2,583.48</b>
每股收益(元)	0.04	0.05	0.84	0.95	1.08

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-14.52%	-1.70%	18.49%	10.09%	5.70%
营业利润	-79.66%	-50.40%	732.44%	14.86%	14.39%
归属于母公司净利润	-95.24%	4.71%	1666.49%	14.00%	13.26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.80%	24.82%	26.79%	26.58%	26.52%
净利率	0.39%	0.41%	6.12%	6.34%	6.79%
ROE	0.43%	0.56%	9.77%	10.53%	11.40%
ROIC	0.50%	0.39%	12.93%	14.59%	16.13%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.39%	51.14%	50.57%	52.01%	50.17%
净负债率	-3.15%	14.48%	10.92%	9.09%	9.08%
流动比率	1.41	1.01	1.04	1.06	1.10
速动比率	1.30	0.89	0.94	0.99	0.98
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.11	4.00	6.21	6.21	6.21
存货周转率	12.93	13.71	16.39	22.81	19.60
总资产周转率	0.59	0.64	0.78	0.82	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.04	0.05	0.84	0.95	1.08
每股经营现金流	1.42	1.49	1.75	1.35	1.42
每股净资产	10.23	8.43	8.57	9.07	9.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	382.88	358.51	20.30	17.80	15.72
市净率	1.66	2.02	1.98	1.87	1.79
EV/EBITDA	7.36	7.36	8.12	7.32	6.88
EV/EBIT	10.41	10.35	11.17	10.01	9.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心B座11层	海南省海口市美兰区国兴大道3号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心6号楼4层	深圳市福田区益田路5033号平安金融中心71楼
邮编：100088	A栋23层2301房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com