



三棵树 (603737.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

零售突围，服务立本

零售突围，开启成长新阶段

2011-2021 年公司经历高速增长阶段后，收缩大 B 端、调向小 B+C 端，至 2024 年基本完成渠道结构的调整，充分释放此前累积的高风险，开始步入成长新阶段：

(1) **C 端接力成长、持续升级品牌力**，当前公司零售在三四线城市已积累较强的品牌基础，未来一方面凭借美丽乡村（仿石漆业务，）的迅猛发展、向下巩固乡村市场的先发优势，2015-2023 年收入复合增速超过 60%，2023 年市占率提升至 6%、行业第一。另一方面通过创新马上住社区店服务模式、向上抓住高能级城市的突围机遇，同时艺术漆在渗透率快速提升的红利期也将继续提供增量，过去 5 年复合增速超过 40%，2023 年攀升至行业前三；

(2) **B 端工程涂料第一品牌地位稳固**，2023 年工程墙面漆收入约 46.8 亿元，2012 年以来年复合增速 37%，连续两年排名行业第一。大 B 端通过“主动型收缩”已降至较低比例，小 B 端前瞻性布局旧改翻新、市政公建、教育医疗、工业厂房等非房领域，领先优势明显，经销商数量 22H1 达到 20000 家以上，目前仍持续扩大；

(3) **基辅材、胶粘剂等品类拓展顺利**，印证渠道品牌服用逻辑。其他建材品类配套率提升，增速较建筑涂料更快。

如何看利润率弹性空间

未来两年利润率弹性主要来自毛利率修复和销售费用率降低，对比国际涂料龙头近 10 年的盈利表现，我们认为三棵树新阶段更具质量的增长，也将伴随更具稳定性的利润率和 ROE。

(1) 随着头部企业重新平衡市场份额和利润增长，行业价格竞争将显著放缓，预计毛利率 2025-2026 年修复至 30.3%、31.1%；

(2) 渠道端超前投入使得过去销售费用率一直偏高，近两年人员招聘放缓，渠道建设更加完善，开始进入费用率降低阶段，预计销售费用率 2025-2026 年缩减至 14.5%、14.0%；

(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、估值和评级

看好新成长阶段三棵树更具稳定性的盈利能力，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 4.3、8.5、12.1 亿元，当前股价对应 PE 为 47.0、23.5、16.6 倍，给予 2025 年 35 倍 PE，对应目标价 56.67 元，首次覆盖给予“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)：38.00 元

目标价 (人民币)：56.67 元



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	426	853	1,209
归母净利润增长率	-179.04%	-47.33%	145.35%	100.39%	41.67%
摊薄每股收益(元)	0.875	0.329	0.808	1.619	2.294
每股经营性现金流净额	2.54	2.67	3.23	4.10	4.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.50%	7.10%	15.76%	26.56%	30.69%
P/E	130.04	144.58	47.03	23.47	16.57
P/B	18.86	10.26	7.41	6.23	5.08

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、零售突围，开启成长新阶段.....	4
（一）C 端接力升级品牌力，B 端第一品牌地位依旧稳固.....	5
（二）基辅材、胶粘剂等品类拓展顺利，印证渠道品牌复用逻辑.....	10
二、积极入局工业涂料，重点发力汽车涂料、船舶涂料.....	11
三、如何看利润率弹性空间.....	13
四、盈利预测与投资建议.....	16
（一）盈利预测与关键假设.....	16
（二）投资建议与估值.....	18
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 2011-24Q3 公司营业收入及同比增速.....	4
图表 2： 2013-24H1 公司销售模式结构变化.....	4
图表 3： 2011-24Q3 公司分产品收入占比变化.....	5
图表 4： 2011-24Q3 公司家装墙面漆收入及同比增速.....	5
图表 5： 2014-2023 年仿石漆市场规模及同比增速.....	6
图表 6： 公司零售仿石涂料市占率.....	6
图表 7： 公司仿石漆七位一体产品体系.....	6
图表 8： 公司马上住授权网点数量变化.....	7
图表 9： 三棵树马上住 vs 立邦刷新服务 vs 多乐士焕新服务的城市层级分布.....	8
图表 10： 三棵树马上住 vs 立邦刷新服务 vs 多乐士焕新服务的网点数量分布（截至 2025 年 1 月）.....	8
图表 11： 2018-24Q3 三棵树和立邦中国的分季度零售增速.....	8
图表 12： 2015-2023 年艺术漆市场规模及同比增速.....	9
图表 13： 2019-2023 年艺术漆头部品牌收入（亿元）.....	9
图表 14： 2018-2023 年国内龙头企业工程涂料收入（亿元）.....	9
图表 15： 2019-2023 年地产商 TOP500 建筑涂料类首选榜单.....	10
图表 16： 2020-22H1 公司小 B 经销商数量变化.....	10
图表 17： 2011-24Q3 胶粘剂收入及同比增速.....	11
图表 18： 2019-24Q3 防水卷材收入及同比增速.....	11
图表 19： 2018-24Q3 基辅材收入及同比增速.....	11
图表 20： 公司工业涂料产能梳理（截至 2024 年末）.....	12
图表 21： 公司工业涂料战略合作伙伴梳理（不完全，截至 2025 年 1 月）.....	12



图表 22: 公司工业涂料合作项目梳理 (不完全, 截至 2025 年 1 月)	12
图表 23: 2011-24H1 公司墙面漆毛利率	13
图表 24: 19Q1-24Q3 立邦中国单季度营业利润率	13
图表 25: 消费建材公司销售费用率对比	14
图表 26: 消费建材公司销售人员人均创收对比 (万元)	14
图表 27: 2015-2023 年公司销售人员和技术人员数量	14
图表 28: 2019-24Q3 公司减值情况	15
图表 29: 2017-2023 年公司应收余额及周转率	15
图表 30: 2014-2023 年国际涂料龙头净利率对比	15
图表 31: 2014-2023 年国际涂料龙头 ROE 对比	15
图表 32: 2011-2023 年公司现金流和资本开支	16
图表 33: 2011-2023 年公司有息负债率	16
图表 34: 公司分业务盈利预测	17
图表 35: 国内丙烯酸现货价 (元/吨)	17
图表 36: 国内钛白粉参考价 (元/吨)	17
图表 37: 公司费用率假设	18
图表 38: 可比公司估值	18

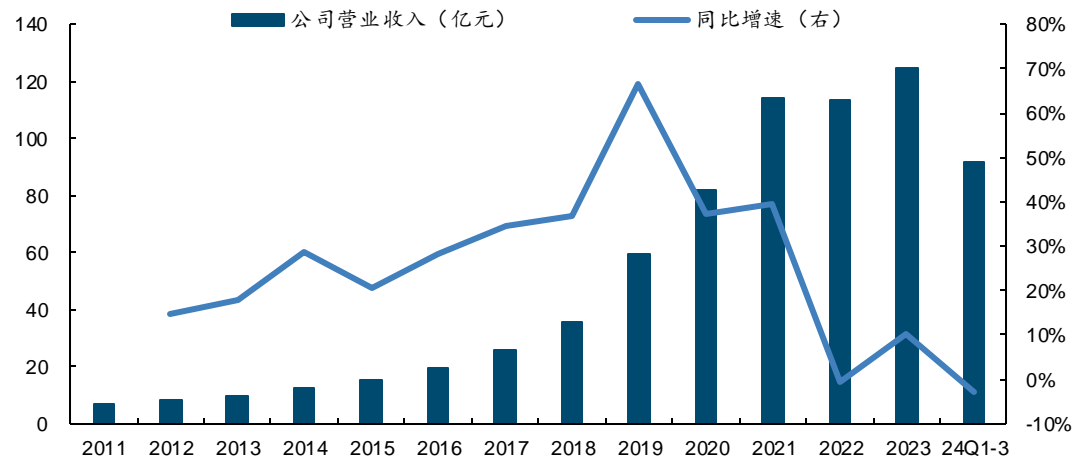


一、零售突围，开启成长新阶段

公司经历了高增长阶段、高风险阶段，正在步入新阶段、将会实现更具质量的增长：

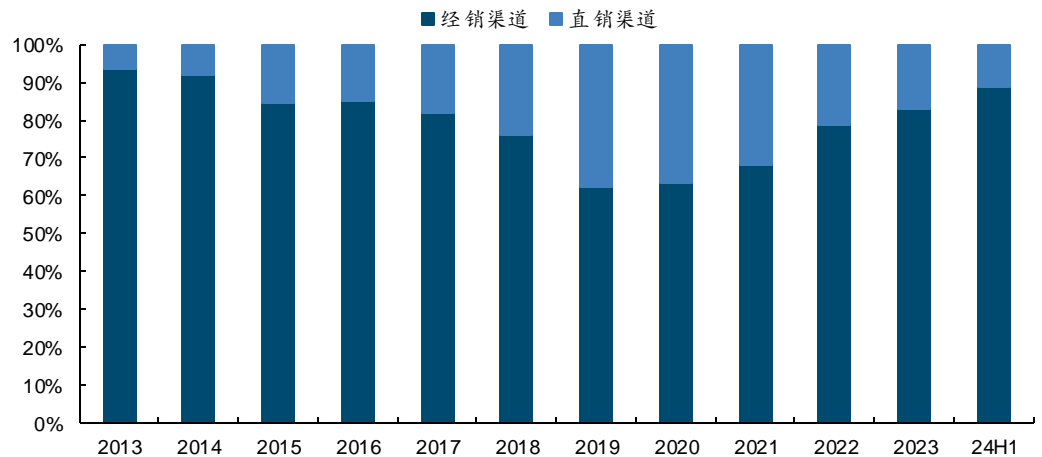
- 高增长的同时累积了高风险：2011-2021 年公司营收 CAGR+32%，实现规模上的跨越、目前稳居行业前二。其中，2016-2018 年，C 端受益三四线城市棚改货币化，2018-2020 年受益大 B 端业务加杠杆，2020 年开展小 B 端转型探索。2021 起收入开始降速，收缩大 B 端、调向小 B+C 端，2024 年基本完成渠道结构的调整，直销占比从 2019 年的 38% 降至 24H1 的 11%。
- 多元化逐渐培育、蓄力未来：既有品牌+渠道复用下实现的品类扩张（向基辅材、胶粘剂、防水、保温等拓展），也有基于生产协同的品类扩张（开始发力工业涂料），增长有后劲。从收入结构变化上看，基辅材、防水卷材、胶粘剂的收入占比在提升。
- 行业 3 年下行周期、格局迎来极速调整：根据涂界，2020-2023 年国内建筑涂料 CR5 由 20% 提升至 34%，市场份额加速向头部品牌集中，大量中小建筑涂料企业面临破产拍卖，大批经销商也退出市场；同时，行业整合开始进入新阶段，2023 年阿克苏诺贝尔宣布完成包括华润漆在内的宣伟中国装饰漆业务的收购，2024 年北新建材完成对嘉宝莉的收购。

图表1：2011-24Q3 公司营业收入及同比增速



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

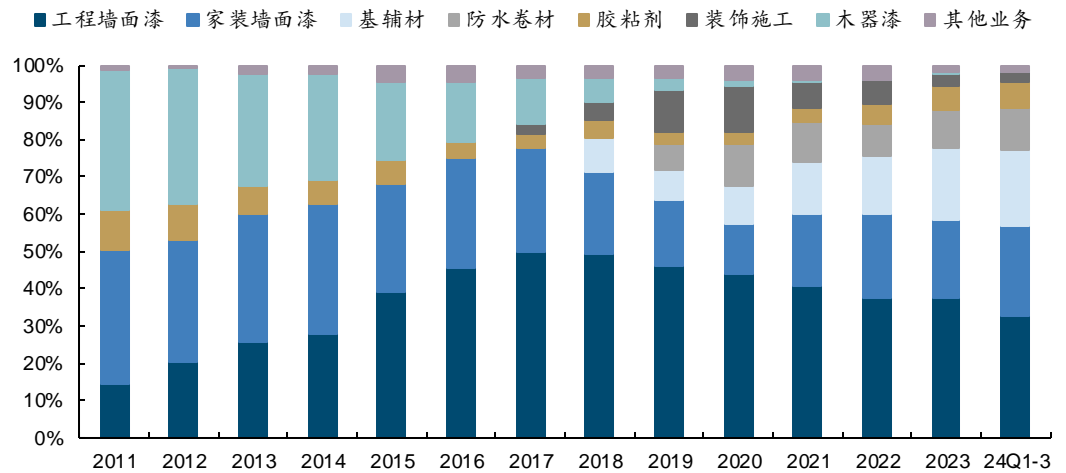
图表2：2013-24H1 公司销售模式结构变化



来源：公司财报、招股说明书、国金证券研究所



图表3：2011-24Q3 公司分产品收入占比变化



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

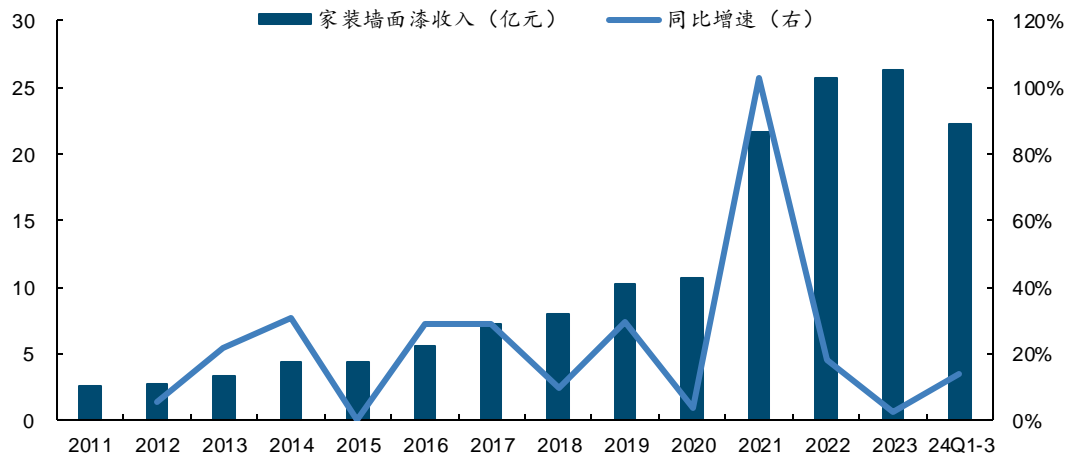
(一) C端接力升级品牌力，B端第一品牌地位依旧稳固

1. C端增长韧性强，巩固下沉市场优势，抓住高能级城市的突围机遇

公司C端销售以建筑涂料为主，也有部分胶粘剂和防水涂料，主要产品家装墙面漆收入自2011年的2.6亿元增长至2023年的26.3亿元，增长幅度约9倍，年复合增长率约21%，零售渠道建设逐步成熟、产品体系日趋丰富、增长稳定。24Q1-3家装墙面漆收入22.3亿元，同比+14.1%，在外部竞争环境激烈的情况下、仍然体现出较强的增长韧性。

公司零售在三四线城市已积累较强的品牌基础，未来一方面凭借美丽乡村（仿石漆业务）的迅猛发展、向下巩固乡村市场的先发优势，一方面通过创新马上住社区店服务模式、向上抓住高能级城市的突围机遇，同时艺术漆业务在渗透率快速提升的红利期也将继续提供增量。下文展开相应增量业务的分析。

图表4：2011-24Q3 公司家装墙面漆收入及同比增速



来源：公司财报、招股说明书、国金证券研究所

(1) 美丽乡村（仿石漆业务）：行业仍处于高增长机遇期，公司市占率稳居第一

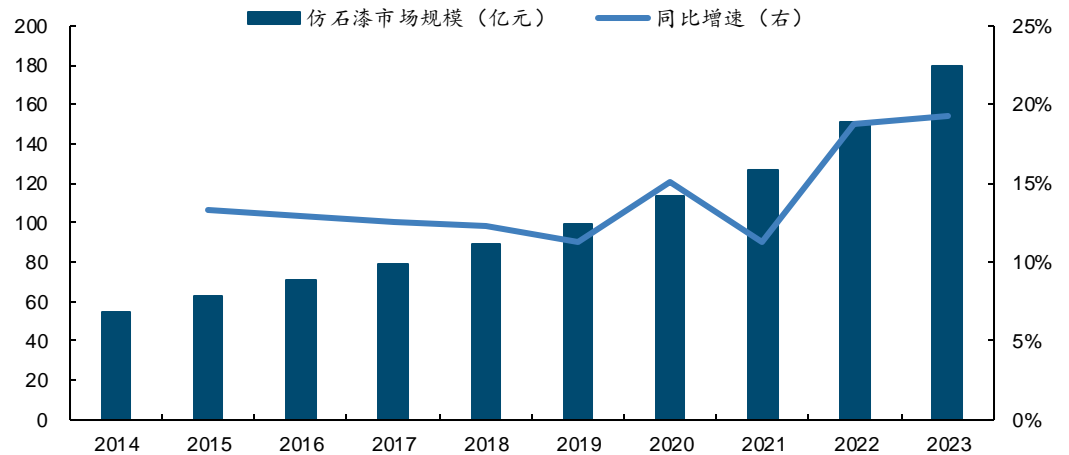
仿石漆市场仍处于发展机遇期，2023年市场规模约180亿元，区域性品牌众多。在国家大力推进新农村、美丽乡村建设的背景下，仿石漆逐渐成为农村自建房外墙改造的优选装饰材料。根据广东省涂料与油墨行业协会，2023年仿石漆市场规模约180亿元，同比+19%，过去10年复合增长率超过14%，其中对应美丽乡村的零售仿石漆预估占比60%左右（即110亿左右）。仿石漆对其他外墙漆的替代（真石漆等），以及对其他外墙材料的替代（瓷砖、石材、水泥等），使得其仍处于发展机遇期。



公司零售仿石漆市占率稳居第一，凭借先发优势和综合竞争力巩固领先地位。2015 年公司开始布局乡镇，并成立了“县镇工程部”，2018 年后公司仿石漆进入快速发展周期，致力开展乡镇别墅自建房、旧墙翻新、美丽乡村、酒店/学校/医院、厂房/办公楼五位一体的涂装业务。同时，利用仿石漆作为敲门砖，从外到内带动七位一体全品类产品体系的销售（外墙、内墙/艺术漆、防水、地坪、保温、基辅材、施工）。根据公司仿石漆公众号，2015-2023 年美丽乡村（仿石漆业务）营收复合增长率超过 60%，目前合作客户已达数千家，在全国拥有行业领先的乡镇仿石漆店面、客户数量和服务团队。

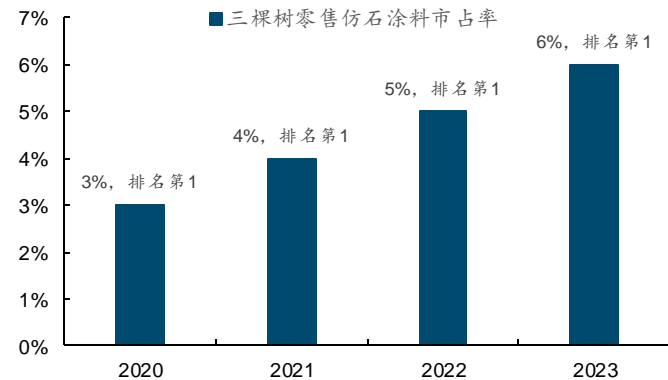
根据中国工业涂料协会（隶属于国资委）的认证，2020 年起公司零售仿石漆的市占率稳居第一，2023 年提升至 6%，其他综合建筑涂料龙头当前布局较少、公司具备先发优势，其他以区域性品牌为主，例如统艺、保丽莱、美惠、美侬嘉等，而龙头跨区布局将继续保持规模的领先优势。

图表5：2014-2023 年仿石漆市场规模及同比增速



来源：广东省涂料与油墨行业协会、涂界、国金证券研究所

图表6：公司零售仿石涂料市占率



来源：中国涂料工业协会、公司仿石漆公众号、国金证券研究所

图表7：公司仿石漆七位一体产品体系



来源：公司仿石漆公众号、国金证券研究所

(2) 马上住：存量时代的兵家必争之地，战略能力和执行力是突围关键

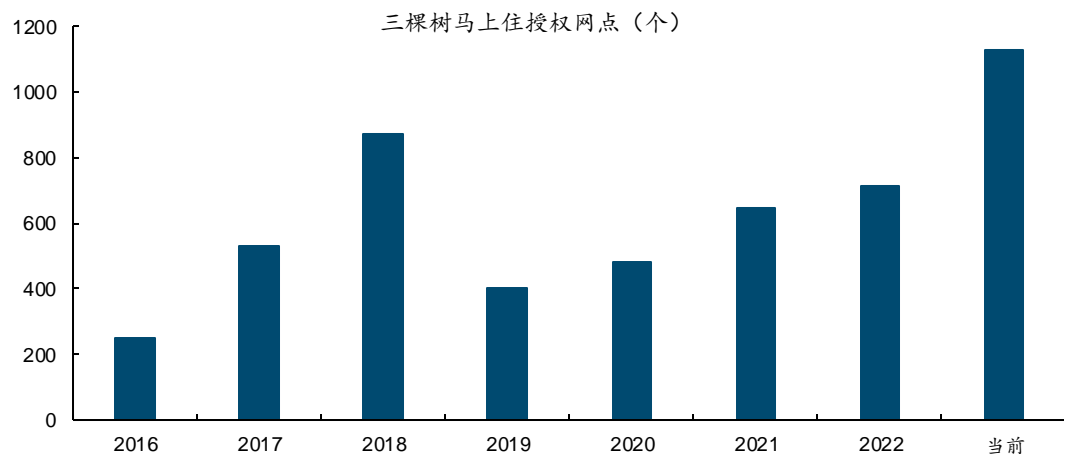
存量市场中，内墙涂装服务将成为兵家必争之地。头部建筑涂料龙头正在积极从单一涂料制造商向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商转型。

- 多乐士 2008 年率先推出涂刷服务“家易涂”，2016 年更名为“多乐士焕新服务”，致力于为消费者提供一站式墙面翻新服务；
- 立邦 2011 年在上海推出“立邦刷新服务”，2013 年正式成立刷新项目部，随后在全国大规模布局“立邦刷新旗舰店”，截至 2023 年底，立邦刷新服务覆盖城市数量超过 90 座，认证服务人员超过 6600 名，全年上门服务超 17 万次，已累计服务近 100 万户家庭。



- 公司 2015 年推出马上住，持续升级迭代，创新社区店模式、深耕零售重涂大市场。马上住服务授权网点从 2016 年的 253 家迅速增长到 872 家，前期粗放式发展过程中也存在试错，最初的服务模式不够完善、对经销商授权审核不够严格，在施工流程标准化和施工人员管理培训方面存在不足，导致不同地区不同施工团队的交付质量参差不齐，影响品牌口碑；2019 年起，公司对马上住业务进行大力改革，提升服务要求和经销商门槛，并对统计口径进行重新梳理；2022 年“马上住 2.0”全新升级，聚焦“更便捷、更全面、更品质、更专业、更省心、更放心”六大维度，满足国家家装“一键焕新”的需求；2024 年再次战略升级“马上住”服务，将马上住社区店升级为家居涂料焕新店，用社区店撬动城市零售点位布局，建立马上住社区服务覆盖矩阵。根据公司官网，截至 2024 年末，马上住服务授权网点已超过 1100 家，服务覆盖城市超过 300 个。

图表8：公司马上住授权网点数量变化



来源：公司财报、公司官网、国金证券研究所

三棵树马上住网点数量取得领先。对比三棵树马上住、立邦刷新服务和多乐士焕新服务，截至目前网点数量分别为 1100+、270+、510+（根据各公司官网），公司超出竞争对手较多，但不能简单等同于已经取得大幅领先优势。

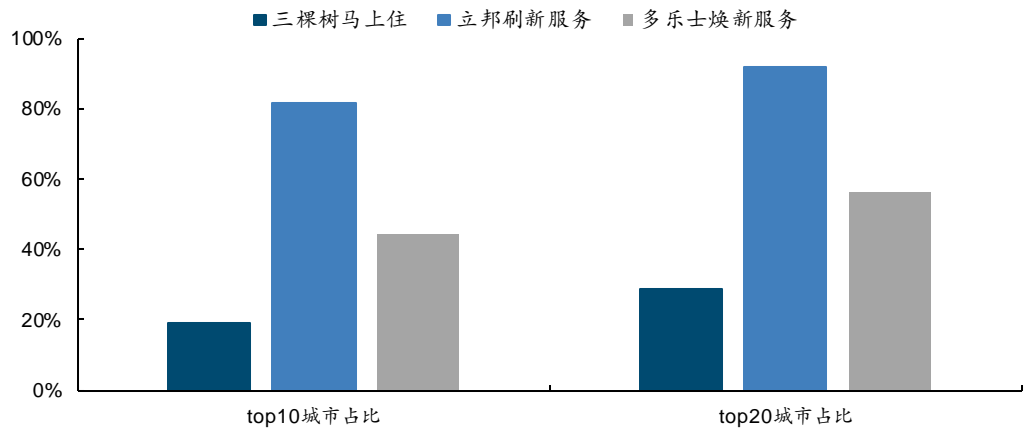
- 一方面，网点统计方式上有差别，三棵树和多乐士统计的是服务授权网点，而立邦统计的是刷新服务门店，以福建为例，当前官网显示没有立邦刷新服务门店，但在福州市和厦门市开通了刷新服务，即消费者可以通过有服务授权的立邦旗舰店等享受刷新服务，我们梳理同口径下的立邦刷新服务授权网点约 600+；
- 另一方面，单店模型上可能有差异，尤其是立邦在服务沉淀和累计数量上依然具备优势，各品牌城市层级结构上的不同也会带来影响，官网统计的 TOP10 城市网点占比分别为三棵树 19%、立邦 82%（授权网点为 65%）、多乐士 44%，这也符合 C 端“立邦和多乐士强一二线，三棵树强三四线”的特点。

综合对比，我们可以看出：(1) 公司这几年在内墙涂装服务上的投入、在三家龙头中突出，授权网点、服务单数增长也突出；(2) 公司率先布局社区店，精准触达消费者，在其相对薄弱的一二线城市，通过社区店这一新入口抓住重涂机遇，避开与外资龙头在对方更有优势的建材市场、家装公司等领域正面交锋。

战略能力和执行力是马上住能够突围一二线城市的关键。我们认为，公司集团战略把内墙涂装服务置于重心，这是独特的竞争优势，多乐士本土决策权受到欧洲总部影响，战略重心的调整缺乏灵活性。立邦中国自主权很强，但其针对渠道端的调整需要时间（体量较大、需要平衡各方利益），2018 年以来的大部分时间三棵树 C 端增速更快一定程度上也印证了这一点，这个时间差、我们认为是马上住继续快速成长的黄金时间。

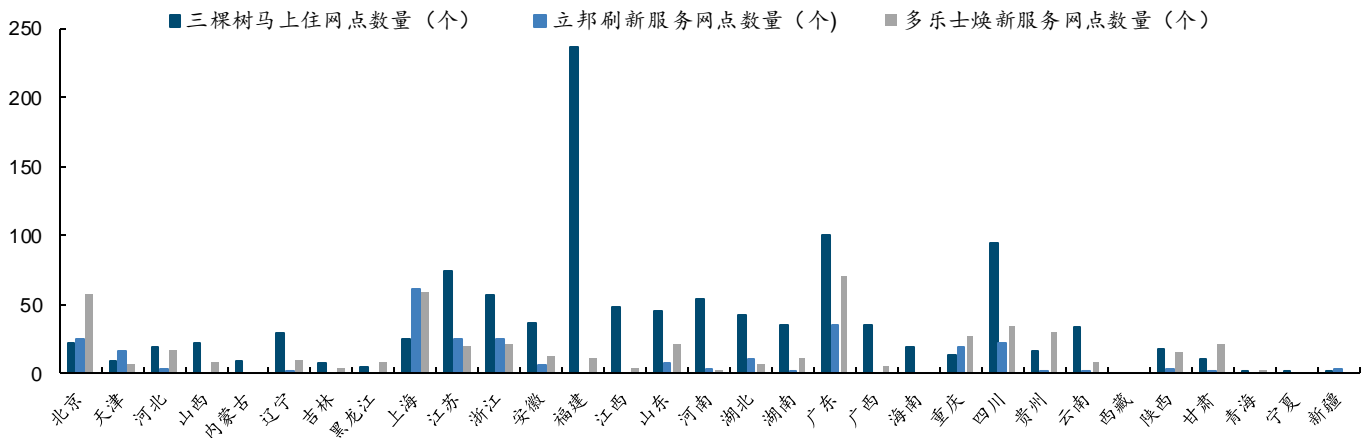


图表9: 三棵树马上住 vs 立邦刷新服务 vs 多乐士焕新服务的城市层级分布



来源: 公司官网、立邦刷新服务官网、多乐士官网、国金证券研究所

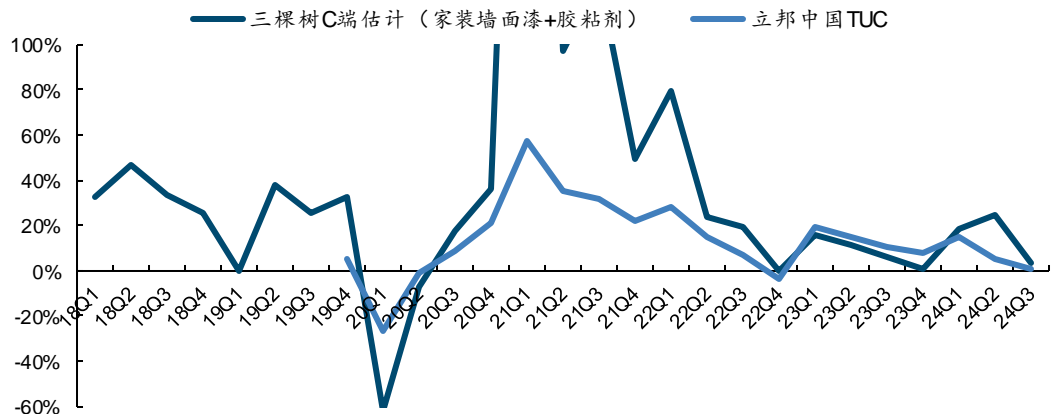
图表10: 三棵树马上住 vs 立邦刷新服务 vs 多乐士焕新服务的网点数量分布 (截至 2025 年 1 月)



来源: 公司官网、立邦刷新服务官网、多乐士官网、国金证券研究所

注: 根据官网统计, 可能存在官网更新不及时导致的误差

图表11: 2018-24Q3 三棵树和立邦中国的分季度零售增速



来源: 公司经营数据公告、立邦官网、国金证券研究所



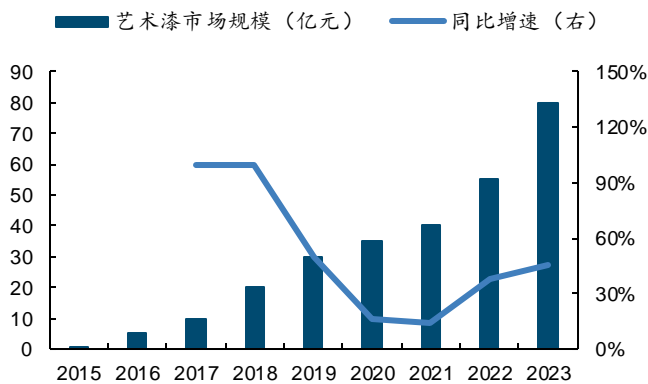
(3) 艺术漆：渗透率快速提升红利期，百花齐放格局未定，三棵树是后起之秀

2023 年艺术漆市场规模约 80 亿元，还处于渗透率迅速提升的红利期。根据广东省涂料与油墨行业协会，2023 年艺术漆市场规模约 80 亿元，同比+45%，2015-2023 年复合增长率超过 70%，但不同于仿石漆对其他外墙材料的替代需求，艺术漆是对乳胶漆的升级需求。

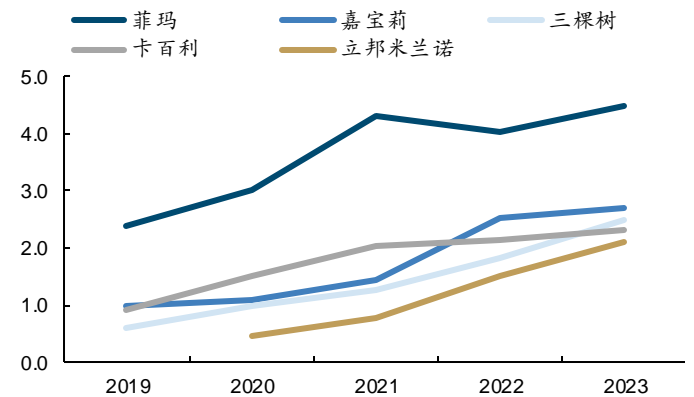
集中度不高，百花齐放、格局未定。根据涂料经和涂装新视野的统计，2023 年艺术漆 CR5、CR10、CR20 分别约 18%、26%、31%，参与者众多，包括传统建筑涂料大品牌（嘉宝莉、三棵树、立邦等）和专业艺术漆品牌（菲玛、卡百利等），专业艺术漆品牌普遍布局更早，而传统建筑涂料龙头凭借综合竞争优势、增长后劲更强，整体来看竞争格局未定。

公司作为艺术漆的后起之秀，高举高打攀至行业前三。2015 年公司与意大利圣马可艺术漆展开合作，2017-2018 年开始推广公司自主品牌的艺术漆，凭借一贯的高举高打和品牌积累，在产品上传承了乳胶漆的环保口碑、并融入贴合流行趋势的设计，在交付上实现和马上住的联动，根据涂料经和涂装新视野的统计，过去 5 年公司艺术漆收入复合增速在 40% 以上，到 2023 年销售规模攀升至行业前三。

图表12：2015-2023 年艺术漆市场规模及同比增速



图表13：2019-2023 年艺术漆头部品牌收入 (亿元)



来源：广东省涂料与油墨行业协会、涂料经、国金证券研究所

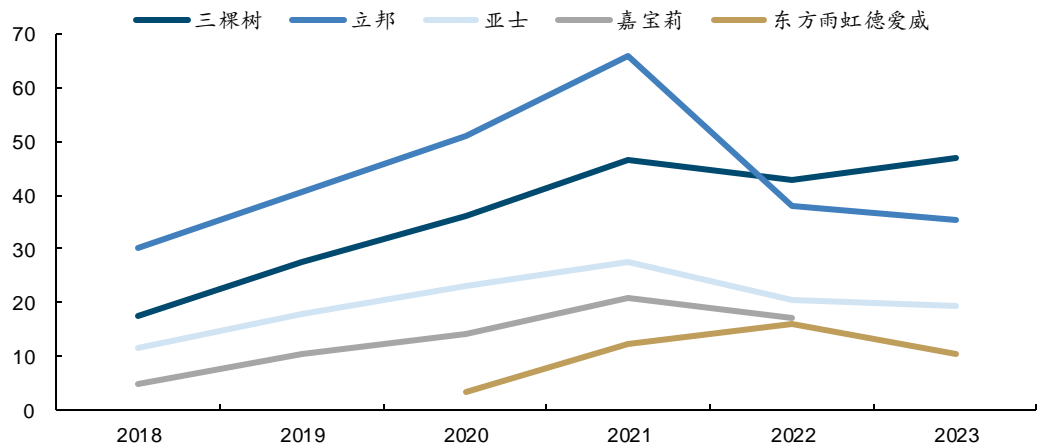
来源：涂料经、涂装新视野、国金证券研究所

注：2019-2020 年参考涂装新视野、2021-2023 年参考涂料经

2. B 端工程涂料第一品牌地位稳固，小 B 前瞻布局具备领先优势

根据涂界和各公司公告，2022-2023 年公司工程涂料收入连续两年排名行业第一，打造“真石漆”、“恒彩石”、“天彩石”等爆款经典产品，快速占领市场、引领行业发展。2023 年公司工程墙面漆收入约 46.8 亿元，与 2012 年的 1.0 亿元相比，增长幅度约 45 倍，年复合增长率约 37%。在地产景气下行阶段，公司通过及时调整渠道结构，主动收缩大 B 端、拓展小 B 端等非房市场，展现出在工程涂料领域的竞争力。

图表14：2018-2023 年国内龙头企业工程涂料收入 (亿元)



来源：涂界、公司经营数据公告、亚士创能经营数据公告、国金证券研究所

注：主要依据涂界口径，包括建筑涂料、地坪涂料，剔除工程基辅材收入，涵盖了大 B+小 B 的综合 B 端收入



大 B 端“主动型收缩”，已降至较低比例。根据地产商 TOP500 建筑涂料类首选榜单，立邦和三棵树过去 5 年一直是头部房企前二首选品牌，两者首选率/首选指数接近、领先其他企业较多，但两者对于大 B 端的态度有所差异。

- 立邦采取“被动型收缩”战略，根据官网，其 TUB 收入降幅基本跟行业趋势一致，市场份额并没有减少，收入占比由此前 20% 下降至 15%，我们测算 2023 年 TUB 体量 30-40 亿元（与涂界口径一致）；
- 三棵树采取“主动型收缩”战略，直销占比由 2019 年 38% 大幅降至 24H1 的 11%，考虑到直销客户除了地产商以外，还有建筑工程客户、家装公司等，我们判断地产收入占比和体量已经较低。

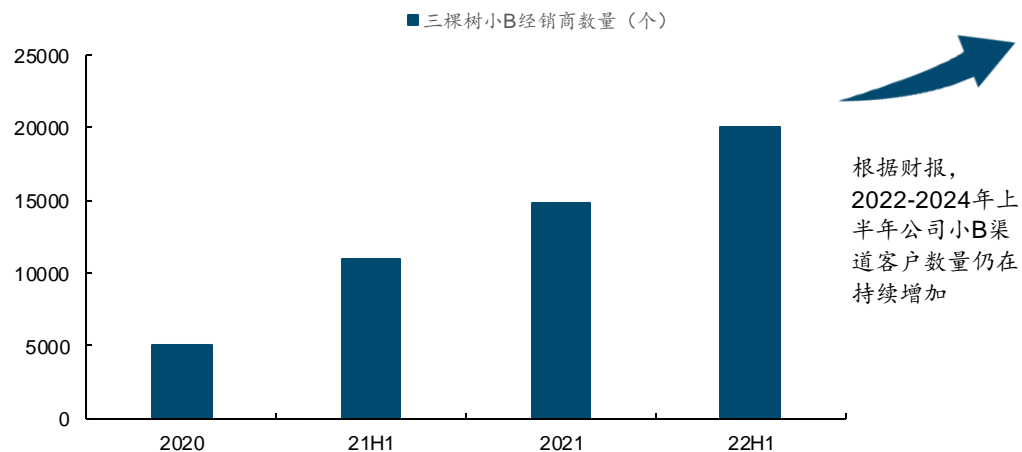
图表15：2019-2023 年地产商 TOP500 建筑涂料类首选榜单

排序	2019		2020		2021		2022		2023	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选指数	品牌	首选指数
1	立邦	18%	立邦	19%	立邦	18%	立邦	19%	立邦	21%
2	三棵树	17%	三棵树	18%	三棵树	17%	三棵树	18%	三棵树	20%
3	亚士漆	15%	亚士漆	12%	亚士漆	9%	亚士漆	10%	亚士漆	11%
4	富思特	9%	富思特	9%	富思特	9%	富思特	10%	富思特	10%
5	固克	9%	固克	9%	固克	9%	固克	10%	固克	10%
6	嘉宝莉	7%	嘉宝莉	9%	德爱威	9%	嘉宝莉	9%	嘉宝莉	9%
7	美涂士	5%	美涂士	5%	嘉宝莉	8%	美涂士	8%	美涂士	9%
8	德爱威	5%	德爱威	5%	美涂士	6%	德爱威	8%	久诺	9%
9	巴德士	4%	巴德士	4%	巴德士	4%	巴德士	7%	德爱威	8%
10	经典	3%	久诺	3%	久诺	3%	久诺	6%	巴德士	8%

来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院、国金证券研究所

小 B 端前瞻性布局，领先优势明显。不同于大 B 端以地产为主，小 B 端应用场景非常分散，包括旧改翻新、市政公建、教育医疗、连锁酒店、工业厂房、区域性中小地产等，产品呈现非标准化的特征，并且对服务需求更高，目前参与者以内资涂料龙头（三棵树、亚士创能等）和大量区域性中小品牌为主。公司小 B 端 2020 年全面发力，根据财报，小 B 经销商数量由 2020 年不足 5000 家增长至 22H1 的 20000 家以上，目前客户群仍持续扩大。

图表16：2020-22H1 公司小 B 经销商数量变化



来源：公司财报，国金证券研究所

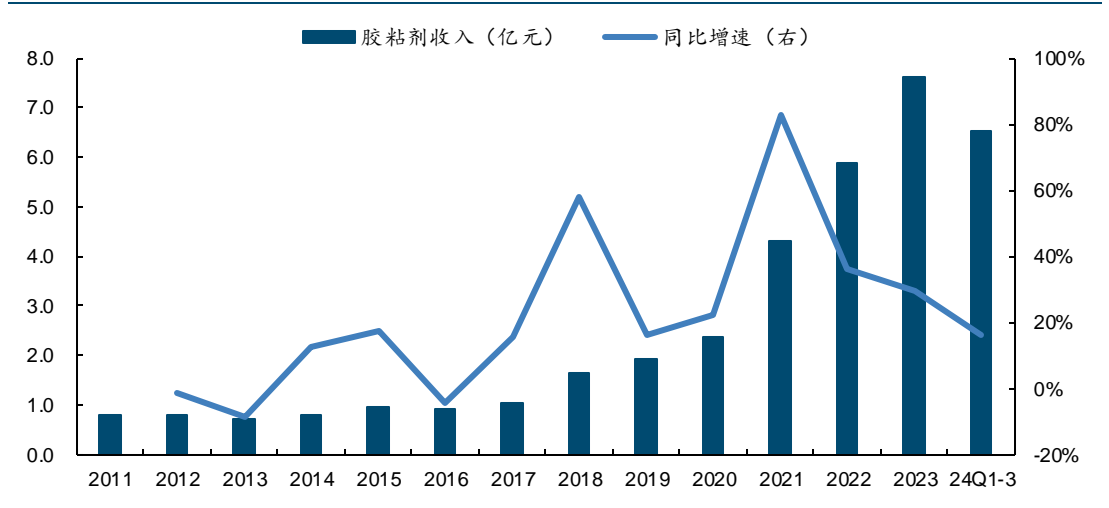
（二）基辅材、胶粘剂等品类拓展顺利，印证渠道品牌复用逻辑

其他建材品类配套率提升，增速较建筑涂料更快，并购+自建补充产能。无论 B 端还是 C 端，公司通过渠道和品牌的复用进行“六位一体”品类扩展，外墙漆向“涂保防”一体化发展，内墙漆提供泥瓦工、油木工所需的产品配套。近几年其他建材品类的增速比涂料更



快，过去 5 年基辅材、胶粘剂、防水的收入复合增速分别 49%、41%、32%。一方面通过并购扩充品类，2019 年收购广州大禹防漏 70% 股权，2021 年收购廊坊富达新材和江苏麦格美节能各 70% 股权、加码“涂防保”一体化；另一方面以综合工厂为区域化中心，通过卫星工厂、专业工厂、联营工厂补充产能，完善供应链布局降低成本。

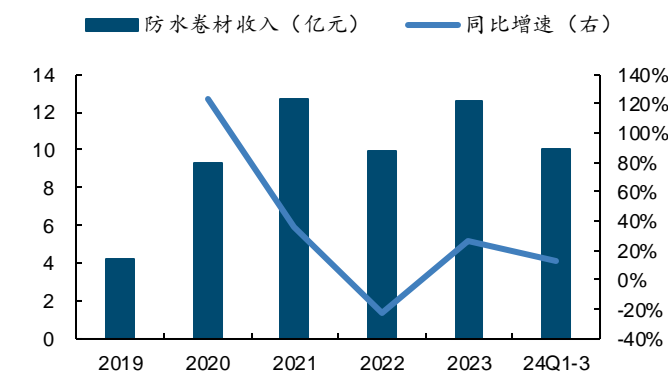
图表 17: 2011-24Q3 胶粘剂收入及同比增速



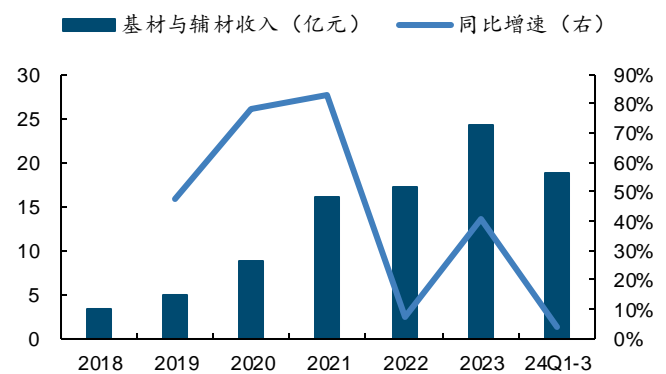
来源：公司财报、招股说明书、国金证券研究所

图表 18: 2019-24Q3 防水卷材收入及同比增速

图表 19: 2018-24Q3 基辅材收入及同比增速



来源：公司财报、国金证券研究所



来源：公司财报、国金证券研究所

二、积极入局工业涂料，重点发力汽车涂料、船舶涂料

工业涂料市场规模 3000 亿元左右，细分领域较多、外资企业为主。根据涂界，2023 年全国工业涂料市场规模约 2887 亿元，呈现如下几个特点：(1) 细分领域多、技术难度大，工业涂料广泛应用于汽车、风电、船舶、集装箱、手机、家电、电脑、核电、航空航天、桥梁、轨道交通、石化装备、海洋工程装备、工程机械等众多领域；(2) 目前以外资为主，全球前 20 强工业涂料企业中仅湘江涂料一家中国企业入围，中国前 10 强中外资品牌占据 8 席，外资品牌销售规模普遍较大，而自主品牌销售规模相对较小；(3) 整体集中度不高、但细分领域集中度高，中国工业涂料 2023 年整体 CR10 为 18%，其中民用航空、民用船舶、汽车、风电、集装箱、核电等领域 CR10 均达到 80% 以上。

公司 2020 年启动工业涂料业务，2024 年起加速投入，拟投建汽车涂料、船舶涂料新生产线。公司 2020 年起启动工业涂料业务，2024 年 5 月上海三棵树汽车新材料公司正式揭牌，目前已布局新能源汽车、光伏、风电等赛道，推出动力电池防火涂料、海上风电涂料、汽车涂料等一系列高性能工业涂料产品，未来计划进军航空航天、船舶、高铁、飞机等卡脖子高端工业涂料领域，打破外资垄断格局，为民族涂料工业版图增添新动能。根据公司工业涂料公众号等的梳理，2024 年公司加快工业涂料领域的布局和投入，年内签订和三一



重工、精工钢构、东铭绿能、福化鲁华等客户的战略合作，2025年初签订和万华化学的战略合作。产能方面，根据公司财报、官网和涂界的梳理，2023年安徽工厂新车间投产、新增水性工业漆产能3.1万吨/年，且2024年拟技改新增0.8万吨/年工业涂料，秀屿工厂拟投资建设合计10.5万吨/年工业涂料，两个厂区落地后有望实现14.4万吨/年的工业涂料产能。

图表20: 公司工业涂料产能梳理 (截至2024年末)

生产厂区	产品类别	设计产能 (万吨/年)	投产情况
安徽三棵树	水性工业漆	3.1	已投产，改建后减少1600吨/年水性工业漆，增加600吨/年水性汽车漆和1000吨/年水性地坪漆，总产能不变
	水性汽车漆		
	水性地坪漆		
	油性工业漆	0.4	拟在建
	油性汽车漆	0.1	
	油性地坪漆	0.3	
秀屿工厂	油性工业漆、船舶漆等	1.0	
	水性工业漆	3.0	
	汽车漆等溶剂型涂料	0.5	
	水性汽车涂料	1.0	
	电泳涂料 (F1 色浆)	1.1	
	电泳涂料 (F2 乳液)	3.9	

来源: 公司财报、公司官网、涂界、国金证券研究所

图表21: 公司工业涂料战略合作伙伴梳理 (不完全, 截至2025年1月)

时间	战略合作对象
2025.01.12	万华化学战略合作
2024.12.17	福化鲁华战略合作
2024.10.24	东铭绿能战略合作
2024.10.12	精工钢构战略合作
2024.06.03	三一重工战略合作
2021.03.29	鸿路钢构 2021-2022 年度战略合作
2021.03.19	富煌钢构 2021-2022 年度战略合作
2020.11.25	精工绿筑 (精工钢构) 战略合作
2020.11.04	万郡绿建 (杭萧钢构) 战略合作

来源: 公司工业涂料公众号、福化鲁华公众号、国金证券研究所

图表22: 公司工业涂料合作项目梳理 (不完全, 截至2025年1月)

时间	合作项目	产品配套体系
2025.01.05	中标中石化上海水性工业漆和常用漆框架协议公开招标	水性工业漆和常用漆
2024.12.11	长春市城市轨道交通空港线 (9号线) 一期工程	丙烯酸聚氨酯防腐配套体系
2024.11.28	力博重工工业装备防腐项目	水性丙烯酸聚氨酯防腐配套体系
2024.11.26	山东东营大明公园项目	哑光金属自清洁氟碳防腐配套体系
2024.09.25	庄天高速渭河特大桥	聚硅氧烷防腐体系
2024.09.15	福建省福能晋南热电有限公司	低表面处理+聚氨酯防腐配套体系
2024.07.05	新疆果子沟大桥	高性能环保涂装体系
2024.05.29	比亚迪汕头和广安两个工厂的自干型水性 PVC 项目中标	自干型水性 PVC 材料
2024.05.25	湖南沅水特大桥建设项目	氟碳面漆防腐配套体系
2024.05.10	龙里河大桥 (原朵花特大桥)	高固体份聚氨酯防腐配套体系



时间	合作项目	产品配套体系
2023.12.28	江苏无锡锡澄高架新建项目锡澄 S1 线	氟碳漆防腐配套体系
2023.10.25	内蒙古风电重点项目	风电专用防腐配套体系
2023.07.27	浙江衢江抽水蓄能电站压力钢管防腐涂装项目	环氧防腐配套体系
2023.04.06	内蒙古润阳悦达新能源年产 5 万吨高纯多晶硅项目	酚醛环氧加聚氨酯防腐配套体系
2023.02.09	烟台滨海健康驿站 MiC 项目	聚氨酯防腐配套体系
2022.10.21	上海卢浦大桥结构性大修重涂工程	水性防护配套体系
2022.06.25	湖北宜昌西陵二路-点军大道涂装工程	水性产品配套体系
2022.05.27	永荣科技年产 60 万吨己内酰胺项目	高固体份聚氨酯面漆配套体系
2022.05.20	宝钢二炼钢金属料堆场环保升级综合改造项目	水性聚氨酯重防腐配套体系
2022.02.26	云南永昌硅业防腐维修工程项目	有机硅耐高温漆
2021.12.31	雀巢·太太乐年产鸡精调味料 2.6 万吨（新建车间八、辅房）	水性丙烯酸底面合一涂料
2021.12.11	四川嘉陵江大桥防腐工程项目	脂肪族氟碳面漆产品配套体系
2021.12.04	兰州中川机场 T3 航站楼连接线钢护栏项目	高固体份聚氨酯面漆配套体系
2021.11.17	广西长科 ABS 反应装置及码头管廊防腐项目	环氧富锌、高固体份聚氨酯配套体系
2021.10.30	广东鹤洞大桥大中修工程	高固体份聚氨酯面漆配套体系
2021.09.15	连云港徐圩港区钢桁架桥工程	工业涂料配套产品
2021.06.25	中科国风·国家级风电叶片检测、研发基地项目	高固体份环氧富锌配套体系
2021.04.19	漳州古雷开发区石化公共管廊工程	石墨烯防腐配套体系
2020.11.06	赣州快速路（高架桥）项目	高性能混凝土长效防护涂装体系

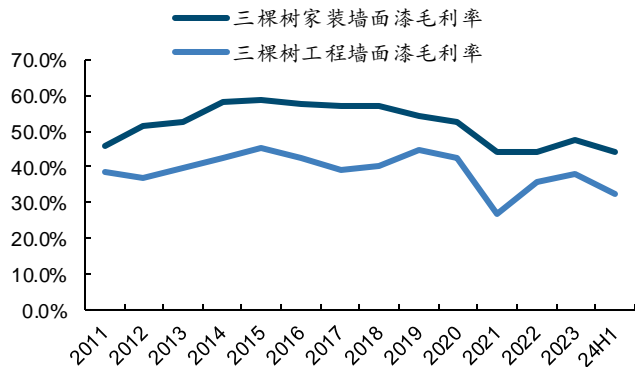
来源：公司工业涂料公众号、涂界、国金证券研究所

三、如何看利润率弹性空间

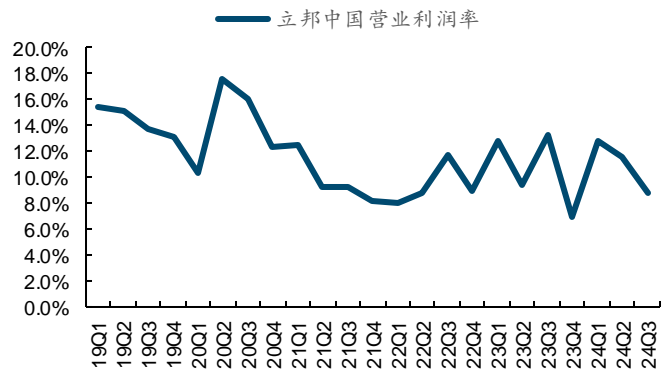
未来两年利润率的弹性主要来自毛利率修复和销售费用率降低：

(1) 行业价格竞争放缓，毛利率有望修复。公司墙面漆毛利率在 2020-2022 年主要受原材料价格波动影响，2023 年以来原材料价格波动缓和，龙头企业在行业容量缩小的情况下期望实现份额提升，因此毛利率主要受到市场价格竞争影响。立邦中国旗下全资子公司立邦装饰材料（广州）有限公司在 2024 年底发布了最新产品调价函，决定从 2025 年 1 月 1 日开始对流通渠道的内墙乳胶漆产品进行价格上调、幅度 1-3%，结合其对 2025 年“在销售增长、利润增长和市场份额之间取得平衡”的表述，我们预计 2025 年行业价格竞争将显著放缓；长期逻辑来看，供应链完善带来的成本降低也会持续显现，尤其是其他建材品类的自给率提升，能明显改善基辅材、胶粘剂、防水等业务的毛利率。

图表23：2011-24H1 公司墙面漆毛利率



图表24：19Q1-24Q3 立邦中国单季度营业利润率



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

来源：立邦官网、国金证券研究所

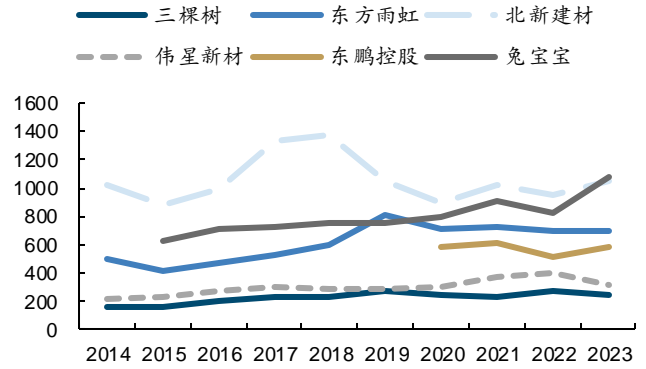
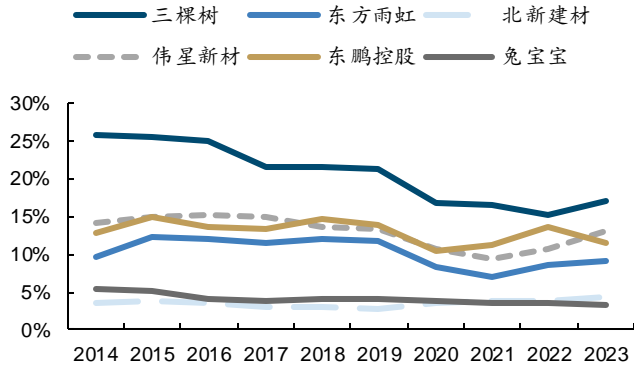
注：Non-GAAP 口径



(2) 销售费用前置，进入规模增长、人效提升带来的费用率降低阶段。对比消费建材各公司，三棵树销售费用率在过去 10 年一直是偏高，与建筑涂料本身品牌属性比较强有关（需要的广宣等投入更多），但更多是来自渠道建设的超前投入。销售人员人均创收和人均薪酬可以印证，公司人均创收基本处在最低位置，而其人均薪酬并不低、普遍高于其他公司，小 B+C 端的人员超前布局使得当前人效偏低。近两年可以看到人员招聘步伐放缓，渠道建设也更加完善，我们预计 2024 年开始进入人效提升阶段。

图表25：消费建材公司销售费用率对比

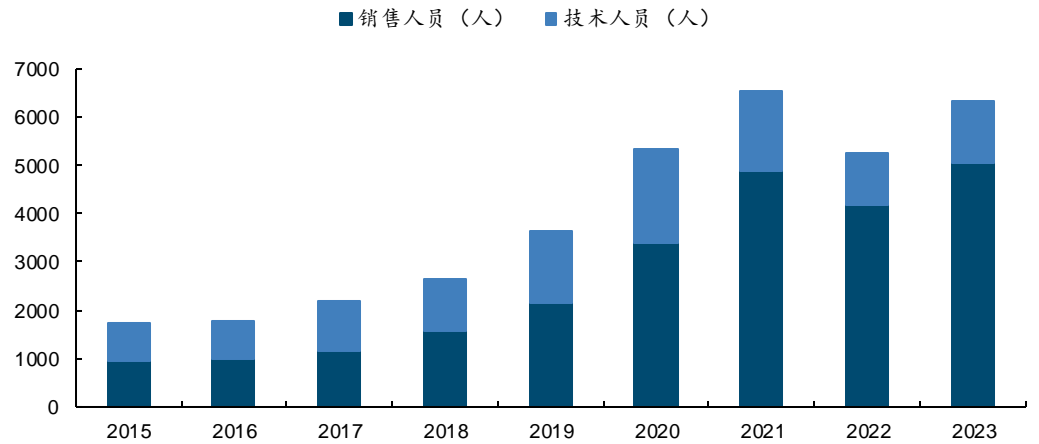
图表26：消费建材公司销售人员人均创收对比（万元）



来源：各公司财报、Wind、国金证券研究所

来源：各公司财报、Wind、国金证券研究所

图表27：2015-2023 年公司销售人员和技术人员数量

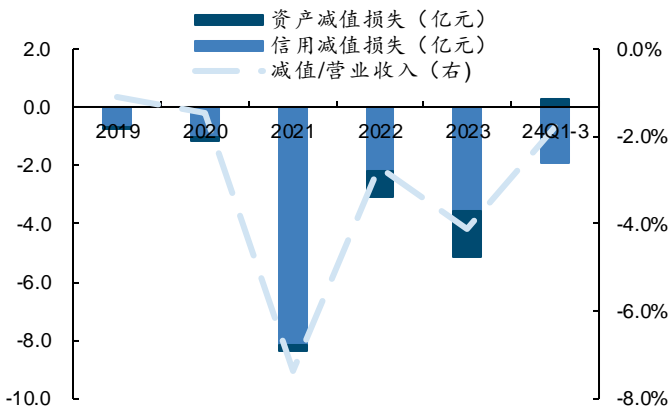


来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

此外，减值对利润的拖累预计减少。受地产商客户 2021 年起财务情况影响，公司针对风险客户做了较大比例的计提，2021-24Q3 累计信用减值损失 15.8 亿元，坏账风险释放较充分，24Q1-3 减值占收入的比例减小，我们判断剩余风险敞口较小，且随着渠道结构的调整，公司应收账款及票据的周转率在加快。

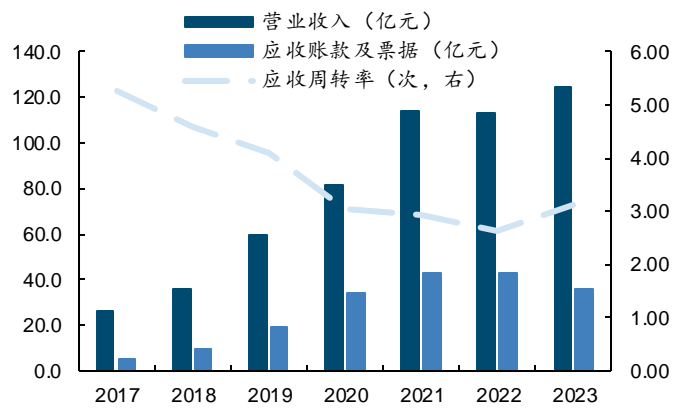


图表28: 2019-24Q3 公司减值情况



来源: 公司财报、Wind、国金证券研究所

图表29: 2017-2023 年公司应收余额及周转率

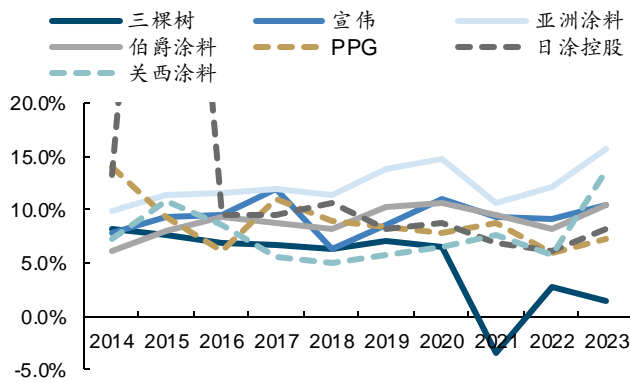


来源: 公司财报、Wind、国金证券研究所

中长期可以期待的稳态利润率和 ROE?

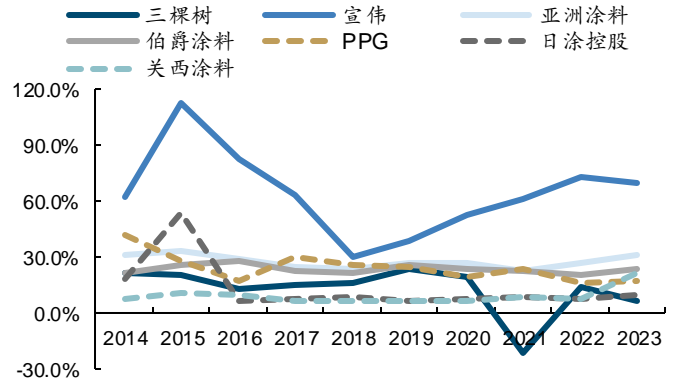
- 复盘国际涂料龙头近 10 年的盈利表现, 我们选取宣伟、亚洲涂料、伯爵涂料、PPG、日涂控股、关西涂料, 平均净利率为 10.3% (剔除日涂控股、关西涂料因收并购产生的异常值年份后为 9.2%), 平均 ROE 为 37.4%; 建筑涂料业务收入占比更大的宣伟、亚洲涂料、伯爵涂料盈利能力更强, 平均净利率为 10.2%, 平均 ROE 为 38.9%, 进一步印证了建筑涂料是一门好生意。
- 三棵树上一轮成长周期 (2014-2020 年) 的平均净利率为 7.0%, 平均 ROE 为 19.0%, 2021 年以来受到行业大幅缩量、价格竞争加剧、原料价格波动剧烈、减值拖累等多方面的影响, 盈利能力下滑较多, 我们认为新阶段更具质量的增长, 也将伴随更具稳定性的盈利能力。

图表30: 2014-2023 年国际涂料龙头净利率对比



来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 2014-2023 年国际涂料龙头 ROE 对比

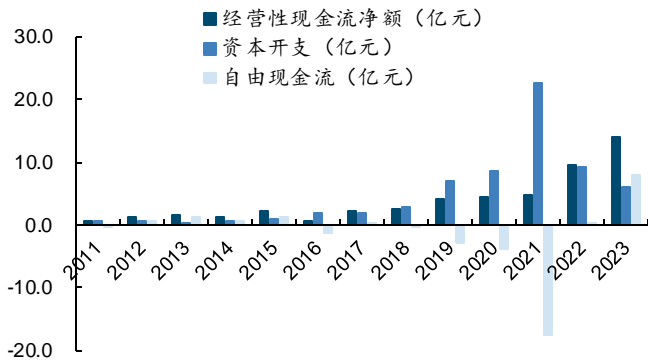


来源: Wind、国金证券研究所

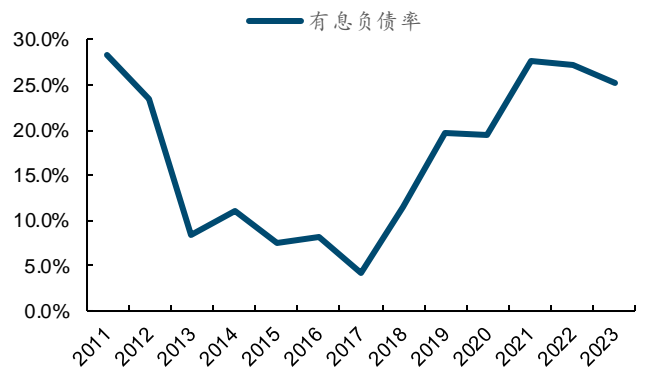
现金流大幅改善, 资本开支减少, 报表质量拐点出现。2023 年公司经营性现金流净额 14.1 亿元, 同比+4.5 亿元, 24Q1-3 经营性现金流净额 9.2 亿元, 同比+3.2 亿元; 2023 年资本开支 6.1 亿元, 同比-3.3 亿元, 24Q1-3 资本开支 7.3 亿元, 同比+0.8 亿元, 整体来看, 已经较 2021 年最高峰的 22.6 亿元大幅收窄, 新建项目全面收尾并陆续实现产能爬坡, 未来几年对资本开支的需求放缓; 2023 年有息负债率 25.3%, 连续两年下降。



图表32：2011-2023 年公司现金流和资本开支



图表33：2011-2023 年公司有息负债率



来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测与关键假设

三棵树将开启新成长阶段，我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 125.9、140.5、158.7 亿元，同比+0.9%、+11.6%、+12.9%，综合毛利率分别为 29.0%、30.3%、31.1%，具体到各块业务收入和毛利率假设如下：

- 家装墙面漆：近几年行业竞争环境激烈、但 C 端仍然体现出较强的增长韧性，当前公司零售在三四线城市基础牢固，未来将凭借美丽乡村、马上住、艺术漆等继续向上（一二线城市）向下（乡村市场）突围，我们预计 2024-2026 年收入分别为 29.5、33.9、39.0 亿元，同比+12.0%、+15.0%、+15.0%。假设乳液、钛白粉等主要原材料价格不会重现 2020-2022 年剧烈波动（2023 年以来原油价格相对平稳，且上游供给端有产能过剩的问题），随着行业龙头对市场份额和利润水平的重新平衡，此前不理性的市场价格竞争有望缓解，同时美丽乡村、马上住、艺术漆带动高值产品占比提升、毛利率相对更高，家装墙面漆的毛利率有望迎来快速修复，我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 45%、47%、48%；
- 工程墙面漆：地产相关业务持续收缩，非房领域积极开拓，公司工程涂料第一品牌地位稳固，小 B 前瞻布局具备领先优势，我们预计 2024-2026 年收入分别为 42.1、44.2、47.7 亿元，同比-10.0%、+5.0%、+8.0%。行业价格竞争放缓同样会带动工程墙面漆毛利率修复，我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 33%、35%、36%；
- 基辅材、胶粘剂、防水卷材：其他建材品类复用建筑涂料的品牌和渠道，配套率持续提升，增速较建筑涂料更快，结合各品类当前体量、与主业的协同性，我们预计 2024-2026 年基辅材收入增速分别为+5.0%、+15.0%、+15.0%，胶粘剂收入增速分别为+20.0%、+20.0%、+20.0%，防水卷材收入增速分别为+15.0%、+15.0%、+15.0%。长逻辑来看，自有产能逐步投产带来自给率提升，供应链持续完善带来成本降低，其他建材品类毛利率预计将持续改善；
- 木器漆、施工业务：非战略重心，持续收缩，我们预计 2024-2026 年木器漆收入增速分别为-5.0%、-5.0%、-5.0%，施工业务增速分别为-45.0%、-30.0%、-30.0%。两者毛利率保持相对稳定；
- 其他业务：重点是工业漆，由于 2024 年刚起步，体量还较小，中长期有望成为新的增长极、但短期不确定性仍存，我们预计 2024-2026 年其他业务收入分别为 2.5、3.5、4.5 亿元。

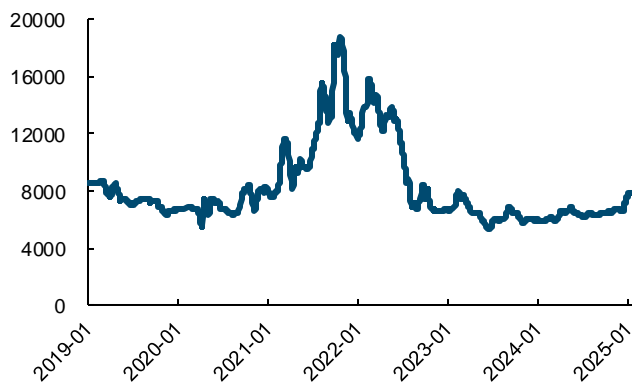


图表34：公司分业务盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、家装墙面漆（亿元）	25.7	26.3	29.5	33.9	39.0
同比增速	18%	3%	12%	15%	15%
毛利率	44%	48%	45%	47%	48%
2、工程墙面漆（亿元）	42.7	46.8	42.1	44.2	47.7
同比增速	-8%	10%	-10%	5%	8%
毛利率	36%	38%	33%	35%	36%
3、基辅材（亿元）	17.2	24.2	25.5	29.3	33.7
同比增速	7%	41%	5%	15%	15%
毛利率	14%	17%	16%	16%	17%
4、胶粘剂（亿元）	5.9	7.6	9.1	11.0	13.2
同比增速	36%	29%	20%	20%	20%
毛利率	23%	23%	24%	24%	25%
5、防水卷材（亿元）	9.9	12.6	14.5	16.6	19.1
同比增速	-22%	27%	15%	15%	15%
毛利率	14%	15%	15%	16%	16%
6、木器漆（亿元）	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
同比增速	-37%	-21%	-5%	-5%	-5%
毛利率	29%	28%	28%	28%	28%
7、施工（亿元）	7.2	4.4	2.4	1.7	1.2
同比增速	-4%	-39%	-45%	-30%	-30%
毛利率	2%	9%	10%	10%	10%
8、其他业务（亿元）	4.3	2.4	2.5	3.5	4.5
同比增速	-5%	-43%	3%	40%	29%
毛利率	19%	27%	30%	30%	30%
营业总收入（亿元）	113.4	124.8	125.9	140.5	158.7
同比增速	-1%	10%	1%	12%	13%
毛利率	29%	32%	29%	30%	31%

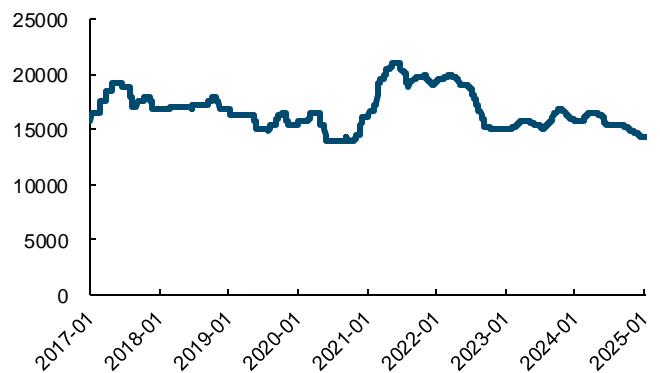
来源：公司财报、国金证券研究所

图表35：国内丙烯酸现货价（元/吨）



来源：Wind、国金证券研究所

图表36：国内钛白粉参考价（元/吨）



来源：Wind、国金证券研究所



费用端来看，管理费用率跟随规模增长摊薄，研发费用率保持稳定，健康稳定的现金流将持续推动有息负债率的降低；随着人员招聘步伐放缓，渠道建设更加完善，公司进入人效提升阶段后销售费用率将显著降低，我们预计 2024-2026 年销售费用率分别为 15.5%、14.5%、14.0%。

图表37：公司费用率假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	15.3%	17.0%	15.5%	14.5%	14.0%
管理费用率	4.7%	5.4%	5.5%	5.2%	5.1%
研发费用率	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%

来源：公司财报、国金证券研究所

（二）投资建议与估值

C 端接力继续奏响成长强音，B 端第一品牌地位稳固，品类扩充逻辑顺畅且在持续印证，利润率弹性空间大，看好新成长阶段三棵树更具稳定性的盈利能力。我们选取业务可比性较强的东方雨虹和亚士创能，零售占比较高的伟星新材，以及坚朗五金作为可比公司。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.3、8.5、12.1 亿元，当前股价对应 PE 为 47.0、23.5、16.6 倍，参考可比公司估值和存量阶段三棵树更强的成长性，给予 2025 年 35 倍 PE，对应目标价 56.67 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表38：可比公司估值

	最新收盘价（元）		EPS（元/股）				PE（倍）			PEG
	2025.1.15	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2025E
东方雨虹	12.71	0.85	0.91	0.69	0.93	1.14	18.52	13.62	11.18	0.48
亚士创能	6.27	0.25	0.14	0.18	0.29	0.49	35.67	21.80	12.79	0.33
伟星新材	12.16	0.82	0.90	0.72	0.82	0.93	16.87	14.90	13.13	1.12
坚朗五金	21.25	0.20	1.01	0.51	0.85	1.09	41.37	25.12	19.42	0.55
平均值							28.11	18.86	14.13	0.62
三棵树	38.00	0.88	0.33	0.81	1.62	2.29	47.03	23.47	16.57	0.34

来源：Wind、国金证券研究所

注：除三棵树为我们预测以外，其余公司 EPS 选取 Wind 一致预期



五、风险提示

零售渠道拓展不及预期

零售将是新阶段公司的成长重心，保持三四线城市江湖地位的基础上，一方面继续下沉巩固乡村市场先发优势，另一方面通过创新马上住社区店服务模式，抓住存量时代下一二线城市的突围机遇。这都对零售渠道建设提出了更高要求，若后续渠道拓展乏力，或渠道精细化不及预期，都将影响公司的成长。

其他建材和工业涂料等品类扩张不及预期

公司当前胶粘剂、基辅材、防水等品类配套率还较低，仍有较大的增长空间；工业涂料作为新业务，2024年起投入较大，有望在中期成为新的增长极。若其他建材品类渠道品牌复用的效果不佳、工业涂料产能扩张和市场拓展不及预期，也将影响公司的成长。

原材料价格波动和行业竞争超预期

毛利率主要受到原材料价格波动和行业竞争的影响。原油剧烈波动将大幅提高钛白粉、乳液等原材料的价格，短时间内公司较难将成本压力传导给终端；龙头公司对于市场份额和利润水平的平衡，是行业竞争激烈与否的关键，持续性的价格竞争将影响毛利率。

地产需求下行超预期

虽然公司对地产商的直接收入敞口已经降至较低，但建筑涂料的终端需求仍与地产景气紧密相关，若房地产市场需求未能企稳、继续大幅下行，则将对公司的收入产生影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	11,429	11,338	12,476	12,593	14,052	15,869	货币资金	679	1,064	1,712	1,850	2,266	2,907	
增长率		-0.8%	10.0%	0.9%	11.6%	12.9%	应收款项	4,544	4,726	4,003	3,255	3,378	3,671	
主营业务成本	-8,452	-8,062	-8,545	-8,941	-9,790	-10,939	存货	567	657	749	808	831	869	
%销售收入	74.0%	71.1%	68.5%	71.0%	69.7%	68.9%	其他流动资产	898	874	911	737	791	859	
毛利	2,977	3,277	3,931	3,652	4,262	4,930	流动资产	6,688	7,321	7,375	6,650	7,266	8,306	
%销售收入	26.0%	28.9%	31.5%	29.0%	30.3%	31.1%	总资产	54.0%	53.2%	52.2%	47.7%	49.9%	53.4%	
营业税金及附加	-58	-77	-106	-82	-84	-95	长期投资	168	168	188	188	188	188	
%销售收入	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	固定资产	4,013	4,963	5,034	5,023	4,974	4,886	
销售费用	-1,877	-1,730	-2,124	-1,952	-2,038	-2,222	总资产	32.4%	36.1%	35.6%	36.0%	34.2%	31.4%	
%销售收入	16.4%	15.3%	17.0%	15.5%	14.5%	14.0%	无形资产	626	607	582	583	584	584	
管理费用	-555	-536	-678	-693	-731	-809	非流动资产	5,691	6,428	6,763	7,293	7,292	7,253	
%销售收入	4.9%	4.7%	5.4%	5.5%	5.2%	5.1%	总资产	46.0%	46.8%	47.8%	52.3%	50.1%	46.6%	
研发费用	-271	-263	-289	-264	-295	-333	资产总计	12,379	13,749	14,138	13,943	14,558	15,558	
%销售收入	2.4%	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	短期借款	2,005	2,214	2,087	1,861	1,178	600	
息税前利润 (EBIT)	215	670	734	661	1,114	1,470	应付款项	5,542	6,280	6,364	6,474	7,282	8,135	
%销售收入	1.9%	5.9%	5.9%	5.2%	7.9%	9.3%	其他流动负债	814	715	1,024	937	1,088	1,264	
财务费用	-55	-137	-174	-151	-141	-127	流动负债	8,360	9,209	9,475	9,272	9,548	9,998	
%销售收入	0.5%	1.2%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	长期贷款	1,369	1,474	1,461	1,311	1,161	1,011	
资产减值损失	-840	-305	-511	-277	-190	-182	其他长期负债	486	594	498	405	390	377	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	10,216	11,276	11,435	10,988	11,100	11,387	
投资收益	-6	5	1	0	0	0	普通股股东权益	1,943	2,272	2,446	2,701	3,213	3,938	
%税前利润	n.a	1.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	376	376	527	527	527	527	
营业利润	-566	334	205	485	966	1,367	未分配利润	849	1,178	1,351	1,606	2,118	2,843	
营业利润率	n.a	2.9%	1.6%	3.8%	6.9%	8.6%	少数股东权益	220	201	258	254	245	233	
营业外收支	-7	-13	-15	-6	-6	-7	负债股东权益合计	12,379	13,749	14,138	13,943	14,558	15,558	
税前利润	-574	321	190	479	960	1,360	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	n.a	2.8%	1.5%	3.8%	6.8%	8.6%	每股指标							
所得税	177	-11	-13	-57	-115	-163	每股收益	-1.107	0.875	0.329	0.808	1.619	2.294	
所得税率	n.a	3.4%	6.7%	12.0%	12.0%	12.0%	每股净资产	5.161	6.036	4.641	5.125	6.097	7.473	
净利润	-396	310	177	422	845	1,197	每股经营现金净流	1.287	2.540	2.672	3.233	4.095	4.539	
少数股东损益	21	-19	4	-4	-8	-12	每股股利	0.000	0.000	0.160	0.323	0.648	0.917	
归属于母公司的净利润	-417	330	174	426	853	1,209	回报率							
净利率	n.a	2.9%	1.4%	3.4%	6.1%	7.6%	净资产收益率	-21.46%	14.50%	7.10%	15.76%	26.56%	30.69%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	-3.37%	2.40%	1.23%	3.05%	5.86%	7.77%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	2.68%	10.49%	10.90%	9.48%	16.88%	22.34%	
净利润	-396	310	177	422	845	1,197	增长率							
少数股东损益	21	-19	4	-4	-8	-12	主营业务收入增长率	39.37%	-0.79%	10.03%	0.94%	11.59%	12.93%	
非现金支出	1,060	627	949	705	656	687	EBIT 增长率	-68.58%	211.20%	9.50%	-9.90%	68.51%	32.00%	
非经营收益	-114	97	48	-31	88	61	净利润增长率	-183.08%	-179.04%	-47.33%	145.35%	100.39%	41.67%	
营运资金变动	-65	-78	234	609	569	447	总资产增长率	36.12%	11.07%	2.83%	-1.38%	4.41%	6.87%	
经营活动现金净流	485	956	1,408	1,704	2,158	2,392	资产管理能力							
资本开支	-2,257	-935	-609	-847	-471	-472	应收账款周转天数	106.4	130.8	114.2	92.0	90.0	90.0	
投资	-229	-158	7	0	0	0	存货周转天数	22.8	27.7	30.0	33.0	31.0	29.0	
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	137.7	184.6	171.1	150.0	150.0	150.0	
投资活动现金净流	-2,486	-1,093	-601	-847	-471	-472	固定资产周转天数	75.8	124.0	134.9	134.8	120.8	106.1	
股权募资	0	0	54	0	0	0	偿债能力							
债权募资	1,510	251	-96	-441	-843	-738	净负债/股东权益	120.88%	103.94%	67.87%	44.71%	2.07%	-31.10%	
其他	-192	-57	-452	-271	-423	-537	EBIT 利息保障倍数	3.9	4.9	4.2	4.4	7.9	11.6	
筹资活动现金净流	1,318	194	-495	-712	-1,266	-1,275	资产负债率	82.53%	82.01%	80.88%	78.81%	76.25%	73.19%	
现金净流量	-684	57	312	145	421	645								

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	0	6	12	27	51
增持	0	0	1	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.08	1.21	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