



三棵树 (603737.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

逐步兑现利润

业绩简评

公司披露 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年实现收入 121.1 亿元，同比-3.0%，归母净利 3.3 亿元，同比+91.3%；25Q1 收入 21.3 亿元，同比+3.1%，归母净利 1.1 亿元，同比+123.3%，扣非净利-0.15 亿元，同比减亏 0.63 亿元。2024 年报将木器漆、胶黏剂等品类重分类至基辅材，口径调整对全年和 25Q1 收入增速造成一定影响。25Q1 非经主要为政府补助，扣非业绩大幅减亏，一方面规模仍在增长，此外毛利率和费用率共同优化、改善净利率。

经营分析

零售新业态增长强劲。2024 年家装/工程墙面漆收入 29.7/40.8 亿元，同比+12.8%/-12.7%；25Q1 家装/工程墙面漆收入 6.5/5.9 亿元，同比+8.0%/+9.4%。“马上住”、仿石漆、艺术漆新招客户均增长显著，C 端多模块形成高利润、高增长态势，快速复制。根据中国涂料工业协会，公司仿石漆连续五年市占率第一，2024 年提升至 7.6%，各增量细分市场竞争格局友好，保持强劲增速。

毛利率企稳回升明确。24Q4 毛利率 32.5%，同比+0.44pct，环比+3.82pct，开始企稳回升；25Q1 毛利率 31.05%，同比+2.67pct，继续大幅度改善。我们认为，当前结构调整是主因（C 端增速快于 B 端，墙面漆增速快于防水等），涨价因素预计在 Q2 开始体现。

费用率压降开始见效。2024 年费用率 25.7%，同比-0.5pct，其中销售费用率同比-0.8pct；25Q1 费用率 31.4%，同比-2.4pct，其中销售费用率同比-1.6pct。销售人员薪酬一直是费用率偏高的主因，主要系过去渠道建设期的人员超前投入，2024 年底员工 8996 人，同比减少 836 人，其中销售人员 4526 人，同比减少 516 人。新业态增长不依赖人海战术、人效提升逐步显现。

首次 Q1 现金流转正。2024 年经营性现金流 10.1 亿，且 2022-2023 年分别为 9.6、14.1 亿，随着大 B 转向 C 端+小 B，渠道结构调整后的现金流表现稳定。25Q1 经营性现金流 1.1 亿，去年同期-2.6 亿，历史首次 Q1 现金流转正，零售优先体现真正的“消费”属性。

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，一季度新业态保持高成长、且已逐步兑现利润，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 9.0、12.5 亿元（原为 8.5、12.1 亿元），当前股价对应 PE 为 28.5、20.5 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)

liyanyang10@gjzq.com.cn

分析师：陈伟豪 (执业 S1130524120006)

chenweihao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：48.65 元

相关报告：

- 《三棵树公司点评：业绩大幅增长，利润释放可期》，2025.1.23
- 《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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,476	12,105	13,324	15,112	17,183
营业收入增长率	10.03%	-2.97%	10.07%	13.42%	13.71%
归母净利润(百万元)	174	332	900	1,251	1,504
归母净利润增长率	-47.33%	91.27%	171.14%	38.95%	20.29%
摊薄每股收益(元)	0.329	0.630	1.708	2.373	2.854
每股经营性现金流净额	2.67	1.91	3.00	3.75	4.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.10%	12.36%	27.90%	31.45%	30.84%
P/E	144.58	67.64	28.49	20.50	17.04
P/B	10.26	8.36	7.95	6.45	5.26

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,338	12,476	12,105	13,324	15,112	17,183
增长率		10.0%	-3.0%	10.1%	13.4%	13.7%
主营业务成本	-8,062	-8,545	-8,522	-9,063	-10,162	-11,428
%销售收入	71.1%	68.5%	70.4%	68.0%	67.2%	66.5%
毛利	3,277	3,931	3,583	4,261	4,949	5,755
%销售收入	28.9%	31.5%	29.6%	32.0%	32.8%	33.5%
营业税金及附加	-77	-106	-97	-100	-113	-129
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,730	-2,124	-1,965	-1,932	-2,146	-2,440
%销售收入	15.3%	17.0%	16.2%	14.5%	14.2%	14.2%
管理费用	-536	-678	-700	-746	-816	-928
%销售收入	4.7%	5.4%	5.8%	5.6%	5.4%	5.4%
研发费用	-263	-289	-285	-306	-348	-395
%销售收入	2.3%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	670	734	535	1,176	1,527	1,863
%销售收入	5.9%	5.9%	4.4%	8.8%	10.1%	10.8%
财务费用	-137	-174	-161	-160	-136	-155
%销售收入	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	0.9%	0.9%
资产减值损失	-305	-511	-349	-153	-144	-155
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	1	5	0	0	0
%税前利润	1.5%	0.3%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	334	205	276	1,083	1,504	1,813
营业利润率	2.9%	1.6%	2.3%	8.1%	10.0%	10.6%
营业外收支	-13	-15	-13	-15	-17	-19
税前利润	321	190	262	1,068	1,487	1,794
利润率	2.8%	1.5%	2.2%	8.0%	9.8%	10.4%
所得税	-11	-13	51	-182	-253	-305
所得税率	3.4%	6.7%	-19.5%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	310	177	313	887	1,234	1,489
少数股东损益	-19	4	-19	-13	-16	-15
归属于母公司的净利润	330	174	332	900	1,251	1,504
净利率	2.9%	1.4%	2.7%	6.8%	8.3%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	310	177	313	887	1,234	1,489
少数股东损益	-19	4	-19	-13	-16	-15
非现金支出	627	949	847	580	605	650
非经营收益	97	48	43	185	131	104
营运资金变动	-78	234	-194	-74	6	-14
经营活动现金净流	956	1,408	1,009	1,579	1,976	2,229
资本开支	-935	-609	-1,070	-423	-397	-399
投资	-158	7	-15	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1,093	-601	-1,085	-423	-397	-399
股权募资	0	54	100	0	0	0
债权募资	251	-96	621	-452	-739	-874
其他	-57	-452	-636	-483	-599	-672
筹资活动现金净流	194	-495	85	-935	-1,338	-1,546
现金净流量	57	312	10	221	241	284

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,064	1,712	1,691	1,905	2,141	2,421
应收款项	4,726	4,003	3,585	3,542	3,687	3,938
存货	657	749	730	770	807	845
其他流动资产	874	911	755	650	665	679
流动资产	7,321	7,375	6,761	6,867	7,301	7,883
%总资产	53.2%	52.2%	48.3%	48.9%	50.8%	53.2%
长期投资	168	188	219	219	219	219
固定资产	4,963	5,034	5,003	4,894	4,750	4,573
%总资产	36.1%	35.6%	35.8%	34.9%	33.1%	30.9%
无形资产	607	582	557	557	557	557
非流动资产	6,428	6,763	7,232	7,164	7,068	6,939
%总资产	46.8%	47.8%	51.7%	51.1%	49.2%	46.8%
资产总计	13,749	14,138	13,993	14,031	14,369	14,822
短期借款	2,214	2,087	2,819	2,572	2,043	1,379
应付款项	6,280	6,364	5,720	5,611	5,809	6,106
其他流动负债	715	1,024	779	860	1,009	1,154
流动负债	9,209	9,475	9,318	9,042	8,861	8,640
长期贷款	1,474	1,461	1,285	1,085	885	685
其他长期负债	594	498	418	406	391	378
负债	11,276	11,435	11,022	10,534	10,138	9,703
普通股股东权益	2,272	2,446	2,686	3,225	3,976	4,878
其中：股本	376	527	527	527	527	527
未分配利润	1,178	1,351	1,570	2,110	2,861	3,763
少数股东权益	201	258	285	272	256	241
负债股东权益合计	13,749	14,138	13,993	14,031	14,369	14,822

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.875	0.329	0.630	1.708	2.373	2.854
每股净资产	6.036	4.641	5.097	6.120	7.544	9.256
每股经营现金净流	2.540	2.672	1.914	2.995	3.749	4.229
每股股利	0.000	0.160	0.000	0.683	0.949	1.142
回报率						
净资产收益率	14.50%	7.10%	12.36%	27.90%	31.45%	30.84%
总资产收益率	2.40%	1.23%	2.37%	6.41%	8.70%	10.15%
投入资本收益率	10.49%	10.90%	9.02%	13.63%	17.67%	21.49%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.79%	10.03%	-2.97%	10.07%	13.42%	13.71%
EBIT增长率	211.20%	9.50%	-27.14%	120.04%	29.77%	22.02%
净利润增长率	-179.04%	-47.33%	91.27%	171.14%	38.95%	20.29%
总资产增长率	11.07%	2.83%	-1.03%	0.27%	2.41%	3.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	130.8	114.2	102.5	92.0	88.0	86.0
存货周转天数	27.7	30.0	31.7	31.0	29.0	27.0
应付账款周转天数	184.6	171.1	153.6	135.0	125.0	115.0
固定资产周转天数	124.0	134.9	139.2	126.2	110.2	95.3
偿债能力						
净负债/股东权益	103.94%	67.87%	81.15%	50.05%	18.57%	-7.00%
EBIT利息保障倍数	4.9	4.2	3.3	7.4	11.2	12.0
资产负债率	82.01%	80.88%	78.77%	75.08%	70.55%	65.46%

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	2	6	13	16	46
增持	1	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.14	1.13	1.11	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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