

建筑材料

报告日期：2025 年 04 月 29 日

零售份额持续提升，盈利能力持续改善

——三棵树（603737.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025 年 04 月 28 日

当前价格（元）	49.09
52 周价格区间（元）	26.30-55.38
总市值（百万元）	25,871.04
流通市值（百万元）	25,871.04
总股本（万股）	52,701.25
流通股（万股）	52,701.25
近一月换手（%）	12.66

分析师：彭棋

执业证书编号：S0230523080002

邮箱：pengq@hlzq.com

相关阅读

事件：

2024 年 4 月 26 日，三棵树发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年公司实现营业收入 121.05 亿元，同比下滑 2.97%；实现归属上市公司股东的净利润 3.32 亿元，同比增长 91.27%。2025 年一季度公司实现营业收入 21.30 亿元，同比增长 3.12%；实现归属上市公司股东的净利润 1.05 亿元，同比增长 123.33%。

观点：

- **收入保持稳定，盈利能力持续提升。**2024 年，涂料企业仍处在战略发展机遇期，且行业加速分化，市场向头部集中，绿色转型成硬指标，创新赛道快速扩容。经中国涂料工业协会统计，2024 年，中国涂料行业总产量 3534.1 万吨，较上年同期同比降低 1.60%。在此背景下，公司收入保持稳定，此外，因 2024 年费用减少和计提的减值准备减少，公司盈利能力大幅提升，实现归母净利润 3.32 亿元，同比增长 91.27%。2025 年一季度，受益于收入增加、毛利提升及费用减少，公司盈利能力持续大幅改善，实现归母净利 1.05 亿元，同比增长 123.33%。
- **坚持高质量发展，新赛道快速增长。**2024 年，公司继续坚持高质量发展路线。业务方面加大转型力度，零售业务持续提升市场份额，工程业务进一步提质提效。此外，公司从建筑涂料向工业涂料进军，工业厂房、酒店精装等新赛道快速增长，合作伙伴数量增长显著。
- **盈利预测及投资评级：**公司是涂料行业龙头公司，2024 年及 2025 年一季度公司盈利能力持续提升。我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 130.28 亿元、144.05 亿元、159.67 亿元，归母净利润 7.71 亿元、9.94 亿元、11.89 亿元，当前股价对应 PE 分别为 33.6、26.0、21.7 倍。参考 2025 年可比公司平均估值 18 倍 PE，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观环境出现不利变化；涂料需求不及预期；防水需求不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅变化等。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,476	12,105	13,028	14,405	15,967
增长率（%）	10.03	-2.97	7.62	10.57	10.84
归母净利润（百万元）	174	332	771	994	1,189
增长率（%）	-47.33	91.27	132.31	28.89	19.68
ROE（%）	6.56	10.55	20.95	22.42	22.17
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.33	0.63	1.46	1.89	2.26
市盈率（P/E）	76.1	129.4	33.6	26.0	21.7
市净率（P/B）	8.9	8.1	7.9	6.4	5.1

数据来源：Wind，华龙证券研究所

可比公司估值表（2025 年 4 月 28 日）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS（元）					市盈率 PE				
			2023A	2024A/E	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A/E	2025E	2026E	2027E
603737.SH	三棵树	258.7	0.33	0.63	1.46	1.89	2.26	76.1	129.4	33.6	26.0	21.7
000786.SZ	北新建材	483.9	2.09	2.16	2.64	2.96	3.32	13.7	13.3	10.8	9.7	8.6
002271.SZ	东方雨虹	267.5	0.90	0.04	1.00	1.17	/	12.4	252.3	11.2	9.6	/
002372.SZ	伟星新材	186.4	0.90	0.60	0.65	0.74	0.83	13.0	19.6	18.0	15.8	14.1
300737.SZ	科顺股份	51.7	-0.29	0.04	0.23	0.33	0.40	/	117.4	20.4	14.0	11.8
603378.SH	亚士创能	25.2	0.14	-0.51	0.26	0.37	/	42.0	/	22.6	15.9	/
平均值		375.7						20.3	100.6	18.0	13.0	11.5

数据来源：Wind，华龙证券研究所（本表北新建材、伟星新材、东方雨虹、三棵树盈利预测取自华龙证券研究所，东方雨虹 2024 年 EPS 取自 2024 年年报，亚士创能 2024 年 EPS 取自 2024 年业绩预告，其余公司盈利预测及评级均取自 Wind 一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,375	6,761	7,336	7,165	8,110	营业收入	12,476	12,105	13,028	14,405	15,967
现金	1,712	1,691	2,907	2,913	4,286	营业成本	8,545	8,522	8,812	9,670	10,656
应收票据及应收账款	3,593	3,250	2,573	2,261	1,763	税金及附加	106	97	93	110	125
其他应收款	396	321	331	270	281	销售费用	2,124	1,965	2,115	2,332	2,622
预付账款	147	90	84	108	105	管理费用	678	700	678	762	867
存货	749	730	799	879	970	研发费用	289	285	305	336	373
其他流动资产	779	680	643	735	706	财务费用	174	161	158	161	165
非流动资产	6,763	7,232	7,285	7,496	7,729	资产和信用减值损失	-511	-349	-221	-173	-112
长期股权投资	0	22	22	22	21	其他收益	159	260	160	171	188
固定资产	4,612	4,617	4,658	4,844	5,085	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	479	467	473	476	456	投资净收益	-0	4	0	1	1
其他非流动资产	1,672	2,125	2,132	2,155	2,166	资产处置收益	-2	-13	-3	-4	-6
资产总计	14,138	13,993	14,621	14,661	15,838	营业利润	205	276	802	1,030	1,232
流动负债	9,475	9,318	9,619	9,139	9,606	营业外收入	4	9	4	5	6
短期借款	1,310	2,313	2,313	2,313	2,313	营业外支出	19	23	16	18	19
应付票据及应付账款	6,091	5,478	5,978	5,483	5,883	利润总额	190	262	790	1,017	1,218
其他流动负债	2,074	1,527	1,329	1,343	1,410	所得税	13	-51	47	56	61
非流动负债	1,960	1,704	1,456	1,238	1,012	净利润	177	313	743	961	1,158
长期借款	1,461	1,285	1,038	819	594	少数股东损益	4	-19	-28	-33	-32
其他非流动负债	498	418	418	418	418	归属母公司净利润	174	332	771	994	1,189
负债合计	11,435	11,022	11,076	10,377	10,618	EBITDA	847	960	1,387	1,658	1,906
少数股东权益	258	285	257	224	192	EPS（元）	0.33	0.63	1.46	1.89	2.26
股本	527	527	738	738	738	主要财务比率					
资本公积	411	411	200	200	200	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	1,508	1,742	2,114	2,594	3,173	成长能力					
归属母公司股东权益	2,446	2,686	3,288	4,061	5,029	营业收入同比增速(%)	10.03	-2.97	7.62	10.57	10.84
负债和股东权益	14,138	13,993	14,621	14,661	15,838	营业利润同比增速(%)	-38.54	34.30	191.17	28.35	19.62
						归属于母公司净利润同比增速(%)	-47.33	91.27	132.31	28.89	19.68
						获利能力					
						毛利率(%)	31.51	29.60	32.36	32.87	33.26
						净利率(%)	1.42	2.59	5.70	6.67	7.25
						ROE(%)	6.56	10.55	20.95	22.42	22.17
						ROIC(%)	6.48	8.27	13.25	15.21	16.33
						偿债能力					
						资产负债率(%)	80.88	78.77	75.75	70.78	67.04
						净负债比率(%)	84.41	94.15	30.68	20.40	-13.67
						流动比率	0.78	0.73	0.76	0.78	0.84
						速动比率	0.65	0.60	0.63	0.63	0.69
						营运能力					
						总资产周转率	0.89	0.86	0.91	0.98	1.05
						应收账款周转率	3.20	3.56	4.50	6.00	8.00
						应付账款周转率	2.13	2.38	2.50	2.70	3.00
						每股指标（元）					
						每股收益(最新摊薄)	0.33	0.63	1.46	1.89	2.26
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.67	1.91	4.66	2.29	5.01
						每股净资产(最新摊薄)	4.64	5.10	6.24	7.71	9.54
						估值比率					
						P/E	76.1	129.4	33.6	26.0	21.7
						P/B	8.9	8.1	7.9	6.4	5.1
						EV/EBITDA	45.78	40.94	27.08	22.51	18.72

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告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。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046