

2025 年 04 月 27 日

证券研究报告•2024 年报&2025 年一季报点评

三棵树 (603737) 建筑材料

当前价: 48.65 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

渠道建设卓有成效，盈利能力持续改善

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年报和 2025 年一季报, 2024 年公司实现营业总收入 121.1 亿元, 同比-3.0%, 实现归母净利 3.3 亿元, 同比+91.3%; 2025 年第一季度实现营业总收入 21.3 亿元, 同比+3.1%, 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比+123.3%。
- **销售价格有所承压, 市场占有率提升。** 2024 年: 1) 分产品看, 主要产品销售收入及增速: 家装墙面漆 29.7 亿元(+12.8%)、工程墙面漆 40.8 亿元(-12.7%)、基材与辅材 32.7 亿元(+1.3%)、防水卷材 13.2 亿元(+5.0%)。2) 销售单价方面看, 主要产品销售单价及增速为家装墙面漆 6.1 元/千克(+0%)、工程墙面漆 3.52 元/千克(-10.9%)、基材与辅材 1.2 元/千克(-22.8%)、防水卷材 14.5 元/平米(-5.2%)。量价角度看, 受下游需求疲弱各产品销售价格不同程度承压, 公司持续发挥自身综合竞争优势, 不断提升市场占有率, 家装墙面漆、基材与辅材、防水卷材等均实现了销量的增长。
- **毛利率下滑, 盈利能力承压。** 2024 年: 1) 毛利率: 受多数产品销售价格同比下滑影响, 毛利率同比下滑 1.9 个百分点至 29.6%。2) 管理费用率: 管理人员薪酬、折旧及摊销等增加, 管理费用率同比增加 0.4 个百分点至 5.8%; 销售费用率: 销售人员薪酬、广告及宣传费等减少, 销售费用率同比下降 0.8 个百分点至 16.2%; 研发费用率、财务费用率均较为稳健, 综合费用率同比下降 0.5 个百分点。3) 综上影响, 销售净利率同比提升 1.2 个百分点至 2.6%。
- **品牌渠道双轮驱动, 政策利好静待拐点。** 公司聚焦涂料主业, 产品矩阵完善, 持续加强品牌推广, 强化营销渠道, 综合竞争力稳步攀升。1) 产品端: 公司作为我国涂料领域龙头, 深耕涂料核心业务, 实现防水、基辅材、胶黏剂等多元化业务发展, 产品矩阵完善。2) 品牌端: 积极利用央视、国潮、顶级体育赛事开展品牌宣传, 已成为行业稀缺“国漆”品牌, 国民认可度高。3) 渠道端: 在零售领域, 推进零售高端化转型, 加大对重涂翻新、美丽乡村等潜力市场布局, 开拓电商新零售模式, 零售业务占比持续提高; 在工程领域, 持续提高发展质量, 严控地产风险, 聚焦央企国企、城建城投、工业厂房等新赛道, 加大 B 业务比重, 强化现金流量保障。整体看, 公司产品、品牌、渠道等综合竞争优势突出, 随着房地产市场“止跌回稳”、城市更新、老旧小区改造等相关利好政策陆续出台, 下游需求将持续改善, 公司业绩较具增长弹性。
- **盈利预测:** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.43 元、1.61 元、2.00 元, 对应 PE 分别为 34 倍、30 倍、24 倍。公司综合竞争优势突出, 渠道端持续发力, 看好公司业绩弹性。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险; 政策效果或不及预期; 市场开拓或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	121.05	136.52	155.80	177.88
增长率	-2.97%	12.78%	14.12%	14.17%
归属母公司净利润 (亿元)	3.32	7.55	8.49	10.54
增长率	91.27%	127.35%	12.46%	24.19%
每股收益 EPS (元)	0.63	1.43	1.61	2.00
净资产收益率 ROE	10.55%	20.27%	20.34%	22.06%
PE	77	34	30	24
PB	9.55	7.84	6.85	5.86

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 笪文钊

执业证号: S1250524060002

电话: 023-63786049

邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.27
流通 A 股(亿股)	5.27
52 周内股价区间(元)	26.56-54.18
总市值(亿元)	256.39
总资产(亿元)	134.67
每股净资产(元)	5.27

相关研究

1. 三棵树 (603737): 国内涂料龙头企业, 业绩阶段性承压 (2024-11-05)

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着城市更新、老旧小区改造相关政策的陆续推出，家装墙面漆等产品的需求将持续复苏，产品销售价格将企稳回升；随着公司持续发挥自身综合竞争优势，不断提高市场占有率，销量将持续高增。预计 2025-2027 年，家装墙面漆销量同比增长 10.0%、10.0%、10.0%，产品吨价同比增长 1.0%、2.0%、3.0%，毛利率为 46.9%、46.9%、46.9%。

假设 2：随着房地产“止跌回稳”、“保交楼”等相关政策的陆续推出，基础设施建设投入不断加大，工程墙面漆等产品的需求将持续复苏，产品销售价格将企稳回升。预计 2025-2027 年，工程墙面漆销量同比增长 2.0%、3.0%、5.0%，产品吨价同比增长 0%、3.0%、3.0%，毛利率为 32.9%、32.9%、32.9%。

假设 3：随着商品房成交量止跌回升，新房和旧房翻修需求复苏将带动基材与辅材销售价格的回升；伴随公司在渠道端的持续发力，持续提升市占率，销量将延续高增。预计 2025-2027 年，基材与辅材销量同比增长 30.0%、25.0%、20.0%，产品吨价同比增长 0%、1.0%、2.0%，毛利率为 18.9%、18.9%、18.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	121	137	156	178
	yoy	-3.0%	12.8%	14.1%	14.2%
	营业成本	85	97	111	127
	毛利率	29.6%	29.1%	28.7%	28.5%
家装墙面漆	收入	29.7	33.0	37.0	41.9
	yoy	12.7%	11.1%	12.2%	13.3%
	销量（万吨）	49.0	53.9	59.2	65.2
	yoy	12.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	吨价（元/吨）	6061	6121	6244	6431
	yoy	0.1%	1.0%	2.0%	3.0%
	吨成本（元/吨）	3216	3248	3313	3413
	yoy	1.5%	1.0%	2.0%	3.0%
工程墙面漆	收入	40.8	41.7	44.2	47.8
	yoy	-12.7%	2.0%	6.1%	8.2%
	销量（万吨）	115.9	118.2	121.8	127.9
	yoy	-2.2%	2.0%	3.0%	5.0%
	吨价（元/吨）	3523	3523	3628	3737
	yoy	-10.7%	0.0%	3.0%	3.0%
	吨成本（元/吨）	2363	2363	2434	2507
	yoy	-3.2%	0.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	32.9%	32.9%	32.9%	32.9%

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
基材与辅材	收入	32.7	42.5	53.7	65.7
	yoy	1.3%	30.0%	26.3%	22.4%
	销量（万吨）	268.7	349.3	436.7	524.0
	yoy	31.2%	30.0%	25.0%	20.0%
	吨价（元/吨）	1216	1216	1229	1253
	yoy	-22.8%	0.0%	1.0%	2.0%
	吨成本（元/吨）	987	987	997	1017
	yoy	0.1%	0.0%	1.0%	2.0%
	毛利率	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
防水卷材	收入	13.2	14.5	15.8	17.1
	yoy	4.9%	10.0%	9.1%	8.1%
	销量（万平方米）	9083.6	9992.0	10791.3	11438.8
	yoy	10.7%	10.0%	8.0%	6.0%
	吨价（元/平方米）	15	15	15	15
	yoy	-5.2%	0.0%	1.0%	2.0%
	成本(元/平方米)	12	12	13	13
	yoy	-4.0%	0.0%	1.0%	2.0%
	毛利率	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
其他业务	收入	4.7	4.9	5.1	5.4
	yoy	-31.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	4.2	4.5	4.7	4.9
	毛利率	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%

数据来源：Wind，西南证券

风险提示

- 1) 宏观经济波动风险: 经济发展是企业生存的环境, 宏观经济运行受到多种因素影响, 具有较高的不确定性, 一旦经济大幅下滑将影响企业成长节奏;
- 2) 政策效果或不及预期: 当前地产板块利好政策持续出台, 地产链也将不断受益, 而政策传导至公司基本面具有较大不确定性;
- 3) 市场开拓或不及预期: 深度推进全国化布局可能会遭遇本土企业的强势阻击, 市场占有率提升节奏具有一定的不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	121.05	136.52	155.80	177.88	净利润	3.13	7.12	8.01	9.95
营业成本	85.22	96.82	111.06	127.17	折旧与摊销	4.63	3.30	3.39	3.46
营业税金及附加	0.97	1.09	1.26	1.43	财务费用	1.61	0.22	0.05	-0.14
销售费用	19.65	21.84	24.93	27.57	资产减值损失	-3.49	-4.00	-4.00	-4.00
管理费用	9.86	10.92	11.68	12.45	经营营运资本变动	12.50	-3.27	8.41	2.23
财务费用	1.61	0.22	0.05	-0.14	其他	-8.30	11.13	3.85	2.33
资产减值损失	-3.49	-4.00	-4.00	-4.00	经营活动现金流净额	10.09	14.50	19.72	13.83
投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.41	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-11.26	-1.99	-3.31	-3.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10.85	-2.99	-4.31	-4.43
营业利润	2.76	9.63	10.82	13.40	短期借款	10.03	-13.13	-3.00	-3.00
其他非经营损益	-0.13	-0.13	-0.14	-0.13	长期借款	-1.76	2.00	2.00	2.00
利润总额	2.62	9.50	10.68	13.27	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.51	2.37	2.67	3.32	支付股利	0.00	-1.66	-3.77	-4.24
净利润	3.13	7.12	8.01	9.95	其他	-7.41	0.95	-1.29	-0.02
少数股东损益	-0.19	-0.42	-0.48	-0.59	筹资活动现金流净额	0.85	-11.84	-6.07	-5.27
归属母公司股东净利润	3.32	7.55	8.49	10.54	现金流量净额	0.10	-0.33	9.34	4.13
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16.91	16.58	25.92	30.06	成长能力				
应收和预付款项	36.60	46.07	45.96	55.01	销售收入增长率	-2.97%	12.78%	14.12%	14.17%
存货	7.30	8.32	9.60	10.98	营业利润增长率	34.30%	249.50%	12.32%	23.86%
其他流动资产	6.80	2.99	3.99	4.70	净利润增长率	76.64%	127.35%	12.46%	24.19%
长期股权投资	0.22	0.22	0.22	0.22	EBITDA 增长率	15.54%	46.07%	8.46%	17.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	50.03	48.20	46.27	44.27	毛利率	29.60%	29.08%	28.72%	28.51%
无形资产和开发支出	5.35	4.91	4.47	4.02	三费率	25.71%	24.16%	23.53%	22.42%
其他非流动资产	16.70	18.68	21.96	25.37	净利率	2.59%	5.22%	5.14%	5.59%
资产总计	139.93	145.98	158.40	174.64	ROE	10.55%	20.27%	20.34%	22.06%
短期借款	23.13	10.00	7.00	4.00	ROA	2.24%	4.88%	5.06%	5.70%
应付和预收款项	59.79	72.17	82.15	93.28	ROIC	10.92%	15.72%	20.02%	27.23%
长期借款	12.85	14.85	16.85	18.85	EBITDA/销售收入	7.44%	9.63%	9.15%	9.40%
其他负债	14.45	13.82	13.01	13.41	营运能力				
负债合计	110.22	110.84	119.01	129.54	总资产周转率	0.86	0.95	1.02	1.07
股本	5.27	5.27	5.27	5.27	固定资产周转率	2.62	2.97	3.45	4.07
资本公积	4.11	4.11	4.11	4.11	应收账款周转率	2.97	3.41	3.30	3.55
留存收益	17.42	23.31	28.02	34.32	存货周转率	11.34	12.22	12.26	12.23
归属母公司股东权益	26.86	32.71	37.43	43.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.03%	—	—	—
少数股东权益	2.85	2.43	1.95	1.36	资本结构				
股东权益合计	29.71	35.14	39.38	45.10	资产负债率	78.77%	75.93%	75.14%	74.18%
负债和股东权益合计	139.93	145.98	158.40	174.64	带息债务/总负债	32.64%	22.42%	20.04%	17.64%
					流动比率	0.73	0.80	0.87	0.94
					速动比率	0.65	0.71	0.77	0.83
					股利支付率	0.00%	21.99%	44.46%	40.26%
					每股指标				
					每股收益	0.63	1.43	1.61	2.00
					每股净资产	5.10	6.21	7.10	8.30
					每股经营现金	1.91	2.75	3.74	2.62
					每股股利	0.00	0.31	0.72	0.81
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	9.00	13.15	14.26	16.72					
PE	77.24	33.97	30.21	24.32					
PB	9.55	7.84	6.85	5.86					
PS	2.12	1.88	1.65	1.44					
EV/EBITDA	29.33	19.21	16.71	13.76					
股息率	0.00%	0.65%	1.47%	1.66%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn