



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 30 日

基础数据

04 月 29 日收盘价（元）	49.29
总市值（亿元）	259.76
总股本（亿股）	5.27

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证建材】三棵树 2024 年三季报点评：Q3 现金流显著改善，渠道+产品结构持续优化-2024.10.31

【兴证建材】三棵树 2024 年中报点评：Q2 营收微增，减值影响业绩-2024.07.28

分析师：季贤东

S0190522100003

jixiandong@xyzq.com.cn

三棵树(603737.SH)

零售端表现亮眼，业绩弹性持续兑现

投资要点：

- **三棵树发布 2024 年年报和 2025 年一季度报告：**公司 2024 年实现营业收入 121.05 亿元，同比减少 2.97%；实现归母净利润 3.32 亿元，同比增长 91.27%；实现扣非后归母净利润 1.47 亿元，同比增长 234.34%，归母净利润的大幅增加系费用和计提的减值准备减少所致。其中，Q4 实现营业收入 29.59 亿元，同比减少 3.45%；实现归母净利润 -0.78 亿元，亏损同比收窄 3.03 亿元；实现扣非后归母净利润 -1.02 亿元，亏损同比收窄 2.90 亿元。公司 2025Q1 实现营业收入 21.30 亿元，同比增长 3.12%，实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 123.33%。

- **2024 年全年营业收入减少，2025 年 Q1 营收回升。**分产品来看，公司主营业务为建筑涂料（墙面涂料）、防水材料、地坪材料、保温材料及保温一体化板等产品的研发、生产和销售，2024 年家装墙面漆、工程墙面漆、基材与辅材、防水卷材产品和装饰施工业务分别实现营业收入 29.67 亿元、40.84 亿元、32.69 亿元、13.19 亿元、2.60 亿元，较上年分别同比变动+12.75%、-12.65%、+1.25%、+4.95%、-40.80%。工程墙面漆业务收缩是导致主营业务下滑的关键因素，主要是地产需求疲软影响；家装墙面漆实现较快增长，主要是公司拓展新渠道、加大推广投入和促销、加强分销渠道管理所致，公司零售焕新模式成熟，进入快速复制阶段，“马上住”、仿石漆及艺术漆业务新招客户均增长显著；此外，公司加速下沉县级市场，完善小 B 渠道网络建设，推动渠道多元化发展，小 B 渠道客户数量显著增加，渠道覆盖率和渗透率进一步提升；值得注意的是，公司华北、西南市场开拓力度不断加强，市场份额逐步提升，市场销量同比提升。

2025 年 Q1 公司家装墙面漆、工程墙面漆、基材与辅材与防水卷材分别实现销售收入 6.55 亿元、5.93 亿元、5.82 亿元、1.76 亿元，同比变动+8.03pct、+9.40pct、+4.20pct、-21.26pct。2025 年 Q1 初防水卷材外，主要产品销售端均实现增长。

- **产销情况来看，**2024 年公司家装墙面漆销量为 48.95 万吨，同比上涨 12.65%；工程墙面漆销量为 115.93 万吨，同比下降 2.17%；基材与辅材销量为 268.73 万吨，同比上涨 31.22%；防水卷材销量为 9083.61 万平方米，同比上涨 10.68%。25 年 Q1 公司家装墙面漆、工程墙面漆、基材与辅材与防水卷材分别实现销量 11.42 万吨、17.62 万吨、48.50 万吨、1254.10 万平方米。
- **在产品单价上，**2025 年 Q1 公司家装墙面漆、工程墙面漆、基材与辅材、防水卷材单价分别同比变动-3.05%、-11.08%、-19.46%、-6.66%。单价下降原因主要是产品结构发生变化及公司价格策略调整所致。

2024 年全球经济延续“弱复苏”态势，总体增速趋缓，增长动能分化，房地产市场下行，家装涂料业务受到较大波动。2025 年，“好房子”首次被写入政府工作报告，目前，中国涂料行业仍处于重要战略机遇期：随着存量建筑和基础设施进入重涂周期，重涂市场崛起，家居消费首次成为拉动内需的重要引擎；同时国家新建设工程、“双碳”战略促进绿色环保涂料的需求显著增长，市场增量潜力依然存在。

- **2024 年&2025 年 Q1 期间费用率同比下降。**公司 2024 年期间费用 31.12 亿元，同比下降 1.53 亿元，占收入端比重为 25.71%，同比下降 0.46pct。细分来看，销售费用率为 16.24%，同比下降 0.79pct；管理费用率为 5.79%，同比上升 0.35pct；研发费用率为 2.36%，同比上升 0.04pct；财务费用率为 1.33%，同比下降 0.07pct。**非经方面，**2024 年公司资产减值+信用减值合计计提 3.49 亿元，同比少计提 1.62 亿元，减值风险

敞口逐步释放。公司 2025 年 Q1 期间费用 6.70 亿元，占收入端比重为 31.46%，同比下降 2.41pct，主要系销售费率下降所致。

- 公司 2024 年实现综合毛利率 29.60%，同比下降 1.91pct；实现净利率 2.59%，同比上升 1.17pct。公司 2025 年 Q1 实现综合毛利率 31.05%，同比上升 2.66pct；实现净利率 4.96%，同比上升 2.67pct。其中在 24 年数据中：

1) 分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 毛利率分别为 28.38%/28.79%/28.68%/32.50%，同比分别变动-1.19pct/-3.08pct/-3.10pct/+0.45pct。

2) 分业务来看，精细化工、防水卷材、建筑装饰作为主营业务的销售毛利率为 32.51%、14.17%、-2.70%，同比变动-1.98pct、-1.08pct、-12.02pct；家装墙面漆、工程墙面漆、基材与辅材、防水卷材产品和装饰施工业务毛利率分别为 46.94%、32.93%、18.87%、14.17%、-2.70%，分别同比变动-0.75pct、-5.19pct、+0.41pct、-1.08pct、-12.02pct。

3) 分地区来看，华东地区/华中地区/华南地区/华北地区/东北地区/西南地区/西北地区的毛利率分别 29.44%/30.27%/27.96%/31.87%/21.24%/32.00%/27.80%，同比分别变动-2.38pct/-1.26pct/-1.90pct/-0.70pct/-4.48pct/-1.32pct/-3.20pct。公司华东地区营业收入为 54.56 亿元，区域占比为第一。

- 经营性现金流同比上升。公司 2024 年经营性现金流净额为 10.09 亿元，同比流出 3.99 亿元，主要原因是货款收回减少及支付货款增加所致。
- 1) 分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 经营性现金流净额分别为-2.64/2.22/9.58/0.93 亿元，同比分别变动+1.99/-4.36/+5.55/-7.18 亿元。
- 2) 从收、付现比来看，2024 年收、付现比分别为 115.0%、134.8%，同比分别变动-2.5pct、+8.9pct。2025 年 Q1 收、付现比分别为 132.2%、178.1%，同比分别变动-2.9pct、-20.0pct。
- 盈利预测：预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 7.79 亿元/9.64 亿元/11.39 亿元，4 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 33.4 倍/26.9 倍/22.8 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济波动风险、行业竞争加剧、房地产行业波动风险、投资不及预期风险、原材料价格上涨。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	12105	13138	14518	16139
同比增长	-3.0%	8.5%	10.5%	11.2%
归母净利润（百万元）	332	779	964	1139
同比增长	91.3%	134.6%	23.9%	18.1%
毛利率	29.6%	30.2%	30.5%	30.6%
ROE	12.4%	25.4%	27.2%	27.7%
每股收益（元）	0.63	1.48	1.83	2.16
市盈率	78.3	33.4	26.9	22.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6761	8211	9380	11217
货币资金	1691	2557	3428	4604
交易性金融资产	2	2	2	2
应收票据及应收账款	3250	3556	3769	4171
预付款项	90	127	123	146
存货	730	795	869	967
其他	999	1175	1190	1327
非流动资产	7232	7139	6960	6722
长期股权投资	22	32	42	52
固定资产	4617	4575	4469	4305
在建工程	386	305	249	195
无形资产	467	446	425	404
商誉	68	68	68	68
其他	1670	1712	1706	1697
资产总计	13993	15350	16340	17939
流动负债	9318	10207	10698	11708
短期借款	2313	2313	2313	2313
应付票据及应付账款	5478	6218	6663	7494
其他	1527	1676	1722	1902
非流动负债	1704	1773	1778	1783
长期借款	1285	1285	1285	1285
其他	418	488	493	498
负债合计	11022	11980	12476	13492
股本	527	527	527	527
未分配利润	1570	1836	2166	2556
少数股东权益	285	301	321	344
股东权益合计	2971	3370	3864	4447
负债及权益合计	13993	15350	16340	17939

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	332	779	964	1139
折旧和摊销	497	505	544	583
营运资金的变动	-194	257	92	270
经营活动产生现金流量	1009	1769	1827	2203
资本支出	-1070	-348	-350	-331
长期投资	-15	-10	-10	-10
投资活动产生现金流量	-1085	-396	-356	-338
债权融资	621	-40	5	5
股权融资	100	0	0	0
融资活动产生现金流量	85	-508	-600	-688
现金净变动	10	865	871	1177

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12105	13138	14518	16139
营业成本	8522	9173	10091	11201
税金及附加	97	108	118	132
销售费用	1965	2102	2340	2592
管理费用	700	737	813	905
研发费用	285	307	341	378
财务费用	161	82	71	59
投资收益	4	2	4	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-326	-100	-100	-80
资产减值损失	-23	-15	0	0
营业利润	276	740	866	1055
营业外收支	-13	7	5	4
利润总额	262	747	871	1059
所得税	-51	-48	-113	-102
净利润	313	795	984	1162
少数股东损益	-19	16	20	23
归属母公司净利润	332	779	964	1139
EPS(元)	0.63	1.48	1.83	2.16

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-3.0%	8.5%	10.5%	11.2%
营业利润增长率	34.3%	168.4%	17.1%	21.8%
归母净利润增长率	91.3%	134.6%	23.9%	18.1%
盈利能力				
毛利率	29.6%	30.2%	30.5%	30.6%
归母净利率	2.7%	5.9%	6.6%	7.1%
ROE	12.4%	25.4%	27.2%	27.7%
偿债能力				
资产负债率	78.8%	78.0%	76.4%	75.2%
流动比率	0.73	0.80	0.88	0.96
速动比率	0.57	0.64	0.71	0.79
营运能力				
资产周转率	86.1%	89.6%	91.6%	94.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.63	1.48	1.83	2.16
每股经营现金	1.91	3.36	3.47	4.18
估值比率(倍)				
PE	78.3	33.4	26.9	22.8
PB	9.7	8.5	7.3	6.3

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

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 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：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载侵权责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn