

三棵树 (603737.SH)

零售转型成效显著，盈利能力逐步兑现

2025年04月29日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

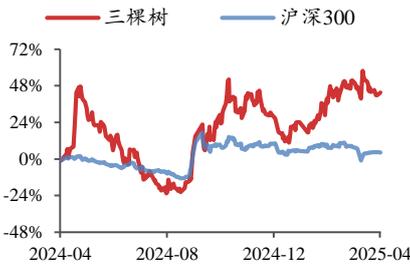
证书编号：S0790520020003

日期	2025/4/29
当前股价(元)	49.29
一年最高最低(元)	55.38/26.30
总市值(亿元)	259.76
流通市值(亿元)	259.76
总股本(亿股)	5.27
流通股本(亿股)	5.27
近3个月换手率(%)	38.59

● 零售转型成效显著，盈利能力逐步兑现，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 121.05 亿元，同比-2.97%；归母净利润 3.32 亿元，同比+91.27%；扣非归母净利润 1.47 亿元，同比+234.34%。2024Q4 单季度实现营收 29.59 亿元，同比-3.45%，环比-12.58%；归母净利润-0.78 亿元，同比增长 3.03 亿元，环比下降 2.78 亿元；扣非归母净利润-1.02 亿元，同比增长 2.90 亿元，环比下降 2.72 亿元。2025Q1 公司实现营收 21.30 亿元，同比+3.12%；归母净利润 1.05 亿元，同比+123.33%；扣非归母净利润-0.15 亿元，同比增长 0.62 亿元。考虑行业竞争有所缓和，原材料价格下行，我们上调 2025-2026 年的盈利预测并新增 2027 年盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 7.9/9.0/10.6 亿元（2025-2026 前值为 7.2/8.4 亿元），同比+137.2%/+14.2%/+18.4%；EPS 分别为 1.49/1.71/2.02 元；对应当前股价 PE 为 22.0/19.3/16.3 倍。考虑到政策支持房地产企稳回升，公司渠道持续优化，C 端+小 B 端稳步增长，大 B 端地产风险逐步缓释，具有长期成长性。维持“买入”评级。

股价走势图



数据来源：聚源

● 家装墙面漆、防水卷材销售均价双回升

分产品看：2024 年公司家装墙面漆/工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材，分别实现收入 29.67/40.84/32.69/13.19 亿元，分别同比+12.75%/-12.65%/+1.25%/+4.95%；收入占比分别为 24.51%/33.74%/27.01%/10.90%，同比分别+3.42pct/-3.74pct/+7.58pct/+0.83pct，平均单价同比分别持平/-10.89%/-22.78%/-5.16%。2024Q4 家装墙面漆/工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材均价分别环比+4.64%/-4.01%/-26.61%/+1.27%，其中家装墙面漆和防水卷材销售均价环比提升较高，两类别收入共占营收 35.41%，对稳定毛利率有较高贡献。原材料价格方面：2024 家装、工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材原材料采购均价分别同比+3.19%/-25.71%/-1.86%，2024Q4 分别环比-4.49%/-12.62%/+6.07%，原材料价格环比持续下降，利润空间有望改善。

● 费用率有所上升，现金流大幅改善

2024 年毛利率为 29.60%，同比-1.91pct；2025Q1 毛利率为 31.05%，环比+2.67pct，毛利率提升主要行业价格竞争缓和，家装墙面漆和防水卷材单价有所提升及原材料价格有所下降。期间费用率方面，2024 年期间费用率为 25.71%，同比-0.47pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.24%/5.79%/2.36%/1.33%，分别同比-0.78pct/+0.35pct/+0.04pct/-0.07pct。2024 年公司经营性现金流量净额为 10.09 亿元，同比-28.37%；收现比为 104.43%。

● **风险提示：**原材料价格波动，房地产回落风险，经销商开拓及管理风险。

相关研究报告

《部分产品均价有所回升，现金流大幅改善——公司信息更新报告》
-2024.11.1

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,476	12,105	13,095	14,419	15,875
YOY(%)	10.0	-3.0	8.2	10.1	10.1
归母净利润(百万元)	174	332	788	899	1,064
YOY(%)	-47.3	91.3	137.2	14.2	18.4
毛利率(%)	31.5	29.6	29.3	29.4	30.0
净利率(%)	1.4	2.7	6.0	6.2	6.7
ROE(%)	6.6	10.5	21.8	19.9	19.1
EPS(摊薄/元)	0.33	0.63	1.49	1.71	2.02
P/E(倍)	99.8	52.2	22.0	19.3	16.3
P/B(倍)	7.1	6.4	5.0	4.0	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7375	6761	9109	8766	11285
现金	1712	1691	1619	2941	2660
应收票据及应收账款	3593	3250	5081	3709	5845
其他应收款	396	321	407	422	489
预付账款	147	90	144	124	172
存货	749	730	778	919	944
其他流动资产	779	680	1080	651	1176
非流动资产	6763	7232	6906	7217	7482
长期投资	0	22	30	40	53
固定资产	4612	4617	4678	4845	5050
无形资产	479	467	473	476	456
其他非流动资产	1672	2125	1725	1856	1923
资产总计	14138	13993	16015	15984	18767
流动负债	9475	9318	10720	9984	11879
短期借款	1310	2313	2016	1780	1936
应付票据及应付账款	6091	5478	7185	6787	8360
其他流动负债	2074	1527	1519	1417	1583
非流动负债	1960	1704	1495	1253	1021
长期借款	1461	1285	988	779	554
其他非流动负债	498	418	507	474	467
负债合计	11435	11022	12215	11237	12900
少数股东权益	258	285	327	374	430
股本	527	527	527	527	527
资本公积	411	411	411	411	411
留存收益	1508	1742	2571	3518	4638
归属母公司股东权益	2446	2686	3474	4373	5437
负债和股东权益	14138	13993	16015	15984	18767

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1408	1009	1046	2530	536
净利润	177	313	829	946	1120
折旧摊销	400	463	361	395	427
财务费用	174	161	142	98	73
投资损失	0	-4	-2	-2	-3
营运资金变动	234	-194	-120	1475	-737
其他经营现金流	422	268	-164	-383	-344
投资活动现金流	-601	-1085	-212	-643	-683
资本支出	609	1070	440	583	616
长期投资	33	0	-7	-10	-13
其他投资现金流	-26	-15	235	-50	-53
筹资活动现金流	-495	85	-1207	-264	-134
短期借款	-215	1003	-297	-237	157
长期借款	-12	-176	-297	-209	-224
普通股增加	151	0	0	0	0
资本公积增加	-151	0	0	0	0
其他筹资现金流	-267	-741	-614	182	-67
现金净增加额	312	10	-373	1623	-281

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12476	12105	13095	14419	15875
营业成本	8545	8522	9264	10175	11117
营业税金及附加	106	97	104	116	128
营业费用	2124	1965	2139	2367	2597
管理费用	678	700	719	805	887
研发费用	289	285	301	332	365
财务费用	174	161	142	98	73
资产减值损失	-157	-23	67	53	57
其他收益	159	260	201	214	217
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	4	2	2	3
资产处置收益	-2	-13	-5	-6	-8
营业利润	205	276	892	1015	1197
营业外收入	4	9	5	6	7
营业外支出	19	23	25	25	25
利润总额	190	262	873	996	1179
所得税	13	-51	44	50	59
净利润	177	313	829	946	1120
少数股东损益	4	-19	41	47	56
归属母公司净利润	174	332	788	899	1064
EBITDA	714	900	1356	1470	1659
EPS(元)	0.33	0.63	1.49	1.71	2.02

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.0	-3.0	8.2	10.1	10.1
营业利润(%)	-38.5	34.3	223.8	13.7	18.0
归属于母公司净利润(%)	-47.3	91.3	137.2	14.2	18.4
获利能力					
毛利率(%)	31.5	29.6	29.3	29.4	30.0
净利率(%)	1.4	2.7	6.0	6.2	6.7
ROE(%)	6.6	10.5	21.8	19.9	19.1
ROIC(%)	4.6	7.3	13.1	13.4	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	80.9	78.8	76.3	70.3	68.7
净负债比率(%)	84.4	94.1	55.2	6.6	9.1
流动比率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	3.2	3.6	3.2	3.3	3.4
应付账款周转率	2.1	2.4	2.2	2.2	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.63	1.49	1.71	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	2.67	1.91	1.99	4.80	1.02
每股净资产(最新摊薄)	4.64	5.10	6.59	8.30	10.32
估值比率					
P/E	99.8	52.2	22.0	19.3	16.3
P/B	7.1	6.4	5.0	4.0	3.2
EV/EBITDA	27.8	22.7	14.6	12.3	11.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn