

三棵树 (603737)

零售策略成效显著，盈利改善趋势确立

归母净利润高增，扣非改善显著

公司发布 24 年年报及 25 年一季报，24 年实现收入/归母净利润 121.05/3.32 亿元，同比-2.97%/+91.27%，全年实现扣非归母净利润 1.47 亿元，同比+234.34%。其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 29.59 亿元，同比-3.45%，实现归母净利润/扣非归母净利润-0.78 亿元/-1.02 亿元，同比减亏。25 年 Q1 收入/归母净利润分别达 21.3/1.05 亿元，同比分别+3.12%/+123.33%，扣非归母净利润达-0.15 亿元，同比减亏，非经常性损益主要系计入当期损益的政府补助。

家装墙面漆高增，零售动能强劲

24 年实现家装墙面漆/工程墙面漆收入 29.67/40.84 亿元，同比分别+12.75%/-12.65%，销量分别达 48.95/115.93 万吨，同比分别+12.65%/-2.17%，我们预计美丽乡村/马上住/艺术漆三大业态增势较强，未来零售端仍具备较强增长动能。我们测算 24 年家装墙面漆/工程墙面漆单吨价格分别达 6061/3523 元，同比分别持平/下降 11%，毛利率同比分别-0.8pct/-5.2pct 达 47%/33%。公司 24 年实现基材与辅材/防水卷材业务收入 32.69/13.19 亿元，同比分别增长 1.25%/4.95%，品类多元化稳步推进。

毛利回升叠加减值收窄，利润修复明显

24 年公司整体毛利率 29.60%，同比-1.91pct，主要受工程漆收入下降及产品结构变化影响。24Q4 公司总体毛利率环比+4pct 达 32.5%，25Q1 仍保持 31.05%较高水平。24 年期间费用率 25.71%，同比-0.46pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.79/+0.35/+0.04/-0.07pct，最终实现归母净利率 2.74%，同比+1.35pct。24 年经营性现金流净流入同比减少 4 亿元达 10.09 亿元，主要系 2024 年货款收回减少及支付货款增加所致，24 年公司净现比超 3 倍。25Q1 经营性净现金流为 1 亿元（历史首次在第一季度转正），创上市以来 Q1 新高。

转型加速，维持“买入”评级

我们认为未来存量需求有望逐渐释放，公司零售端扩张、工业涂料转型策略有望助力公司迎来新发展阶段，受房地产市场低迷影响，下调 25-26 年公司归母净利润分别达 8.1/9.4 亿元（前值 8.4/10.0 亿元），预计 27 年公司归母净利润 10.2 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨，城中村改造力度不及预期，地产景气度下行超预期，市场竞争加剧等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,475.68	12,105.08	14,389.33	15,658.38	16,837.99
增长率(%)	10.03	(2.97)	18.87	8.82	7.53
EBITDA(百万元)	1,571.28	1,270.97	1,521.20	1,647.98	1,795.46
归属母公司净利润(百万元)	173.54	331.94	809.70	937.13	1,017.44
增长率(%)	(47.33)	91.27	143.93	15.74	8.57
EPS(元/股)	0.33	0.63	1.54	1.78	1.93
市盈率(P/E)	147.74	77.24	31.67	27.36	25.20
市净率(P/B)	10.48	9.55	7.34	5.79	4.71
市销率(P/S)	2.06	2.12	1.78	1.64	1.52
EV/EBITDA	16.56	18.47	16.68	14.38	12.92

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 04 月 27 日

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	48.65 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	527.01
流通 A 股股本(百万股)	527.01
A 股总市值(百万元)	25,639.16
流通 A 股市值(百万元)	25,639.16
每股净资产(元)	5.27
资产负债率(%)	77.15
一年内最高/最低(元)	55.38/26.30

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



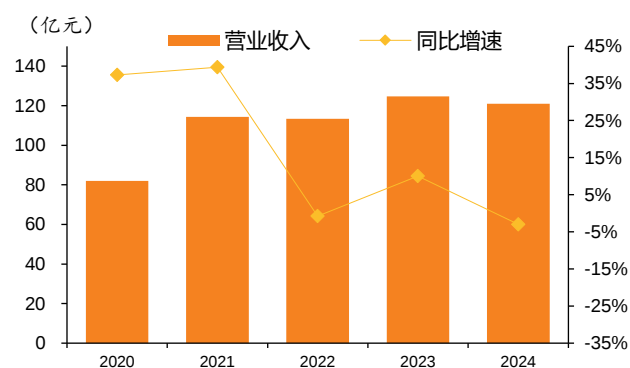
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三棵树-季报点评:C 端价格提升带动收入增长，品类多元化扩持续推进》 2024-10-31
- 《三棵树-半年报点评:C 端增长显著，减值拖累利润》 2024-07-28
- 《三棵树-季报点评:渠道结构继续优化，中长期盈利弹性较高》 2024-04-21

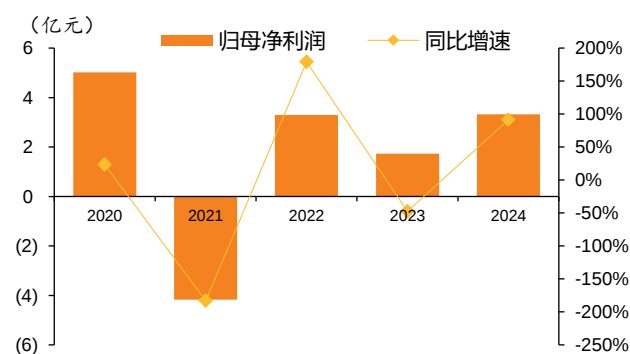
公司历年经营情况

图 1：公司 2020-2024 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2020-2024 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,712.25	1,691.31	1,766.28	3,799.20	4,167.83
应收票据及应收账款	3,592.85	3,249.98	5,396.32	3,733.84	6,084.13
预付账款	146.89	89.76	165.37	120.58	183.85
存货	748.74	729.70	887.59	645.76	1,165.49
其他	697.79	721.65	1,663.96	1,125.61	1,923.75
流动资产合计	6,898.52	6,482.39	9,879.52	9,424.98	13,525.06
长期股权投资	0.00	22.45	22.45	22.45	22.45
固定资产	4,612.21	4,617.27	4,552.23	4,416.02	4,137.96
在建工程	422.14	386.08	279.65	197.79	197.79
无形资产	478.58	467.02	444.70	422.37	400.05
其他	1,250.07	1,738.72	1,297.13	1,406.37	1,469.58
非流动资产合计	6,763.00	7,231.55	6,596.16	6,465.01	6,227.83
资产总计	14,138.19	13,992.87	16,475.68	15,889.99	19,752.89
短期借款	1,310.10	2,312.92	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	6,090.67	5,478.00	8,205.93	6,508.35	9,099.08
其他	1,769.09	1,292.38	2,105.60	1,828.65	2,111.32
流动负债合计	9,169.86	9,083.30	11,311.54	9,337.00	12,210.40
长期借款	1,461.43	1,285.08	900.00	1,400.00	1,400.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	498.33	418.44	503.44	473.40	465.09
非流动负债合计	1,959.76	1,703.52	1,403.44	1,873.40	1,865.09
负债合计	11,434.83	11,021.61	12,714.98	11,210.40	14,075.50
少数股东权益	257.69	285.26	268.94	250.05	229.53
股本	527.01	527.01	527.01	527.01	527.01
资本公积	410.74	410.74	410.74	410.74	410.74
留存收益	1,507.77	1,742.21	2,551.90	3,489.03	4,506.47
其他	0.15	6.04	2.11	2.76	3.64
股东权益合计	2,703.36	2,971.26	3,760.70	4,679.59	5,677.39
负债和股东权益总计	14,138.19	13,992.87	16,475.68	15,889.99	19,752.89

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	177.39	313.34	809.70	937.13	1,017.44
折旧摊销	399.60	463.44	473.80	490.39	500.39
财务费用	211.52	193.97	219.64	215.03	227.00
投资损失	1.51	(3.74)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(101.80)	(1,048.86)	726.87	394.10	(886.13)
其它	719.85	1,090.52	72.02	(8.89)	(20.51)
经营活动现金流	1,408.06	1,008.66	2,302.02	2,027.76	838.19
资本支出	535.68	493.82	195.00	280.04	208.31
长期投资	0.00	22.45	0.00	0.00	0.00
其他	(1,136.84)	(1,601.12)	(651.69)	(550.04)	(408.31)
投资活动现金流	(601.17)	(1,084.85)	(456.70)	(270.00)	(200.00)
债权融资	(313.26)	394.20	(1,766.43)	274.51	(270.43)
股权融资	(84.32)	5.89	(3.93)	0.66	0.87
其他	(96.97)	(314.72)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(494.55)	85.38	(1,770.36)	275.16	(269.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	312.35	9.18	74.97	2,032.93	368.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,475.68	12,105.08	14,389.33	15,658.38	16,837.99
营业成本	8,544.73	8,522.24	9,906.82	10,647.78	11,362.86
营业税金及附加	105.95	97.04	115.36	125.53	134.99
销售费用	2,123.66	1,965.46	2,336.35	2,542.40	2,733.93
管理费用	678.30	700.40	832.57	906.00	974.25
研发费用	289.35	285.34	339.18	369.09	396.90
财务费用	174.34	161.23	219.64	215.03	227.00
资产/信用减值损失	(511.37)	(318.73)	(250.00)	(180.00)	(160.00)
公允价值变动收益	0.01	0.14	88.35	10.00	0.00
投资净收益	(0.48)	4.10	0.00	0.00	0.00
其他	866.01	412.29	(200.00)	(100.00)	(0.00)
营业利润	205.20	275.58	677.77	782.55	848.07
营业外收入	3.98	9.49	5.35	6.28	7.04
营业外支出	19.07	22.84	19.14	20.35	20.78
利润总额	190.11	262.23	663.98	768.48	834.33
所得税	12.73	(51.10)	(129.39)	(149.76)	(162.59)
净利润	177.39	313.34	793.37	918.24	996.93
少数股东损益	3.84	(18.60)	(16.32)	(18.89)	(20.51)
归属于母公司净利润	173.54	331.94	809.70	937.13	1,017.44
每股收益（元）	0.33	0.63	1.54	1.78	1.93

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	10.03%	-2.97%	18.87%	8.82%	7.53%
营业利润	-38.54%	34.30%	145.94%	15.46%	8.37%
归属于母公司净利润	-47.33%	91.27%	143.93%	15.74%	8.57%
获利能力					
毛利率	31.51%	29.60%	31.15%	32.00%	32.52%
净利率	1.39%	2.74%	5.63%	5.98%	6.04%
ROE	7.10%	12.36%	23.19%	21.16%	18.68%
ROIC	8.49%	15.46%	28.89%	36.87%	51.60%
偿债能力					
资产负债率	80.88%	78.77%	77.17%	70.55%	71.26%
净负债率	67.93%	81.20%	21.03%	-16.08%	-20.51%
流动比率	0.78	0.73	0.87	1.01	1.11
速动比率	0.70	0.65	0.79	0.94	1.01
营运能力					
应收账款周转率	3.14	3.54	3.33	3.43	3.43
存货周转率	17.75	16.38	17.79	20.42	18.59
总资产周转率	0.89	0.86	0.94	0.97	0.94
每股指标（元）					
每股收益	0.33	0.63	1.54	1.78	1.93
每股经营现金流	2.67	1.91	4.37	3.85	1.59
每股净资产	4.64	5.10	6.63	8.41	10.34
估值比率					
市盈率	147.74	77.24	31.67	27.36	25.20
市净率	10.48	9.55	7.34	5.79	4.71
EV/EBITDA	16.56	18.47	16.68	14.38	12.92
EV/EBIT	22.07	28.75	24.23	20.47	17.92

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com