

三棵树 (603737.SH)

优于大市

2024 年报及 2025 一季报点评：新成长阶段，盈利改善趋势明确

核心观点

费用及减值减少助推业绩高增，2025Q1 同比扭亏。2024 年公司实现营收 121.1 亿元，同比-3.0%，归母净利润 3.3 亿元，同比+91.3%，扣非归母净利润 1.5 亿元，同比+234.3%，EPS 为 0.63 元/股，并拟 10 转 4 派 3.2 元（含税），其中 Q4 单季度营收 29.6 亿元，同比-3.5%，归母净利润-0.8 亿元，同比+79.4%，扣非归母净利润-1.0 亿元，同比+73.9%，单季收入增速降幅收窄，同时受益费用率降低和减值计提减少，利润同比大幅提升。2025Q1 营收 21.3 亿元，同比+3.1%，归母净利润 1.1 亿元，同比+123.3%，扣非归母净利润-0.2 亿元，同比+81.2%，非经常性损益主因政府补助贡献 1.46 亿元。

渠道结构持续优化，家装漆价稳量增。分渠道看，2024 年经销/直销收入 104.9/14.1 亿元，同比+3.2%/-31.7%，占比 88.1%/11.9%，渠道结构继续调整优化，经销占比进一步提升。分产品看，家装墙面漆/工程墙面漆收入 29.7/40.8 亿元，同比+12.8%/-12.7%，销量同比+12.7%/-2.2%，产品均价 6.06/3.52 元/kg，同比+0.1%/-10.7%，竞争加剧背景下，零售端持续构建高端产品矩阵，加大推广投入促销，家装漆价稳量增；基材辅材/防水卷材/装饰施工收入 32.7/13.2/2.6 亿元，同比+1.3%/+5.0%/-40.8%，继续加大市场开拓，发挥渠道通路协同效应，基材辅材和防水卷材稳步增长，同时施工业务继续压缩。

Q4 以来毛利率呈改善趋势，费用率同比持续优化。2024 年综合毛利率 29.6%，同比-1.9pp，其中 Q4 毛利率 32.5%，同比+0.4pp/环比+3.8pp，2025Q1 毛利率 31.0%，同比+2.7pp/环比-1.5pp，Q4 以来单季毛利率同比持续改善。2024 年期间费用率 25.7%，同比-0.46pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.79/+0.35/-0.07/+0.04pp，销售费用率受销售人员薪酬、广告及宣传费等减少所致，截至 2024 年末销售人员 4526 人，同比-10.2%。

经营现金流有所下滑，回款整体依旧良好。2024 年公司实现经营性净现金流 10.1 亿元，同比-28.4%，收现比 1.15/付现比 1.09，上年同期 1.18/1.02；2025Q1 经营性净现金流 1.1 亿元，同比+141.5%，收现比 1.32/付现比 1.38，上年同期 1.35/1.52，收现比同比相对稳定，回款整体依旧良好。截至 2024 年末应收账款票据+其他应收款+合同资产 38.5 亿元，同比减少 6.2 亿元。

风险提示：地产需求下行超预期；渠道拓展不及预期；原材料上涨超预期

投资建议：看好新成长阶段，渠道潜力有望持续释放，维持“优于大市”

公司积极优化渠道结构，零售端多模块盈利模式成熟并进入快速复制，工程端聚焦并深入布局厂房、酒店等重点赛道，看好增长动能切换下 C 端、小 B 端持续发力。预计 25-27 年 EPS 分别为 1.46/1.78/2.16 元/股，对应 PE 为 33.6/27.5/22.7x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,476	12,105	13,049	14,372	16,267
(+/-%)	10.0%	-3.0%	7.8%	10.1%	13.2%
净利润(百万元)	174	332	770	940	1139
(+/-%)	-47.3%	91.3%	131.9%	22.2%	21.1%
每股收益(元)	0.33	0.63	1.46	1.78	2.16
EBIT Margin	5.9%	4.4%	6.8%	7.4%	7.8%
净资产收益率 (ROE)	7.1%	12.4%	25.1%	26.6%	27.7%
市盈率 (PE)	149.1	77.9	33.6	27.5	22.7
EV/EBITDA	33.1	37.3	26.5	22.8	20.0
市净率 (PB)	10.58	9.63	8.42	7.31	6.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	49.29 元
总市值/流通市值	25976/25976 百万元
52 周最高价/最低价	55.38/26.30 元
近 3 个月日均成交额	165.58 百万元

市场走势



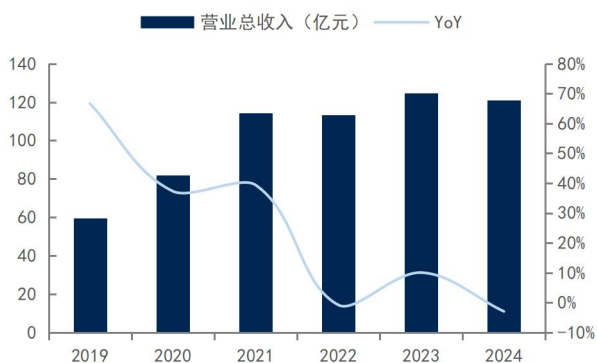
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三棵树 (603737.SH) -2023 年报及 2024 一季报点评：减值计提&费用投入拖累业绩，经营质量持续改善》——2024-05-08
- 《三棵树 (603737.SH) -2023 年中报点评：盈利能力大幅提升，渠道潜力有望持续释放》——2023-08-01
- 《三棵树 (603737.SH) -2022 年报及 2023 一季报点评：渠道结构调整优化，盈利能力和经营质量持续改善》——2023-05-04

费用及减值减少助推业绩高增，2025Q1 同比扭亏。2024 年公司实现营收 121.1 亿元，同比-3.0%，归母净利润 3.3 亿元，同比+91.3%，扣非归母净利润 1.5 亿元，同比+234.3%，EPS 为 0.63 元/股，并拟 10 转 4 派 3.2 元（含税），其中 Q4 单季度营收 29.6 亿元，同比-3.5%，归母净利润-0.8 亿元，同比+79.4%，扣非归母净利润-1.0 亿元，同比+73.9%，单季收入增速降幅收窄，同时受益费用率降低和减值计提减少，利润同比大幅提升，2024 年计提信用减值损失 3.26 亿元/资产减值损失 0.23 亿元，上年同期分别为 3.55/1.57 亿元。2025Q1 实现营收 21.3 亿元，同比+3.1%，归母净利润 1.1 亿元，同比+123.3%，扣非归母净利润-0.2 亿元，同比+81.2%，其中非经常性损益主因政府补助贡献 1.46 亿元。

图1：三棵树营业收入及增速（单位：亿元、%）



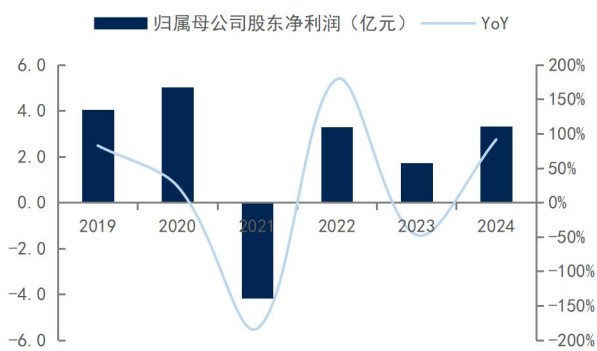
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三棵树单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



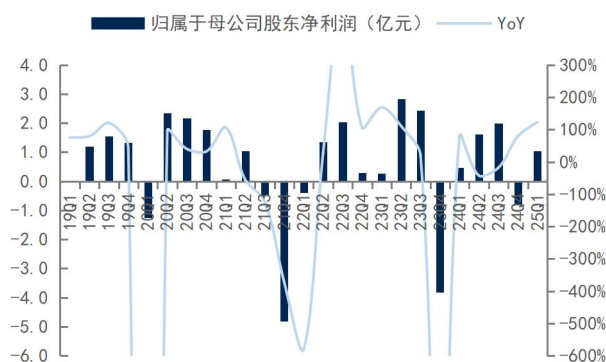
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：三棵树归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：三棵树单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

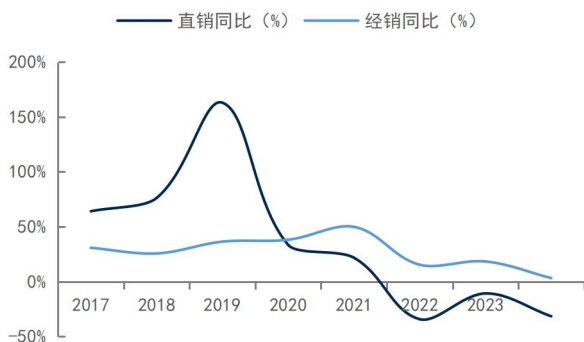


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
(20Q1=-6484%, 22Q3=+518%)

渠道结构持续优化，家装漆价稳量增。分渠道看，2024 年经销/直销收入 104.9/14.1 亿元，同比+3.2%/-31.7%，占比 88.1%/11.9%，渠道结构继续调整优化，经销占比进一步提升。分产品看，家装墙面漆/工程墙面漆收入 29.7/40.8 亿元，同比+12.8%/-12.7%，销量同比+12.7%/-2.2%，产品均价 6.06/3.52 元/kg，同比+0.1%/-10.7%，竞争加剧背景下，零售端持续构建高端产品矩阵，加大推广投入促销，家装漆价稳量增；基材辅材/防水卷材/装饰施工收入 32.7/13.2/2.6

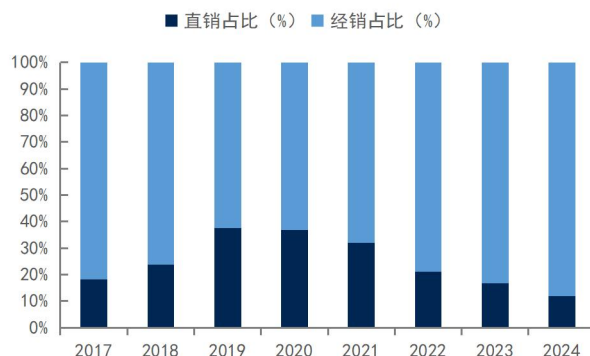
亿元，同比+1.3%/+5.0%/-40.8%，继续加大市场开拓，发挥渠道通路协同效应，基材辅材和防水卷材稳步增长，同时施工业务继续压缩。2025Q1 家装墙面漆/工程墙面漆/基材辅材/防水卷材收入同比+8.0%/+9.4%/+4.2%/-21.3%，销量同比+11.4%/+23.3%/+29.2%/-15.6%，销量增长继续贡献，价格主因部分高值业务受假期影响及市场竞争影响，同比有所下滑。

图5：三棵树分渠道收入增速（单位：%）



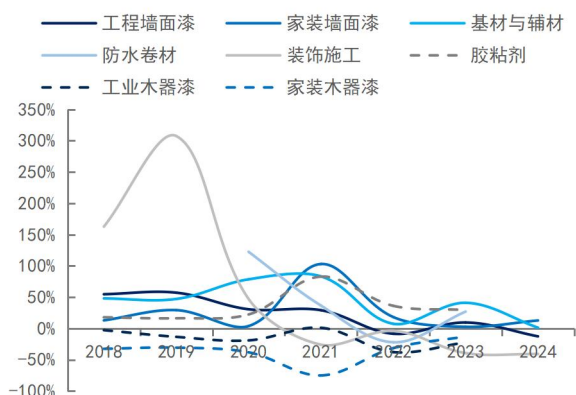
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：三棵树分渠道收入结构（单位：%）



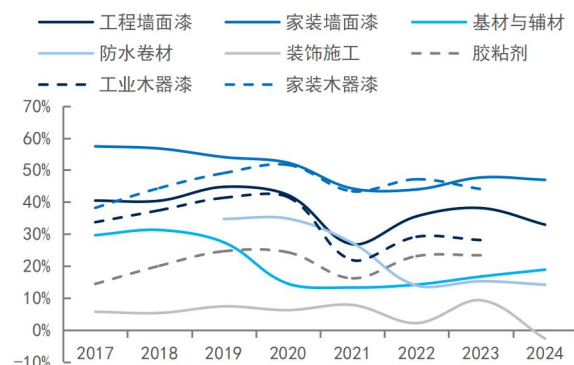
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：三棵树分产品收入增速（单位：%）



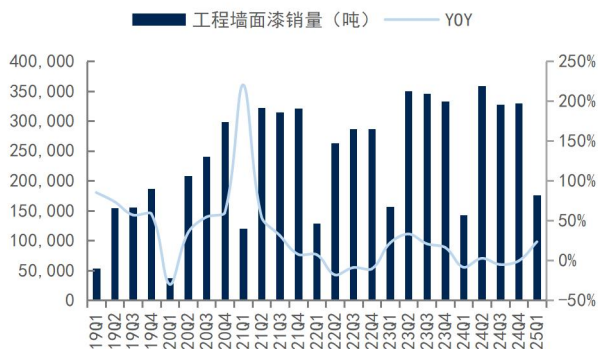
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：2024年家装木器漆、工业木器漆、胶黏剂等品类重分类至基材与辅材）

图8：三棵树分产品毛利率（单位：%）



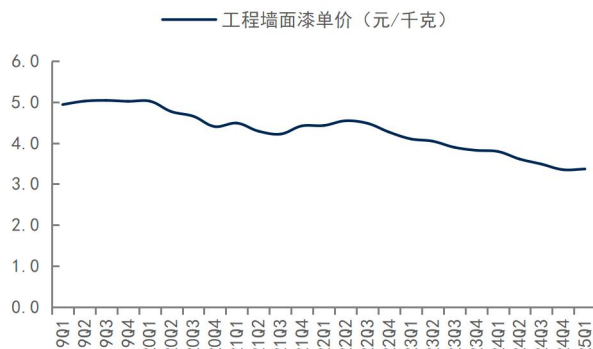
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：2024年家装木器漆、工业木器漆、胶黏剂等品类重分类至基材与辅材）

图9：三棵树分季度工程墙面漆销量及增速（单位：吨、%）



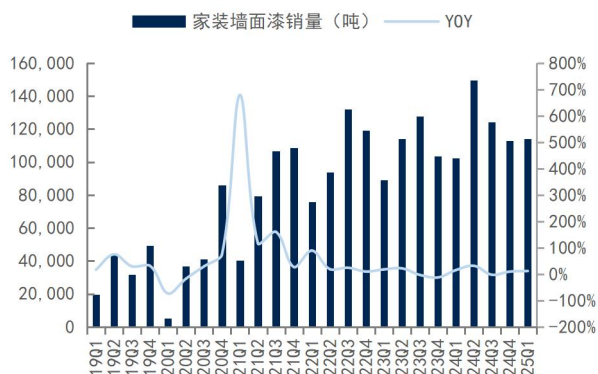
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：三棵树分季度工程墙面漆单价（单位：元/千克）



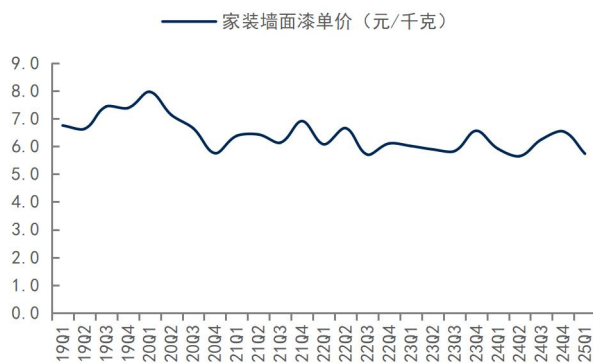
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：三棵树分季度家装墙面漆销量及增速（单位：吨、%）



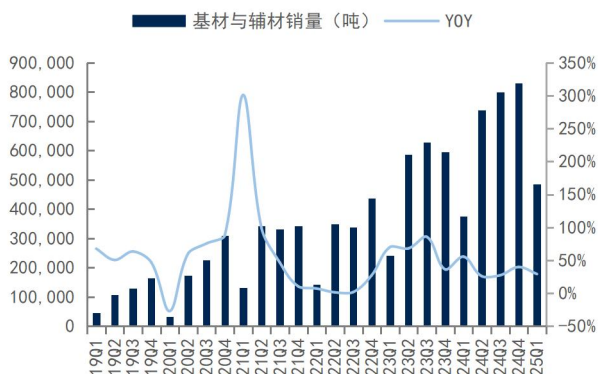
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：三棵树分季度家装墙面漆单价（单位：元/千克）



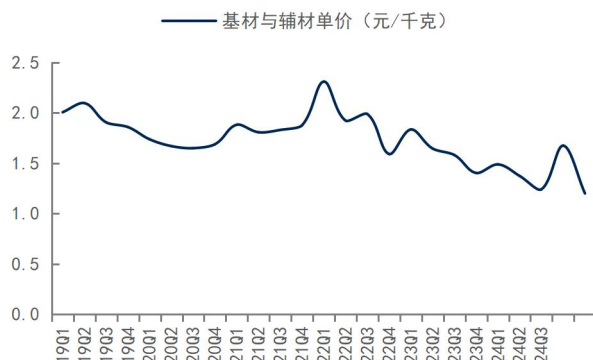
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：三棵树分季度基材与辅材销量及增速（单位：吨、%）



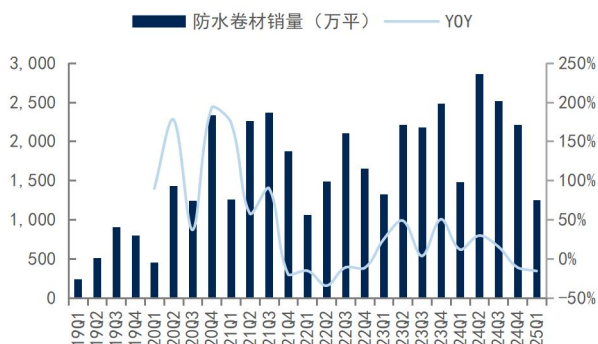
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：重分类后的基材与辅材口径）

图14：三棵树分季度基材与辅材单价（单位：元/千克）



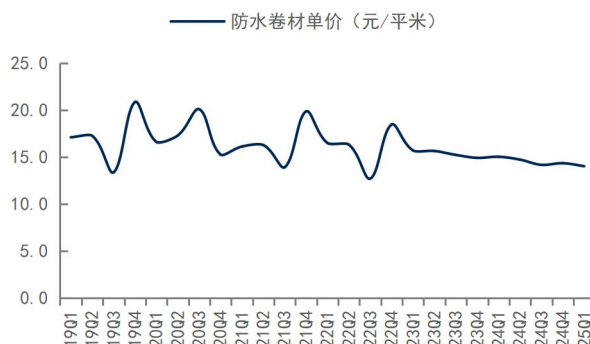
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：重分类后的基材与辅材口径）

图15: 三棵树分季度防水卷材销量及增速 (单位: 万平米、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

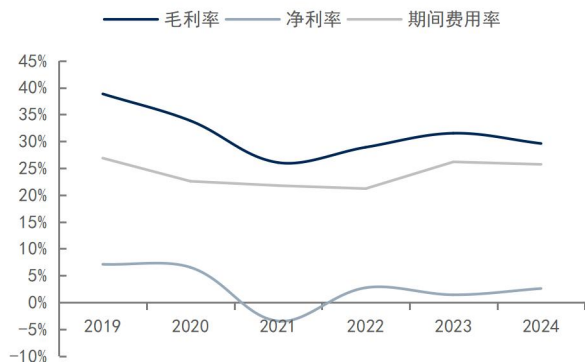
图16: 三棵树分季度防水卷材单价 (单位: 元/m²)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

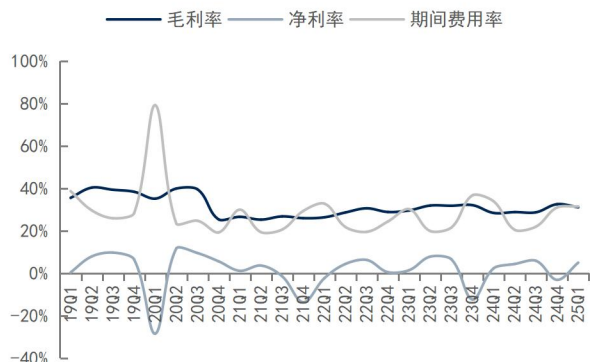
Q4 以来毛利率呈改善趋势，费用率同比持续优化。2024 年综合毛利率 29.6%，同比-1.9pp，其中 Q4 毛利率 32.5%，同比+0.4pp/环比+3.8pp，2025Q1 毛利率 31.0%，同比+2.7pp/环比-1.5pp，受价格竞争影响，全年毛利率有所承压，但 Q4 以来单季毛利率同比持续改善。2024 年期间费用率 25.7%，同比-0.46pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.79/+0.35/-0.07/+0.04pp，销售费用率受销售人员薪酬、广告及宣传费等减少所致，截至 2024 年末销售人员 4526 人，同比-10.2%，2025Q1 期间费用率 31.5%，同比-2.4pp/环比+0.5pp。

图17: 三棵树毛利率和净利率及期间费用率 (单位: %)



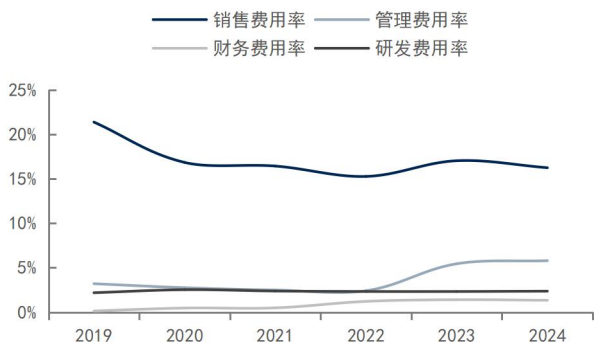
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 三棵树单季毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



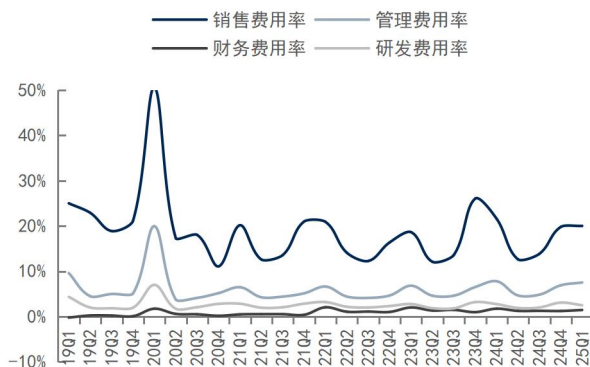
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19：三棵树销售/管理/财务/研发费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

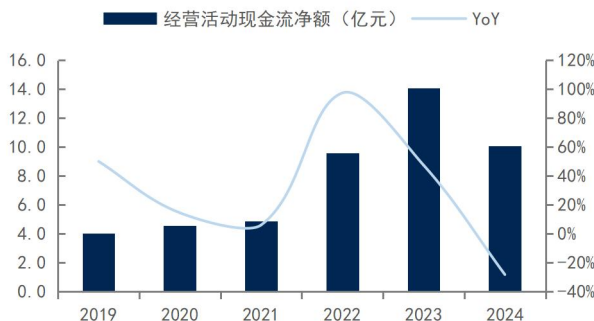
图20：三棵树单季销售/管理/财务/研发费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

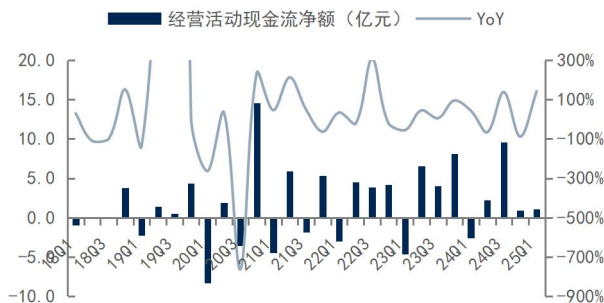
经营现金流有所下滑，回款整体依旧良好。2024 年公司实现经营性净现金流 10.1 亿元，同比-28.4%，收现比 1.15/付现比 1.09，上年同期为 1.18/1.02，其中 Q4 单季 0.93 亿元，同比-88.6%，收现比 1.48/付现比 1.68，上年同期为 1.49/1.15；2025Q1 经营性净现金流 1.1 亿元，同比+141.5%，收现比 1.32/付现比 1.38，上年同期为 1.35/1.52，收现比同比相对稳定，回款整体依旧良好。截至 2024 年末，应收账款票据+其他应收款+合同资产 38.5 亿元，同比减少 6.2 亿元，资产负债率 78.8%，同比-2.11pp，资债结构呈持续改善趋势。

图21：三棵树经营性现金流净额及增速（单位：亿元、%）



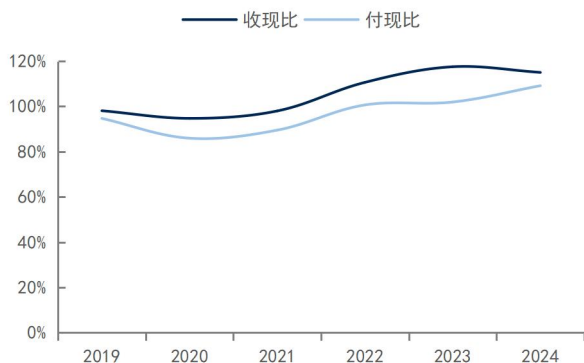
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22：三棵树单季度经营性现金流净额及增速（单位：亿元、%）



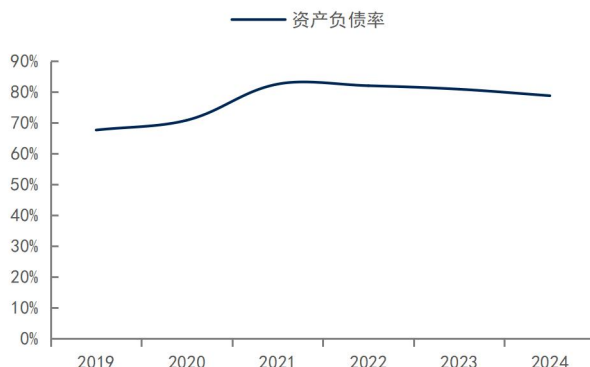
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
(19Q2=+1222.4%，19Q3=+8223%)

图23: 三棵树收现比和付现比 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 三棵树资产负债率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好新成长阶段, 渠道潜力持续释放, 维持“优于大市”评级。公司积极优化渠道结构, 零售端多模块盈利模式成熟并进入快速复制, 工程端聚焦并深入布局厂房、酒店等重点赛道, 看好增长动能切换下 C 端、小 B 端持续发力。预计 25-27 年 EPS 分别为 1.46/1.78/2.16 元/股, 对应 PE 为 33.6/27.5/22.7x, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1712	1691	1529	1575	1965	营业收入	12476	12105	13049	14372	16267
应收款项	3989	3571	3965	4148	4695	营业成本	8545	8522	9004	9874	11143
存货净额	749	730	789	819	924	营业税金及附加	106	97	104	115	130
其他流动资产	924	768	652	719	651	销售费用	2124	1965	2088	2256	2521
流动资产合计	7375	6761	6937	7263	8237	管理费用	678	700	671	737	832
固定资产	5034	5003	5637	6307	7024	研发费用	289	285	300	331	374
无形资产及其他	479	467	498	530	568	财务费用	174	161	169	171	173
投资性房地产	1250	1739	1739	1739	1739	投资收益	(0)	4	0	0	0
长期股权投资	0	22	34	51	65	资产减值及公允价值变动	(157)	(23)	(30)	(30)	(30)
资产总计	14138	13993	14845	15889	17633	其他收入	(486)	(365)	(170)	(201)	(244)
短期借款及交易性金融负债	2087	2819	2500	2630	2756	营业利润	205	276	813	988	1193
应付款项	6091	5478	5466	6271	7073	营业外净收支	(15)	(13)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	1297	1021	1758	1542	1948	利润总额	190	262	793	968	1173
流动负债合计	9475	9318	9723	10443	11778	所得税费用	13	(51)	79	97	117
长期借款及应付债券	1461	1285	1485	1485	1485	少数股东损益	4	(19)	(56)	(69)	(83)
其他长期负债	498	418	331	247	162	归属于母公司净利润	174	332	770	940	1139
长期负债合计	1960	1704	1816	1732	1647	现金流量表（百万元）					
负债合计	11435	11022	11539	12175	13424	净利润	174	332	770	940	1139
少数股东权益	258	285	235	173	98	资产减值准备	69	(134)	4	2	3
股东权益	2446	2686	3071	3541	4110	折旧摊销	392	455	528	611	694
负债和股东权益总计	14138	13993	14845	15889	17633	公允价值变动损失	157	23	30	30	30
关键财务与估值指标						财务费用	174	161	169	171	173
每股收益	0.33	0.63	1.46	1.78	2.16	营运资本变动	634	(998)	303	229	542
每股红利	0.36	0.54	0.73	0.89	1.08	其它	(69)	131	(55)	(64)	(78)
每股净资产	4.64	5.10	5.83	6.72	7.80	经营活动现金流	1356	(192)	1580	1748	2330
ROIC	9%	7%	9%	11%	13%	资本开支	0	(244)	(1227)	(1345)	(1482)
ROE	7%	12%	25%	27%	28%	其它投资现金流	51	(0)	0	0	0
毛利率	32%	30%	31%	31%	32%	投资活动现金流	51	(267)	(1239)	(1362)	(1496)
EBIT Margin	6%	4%	7%	7%	8%	权益性融资	(0)	100	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	11%	12%	12%	负债净变化	(12)	(176)	200	0	0
收入增长	10%	-3%	8%	10%	13%	支付股利、利息	(188)	(283)	(385)	(470)	(569)
净利润增长率	-47%	91%	132%	22%	21%	其它融资现金流	(359)	1256	(319)	130	126
资产负债率	83%	81%	79%	78%	77%	融资活动现金流	(759)	438	(504)	(340)	(443)
股息率	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%	2.2%	现金净变动	648	(21)	(163)	46	390
P/E	149.1	77.9	33.6	27.5	22.7	货币资金的期初余额	1064	1712	1691	1529	1575
P/B	10.6	9.6	8.4	7.3	6.3	货币资金的期末余额	1712	1691	1529	1575	1965
EV/EBITDA	33.1	37.3	26.5	22.8	20.0	企业自由现金流	0	(149)	397	448	893
						权益自由现金流	0	931	126	424	863

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、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意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032