

东方雨虹（002271.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



杜佳玲
建材研究员

2025年12月18日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	13.35
总市值	318.89亿
PE-TTM	-88.72
PB-MRQ	1.53

估值结果

	价值	492.39亿
DDM估值	上行空间	54%
	状态	低估
	价值	468.98亿
动态估值	上行空间	47%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

东方雨虹是国内建筑防水行业首家上市公司，经过近三十年发展，公司成为以防水业务为核心，民用建材、砂浆粉料等多元业务为延伸的建筑建材系统服务商。

公司成长空间相对较弱，主因所属行业逐步迈入成熟期，业务增速放缓；作为国内防水行业龙头，东方雨虹业务规模领先，有一定成本优势，后续随防水产品涨价及产品高端化趋势，盈利能力有望修复，盈利趋势星级相对较好；公司市占率遥遥领先，当前中小企业出清较多，产业格局星级相对较好；公司护城河深厚，有一定的品牌、渠道及规模优势，竞争对手相对难以复制。

基于未来业绩维持可观增速，业务市占率提升，盈利修复的假设，当前公司估值低估。

我们区别于市场的观点

市场投资往往着眼于行业景气度，当前防水行业景气度低，市场或过度担忧行业性亏损而忽视龙头企业的长期竞争力优势，我们认为东方雨虹在行业下行周期中仍维持了相对更优的盈利韧性，公司的核心价值不在于等待行业 β 回暖，而在于其在行业低谷期主动提升 α 的能力，其民建及海外业务未来仍有发展潜力，当前市值无法反映其价值，公司或被低估。

风险提示

如未来行业需求不达预期，可能对公司的营业收入增长产生一定影响；公司应收账款余额较大，若不能按期收回或无法收回产生坏账，将对公司业绩产生一定影响；若沥青价格上涨将推升原材料成本，影响公司盈利能力；公司面临现金流紧张及股权质押风险，若大股东持续减持套现叠加高比例分红将带来一定资金压力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

东方雨虹成立于1995年，于2008年在深交所上市，为国内建筑防水行业首家上市公司。经过近三十年发展，公司成为以防水业务为核心，民用建材、砂浆粉料、建筑涂料、节能保温、胶粘剂、管业、建筑修缮、新能源、非织造布、特种薄膜、乳液等多元业务为延伸的建筑建材系统服务商。

2. 业务介绍

对于东方雨虹公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

防水材料：

防水材料是建筑的重要功能材料，用于防止雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体侵蚀建筑物，主要分为防水卷材与防水涂料两大类。公司所生产的防水材料基本覆盖了国内新型建筑防水材料的多数重要品种，共有200余细分品种，2000多种规格、型号的产品。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内，当前公司防水材料业务规模位居国内第一，遥遥领先。

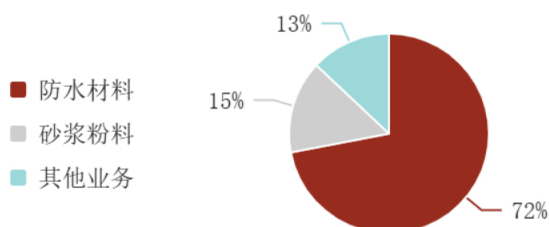
砂浆粉料：

砂浆粉料是由胶凝材料、干燥细骨料、添加剂以及根据性能确定的其他组分，按照一定比例，经计量、混合而成的干态混合物，包括瓷砖胶、腻子粉、抹灰石膏、自流平砂浆、防水砂浆、装饰砂浆等产品。公司旗下主要拥有华砂、壁安两大品牌，涉足特种砂浆、建筑粉料、灌浆料、ALC加气块、精品砂及其制品等多个产品领域，我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

其他业务：

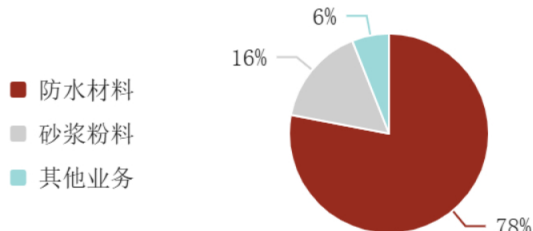
公司其他业务为工程施工、材料销售及其他业务收入，具体包括管业、胶粘剂产品、金丝楠膜、无纺布、防腐产品等，我们对该业务的竞争市场界定为中国境内，当前业务规模较小，但依托防水主业形成的品牌与渠道协同性，新品类赛道增长良好。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

作为防水制造商，东方雨虹主要服务于房地产开发商、建筑企业和终端消费者，商业模式包括采购、生产和销售。采购方面，公司依托规模经营优势与上游原料供应商建立战略合作，同时向上游产业链进行延伸，提升采购抗风险能力；生产及销售方面，公司产能规模领先，通过直销与分销结合，以较低仓储、物流成本辐射全国市场，当前公司已从传统大B为主的直销模式向零售和工程渠道为主的渠道销售模式转型。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

综合来看，东方雨虹资产强度较高。过去几年，公司固定资产与在建工程占总资产比重在20%-30%区间，单位收入所需要的固定资产约为0.33，公司通过持续投资，实现产能扩张与市场覆盖，构建遍布全国的近70个生产研发物流基地，配备200余条国际先进产线，打造“300公里辐射半径”的供应链体系。

3.2 营销强度

低 较低 **中等** 较高 高

东方雨虹营销强度中等，从最新一期数据来看，公司销售费用率维持在9%左右，销售费用占营业总成本占比约为10%，作为首家上市的防水企业，公司重视品牌建设，其品牌积淀深厚，产品具备较强市场知名度，近年来随着其零售渠道转型，加速市场下沉，销售费用率有些许提升。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

东方雨虹客户集中度低。2024年，东方雨虹的前五大客户销售额占比为3.91%，第一大客户销售额占比为2.01%。一方面，东方雨虹主动放弃回款风险高的地产大客户集采项目，客户结构有所转型；另一方面，东方雨虹加大零售转型投入，并向多业务板块发展，下游客户相对来说更加分散。

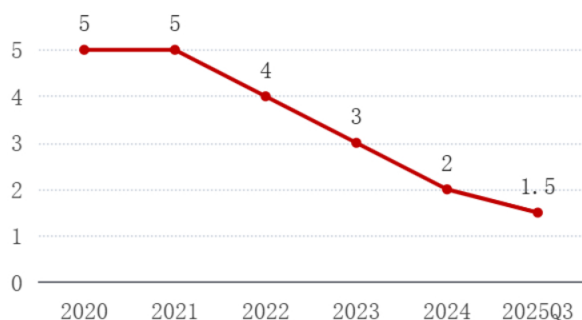
4. 历史经营绩效

近几年受地产下行周期影响，防水下游需求显著收缩，东方雨虹业绩表现疲弱，主业持续承压，需求复苏缓慢，成长能力与盈利能力受限，叠加行业特性导致公司业务控制力不佳，现金流表现一般，公司股东回报则受限于盈利承压及分红率波动，当前处于较低位置。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力星级自2022年开始下滑，主要系受地产拖累，行业下游需求萎靡，价格战持续，而原材料价格高位导致毛利率承压下降，同时受地产信用风险的影响，公司进行了信用减值损失计提影响当年利润，导致公司业绩大幅下滑，近几年承压态势延续，当前位于较低位置。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司成长能力星级持续下滑，当前位于低位，主要受地产周期下行影响，行业需求持续收缩，市场竞争加剧，叠加公司战略收缩回款不佳的直销项目，营业收入承压下滑；而受到成本端压力、费用相对刚性以及资产信用减值损失扩大影响，公司利润增速同样受限。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



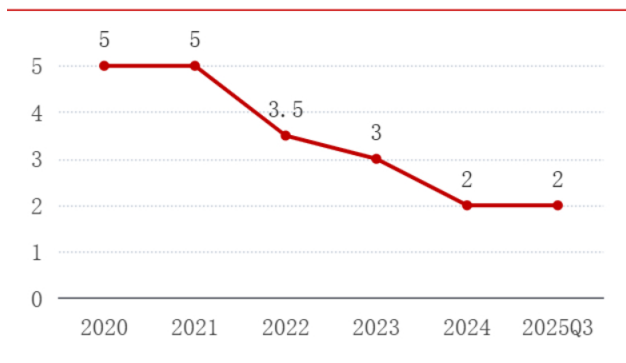
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力星级始终维持偏低水平，主要为公司所处防水企业面对下游的议价能力较弱，长期为大客户垫资，下游占款严重，而地产项目受房企资金链断裂回款困难，现金流表现不佳，而近两年随公司优化收入结构，加强信用风险管控等，公司现金流有所改善。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司股东回报能力持续下滑，处于偏低水平。一方面受到公司业绩下滑，盈利能力承压影响，可分利润薄弱；另一方面或受公司战略扩张影响进一步挤压分红空间。2024年公司分红率攀升，分红金额与净利润倒挂，或因实控人质押风险，债务即将到期影响，大额分红可覆盖部分债务，缓解平仓压力。

5. 四维评级

东方雨虹成长能力中等偏低，主要由于所处行业生命周期相对成熟，其盈利趋势和产业格局相对较好，护城河深厚，总体来看公司基本面较为优秀。

5.1 成长空间

★★★★☆

东方雨虹的主营业务为防水材料，所属行业相对成熟，未来成长空间相对有限。

防水材料(1.5星)：

东方雨虹的防水材料业务规模较大，市占率超20%，位于行业领先地位，后续成长点或在于产品高端化占比提升，市占率或仍有一定提升空间；行业角度来看，防水行业未来需求有一定增量，但当前行业内应用场景拓展相对缓慢，新规实施不及预期，当前时点来看，公司防水业务的增速受到一定限制。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

东方雨虹盈利趋势相对较好，随着防水行业逐步走出盈利底部，公司盈利能力有望改善。

防水材料(3.5星)：

东方雨虹防水业务相较竞争者具有一定规模成本优势，受益于全国生产基地布局以及采购战略，公司的单位材料及运输成本低于同行，当前行业需求疲软背景下，公司盈利能力承压，但随着今年防水材料提价陆续落地，后续价格上涨的预期较强，预计盈利能力趋势较好，公司盈利能力有望修复。

5.3 产业格局

★★★★☆

东方雨虹的产业格局相对较好，当前防水中小企业大幅出清，未来行业格局相对稳定。

防水材料(3.5星):

公司防水业务规模位居行业第一，当前行业格局”一超多强“，随着大部分中小企业出清，公司市占率稳步提升，未来行业格局相对清晰；行业属性来看，上游石化行业供应商集中度高，防水行业更多是大宗原料的价格接受者，下游客户结构逐步优化，议价能力中等，而新进入者壁垒随政策趋严有所提高。

5.4 护城河

★★★★☆

东方雨虹护城河相对深厚且持续性较强，优势主要体现在规模优势、品牌和渠道。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
防水材料	(4星) 公司防水材料护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为18%，公司市占率超过20%，业务控制力为2.5星。依托于领先的市占率和业务规模，叠加品牌及渠道优势，公司在下行周期保持了相对的盈利韧性。	(4星) 该业务拥有规模优势、品牌、渠道护城河。 1) 公司率先完成生产基地的全国布局，原材料采购及运输成本较低；2) 公司防水领域品牌优势较强，市场份额领先，消费者熟知度好，有一定品牌溢价，品牌护城河衰退相对缓慢；3) 公司营销网络密集，快速扩张，渠道深度广度领先同业，渠道优势衰退同样缓慢。竞争者建立以上优势的难度较大，护城河被颠覆的风险较低。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型，基于公司未来市占率提升，盈利逐步修复的假设，当前东方雨虹的估值处于低估位置。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：防水材料、砂浆粉料及其他业务，我们分业务进行盈利预测并估值，主要聚焦防水材料和砂浆粉料业务，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

防水材料：

收入假设：我们参考行业规模以及公司市占率变化测算防水材料的营业收入规模，假设地产新开工面积后续2025/2026/2027/2028/2029年分别同比变化-20%/-12%/0%/+10%/+15%，行业规模增速趋势相对同步，公司市占率稳步提升（假设远期提升至30%以上），保守估计未来五年该业务的CAGR落在0%~5%之间。

盈利能力假设：

1) 随行业内集体提价实行以及行业产品结构高端化升级趋势，防水产品涨价预期较强；成本端，假设沥青等原材料价格维持相对中等位置，公司防水产品毛利率后续回升，于2029年升至35%左右的中枢水平；

2) 我们假设公司后续三年对应收账款减值进行计提，2025/2026/2027年分别计提约10/5/3亿元。

资产负债假设：根据行业对公司进行分类，理想状态下，当前公司资产负债率相对偏低，在未来年度进行一定上调。

砂浆粉料：

收入假设：公司砂粉业务过去增速较高，近两年增长动能受限主要为公司转为向全品类覆盖，抢占市场份额，公司披露该业务产品单位均价在300-400元之间，根据公司未来销量指引，估算未来五年该业务的CAGR落在15%~20%之间。

盈利能力假设：当前新增产品附加值较低，毛利率有所下滑，假设后续公司砂粉品类中产品结构进行调整，高附加值产品占比提升，毛利率修复，维持27%水平。

资产负债假设：根据行业对公司进行分类，理想状态下，当前公司资产负债率相对偏低，在未来年度进行一定上调。

表2：公司整体业绩预测

东方雨虹	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	312.1	328.2	280.6	272.4	289.6	319.1	346.4	375.6
归母净利润(亿)	21.2	22.7	1.1	9.5	17.7	24.2	31.7	38.4
归母净利润增速(%)	-49.6	7.3	-95.2	775.3	87.0	36.3	30.9	21.4
经营性净利润(亿)	22.1	23.6	1.6	8.9	17.2	23.6	31.1	37.9
经营性净利润增速(%)	-47.8	6.8	-93.2	457.0	92.5	37.5	31.6	21.8
经营性归母净利润(亿)	22.1	23.5	2.3	8.9	17.2	23.6	31.1	37.9
经营性归母净利润增速(%)	-47.6	6.1	-90.2	288.8	92.5	37.5	31.6	21.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

防水材料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	239.8	230.0	206.1	195.8	193.5	203.5	218.0	234.2
收入增速(%)	-5.9	-4.1	-10.4	-5.0	-1.1	5.1	7.1	7.4
经营性净利润(亿)	18.2	18.7	1.3	7.3	12.6	17.5	23.8	29.5
经营性净利率(%)	7.6	8.1	0.6	3.7	6.5	8.6	10.9	12.6
经营性净利润增速(%)	-49.0	2.7	-93.3	476.3	72.7	39.4	36.2	24.0
砂浆粉料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	42.0	41.5	42.0	59.5	77.0	87.5	98.0
收入增速(%)	0.0	0.0	-1.1	1.2	41.7	29.4	13.6	12.0
经营性净利润(亿)	0.0	3.0	0.2	1.2	3.7	5.2	6.3	7.3
经营性净利率(%)	0.0	7.1	0.6	2.8	6.3	6.8	7.2	7.4
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	-91.8	371.2	222.1	39.0	21.0	15.8
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	72.3	56.3	33.0	34.7	36.6	38.6	40.9	43.5
收入增速(%)	12.2	-22.2	-41.4	5.2	5.5	5.7	5.9	6.1
经营性净利润(亿)	3.9	1.9	0.1	0.5	0.9	0.9	1.0	1.0
经营性净利率(%)	5.4	3.4	0.3	1.4	2.4	2.4	2.4	2.4
经营性净利润增速(%)	-41.4	-50.8	-95.1	423.4	79.3	5.1	5.3	5.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
防水材料	7.0%	中等	较好	较强	8.5%	15	26.7
砂浆粉料	11.3%	中等	一般	一般	8.5%	12.15	6.8
其他业务	5.0%	中低	一般	一般	8.5%	10.28	1.0
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
防水材料(亿)	109.5	288.9	398.3	18.0	-	0.9	417.3
砂浆粉料(亿)	-21.2	59.5	38.4	3.6	-	-	41.9
其他业务(亿)	1.2	7.4	8.7	1.1	-	-	9.8
公司整体测算(亿)	89.6	355.8	445.4	22.7	-	0.9	469.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
防水材料(亿)	237.0	177.7	414.8	18.0	-	-	432.8
砂浆粉料(亿)	-5.9	51.3	45.3	3.6	-	-	48.9
其他业务(亿)	4.7	4.9	9.6	1.1	-	-	10.7
公司整体测算(亿)	235.8	233.9	469.7	22.7	-	-	492.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。防水行业周期性显著，且由于中小企业众多且分散，缺乏统一的行业统计数据，信息跟踪难度较大且持续性较弱；公司维度，信披颗粒度有进一步优化的空间，公司业绩波动大，短期来看公司的异常分红及大股东行为削弱了估值锚点，未来防水及砂粉双主业发展随公司战略转型具有不确定性。若出现市场竞争加剧或其他重大事件，预计对公司营收、市占率、盈利能力等指标有较大影响。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。