



三棵树 (603737.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

中报大幅预增，受益新业态高增+利润率修复

业绩简评

2025 年 7 月 4 日，公司披露 2025 年半年度业绩预增公告，上半年实现归属于上市公司股东的净利润 3.8-4.6 亿元，同比增加 80.94%-119.04%，实现扣非后归母净利润 2.3-3.1 亿元，同比增加 190.04%-290.92%；上半年归母净利润预告中枢在 4.2 亿元，推测单 Q2 归母净利润中枢值 3.15 亿元，上半年及单 Q2 的利润总额为历史新高表现，净利率显著修复。

经营分析

成长逻辑不变：地产景气向下阶段，公司零售业务持续逆势增长，家装墙面漆 2022-2024 年的收入增速分别为 18.2%、2.6%、12.8%，25Q1 收入增速维持 8.0%。马上住、仿石漆、艺术漆新招客户均增长显著，C 端多模块形成高利润、高增长态势，快速复制。各增量细分市场格局友好，行业需求存量阶段、公司去地产化和新消费的成长逻辑不变。

毛利率继续修复：根据业绩预告，结合市场环境及需求变化，公司积极调整和优化产品结构，毛利率同比保持增长。从最近两个财报季度来看，24Q4 毛利率 32.5%，同比+0.44pct，环比+3.82pct，开始企稳回升，25Q1 毛利率 31.05%，同比+2.67pct，继续大幅改善。我们认为，当前结构调整是主因（C 端增速快于 B 端，低毛利的防水等在收缩），原材料价格低位运行，涨价因素 Q2 起逐步体现。

经营效率提升：通过精准施策强化费用管控，优化开支结构并提升资金使用效能，公司有效降低各项费用支出。2024 年费用率 25.7%，同比-0.5pct，其中销售费用率同比-0.8pct；25Q1 费用率 31.4%，同比-2.4pct，其中销售费用率同比-1.6pct。新业态增长不依赖人海战术、人效提升逐步显现。此外，2021-2024 年对历史包袱处理的相对彻底，新增计提的减值对利润拖累减小。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在新成长阶段，盈利能力更加稳定，新业态保持高成长，我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 9.0、12.5 亿元，当前股价对应 PE 为 31.0、22.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示

零售渠道拓展不及预期；其他建材和工业涂料等品类扩张不及预期；原材料价格波动和行业竞争超预期；地产需求下行超预期。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：陈伟豪 (执业 S1130524120006)

chenweihao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：37.86 元

相关报告：

- 《三棵树公司点评：逐步兑现利润》，2025.4.27
- 《三棵树公司点评：业绩大幅增长，利润释放可期》，2025.1.23
- 《三棵树公司深度研究：零售突围，服务立本》，2025.1.16



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,476	12,105	13,073	14,706	16,629
营业收入增长率	10.03%	-2.97%	8.00%	12.49%	13.08%
归母净利润(百万元)	174	332	901	1,250	1,508
归母净利润增长率	-47.33%	91.27%	171.32%	38.81%	20.66%
摊薄每股收益(元)	0.329	0.630	1.221	1.694	2.044
每股经营性现金流净额	2.67	1.91	2.93	3.72	4.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.10%	12.36%	27.92%	31.44%	30.91%
P/E	144.58	67.64	31.02	22.34	18.52
P/B	10.26	8.36	8.66	7.03	5.72

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,338	12,476	12,105	13,073	14,706	16,629
增长率		10.0%	-3.0%	8.0%	12.5%	13.1%
主营业务成本	-8,062	-8,545	-8,522	-8,858	-9,826	-10,970
%销售收入	71.1%	68.5%	70.4%	67.8%	66.8%	66.0%
毛利	3,277	3,931	3,583	4,215	4,879	5,659
%销售收入	28.9%	31.5%	29.6%	32.2%	33.2%	34.0%
营业税金及附加	-77	-106	-97	-98	-110	-125
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-1,730	-2,124	-1,965	-1,896	-2,088	-2,361
%销售收入	15.3%	17.0%	16.2%	14.5%	14.2%	14.2%
管理费用	-536	-678	-700	-732	-794	-898
%销售收入	4.7%	5.4%	5.8%	5.6%	5.4%	5.4%
研发费用	-263	-289	-285	-301	-338	-382
%销售收入	2.3%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	670	734	535	1,188	1,549	1,893
%销售收入	5.9%	5.9%	4.4%	9.1%	10.5%	11.4%
财务费用	-137	-174	-161	-157	-132	-150
%销售收入	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	0.9%	0.9%
资产减值损失	-305	-511	-349	-150	-140	-150
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	1	5	0	0	0
%税前利润	1.5%	0.3%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	334	205	276	1,096	1,521	1,840
营业利润率	2.9%	1.6%	2.3%	8.4%	10.3%	11.1%
营业外收支	-13	-15	-13	-14	-16	-18
税前利润	321	190	262	1,082	1,505	1,821
利润率	2.8%	1.5%	2.2%	8.3%	10.2%	11.0%
所得税	-11	-13	51	-195	-271	-328
所得税率	3.4%	6.7%	-19.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	310	177	313	887	1,234	1,493
少数股东损益	-19	4	-19	-13	-16	-15
归属于母公司的净利润	330	174	332	901	1,250	1,508
净利率	2.9%	1.4%	2.7%	6.9%	8.5%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	310	177	313	887	1,234	1,493
少数股东损益	-19	4	-19	-13	-16	-15
非现金支出	627	949	847	577	601	645
非经营收益	97	48	43	185	135	108
营运资金变动	-78	234	-194	-106	-12	-26
经营活动现金净流	956	1,408	1,009	1,544	1,958	2,221
资本开支	-935	-609	-1,070	-423	-401	-403
投资	-158	7	-15	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1,093	-601	-1,085	-423	-401	-403
股权募资	0	54	100	0	0	0
债权募资	251	-96	621	-457	-743	-884
其他	-57	-452	-636	-483	-599	-673
筹资活动现金净流	194	-495	85	-940	-1,341	-1,557
现金净流量	57	312	10	181	215	260

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,064	1,712	1,691	1,865	2,075	2,331
应收款项	4,726	4,003	3,585	3,475	3,587	3,808
存货	657	749	730	752	781	811
其他流动资产	874	911	755	643	655	666
流动资产	7,321	7,375	6,761	6,736	7,098	7,617
%总资产	53.2%	52.2%	48.3%	48.5%	50.1%	52.3%
长期投资	168	188	219	219	219	219
固定资产	4,963	5,034	5,003	4,894	4,750	4,573
%总资产	36.1%	35.6%	35.8%	35.2%	33.5%	31.4%
无形资产	607	582	557	557	557	557
非流动资产	6,428	6,763	7,232	7,164	7,068	6,939
%总资产	46.8%	47.8%	51.7%	51.5%	49.9%	47.7%
资产总计	13,749	14,138	13,993	13,900	14,166	14,555
短期借款	2,214	2,087	2,819	2,567	2,034	1,360
应付款项	6,280	6,364	5,720	5,485	5,618	5,862
其他流动负债	715	1,024	779	860	1,006	1,149
流动负债	9,209	9,475	9,318	8,911	8,658	8,371
长期贷款	1,474	1,461	1,285	1,085	885	685
其他长期负债	594	498	418	406	391	378
负债	11,276	11,435	11,022	10,403	9,935	9,434
普通股股东权益	2,272	2,446	2,686	3,226	3,976	4,881
其中：股本	376	527	527	527	527	527
未分配利润	1,178	1,351	1,570	2,111	2,861	3,766
少数股东权益	201	258	285	272	256	241
负债股东权益合计	13,749	14,138	13,993	13,900	14,166	14,555

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.875	0.329	0.630	1.221	1.694	2.044
每股净资产	6.036	4.641	5.097	4.372	5.389	6.615
每股经营现金净流	2.540	2.672	1.914	2.929	3.715	4.213
每股股利	0.000	0.160	0.320	0.684	0.949	1.145
回报率						
净资产收益率	14.50%	7.10%	12.36%	27.92%	31.44%	30.91%
总资产收益率	2.40%	1.23%	2.37%	6.48%	8.82%	10.36%
投入资本收益率	10.49%	10.90%	9.02%	13.61%	17.73%	21.63%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.79%	10.03%	-2.97%	8.00%	12.49%	13.08%
EBIT 增长率	211.20%	9.50%	-27.14%	122.30%	30.31%	22.24%
净利润增长率	-179.04%	-47.33%	91.27%	171.32%	38.81%	20.66%
总资产增长率	11.07%	2.83%	-1.03%	-0.66%	1.91%	2.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	130.8	114.2	102.5	92.0	88.0	86.0
存货周转天数	27.7	30.0	31.7	31.0	29.0	27.0
应付账款周转天数	184.6	171.1	153.6	135.0	125.0	115.0
固定资产周转天数	124.0	134.9	139.2	128.6	113.3	98.5
偿债能力						
净负债/股东权益	103.94%	67.87%	81.15%	51.05%	19.91%	-5.62%
EBIT 利息保障倍数	4.9	4.2	3.3	7.6	11.7	12.6
资产负债率	82.01%	80.88%	78.77%	74.84%	70.13%	64.81%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	11	28	43
增持	0	2	7	15	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.39	1.35	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究