

2025 年 01 月 23 日

全年业绩高增，零售渠道结硕果，工业涂料待花开

三棵树(603737)

评级:	买入	股票代码:	603737
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	55.38/26.3
目标价格:		总市值(亿)	224.19
最新收盘价:	42.54	自由流通市值(亿)	224.19
		自由流通股数(百万)	527.01

事件概述：公司披露 2024 年年度业绩预增公告，预计全年收入较上年同期基本持平，实现归母净利 3.10-4.20 亿元，同比+78.63%~+142.02%，扣非归母净利 1.44-2.54 亿元，同比+227.33%~+477.13%。（1）非经常性损益中的政府补助较上年同期有所增加；（2）根据谨慎性原则计提相关资产减值和信用减值准备，公司预计较去年同期有所下降；（3）坚持精益管理，重视成本管理及费用管控，有效降低了各项成本费用支出。

►**零售端有望突围迸发，渠道向一二线进军。**2024 年房屋施工面积 73.3 亿 m²，同比-12.7%；新开工面积 7.4 亿 m²，同比-23.0%；竣工面积 7.4 亿 m²，同比-27.7%，地产行业面临较大下行压力，公司积极应对行业变化，优化收入结构和通过零售业务规模的增长填补工程端下行，公告中披露收入端与 2023 年基本持平，我们认为收入结构发生巨大变化，零售端发力弥补工程端的主动降速。公司零售渠道过往属于“农村包围城市”，对比竞争对手如立邦中国等，公司在一二线布局的发力仍有较大空间，结构的改善有效对冲收入端来自工程的压力。

►**24Q1-Q3 零售收入逆势增长，24Q4 有望延续。**24Q1-Q3 公司以家装墙面漆和胶黏剂为代表的零售产品分别同比+14%/+16.17%，销售单价企稳回升，24Q3 销售单价环比显著改善，环比+10.62%/+11.10%；具体看 2024Q1-Q3 公司家装墙面漆/工程墙面漆/胶黏剂/基材与辅材/防水卷材，分别实现收入 22.28/29.79/6.51/18.79/10.02 亿元，分别同比+14.14%/-12.51%/+16.17%/+4.18%/+13.02%；平均单价分别同比+0.34%/-10.03%/-0.89%/-21.09%/-5.87%，单 24Q3 家装墙面漆/工程墙面漆/胶黏剂/基材与辅材/防水卷材均价分别环比+10.62%/-3.32%/+11.10%/-8.57%/-3.80%。原材料价格方面：2024Q1-Q3 家装/工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材原材料均价同比+4.69%/-20.00%/-1.43%，单 Q3 分别环比-10.60%/-8.16%/+9.03%，原材料价格环比持续下降。我们认为 24Q4 零售趋势有望延续，得益于国内对装修建材的消费刺激和公司品牌的辨识度不断加强，消费者接受意愿强，未来公司在零售端的增量有望再做大。

►**工业涂料迈入快车道，产能扩张再添新动力。**公司 2020 年开启工业涂料业务，2024 年汽车新材料公司正式揭牌，布局航空航天、船舶、汽车，补齐新能源汽车、光伏、风电等前沿领域。客户端：2024 年公司工业涂料进入快速发展阶段，与三一重工、精工钢构、东铭绿能、福化鲁华等客户开展战略合作，2025 年初签订和万华化学的战略合作。产品端：24H1 公司推出三款新品聚硅氧烷面漆、管道内减阻环氧漆和无机锌车间底漆；其中无机锌车间底漆用途广泛，是船舶、重型机械、海上平台等重防腐领域不可或缺的防锈产品，公司在重防腐领域迈上新的台阶。公司 2025 年 1 月 17 日公告拟自筹资金在福建莆田秀屿高新区，投资 7.8 亿元用于工业涂料和胶黏剂产线，项目预计产能溶剂型涂料 5 万吨/年；胶黏剂类 4 万吨/年；水性涂料 9 万吨/年，建设期 1 年，为公司未来业绩放量夯实基础。

投资建议

鉴于 2024 年地产行业发生较大变化，我们下调 2024-2025 年收入预测 125.11/140.05 亿元（原来 175.45/206.31 亿元），下调 2024-2025 归母净利润预测 3.81/7.93 亿元（原 11.17/15.74 亿元），新增 2026 年收

入和利润预测，分别为 158.31/10.49 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/1.50/1.99 元，对应 1 月 23 日 42.54 元收盘价 58.84x/28.28/21.37x PE，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，渠道拓展弱于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,338	12,476	12,511	14,005	15,831
YoY (%)	-0.8%	10.0%	0.3%	11.9%	13.0%
归母净利润(百万元)	330	174	381	793	1,049
YoY (%)	179.0%	-47.3%	119.5%	108.1%	32.3%
毛利率 (%)	28.9%	31.5%	29.9%	31.1%	31.9%
每股收益 (元)	0.63	0.33	0.72	1.50	1.99
ROE	14.5%	7.1%	13.5%	21.9%	22.5%
市盈率	67.52	128.91	58.84	28.28	21.37

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523110001

联系电话：

分析师：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524050001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,476	12,511	14,005	15,831	净利润	177	374	783	1,040
YoY(%)	10.0%	0.3%	11.9%	13.0%	折旧和摊销	437	592	723	816
营业成本	8,545	8,766	9,645	10,784	营运资金变动	234	727	-1,072	397
营业税金及附加	106	92	107	122	经营活动现金流	1,408	2,240	774	2,556
销售费用	2,124	2,044	2,295	2,608	资本开支	-609	-1,245	-976	-976
管理费用	678	638	722	821	投资	7	25	27	27
财务费用	174	79	53	57	投资活动现金流	-601	-1,218	-946	-947
研发费用	289	291	326	368	股权募资	54	0	0	0
资产减值损失	-157	-30	-30	-30	债务募资	-96	-124	-144	-152
投资收益	0	-1	-1	-1	筹资活动现金流	-495	-246	-259	-260
营业利润	205	427	861	1,145	现金净流量	312	776	-431	1,348
营业外收支	-15	-13	-14	-14	主要财务指标				
利润总额	190	414	847	1,132	成长能力				
所得税	13	40	64	92	营业收入增长率	10.0%	0.3%	11.9%	13.0%
净利润	177	374	783	1,040	净利润增长率	-47.3%	119.5%	108.1%	32.3%
归属于母公司净利润	174	381	793	1,049	盈利能力				
YoY(%)	-47.3%	119.5%	108.1%	32.3%	毛利率	31.5%	29.9%	31.1%	31.9%
每股收益	0.33	0.72	1.50	1.99	净利率	1.4%	3.0%	5.7%	6.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	1.2%	2.6%	4.8%	5.9%
货币资金	1,712	2,488	2,057	3,405	净资产收益率 ROE	7.1%	13.5%	21.9%	22.5%
预付款项	147	123	139	159	偿债能力				
存货	749	607	868	795	流动比率	0.78	0.75	0.82	0.91
其他流动资产	4,767	3,758	5,660	5,662	速动比率	0.60	0.57	0.63	0.72
流动资产合计	7,375	6,976	8,725	10,022	现金比率	0.18	0.27	0.19	0.31
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	80.9%	78.6%	76.4%	72.5%
固定资产	4,612	5,703	6,504	7,204	经营效率				
无形资产	479	552	583	621	总资产周转率	0.89	0.88	0.91	0.93
非流动资产合计	6,763	7,409	7,656	7,812	每股指标 (元)				
资产合计	14,138	14,385	16,381	17,833	每股收益	0.33	0.72	1.50	1.99
短期借款	1,310	1,197	1,067	928	每股净资产	4.64	5.36	6.87	8.86
应付账款及票据	6,091	6,121	7,337	7,724	每股经营现金流	2.67	4.25	1.47	4.85
其他流动负债	2,074	2,040	2,181	2,360	每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9,475	9,359	10,585	11,011	估值分析				
长期借款	1,461	1,461	1,461	1,461	PE	128.91	58.84	28.28	21.37
其他长期负债	498	487	474	460	PB	10.26	7.93	6.19	4.80
非流动负债合计	1,960	1,948	1,935	1,921					
负债合计	11,435	11,307	12,521	12,933					
股本	527	527	527	527					
少数股东权益	258	251	241	231					
股东权益合计	2,703	3,077	3,860	4,900					
负债和股东权益合计	14,138	14,385	16,381	17,833					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。