三棵树（603737）

证券研究报告
2025 年 08 月 19 日

上半年业绩同比高增，利润率进入修复通道

公司上半年实现归母净利润 4.4 亿元，同比增长 107.5%
公司发布中报，上半年实现营业收入/归母净利润 58.2/4.4 亿元，同比分别增长 1.0%/107.5%，扣非归母净利润 2.9 亿元，同比增长 268.5%，其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 36.9/3.3 亿元，同比-0.2%/+103%，扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+96%。

家装漆量价齐升，战略转型效果显著
公司上半年实现家装漆/工程漆 15.74/17.95 亿元，同比+8.4%/-2.3%，Q2 单季度收入分别 9.2/12.0 亿元，同比分别+8.7%/-7.1%，其中家装漆量价齐升，25H1 销量同比增长 5.4%，价格同比增长 2.8%，主要受益于产品结构变化。工程漆上半年销量同比增长 6.7%，但价格同比下降 8.5%。Q2 单季度家装漆/工程漆价格环比分别+5.6%/-0.5%。公司战略转型效果显著，零售端马上住、艺术漆、仿石漆的下游双包服务模式，通过快速复制，成为优势业务，工程端通过提升人均效能和战略新赛道的积极开拓实现平稳发展。上半年公司基材与辅材业务亦实现较好增长，实现收入 17.3 亿元，同比增长 10.4%。

利润率明显修复，现金流好转
公司上半年实现毛利率 32.3%，同比提升 3.7pct，其中 Q2 单季度毛利率 33.1%，同比/环比分别提升 4.3/2.1pct，一方面因原材料价格下降，上半年家装、工程墙面漆原材料采购价格同比下滑 12.95%，同时涂料行业价格竞争放缓，另一方面受益于公司收入结构优化，C 端占比持续提升。上半年公司期间费用率 23.7%，同比下降 1.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.8/-0.1/-0.2/-0.4pct，降本控费效果开始显现。上半年信用减值损失 1.5 亿元，虽对利润端造成拖累，但减值规模同比已有所下降，最终实现净利率 7.5%，同比大幅提升 3.9pct。上半年公司经营性现金流净流入 3.5 亿元，同比由负转正，经营质量改善。

继续看好公司盈利修复弹性与 C 端业务成长性，维持“买入”评级
公司 C 端业务三大模式正处高速增长期：“马上住”通过服务赋能加速抢占一二线市场，“美丽乡村”业务进一步挖掘乡镇等小市场增长潜能，艺术漆产品打开高端市场，高毛利收入占比持续提升，另一方面公司费用支出开始下降，后续利润率提升空间仍存，我们继续看好公司盈利修复弹性与 C 端业务成长性，考虑到上半年利润率提升，上调 25-27 年归母净利润至 9.0/11.4/13.9 亿元（前值 8.1/9.4/10.2 亿元），对应 PE 37/29/24 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司渠道下沉不及预期、原材料价格大幅上涨，地产景气度下行超预期，市场竞争加剧等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,475.68	12,105.08	12,936.02	13,956.33	15,021.75
增长率(%)	10.03	(2.97)	6.86	7.89	7.63
EBITDA(百万元)	1,571.28	1,270.97	1,443.93	1,717.52	1,995.24
归属母公司净利润(百万元)	173.54	331.94	902.12	1,138.21	1,390.98
增长率(%)	(47.33)	91.27	171.77	26.17	22.21
EPS(元/股)	0.24	0.45	1.22	1.54	1.89
市盈率(P/E)	193.11	100.96	37.15	29.44	24.09
市净率(P/B)	13.70	12.48	9.38	7.12	5.49
市销率(P/S)	2.69	2.77	2.59	2.40	2.23
EV/EBITDA	16.56	18.47	23.26	18.26	15.46

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	44.46 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	737.82
流通 A 股股本(百万股)	737.82
A 股总市值(百万元)	32,803.36
流通 A 股市值(百万元)	32,803.36
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	76.45
一年内最高/最低(元)	55.38/26.30

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com
王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com
林晓龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

股价走势

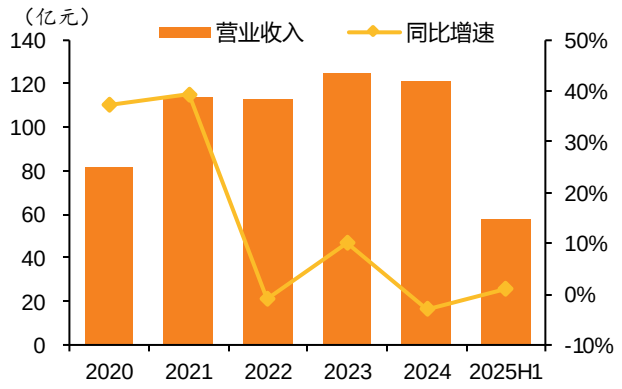
资料来源：聚源数据

相关报告

1 《三棵树-年报点评报告:零售策略成效显著，盈利改善趋势确立》2025-04-27
2 《三棵树-季报点评:C 端价格提升带动收入增长，品类多元化扩持续推进》2024-10-31
3 《三棵树-半年报点评:C 端增长显著，减值拖累利润》 2024-07-28

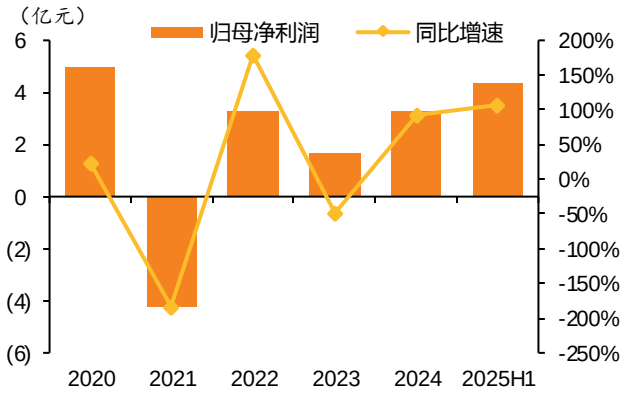
公司历年经营情况

图 1：公司 2020-2025 上半年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2020-2025 上半年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,712.25	1,691.31	1,514.50	4,080.94	4,446.01
应收票据及应收账款	3,592.85	3,249.98	4,523.05	3,614.67	5,144.28
预付账款	146.89	89.76	136.66	115.44	152.29
存货	748.74	729.70	705.62	646.24	946.64
其他	697.79	721.65	1,395.46	1,022.35	1,645.27
流动资产合计	**6,898.52**	**6,482.39**	**8,275.29**	**9,479.64**	**12,334.49**
长期股权投资	0.00	22.45	22.45	22.45	22.45
固定资产	4,612.21	4,617.27	4,552.23	4,416.02	4,137.96
在建工程	422.14	386.08	279.65	197.79	197.79
无形资产	478.58	467.02	444.70	422.37	400.05
其他	1,250.07	1,738.72	1,297.13	1,406.37	1,469.58
非流动资产合计	**6,763.00**	**7,231.55**	**6,596.16**	**6,465.01**	**6,227.83**
资产总计	**14,138.19**	**13,992.87**	**14,871.45**	**15,944.65**	**18,562.32**
短期借款	1,310.10	2,312.92	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	6,090.67	5,478.00	6,666.27	6,306.44	7,419.33
其他	1,769.09	1,292.38	1,963.56	1,810.71	1,960.00
流动负债合计	**9,169.86**	**9,083.30**	**9,629.83**	**9,117.15**	**10,379.32**
长期借款	1,461.43	1,285.08	900.00	1,400.00	1,400.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	498.33	418.44	503.44	473.40	465.09
非流动负债合计	**1,959.76**	**1,703.52**	**1,403.44**	**1,873.40**	**1,865.09**
负债合计	**11,434.83**	**11,021.61**	**11,033.27**	**10,990.56**	**12,244.42**
少数股东权益	257.69	285.26	267.08	244.13	216.08
股本	527.01	527.01	737.82	737.82	737.82
资本公积	410.74	410.74	186.85	186.85	186.85
留存收益	1,507.77	1,742.21	2,644.32	3,782.53	5,173.51
其他	0.15	6.04	2.11	2.76	3.64
股东权益合计	**2,703.36**	**2,971.26**	**3,838.18**	**4,954.10**	**6,317.90**
负债和股东权益总计	**14,138.19**	**13,992.87**	**14,871.45**	**15,944.65**	**18,562.32**

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	177.39	313.34	902.12	1,138.21	1,390.98
折旧摊销	399.60	463.44	473.80	490.39	500.39
财务费用	211.52	193.97	222.58	214.68	220.46
投资损失	1.51	(3.74)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(101.80)	(1,048.86)	319.26	730.59	(1,245.69)
其它	719.85	1,090.52	(8.19)	(12.95)	(18.04)
经营活动现金流	**1,408.06**	**1,008.66**	**1,909.57**	**2,560.93**	**848.09**
资本支出	535.68	493.82	195.00	280.04	208.31
长期投资	0.00	22.45	0.00	0.00	0.00
其他	(1,136.84)	(1,601.12)	(495.00)	(550.04)	(428.31)
投资活动现金流	**(601.17)**	**(1,084.85)**	**(300.00)**	**(270.00)**	**(220.00)**
债权融资	(313.26)	394.20	(1,769.37)	274.86	(263.89)
股权融资	(84.32)	(162.75)	(17.01)	0.66	0.87
其他	(96.97)	(146.07)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	**(494.55)**	**85.38**	**(1,786.38)**	**275.51**	**(263.02)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**312.35**	**9.18**	**(176.82)**	**2,566.44**	**365.07**

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**12,475.68**	**12,105.08**	**12,936.02**	**13,956.33**	**15,021.75**
营业成本	8,544.73	8,522.24	8,792.15	9,387.52	9,992.93
营业税金及附加	105.95	97.04	103.70	111.88	120.42
销售费用	2,123.66	1,965.46	2,074.51	2,205.10	2,328.37
管理费用	678.30	700.40	735.54	739.69	766.11
研发费用	289.35	285.34	291.99	315.02	339.06
财务费用	174.34	161.23	222.58	214.68	220.46
资产/信用减值损失	(511.37)	(318.73)	(172.00)	(145.00)	(110.00)
公允价值变动收益	0.01	0.14	10.00	10.00	10.00
投资净收益	(0.48)	4.10	0.00	0.00	0.00
其他	866.01	412.29	(200.00)	(100.00)	(0.00)
营业利润	**205.20**	**275.58**	**753.56**	**947.45**	**1,154.38**
营业外收入	3.98	9.49	5.35	6.28	7.04
营业外支出	19.07	22.84	19.14	20.35	20.78
利润总额	**190.11**	**262.23**	**739.77**	**933.37**	**1,140.65**
所得税	12.73	(51.10)	(144.16)	(181.89)	(222.29)
净利润	**177.39**	**313.34**	**883.93**	**1,115.26**	**1,362.93**
少数股东损益	3.84	(18.60)	(18.19)	(22.95)	(28.04)
归属于母公司净利润	**173.54**	**331.94**	**902.12**	**1,138.21**	**1,390.98**
每股收益（元）	0.24	0.45	1.22	1.54	1.89

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	10.03%	-2.97%	6.86%	7.89%	7.63%
营业利润	-38.54%	34.30%	173.44%	25.73%	21.84%
归属于母公司净利润	-47.33%	91.27%	171.77%	26.17%	22.21%
获利能力					
毛利率	31.51%	29.60%	32.03%	32.74%	33.48%
净利率	1.39%	2.74%	6.97%	8.16%	9.26%
ROE	7.10%	12.36%	25.26%	24.17%	22.80%
ROIC	8.49%	15.46%	31.42%	38.14%	64.16%
偿债能力					
资产负债率	80.88%	78.77%	74.19%	68.93%	65.96%
净负债率	67.93%	81.20%	27.17%	-20.87%	-22.83%
流动比率	0.78	0.73	0.86	1.04	1.19
速动比率	0.70	0.65	0.79	0.97	1.10
营运能力					
应收账款周转率	3.14	3.54	3.33	3.43	3.43
存货周转率	17.75	16.38	18.03	20.65	18.86
总资产周转率	0.89	0.86	0.90	0.91	0.87
每股指标（元）					
每股收益	0.24	0.45	1.22	1.54	1.89
每股经营现金流	1.91	1.37	2.59	3.47	1.15
每股净资产	3.31	3.64	4.84	6.38	8.27
估值比率					
市盈率	193.11	100.96	37.15	29.44	24.09
市净率	13.70	12.48	9.38	7.12	5.49
EV/EBITDA	16.56	18.47	23.26	18.26	15.46
EV/EBIT	22.07	28.75	34.62	25.56	20.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com