



三棵树 (603737.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩大幅增长，利润释放可期

业绩简评

公司披露 2024 年年度业绩预增公告，预计全年收入基本持平（前三季度收入同比下滑 2.81%），预计全年实现归母净利 3.10-4.20 亿元，同比大幅增长 78.63%-142.02%，扣非后归母净利 1.44-2.54 亿元，同比大幅增长 227.33%-477.13%，非经中的政府补助较上年同期有所增加。据此推算 24Q4 归母净利润中枢-0.45 亿元，去年同期为-3.81 亿元，年末根据谨慎性原则计提相关资产减值和信用减值准备，但比上年同期计提减少。

经营分析

(1) 收入端来看，零售接力成长、渠道结构优化：公司积极应对市场环境变化，优化收入结构，收缩大 B 端、调向小 B+C 端，前三季度家装墙面漆收入同比增长 14.14%，工程墙面漆收入同比下滑 12.51%，全年来看，零售转型的趋势不变，通过零售业务规模的增长使目标客户群体日益增加，我们认为 2024 年公司基本完成渠道结构的调整。未来 C 端将接力成长、持续升级品牌力，通过美丽乡村、马上住社区店、艺术漆等业务贡献增量，同时基辅材、胶粘剂、防水、保温、工业涂料等多元化业务逐渐培育、蓄力未来。

(2) 利润端来看，加强成本费用管控、减值拖累减小：全年业绩大幅增长，一方面公司重视成本管理及费用管控，预计各项成本费用支出有所降低，另一方面计提减值准备较上年同期有所下降（2023 年资产减值和信用减值合计影响利润 5.11 亿元），此外也有渠道优化带来的结构性影响。

(3) 展望 2025 年，我们认为利润率依然具备较大的修复空间：
①行业价格竞争放缓（主要竞争对手立邦于 2025 年 1 月起对流通渠道的内墙乳胶漆产品全面提价 1%-3%），毛利率有望修复；②销售端超前布局带来过往人效偏低，随着人员招聘步伐放缓、渠道建设更加完善，2025 年人效有望加速提升；③减值对利润的拖累预计减少，2021-24Q3 累计信用减值损失 15.8 亿元，坏账风险释放已较充分。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在新成长阶段，盈利能力更加稳定，根据业绩预告内容，我们调整 2024-2026 年归母净利润预测分别为 3.7、8.5、12.1 亿元，当前股价对应 PE 为 58.2、25.2、17.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

零售渠道拓展不及预期；其他建材和工业涂料等品类扩张不及预期；原材料价格波动和行业竞争超预期；地产需求下行超预期。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：陈伟豪 (执业 S1130524120006)

chenweihao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.82 元

相关报告：

1. 《三棵树公司深度研究：零售突围，服务立本》，2025.1.16



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,338	12,476	12,593	14,052	15,869
营业收入增长率	-0.79%	10.03%	0.94%	11.59%	12.93%
归母净利润(百万元)	330	174	370	853	1,209
归母净利润增长率	-179.04%	-47.33%	113.11%	130.71%	41.67%
摊薄每股收益(元)	0.875	0.329	0.702	1.619	2.294
每股经营性现金流净额	2.54	2.67	3.19	4.12	4.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.50%	7.10%	13.86%	26.84%	30.96%
P/E	130.04	144.58	58.17	25.21	17.80
P/B	18.86	10.26	8.06	6.77	5.51

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	11,429	11,338	12,476	12,593	14,052	15,869
增长率		-0.8%	10.0%	0.9%	11.6%	12.9%
主营业务成本	-8,452	-8,062	-8,545	-8,941	-9,790	-10,939
%销售收入	74.0%	71.1%	68.5%	71.0%	69.7%	68.9%
毛利	2,977	3,277	3,931	3,652	4,262	4,930
%销售收入	26.0%	28.9%	31.5%	29.0%	30.3%	31.1%
营业税金及附加	-58	-77	-106	-82	-84	-95
%销售收入	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,877	-1,730	-2,124	-1,952	-2,038	-2,222
%销售收入	16.4%	15.3%	17.0%	15.5%	14.5%	14.0%
管理费用	-555	-536	-678	-693	-731	-809
%销售收入	4.9%	4.7%	5.4%	5.5%	5.2%	5.1%
研发费用	-271	-263	-289	-264	-295	-333
%销售收入	2.4%	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	215	670	734	661	1,114	1,470
%销售收入	1.9%	5.9%	5.9%	5.2%	7.9%	9.3%
财务费用	-55	-137	-174	-151	-141	-127
%销售收入	0.5%	1.2%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-840	-305	-511	-321	-190	-182
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-6	5	1	0	0	0
%税前利润	n.a	1.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-566	334	205	422	966	1,367
营业利润率	n.a	2.9%	1.6%	3.3%	6.9%	8.6%
营业外收支	-7	-13	-15	-6	-6	-7
税前利润	-574	321	190	416	960	1,360
利润率	n.a	2.8%	1.5%	3.3%	6.8%	8.6%
所得税	177	-11	-13	-50	-115	-163
所得税率	n.a	3.4%	6.7%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	-396	310	177	366	845	1,197
少数股东损益	21	-19	4	-4	-8	-12
归属于母公司的净利润	-417	330	174	370	853	1,209
净利率	n.a	2.9%	1.4%	2.9%	6.1%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-396	310	177	366	845	1,197
少数股东损益	21	-19	4	-4	-8	-12
非现金支出	1,060	627	949	749	656	687
非经营收益	-114	97	48	-31	88	61
营运资金变动	-65	-78	234	596	582	447
经营活动现金净流	485	956	1,408	1,680	2,171	2,392
资本开支	-2,257	-935	-609	-847	-471	-472
投资	-229	-158	7	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2,486	-1,093	-601	-847	-471	-472
股权募资	0	0	54	0	0	0
债权募资	1,510	251	-96	-441	-855	-727
其他	-192	-57	-452	-249	-423	-537
筹资活动现金净流	1,318	194	-495	-689	-1,278	-1,264
现金净流量	-684	57	312	143	422	656

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	679	1,064	1,712	1,849	2,266	2,918
应收款项	4,544	4,726	4,003	3,210	3,334	3,627
存货	567	657	749	808	831	869
其他流动资产	898	874	911	737	791	859
流动资产	6,688	7,321	7,375	6,604	7,222	8,273
%总资产	54.0%	53.2%	52.2%	47.5%	49.8%	53.3%
长期投资	168	168	188	188	188	188
固定资产	4,013	4,963	5,034	5,023	4,974	4,886
%总资产	32.4%	36.1%	35.6%	36.1%	34.3%	31.5%
无形资产	626	607	582	583	584	584
非流动资产	5,691	6,428	6,763	7,293	7,292	7,253
%总资产	46.0%	46.8%	47.8%	52.5%	50.2%	46.7%
资产总计	12,379	13,749	14,138	13,898	14,514	15,525
短期借款	2,005	2,214	2,087	1,862	1,167	600
应付款项	5,542	6,280	6,364	6,474	7,282	8,135
其他流动负债	814	715	1,024	924	1,088	1,264
流动负债	8,360	9,209	9,475	9,259	9,537	9,998
长期贷款	1,369	1,474	1,461	1,311	1,161	1,011
其他长期负债	486	594	498	405	390	377
负债	10,216	11,276	11,435	10,976	11,089	11,387
普通股股东权益	1,943	2,272	2,446	2,668	3,180	3,905
其中：股本	376	376	527	527	527	527
未分配利润	849	1,178	1,351	1,572	2,084	2,810
少数股东权益	220	201	258	254	246	234
负债股东权益合计	12,379	13,749	14,138	13,898	14,514	15,525

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-1.107	0.875	0.329	0.702	1.619	2.294
每股净资产	5.161	6.036	4.641	5.062	6.033	7.409
每股经营现金净流	1.287	2.540	2.672	3.187	4.119	4.538
每股股利	0.000	0.000	0.160	0.281	0.648	0.917
回报率						
净资产收益率	-21.46%	14.50%	7.10%	13.86%	26.84%	30.96%
总资产收益率	-3.37%	2.40%	1.23%	2.66%	5.88%	7.79%
投入资本收益率	2.68%	10.49%	10.90%	9.53%	17.01%	22.47%
增长率						
主营业务收入增长率	39.37%	-0.79%	10.03%	0.94%	11.59%	12.93%
EBIT增长率	-68.58%	211.20%	9.50%	-9.90%	68.51%	32.00%
净利润增长率	-183.08%	-179.04%	-47.33%	113.11%	130.71%	41.67%
总资产增长率	36.12%	11.07%	2.83%	-1.70%	4.43%	6.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	106.4	130.8	114.2	92.0	90.0	90.0
存货周转天数	22.8	27.7	30.0	33.0	31.0	29.0
应付账款周转天数	137.7	184.6	171.1	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	75.8	124.0	134.9	134.8	120.8	106.1
偿债能力						
净负债/股东权益	120.88%	103.94%	67.87%	45.27%	1.77%	-31.61%
EBIT利息保障倍数	3.9	4.9	4.2	4.4	7.9	11.6
资产负债率	82.53%	82.01%	80.88%	78.98%	76.40%	73.34%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	7	13	28	54
增持	0	0	1	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究