

公司研究 | 点评报告 | 三棵树（603737.SH）

经营拐点愈加明确

报告要点

三棵树 2024 年实现营业收入 121 亿元，同比下降 3%；归属净利润 3.3 亿元，同比增长 91%，扣非净利润约 1.5 亿元，同比增长 234%。1 季度实现营业收入 21 亿元，同比增长 3%；归属净利润 1.1 亿元，同比增长 123%，扣非净利润约-0.1 亿元，同比大幅改善。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



张佩

SAC: S0490518080002

三棵树（603737.SH）

2025-04-29

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

经营拐点愈加明确

事件描述

公司全年实现营业收入 121 亿元，同比下降 3%；归属净利润 3.3 亿元，同比增长 91%，扣非净利润约 1.5 亿元，同比增长 234%。1 季度实现营业收入 21 亿元，同比增长 3%；归属净利润 1.1 亿元，同比增长 123%，扣非净利润约-0.1 亿元，同比大幅改善。

事件评论

- **2024 年零售收入逆势增长，工程收入被价格战拖累。**公司积极拥抱存量时代，推出适应新需求的业态——美丽乡村、马上住&艺术漆等，模式创新领先于同行。随着下游翻新占比提升，三棵树涂装品牌模式将进入加速扩张阶段。分品类看，2024 年公司收入同比下降 3%，墙面涂料作为核心主营业务同比下降 4%，总收入占比 58%，其中家装墙面漆收入逆势增长 13%，量增价稳表现亮眼。但在新房竣工面积下滑背景下，公司工程墙面漆收入下降 13%，出现量价齐跌（销量同比下降 2%、均价同比下降 11%）。此外基材与辅材、防水卷材收入占比分别为 27%、11%，虽然销量分别同比增长 31%、11%，但由于价格战收入分别同比增长 1%、5%。分渠道看，2024 年公司直销收入（规模以上大客户）、经销收入分别为 14、105 亿元，增速分别为-32%、+3%，其中零售收入增长双位数。
- **1 季度零售收入延续正增长，工程涂料增长超预期，防水业务形成拖累。**2025Q1 公司收入增长 3%，墙面涂料作为核心业务收入 12.5 亿元，同比增长 9%，其中家装墙面漆收入增长 8%、工程墙面漆收入增长 9%。值得注意的是，工程墙面漆销量同比增长 23%，完全抵消了 2024 年以来价格战的不利影响，体现了公司工程涂料在下行期较强的竞争力。防水业务表现弱势，1 季度防水卷材收入同比下降 21%，其中销量下降 16%、均价下降 7%，公司在防水领域的优势相较于涂料差距较大，该业务影响整体收入增速约 2%左右。
- **1 季度毛利率和费用率改善幅度扩大。**公司 2024 年毛利率约 29.6%，同比下降 1.9 个百分点，但呈逐季改善趋势，1 季度毛利率约 31.0%，同比提升 2.7 个百分点。2024 年期间费率出现下降迹象，当前改善幅度扩大，2024 年期间费率约 25.7%，同比下降 0.5 个百分点，1 季度期间费率约 31.5%，同比下降 2.4 个百分点。公司员工数量从 2023 年末的 9832 人减少至 2024 年末的 8996 人，减少 836 人，预计 2025 年仍是人员数量优化的一年，有望看到更显著的成本下降。若加回信用减值损失影响，则 2024 年归属净利率约 5.0%，同比提升 0.4 个百分点，1 季度归属净利率约 4.7%，同比提升 3.5 个百分点。
- **经营性现金流优质。**公司过去三年收现比为 1.11、1.18、1.15，连续表现较优，应收账款及票据呈下降趋势，体现了涂料赛道的优质和风险管控的趋严。尽管 2024 年付现比有所提升，最终经营活动产生的现金流净额约 10 亿元。由于季节性原因，公司 1 季度现金流净额为 1.1 亿元，而去年同期为-2.6 亿元，为历史 1 季度首次实现正的现金流净流入。
- **三棵树为存量核心标的，顺应翻新时代的到来，其涂装品牌模式将进入加速扩张阶段。**预计公司 2025-2026 年归属净利润约 10.0、13.1 亿元，对应估值 26、20 倍，重点推荐。

风险提示

- 1、地产行业复苏不及预期；
- 2、原材料价格大幅波动。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	49.09
总股本(万股)	52,701
流通A股/B股(万股)	52,701/0
每股净资产(元)	5.27
近12月最高/最低价(元)	55.38/26.30

注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《抗住压力测试，竞争力凸显》2024-11-03
- 《工程业务需求承压，零售业务表现亮眼》2024-07-28
- 《从投入和产出视角看三棵树》2024-05-16



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、地产行业复苏不及预期：公司主要产品用于各类建筑内外墙的墙面涂装，主要客户为地产商、建筑工程公司及家庭装修客户。当前房地产行业正处于复苏通道中，若复苏节奏与幅度不及预期，传导至上游涂料企业，可能影响公司的产品需求。

2、原材料价格大幅波动：公司产品的主要原辅材料有乳液、树脂、钛白粉、各类有机溶剂、包装物等，各类化工原料及包装物成本占公司主营业务成本的比例较高。如果原材料市场价格大幅上涨，公司不能把原材料价格波动的风险及时转移到下游客户，会存在因材料价格上涨带来的主营业务成本增加的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12105	13117	14896	17464	货币资金	1691	2954	5243	7413
营业成本	8522	9071	10158	11767	交易性金融资产	2	2	2	2
毛利	3583	4046	4737	5697	应收账款	3235	4281	4606	5550
%营业收入	30%	31%	32%	33%	存货	730	749	843	958
营业税金及附加	97	97	113	127	预付账款	90	123	148	161
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1014	1530	1635	1912
销售费用	1965	1928	2175	2532	流动资产合计	6761	9638	12477	15996
%营业收入	16%	15%	15%	15%	长期股权投资	22	22	22	22
管理费用	700	590	670	786	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	6%	5%	5%	5%	固定资产合计	4617	4331	4058	3734
研发费用	285	305	347	407	无形资产	467	486	502	514
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	68	75	83	98
财务费用	161	137	115	75	递延所得税资产	779	786	786	786
%营业收入	1%	1%	1%	0%	其他非流动资产	1278	956	650	481
加: 资产减值损失	-23	0	0	0	资产总计	13993	16296	18580	21631
信用减值损失	-326	-60	-50	-50	短期贷款	2313	2382	2478	2679
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	3510	4356	4677	5543
投资收益	4	0	-1	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	276	1085	1446	1720	应付职工薪酬	325	485	556	639
%营业收入	2%	8%	10%	10%	应交税费	176	161	196	215
营业外收支	-13	0	0	0	其他流动负债	2994	3184	3636	3975
利润总额	262	1085	1446	1720	流动负债合计	9318	10568	11543	13052
%营业收入	2%	8%	10%	10%	长期借款	1285	1285	1285	1285
所得税费用	-51	86	136	178	应付债券	0	0	0	0
净利润	313	999	1310	1542	递延所得税负债	9	9	9	9
归属于母公司所有者的净利润	332	999	1310	1542	其他非流动负债	409	476	476	476
少数股东损益	-19	0	0	0	负债合计	11022	12339	13313	14822
EPS (元)	0.63	1.90	2.49	2.93	归属于母公司所有者权益	2686	3672	4981	6523
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	285	285	285	285
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	2971	3957	5267	6809
经营活动现金流净额	1009	1373	2411	2303	负债及股东权益	13993	16296	18580	21631
取得投资收益收回现金	0	0	-1	0	基本指标				
长期股权投资	-22	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1070	46	-44	-154	每股收益	0.63	1.90	2.49	2.93
其他	8	-40	0	0	每股经营现金流	1.91	2.61	4.58	4.37
投资活动现金流净额	-1085	5	-45	-154	市盈率	67.62	25.90	19.75	16.78
债券融资	0	0	0	0	市净率	8.36	7.05	5.19	3.97
股权融资	100	-13	0	0	EV/EBITDA	25.85	15.04	11.51	9.47
银行贷款增加 (减少)	826	69	97	201	总资产收益率	2.4%	6.1%	7.0%	7.1%
筹资成本	-283	-171	-174	-180	净资产收益率	12.4%	27.2%	26.3%	23.6%
其他	-558	0	0	0	净利率	2.7%	7.6%	8.8%	8.8%
筹资活动现金流净额	85	-116	-78	20	资产负债率	78.8%	75.7%	71.7%	68.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	9	1262	2289	2170	总资产周转率	0.86	0.87	0.85	0.87

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。