

增持（首次）

## 中国涂料第一品牌，业绩有望重返快速增长轨道

三棵树（603737）深度报告

2025年2月27日

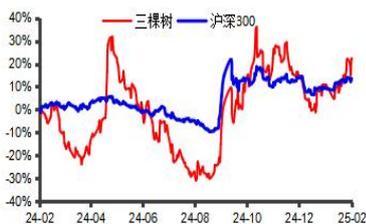
## 投资要点：

分析师：何敏仪  
SAC 执业证书编号：  
S0340513040001  
电话：0769-22177163  
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

## 主要数据 2025年2月26日

收盘价(元)	46.95
总市值(亿元)	247.43
总股本(亿股)	5.27
流通股本(亿股)	5.27
ROE(TTM)	1.06%
12个月最高价(元)	55.38
12个月最低价(元)	26.30

## 股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 相关报告

- **公司简介。**公司是中国涂料行业龙头企业，专注于建筑涂料、防水材料、地坪涂料等领域的研发、生产和销售。2023年位居全球建筑装饰涂料排名第8位、中国第一，2024年第18次荣登世界品牌大会“中国500最具价值品牌排行榜”，持续蝉联涂料榜单第一名。
- **公司各主营产品销售规模均实现快速增长。**公司家装墙面漆营收从2015年的4.39亿增长至2023年的26.32亿，年复合增长率为25%；工程墙面漆营收额从5.94亿增长至46.76亿，年复合增速为29.42%，均保持较快增长。基材与辅材营业收入从2018年的3.32亿增长至2023年的24.24亿，年复合增长率达48.83%。胶粘剂营收则从2015年的0.95亿上升至2023年7.61亿，年复合增长率为29.71%。
- **公司构筑坚固竞争护城河，竞争优势突出。**公司持续优化渠道结构，注重研发投入，创新开发新产品，提升产品力，持续打造公司品牌。与此同时，公司不断推进供应链转型升级，夯实供应链优势，使产品能被高效获得；持续推动服务体系升级，使公司由单一涂料生产商向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商转变。公司构筑坚固的竞争护城河，不断提升市场占有率，获得持续的发展壮大值得期待。
- **大额计提影响逐渐减弱，业绩有望重返快速增长轨道。**公司2021年开始大额计提坏账减值，截止2023年已经累计较大额度的计提，后续坏账对于公司业绩的影响程度将明显降低。公司再度轻装上阵，再次获得持续较高的提升增长值得期待。
- **总结与投资建议。**三棵树为中国涂料第一品牌，公司持续创新开发新产品，从涂料延伸至涵盖防水、保温、胶粘剂、基辅材等，产品应用范围从传统房地产、基建，拓展至工业制造领域。我国涂料市场需求空间广阔，但市场集中度仍较低。公司凭借其产品、品牌，渠道，供应链及服务等方面的竞争优势，构建了坚固的护城河，有利于持续提升市场份额，具备较大的成长空间。
- 公司近年来持续优化渠道结构，更多发力零售市场，提升小B端业务，继续稳固三四线城市增强一二线城市布局，实现销售规模的持续较快增长。另一方面，随着大额计提减值影响逐渐减弱，通过降本增效，规模效应也逐步显效，业绩重回快速增长值得期待。
- 预测公司2024年-2026年EPS分别为0.72元，1.36元和1.57元，对应当前股价PE分别为65.5倍，34.5倍及30倍。看好公司持续发展壮大，首次覆盖，给与“增持”评级，建议关注。
- **风险提示：**房地产优化政策出台力度低于预期，地方政府救市政策落实及成效不足，楼市销售回暖不及预期。基建投资低于预期，带来行业需求下降。宏观经济转弱，下游需求不足。原材料成本上升，利润率下降。新业务发展缓慢，传统业务市场占有率提升不及预期。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 公司简介	3
2. 公司各主营产品销售规模均实现快速增长	3
3. 国内涂料需要空间广阔，市场集中度持续提升	6
3.1 涂料市场需求空间广阔	6
3.2 国内涂料市场集中度将持续提升	6
4. 公司构筑坚固竞争护城河，竞争优势突出	8
5. 大额计提影响逐渐减弱，业绩有望重返快速增长轨道	10
6. 总结与投资建议	12
7. 风险提示	13

## 插图目录

图 1：三棵树“七位一体”解决方案	3
图 2：2023 年公司各主要产品营收占比（单位：%）	3
图 3：近几年公司主要产品营收增长（单位：%）	3
图 4：近十年墙面涂料营收及增速（单位：亿元，%）	4
图 5：2018-2023 年中国防水建筑材料产量变化情况（单位：亿平方米）	5
图 6：2024—2029 年中国防水卷材行业市场规模预测（单位：亿元）	5
图 7：2022 年中国防水卷材企业市场份额情况（单位：%）	5
图 8：2024 中国涂料前十强企业占全国总销售收入比率（单位：%）	7
图 9：2024 中国十大涂料企业销售收入（单位：亿元）	7
图 10：公司营业总收入及增速（单位：亿元，%）	10
图 11：公司净利润归属净利润及增速（单位：亿元，%）	10
图 12：公司资产减值计提情况（单位：亿元）	10
图 13：公司销售毛利率净利率情况（单位：%）	11
图 14：公司各主营业务毛利率情况（单位：%）	11
图 15：公司三费率情况（单位：%）	11

## 表格目录

表 1：中国 TOP10 涂料企业 2022-2023 年市场占有率（单位：%）	7
表 2：公司盈利预测简表（2025/2/26）	14

## 1. 公司简介

三棵树涂料股份有限公司创立于 2002 年，2016 年在上海证券交易所 A 股主板上市。公司是中国涂料行业龙头企业，专注于建筑涂料、防水材料、地坪涂料等领域的研发、生产和销售。公司始终关注人类美好生活和家居健康，致力于为消费者提供以环保、健康墙面涂料为核心的“产品一站式”服务，为用户提供绿色建筑解决方案。

2019 年公司上榜胡润中国民营企业 500 强榜单，2020 年成为中国奥委会官方涂料独家供应商，2023 年位居全球建筑装饰涂料排名第 8 位、中国第一，2024 年第 18 次荣登世界品牌大会“中国 500 最具价值品牌排行榜”，持续蝉联涂料榜单第一名。

三棵树总部位于福建莆田，在上海、广州、北京成立中心，并在福建、四川、河南、天津、安徽、河北、广东、湖北、江西等设有及在建 14 个生产基地。其中莆田生态工业园，四川生态工业园被评为国家级绿色工厂。公司的核心竞争力体现在文化、品牌、研发、渠道、供应链、服务、智能化、人才等方面，全心全意为用户创造价值。

图 1：三棵树“七位一体”解决方案



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

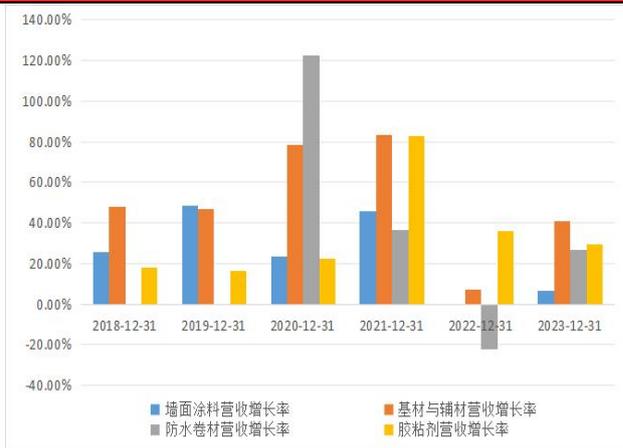
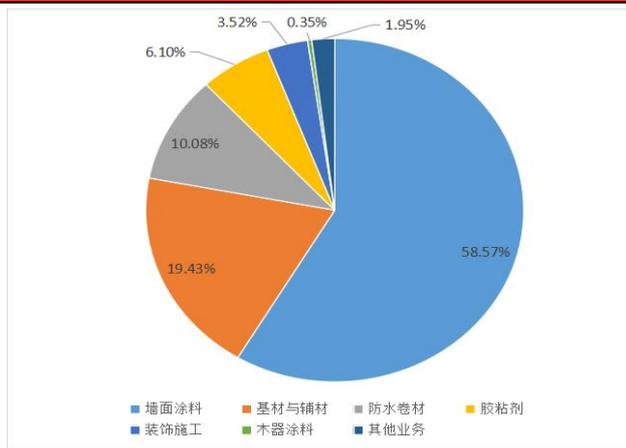
## 2. 公司各主营产品销售规模均实现快速增长

公司主营业务为建筑涂料（墙面涂料）、防水材料、地坪材料、木器涂料、保温材料及保温一体化板、胶粘剂、基辅材、工业涂料等产品的研发、生产和销售。

公司致力于在零售领域打造乳胶漆、艺术漆、仿石漆、胶黏剂、基辅材、防水涂料、小森板“七位一体”产品和马上住服务的美好生活解决方案；在工程领域打造内外墙涂料、防水、保温、工业涂料、地坪、家居新材料、基辅材、施工服务为一体的绿色建材一站式集成系统。

从 2023 年年报披露数据，公司墙面涂料营收占公司总营收比率约 58.5%；基材与辅材销售占比约 19.5%；防水材料占比约 10%。墙面涂料仍为公司第一主营业务，而基材与辅材、防水卷材及胶粘剂则彰显较高的增长性。

图 2：2023 年公司各主要产品营收占比（单位：%）图 3：近几年公司主要产品营收增长（单位：%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

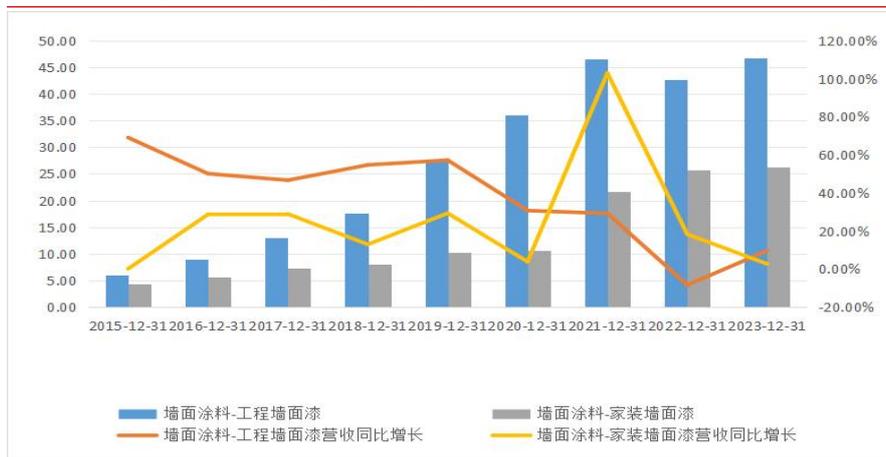
资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

涂料作为一种用于涂装在物体表面形成涂膜的材料，广泛运用于各行各业，由于其可以提高金属构件、设备、桥梁、建筑物、交通工具等产品的外观美观度，延长产品使用寿命，且具有使用安全性以及其他特殊作用（如电绝缘、防污、减阻、隔热、耐辐射、导电、导磁等），是国民经济配套的重要工程材料。

公司墙面涂料可分为面向以家庭消费者为主的家装墙面涂料和面向以政府、企事业单位、建筑工程、地产公司等用户的工程墙面涂料。家装墙面涂料主要用于住宅、学校、医院、酒店等建筑的内墙装修装饰，主要产品有艺术涂料、“健康+”标准乳胶漆如 BB 漆系列、鲜呼吸系列、360 系列、森家优选、纯萃系列、珍萃系列、净味无添加系列等。

工程墙面涂料主要在建筑施工过程中用于建筑内外墙涂装，主要产品有多彩漆、质感涂料、外墙弹性涂料、真石漆等。公司家装墙面漆营收从 2015 年的 4.39 亿增长至 2023 年的 26.32 亿，年复合增长率为 25%；工程墙面漆营收额从 5.94 亿增长至 46.76 亿，年复合增速为 29.42%，均保持较快增长。

图 4：近十年墙面涂料营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

防水材料多使用在屋面、地下建筑、建筑物的地下部分和需防水的室内及储水构筑物等。公司的防水材料主要分为防水卷材和防水涂料两大系列，全面满足建筑复杂外形和结构对防水功能的需求。其中，防水卷材产品主要分为高分子防水卷材、改性沥青防水卷材、自粘防水卷材等；防水涂料产品主要分为植物油聚氨酯系列防水涂料、聚合物水泥防水

涂料、水性防水涂料等。

近年我国防水市场发展迅速，防水材料需求增加明显，尤其在建筑、商业和基础设施领域。根据中国建筑防水协会的相关数据，2018-2021年，中国防水建筑材料产量逐年上升，由22.12亿平方米增长至40.92亿平方米。根据前瞻产业研究院资料，2022年中国防水卷材市场规模约1278亿元，同比下降5%，主要系受到2022年新冠疫情升级的影响。经初步统计，2023年中国防水卷材市场规模约1329亿元；预测到2029年我国防水卷材行业市场规模有望达到1682亿元，防水卷材需求将实现持续增长。

图 5：2018-2023 年中国防水建筑材料产量变化情况图 6：2024—2029 年中国防水卷材行业市场规模预测  
（单位：亿平方米） （单位：亿元）

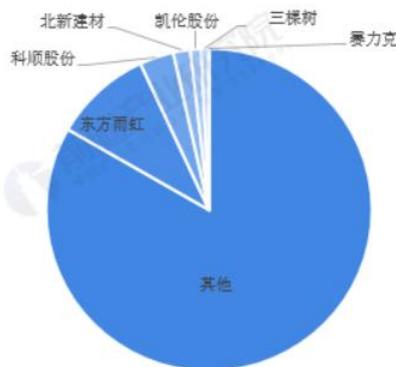


资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

公司防水卷材营收从2019年的4.18亿增长至2023年的12.57亿，年复合增长率达31.69%，增速较快。而从TOP6防水企业当前市场占有率情况来看，头部企业整体市占率较低，市场竞争仍较分散。凭借技术、产品、品牌、服务、渠道等优势，三棵树未来在防水领域实现持续较快增长可期。

图 7：2022 年中国防水卷材企业市场份额情况（单位：%）



资料来源：中国防水卷材工业协会，前瞻产业研究院，东莞证券研究所

公司基材与辅材适合各种家具制造业产品粘贴和室内装饰过程中找平、填缝、密封、基材表面加固、造毛，以及抗裂、补裂处理、墙面施工表面预处理，主要有白乳胶、抹灰石膏、腻子粉、美缝剂、硅酮胶、发泡胶、瓷砖胶、墙面加固剂、免钉胶、干挂胶、双组份界面剂等系列产品及施工辅助工具。公司基材与辅材营业收入从2018年的3.32亿

增长至 2023 年的 24.24 亿，年复合增长率达 48.83%。

在胶粘剂领域，公司坚持建筑胶与新能源工业胶双轮驱动，聚焦有机硅、环氧树脂、聚氨酯、聚乙烯醇乳液、丙烯酸等五大材料体系。在建筑胶版块，致力于为用户提供建筑室内外全粘合系统一站式解决方案。在室内装饰领域，公司率先推出“全屋美缝”概念，在建筑密封领域，公司加大研发费用投入力度，硅酮胶设备采用业内领先的全封闭、全自动、连续化、智能化生产线。同时，在新能源、工业胶版块，公司持续研发创新投入，探索并寻求在新能源、工业胶粘剂方面相关领先技术的研究与突破。胶粘剂营收则从 2015 年的 0.95 亿上升至 2023 年 7.61 亿，年复合增长率为 29.71%。

### 3. 国内涂料需要空间广阔，市场集中度持续提升

#### 3.1 涂料市场需求空间广阔

从行业需求来看，中国是全球最大的涂料生产和消费国。根据中国涂料工业协会统计，“十二五”末的 2015 年至“十三五”末的 2020 年，中国涂料年产量从 1717.6 万吨增长至 2459.1 万吨，平均年增长率 7.44%，年均增长率高于国家 GDP 增长率。

从涂料行业市场细分来看，包括建筑涂料、工业涂料及艺术涂料等。建筑涂料需求主要受房地产市场影响。在持续的政策落地提振之下，房地产市场逐步止跌回稳并趋向回升，特别是近几个月二手房市场成交回暖明显。房地产市场回暖将带动涂料需求的提升。另一方面，我国存量房市场规模巨大，老旧房子更新也将对涂料需求带来稳定的需求。而工业涂料领域，主要下游为制造业，基础设施建设等。随着制造业的转型升级和基础设施建设的推进，工业涂料市场需求保持稳定增长。同时在汽车涂料、船舶涂料等高端市场，外资企业占据较大份额，但如三棵树等本土企业通过技术创新和品牌建设，正在逐步打破外资企业的垄断格局。

整体来看，国家新基建工程、新型城镇化、旧城改造、城市更新、保障房建设、乡村振兴等政策机遇，都将带动涂料建材需求增长。在国家双碳战略的实施、美丽中国建设的推动等多重因素影响下，涂料企业的业务和品类多元化扩张步伐加速，不再局限于现有传统涂料业务，而是积极向工业涂料领域拓展，市场潜力巨大。

#### 3.2 国内涂料市场集中度将持续提升

从国内涂料市场现阶段情况来看，行业内规模以下企业数量众多，市场集中度较低；不同涂料企业的产业布局、业务领域出现相互渗透、相互融合的局面；缺乏核心竞争力的企业逐步退出市场，市场份额将逐步向实力较强的品牌企业集中，市场集中度将加速提升。

《涂界》（Coatings Industry）以企业 2023 年营业收入指标作为排序指标，排出 2024 中国涂料 100 强企业名单。其中 2024 中国十大涂料企业分别为立邦、PG、阿克苏诺贝尔、三棵树、佐敦、宣伟、巴斯夫、北新建材、湘江涂料、艾仕得。

根据涂界统计数据显示，中国最大涂料企业立邦，2023 年的市场占有率仅为 5.98%；PPG、阿克苏诺贝尔分别以 2.92%、2.63% 的市场占有率位居全国第二、第三；三棵树市场占有率为 2.42%，位居第四位；从市占率来看，各大企业普遍偏低。国内涂料行业集中度较低，使得头部企业规模仍有较大的提升空间。

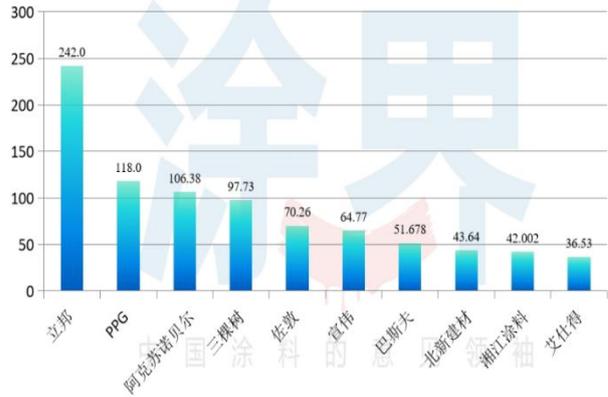
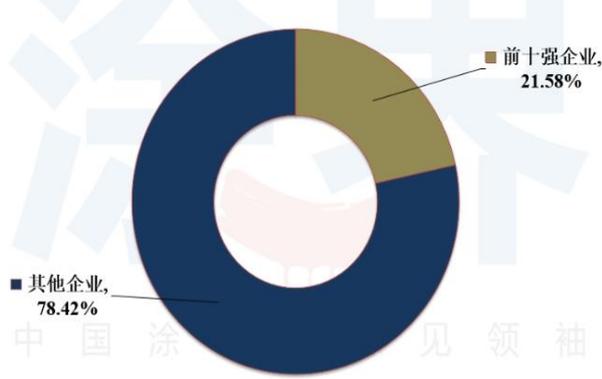
表 1：中国 TOP10 涂料企业 2022-2023 年市场占有率（单位：%）

排名	企业名称	收入（亿元）	2022 年市占率（%）	2023 年市占率（%）
1	立邦	242.00	5.04%	5.98%
2	PPG	118.00	2.40%	2.92%
3	阿克苏诺贝尔	106.38	2.28%	2.63%
4	三棵树	97.730	1.90%	2.42%
5	佐敦	70.260	1.37%	1.74%
6	宣伟	64.770	1.37%	1.60%
7	巴斯夫	51.678	1.10%	1.28%
8	北新建材	43.640	0.99%	1.08%
9	湘江涂料	42.002	0.91%	1.04%
10	艾仕得	36.530	0.75%	0.90%

资料来源：涂界统计数据，东莞证券研究所

另一方面，榜单前 10 强企业 2023 年累计销售收入为 872.99 亿元，同比增长 6.58%；前 10 强企业占榜单总收入比例为 55.76%，较往年增加了 2.38 个百分点；占全国总收入比例为 21.58%，较往年增加了 3.48 个百分点。随着消费者对产品安全意识快速提升，对环保、安全等特性需求增长迅速，行业集中度将持续提升。公司为国内涂料行业领军企业之一，凭借技术创新、品牌建设、产品力提升、供应链及服务等优势，不断提升市场份额可期。

图 8：2024 中国涂料前十强企业占全国总销售收入比图 9：2024 中国十大涂料企业销售收入的占比（单位：%）



资料来源：涂界统计数据，东莞证券研究所

资料来源：涂界统计数据，东莞证券研究所

#### 4. 公司构筑坚固竞争护城河，竞争优势突出

公司产品、品牌，渠道，供应链及服务等方面竞争优势突出，构建了坚固的护城河，同时也为公司后续持续发展，进一步提升市场占有率奠定基础。

**渠道：**公司零售业务推进全渠道营销网络建设，坚持零售高端化、年轻化、服务化和线上化。公司以家居卖场体验店、艺术涂料体验店等模式拉动高端零售转型，立体化渠道布局基本达成。稳固三、四线城市优势地位并向一、二线市场进驻。近年门店数持续增加，并深耕淘宝、京东等电商主流平台，大力拓展抖音、快手等电商渠道，搭建线上全渠道覆盖体系，不断开拓新零售业务，电商新零售模式成长迅速。

工程业务方面，公司优化渠道结构，严控地产风险，拓展优质赛道，聚焦央国企、城建城投、工业厂房新赛道，布局旧改、学校、医院等小 B 端应用场景，并下沉县级渠道，拓展渠道多元化。小 B 渠道建设日益完善，客户数量持续增加。

通过渠道布局的持续优化，公司近年零售业务录得较快增长；工程业务随着逐渐从大 B 转向更多小 B，也将实现更稳定的收益。

**品牌：**公司多年来重视品牌建设，锚定“中国漆，中国色”核心品牌认知，开展品牌战略升级，通过包括，强化市场调研，开展互联网精准营销；通过央视平台的顶级媒体资源，促进三棵树品牌深入人心；与品牌代言人、冬奥冠军武大靖达成绩约合作，并高效使用中国奥委会官方涂料供应商权益，延续体育营销热度等。在第二十届“世界品牌大会”中，三棵树第十七次荣登“中国 500 最具价值品牌排行榜”，品牌价值持续提升。

**产品：**公司秉持“极致健康、极致性能、极致应用”的研发理念，以市场为导向，以用户为中心，以绿色创新和低碳环保为核心，研发新材料、新一代、新应用的“三新”产品，巩固产品核心竞争力。

从创立之初的第一支“金叶漆”产品到目前涵盖涂料、防水、保温等多类别产品，公司产品品类不断丰富。在工程领域，公司打造内外墙涂料、防水、保温、工业涂料、地坪、家居新材料、基辅材、施工服务为一体的绿色建材一站式集成系统，在零售领域打造乳胶漆、艺术漆、仿石漆、胶黏剂、基辅材、防水涂料、小森板“七位一体”产品和马上

住服务的美好生活解决方案。

为了使公司产品获得持续的创新及竞争力，公司一直以来注重研发投入。公司现有科研和技术人员 1000 多人，组建了 60 多个技术创新团队，由诺贝尔物理学奖得主安德烈·盖姆教授担任首席技术顾问，聘请中国科学院颜德岳院士为进站院士。公司承担了国家“863”计划、省市科技计划项目等多项重要前沿科研课题，并与科研院所建立产学研合作，取得多项行业领先科研成果。

公司目前已经构建了完备的科研与技术研究基础设施，拥有 4 大研发平台、6 大研发中心，总部研发中心面积达 6000 m<sup>2</sup>，配置了 200 多台高端科研设备。公司率先制定健康+新标准并不断升级，参与了 111 项国家、行业等各项标准的制定，拥有 760 多件授权专利，并发表了核心技术期刊论文 146 篇。

**供应链：**公司构建“多、快、好、省”的生态供应链系统，实现快速交付，提升精益生产水平，推进供应链转型升级。通过建立完善的供应链网络规划策略，构建迅捷、柔性的（3+X）交付体系，识别并圈定综合工厂布局，并以综合工厂为区域化中心，合理布局卫星工厂、专业工厂、联营工厂，逐步构建多厂全品类供应链网络。同时，建立科学订单计划管理模型，搭建信息化、智能化、可视化供应链管理平台，实现客户订单全流程业务智慧化管理。

公司东、西、南、北、中五大区域性综合工厂已基本形成布局，并积极布局基辅材联营工厂，提升旺季柔性供应能力，完善绿色供应链布局。完善的供应链体系，既能迅速应对客户的需求，提升竞争力，也能有效降低物流运输成本，赋能销售网络的进一步拓展下沉。

**服务体系：**公司布局涂装一体化和城市焕新重涂业务，在工程端与零售端均打造 361°服务体系，持续推动公司由单一涂料生产商向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商的转变，提供绿色建材一站式服务。

公司近年积极打造“马上住”全屋定制服务，主要针对重涂翻新市场，为消费者提供一站式省心包工包料服务。并推出专为重涂设计的森家优选系列墙面漆，全系列通过更苛刻的“健康+”水性涂料标准，拥有国内外多重环保认证和标准护航，让消费者快速入住安心家。

整体我们认为，公司持续优化渠道结构，推进全渠道营销网络建设及拓展，更多发力零售市场，提升小 B 端业务，继续稳固三四线城市增强一二线城市布局，在房地产市场进入下半场，存量房及二手房交易占比不断提升的背景下，未来将能获得更持续稳定的收益。另一方面，公司注重研发投入，创新开发新产品，提升产品力，持续打造公司品牌，促进三棵树品牌深入人心。与此同时，公司不断推进供应链转型升级，夯实供应链优势，使产品能被高效获得；持续推动服务体系升级，使公司由单一涂料生产商向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商转变，为客户提供一站式服务。公司构筑坚固的竞争护城河，不断提升市场占有率，获得持续的发展壮大值得期待。

## 5. 大额计提影响逐渐减弱，业绩有望重返快速增长轨道

公司多年来营收规模持续扩大，2015 年公司营业总收入为 15.19 亿，到 2023 年营收增长至 124.76 亿，年复合增长率为 30.11%。而净利润及归属净利润也获得持续平稳增长。公司净利润从 2015 年的 1.16 亿增长至 2023 年的 1.77 亿，年复合增长率为 5.42%；归属净利润从 1.16 亿增长至 1.74 亿，年复合增长率为 5.2%。其中，2020 年为公司近年业绩高点，净利润及归属净利润分别达 5.35 亿及 5.02 亿；从 2015 年至 2020 年公司净利润及归属净利润年复合增长率分别高达 46.55%和 44.23%，彰显高成长性。但 2021 年以来，公司受房地产市场下行周期影响，特别是大 B 渠道中房地产业务计提减值影响业绩，导致净利润及归属净利润出现较大波动。2021 年公司净利润为-3.96 亿，归属净利润为-4.17 亿，出现一定程度的亏损。但 2022 年以来，公司持续优化渠道结构，提升零售业务占比，同时增加涂料以外产品的销售，提升服务质量及通过降本增效等措施，使得业绩逐步得以修复回升。另一方面，公司 2021 年开始大额计提坏账减值，截止 2023 年已经累计较大额度的计提，后续坏账对于公司业绩的影响程度将明显降低。公司再度轻装上阵，再次获得持续较高的提升增长值得期待。

根据公司业绩预增公告，预计 2024 年年度实现归属上市公司股东净利润在人民币 3.1 亿元到 4.2 亿元之间，同比增加 78.63%到 142.02%。预计 2024 年年度归属于上市公司股东的扣非净利润在 1.4 亿元到 2.5 亿元之间，同比增加 227.33%到 477.13%。可见公司 2024 年业绩同比实现较大增长，业绩修复明显。

图 10：公司营业总收入及增速（单位：亿元，%） 图 11：公司净利润归属净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 12：公司资产减值计提情况（单位：亿元）

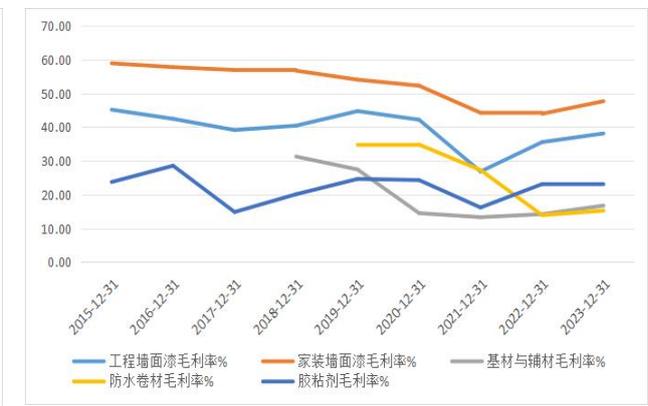


资料来源: wind 资讯, 东莞证券研究所

从公司毛利率情况来看, 近几年墙面涂料产品受原材料成本以及销售价格承压等影响, 带来毛利率下降, 但整体仍维持较高水平。2023 年公司墙面涂料整体销售毛利率达 41.57%, 较 2022 年回升 2.87 个百分点, 修复明显。而基材与辅材、防水卷材等产品近年销售毛利率下降至 15% 左右水平; 胶粘剂则相对平稳, 维持约 23% 的销售毛利率水平。整体来看, 公司墙面涂料仍为核心产品, 产品竞争优势突出, 毛利率维持较高水平; 而毛利率相对较低的非涂料业务营收占比持续攀升, 使得公司整体毛利率趋于下行。

图 13: 公司销售毛利率净利率情况 (单位: %)

图 14: 公司各主营业务毛利率情况 (单位: %)

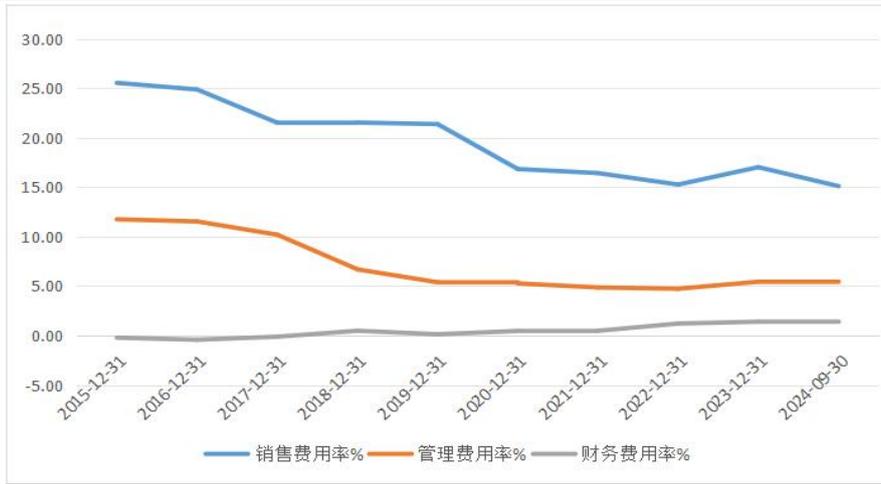


资料来源: wind 资讯, 东莞证券研究所

资料来源: wind 资讯, 东莞证券研究所

费用情况来看, 公司近年费用管控能力有所提升。公司销售费用率 2015-2019 年均维持在 20% 以上, 2020 年以来随着整体销售额提升, 规模效应带来销售费用率下降至 17% 以内。2024 年截止三季度末, 公司销售费用率更下降至 15.1% 的水平, 为近十年最低。管理费用率来看, 2015-2017 年均在 10% 以上, 2018 年以来下降至 4.7%-6.7% 的区间水平。公司持续降本增效, 费用管控能力提升明显。

图 15: 公司三费率情况 (单位: %)



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

整体我们认为，公司核心业务——墙面涂料，通过持续的产品创新及提升，同时打造品牌影响力，优化渠道布局，增加零售占比，将能维持较高的毛利率及获得持续的增长。而非涂料类产品品类多元升级，通过渠道协同及服务升级，也将能持续获得销售的提升。在计提减值影响逐步消化完毕后，后续公司业绩持续回升可期。

## 6. 总结与投资建议

三棵树为中国涂料第一品牌，公司持续创新开发新产品，从涂料延伸至涵盖防水、保温、胶粘剂、基辅材等，产品应用范围从传统房地产、基建，拓展至工业制造领域。我国涂料市场需求空间广阔，但市场集中度仍较低。公司凭借其产品、品牌，渠道，供应链及服务等方面的竞争优势，构建了坚固的护城河，有利于持续提升市场份额，具备较大的成长空间。

房地产市场进入下半场，存量房规模巨大，二手房成交占比提升，翻新重涂将持续提升，对涂料等需求带来稳定支撑。而近期在房地产优化政策持续加码落地，楼市逐步实现止跌回稳及回升，也将推动涂料需求的增长。我国持续推动城镇化建设，国家新基建工程、新型城镇化、旧城改造、城市更新、保障房建设、乡村振兴、美丽中国建设等政策机遇，将成为涂料需求新的增长点。

公司近年来持续优化渠道结构，更多发力零售市场，提升小 B 端业务，继续稳固三四线城市增强一二线城市布局，实现销售规模的持续较快增长。另一方面，随着大额计提减值影响逐渐减弱，通过降本增效，规模效应也逐步显效，业绩重回快速增长值得期待。

预测公司 2024 年-2026 年 EPS 分别为 0.72 元，1.36 元和 1.57 元，对应当前股价 PE 分别为 65.5 倍，34.5 倍及 30 倍。看好公司持续发展壮大，首次覆盖，给与“增持”评级，建议关注。

## 7. 风险提示

- （1）房地产优化政策出台力度低于预期，地方政府救市政策落实及成效不足，楼市销售回暖不及预期。
- （2）基建投资低于预期，带来行业需求下降。
- （3）宏观经济转弱，下游需求不足。
- （4）原材料成本上升，利润率下降。
- （5）新业务发展缓慢，传统业务市场占有率提升不及预期。

表 2: 公司盈利预测简表 (2025/2/26)

科目 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>12,476</b>	<b>12825</b>	<b>14,035</b>	<b>15491</b>
<b>营业总成本</b>	<b>11,916</b>	<b>12250</b>	<b>13,169</b>	<b>14445</b>
营业成本	8,545	9,057	9,684	10,634
营业税金及附加	106	96	109	116
销售费用	2124	2078	2246	2479
管理费用	678	654	730	775
财务费用	174	64	70	77
研发费用	289	301	330	364
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	157	51	28	23
<b>营业利润</b>	<b>205</b>	<b>451</b>	<b>828</b>	<b>968</b>
加: 营业外收入	4	4	4	4
减: 营业外支出	19	18	17	17
<b>利润总额</b>	<b>190</b>	<b>437</b>	<b>815</b>	<b>955</b>
减: 所得税	13	51	81	113
<b>净利润</b>	<b>177</b>	<b>386</b>	<b>733</b>	<b>843</b>
减: 少数股东损益	4	8	15	17
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>174</b>	<b>378</b>	<b>718</b>	<b>826</b>
<b>摊薄每股收益 (元)</b>	<b>0.33</b>	<b>0.72</b>	<b>1.36</b>	<b>1.57</b>
<b>PE (倍)</b>	<b>142.58</b>	<b>65.47</b>	<b>34.44</b>	<b>29.96</b>

数据来源: iFind, 东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn