仅供内部参考，请勿外传

零售新业态差异化突围，抢占存量市场

三棵树（603737.SH）首次覆盖深度报告

证券研究报告

2026 年 07 月 03 日

公司评级	买入
股票代码	603737.SH
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	24.61

近一年股价走势



分析师

张欣劼 S0800524120009

18515295560

zhang_xinjie@research.xbmail.com.cn

朱思敏 S0800526040007

18617585820

zhusimin@xbmail.com.cn

联系人

陈默婧

13850793880

chenmojing@research.xbmail.com.cn

相关研究

• 核心结论

从大 B 端放量到“C 端+小 B 端”突围，渠道重构成效显著。公司主动战略收缩大 B 端、聚焦 C 端发力，20-25 年家装墙面漆、基辅材业务收入 CAGR 分别达 26.1%、24.2%，合计收入占比从 28.2%增长至 56.4%；20-25 年工程墙面漆收入占比从 44.1%降至 31.0%，但降幅已收窄（24、25 年收入同比-12.7%、-4.8%），公司深度挖掘旧改、科教文卫、酒店等小 B 端需求，为后续工程端增长积累资源。

行业需求受益于旧房重涂，头部份额提升空间较大。据日涂控股预测，2030 年中国建筑涂料需求中存量住房、新建未装修、新建已装修分别将占比 50%、19%、31%，叠加国内“十五五”城市更新等政策加码，存量房需求占比有望持续提升。我国建筑涂料行业竞争格局分散，24 年市占率 CR10 仅 36.3%，对比海外集中度提升空间较大。

品牌+渠道打造核心壁垒，依托 C 端三大新业态发力。公司立足“健康漆”差异化定位起步，“农村包围城市”渠道战略破局外资垄断局面，近年来依托原有经销商资源孵化新业态前瞻布局：1）马上住：卡位“存量时代”与“好房子”风口，选址社区 3 公里范围内，投资小、建店快助力快速复制，截至 25 年 8 月末门店数量已超 2800 家，目前正向 2026 年万家、2030 年三万家、未来布局 5-10 万家门店目标加速迈进。2）美丽乡村：仿石漆业务已覆盖 1 万多个乡镇、乡镇覆盖率居行业第一，20-25 年保持全国市占率第一；仿石漆市场格局高度分散、渗透率仍较低，潜在市场规模可观。3）艺术漆：定位高端巩固品牌定位，2025 年品牌排名位列第二，未来有望导入马上住社区店实现渠道赋能。

渠道转型+降费+减值优化促进盈利修复，经营质量改善显著。21-25 年毛利率累计+7.7pct 至 33.8%；零售渠道超前投入推升过往销售费用，但近年销售人员下降、渠道建设更完善，费用有望进一步压降；减值高峰期已过，25 年资产+信用减值损失显著收缩，叠加应收规模与周转优化、经营现金流修复等信号，预计未来对利润拖累减少。

投资建议：我们预测公司 26-28 年实现归母净利润 11.26/13.98/15.36 亿元、对应 EPS 1.27/1.58/1.74 元。我们认为建筑涂料消费属性较强、重涂翻新需求占比较大，需求具备韧性；公司短期受益于新业态发力加速零售扩张，中长期受益于产品多元化战略、旧房改造加速打开需求天花板，基于给予公司 26 年 25 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：地产链波动、原材料波动、应收款与减值、市场竞争加剧、数据陈旧等风险。

• 核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	12,105	12,527	14,067	15,559	17,166
增长率	-3.0%	3.5%	12.3%	10.6%	10.3%
归母净利润（百万元）	332	775	1,126	1,398	1,536
增长率	91.3%	133.4%	45.3%	24.2%	9.9%
每股收益（EPS）	0.37	0.88	1.27	1.58	1.74
市盈率（P/E）	65.6	28.1	19.4	15.6	14.2
市净率（P/B）	8.1	7.5	6.3	5.3	4.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

索引

内容目录

投资要点 5
关键假设 5
区别于市场的观点 5
股价上涨催化剂 6
估值与目标价 6
三棵树核心指标概览 7
一、 公司简介：国产涂料龙头，零售战略转型显成效 8
1.1 公司介绍：中国民族涂料第一品牌，绿色建材一体化企业 8
1.2 股权结构：呈现集中度高与稳定态势，多期员工持股计划强化利益共同体 9
1.3 主营业务：以建筑涂料为核心延伸产业链，渠道主轴重构成效显著 10
二、 行业分析：需求受益于旧房重涂，集中度持续提升 11
2.1 新房涂装切向旧房翻新，建筑涂料需求有望逐步企稳回升 11
2.2 我国建筑涂料市场竞争格局较为分散，头部品牌市占率有望进一步提升 14
三、 公司优势分析：品牌+渠道优势打造核心壁垒 15
3.1 健康漆+下沉城市差异化破局，涂料品牌力位列国内第一、全球前列 15
3.2 传统经销商渠道稳固基本盘，零售“三大新业态”分能级发力 18
3.2.1 马上住：拥抱存量市场红利，或为高线城市破圈重要抓手 18
3.2.2 美丽乡村：下沉零售市场的增长引擎，三棵树具备先发优势、市占率第一 21
3.2.3 艺术漆业务：产品矩阵高端化升级，有望依托马上住社区店赋能引流 24
四、 公司财务分析：零售扩张拉动业绩，经营质量稳健 27
4.1 渠道结构转型成效显著，零售扩张促进收入利润高增 27
4.2 毛利回升、降费与减值优化，利润能力有所改善 28
4.3 现金流显著修复、负债率持续下降，应收规模与周转持续优化 29
五、 盈利预测和估值 30
5.1 关键假设及盈利预测 30
5.2 相对估值 32
六、 风险提示 33

图表目录

图 1：三棵树核心指标概览图 7
图 2：公司发展历程 8
图 3：公司零售中心美好生活解决方案示意图 8
图 4：公司大客户中心七位一体产品体系示意图 8

仅供内部参考，请勿外传

图 5：公司股权结构（截至 2026 年一季报）.....9
图 6：实控人洪杰持股比例较高且稳定.....9
图 7：公司产品矩阵.....10
图 8：公司分产品收入占比.....10
图 9：公司分产品毛利占比.....10
图 10：公司分渠道结构.....11
图 11：全国建筑涂料市场规模及同比增速.....12
图 12：全国建筑涂料产量及同比增速.....12
图 13：2025 年各类住宅面积占比.....12
图 14：中国建筑涂料中长期需求结构.....12
图 15：“十四五”城市更新期间老旧小区改造成果.....13
图 16：2024 年我国建筑涂料企业营收及对应市占率.....14
图 17：三棵树建筑涂料市占率呈现上升趋势.....14
图 18：2020 年我国建筑涂料行业竞争格局.....15
图 19：2024 年我国建筑涂料行业竞争格局.....15
图 20：2024 年美国建筑涂料市场竞争格局.....15
图 21：公司在 26 年全球十大最具价值涂料品牌榜单中位列第 9.....16
图 22：公司在 26 年全球十大最强涂料品牌榜单中高居第 2.....16
图 23：三棵树马上住及 8 小时净味住新家宣传海报.....16
图 24：公司依托冬奥官方涂料供应商背书、提升知名度.....16
图 25：公司 2019 年以来广告宣传费显著提升.....17
图 26：公司广告宣传费增长高峰期后营收高速增长.....17
图 27：公司“健康+”标准从 1.0 到 5.0 持续迭代升级.....17
图 28：公司“健康+”标准高于国际标准.....18
图 29：社区渠道重涂焕新的潜在市场空间广阔.....19
图 30：公司“马上住”战略发展历程.....19
图 31：公司“马上住”社区店扩张路径的四个阶段.....19
图 32：公司马上住门店数量变化.....19
图 33：公司马上住门店的全国网点布局.....19
图 34：公司“马上住”成熟运营社区店案例.....21
图 35：公司美丽乡村仿石漆产品矩阵覆盖多场景需求.....22
图 36：公司仿石漆用于自建房示例图.....22
图 37：公司美丽乡村整体涂装的标准服务流程.....22
图 38：公司仿石漆业务的国内市占率持续提升.....22
图 39：公司 2025 年仿石漆销量排名全球第一.....22
图 40：2014-2025 年中国仿石漆市场规模及同比增速.....23
图 41：2025 年中国仿石漆品牌 TOP 15 强销售额.....23
图 42：2024 年农村自建房不同外墙材料占比.....24

仅供内部参考，请勿外传

图 43：近年来仿石漆在农村渗透率显著提升.....24
图 44：三棵树艺术漆“国潮”赋能设计灵感.....25
图 45：三棵树官方旗舰店艺术漆单价远高于普通乳胶漆.....25
图 46：三棵树艺术漆 5.0 店态升级.....25
图 47：2025 年三棵树艺术漆的销售当量排名国内第二.....26
图 48：我国艺术漆市场规模及同比增速.....27
图 49：2024 年艺术漆行业市场竞争格局高度分散.....27
图 50：公司营业收入及同比增速情况.....27
图 51：公司归母净利润及同比增速情况.....27
图 52：公司家装墙面漆、工程墙面漆、基辅材的销量及同比增速.....28
图 53：公司毛利率、期间费用率、减值损失率、净利率水平.....28
图 54：公司各产品毛利率水平.....28
图 55：公司家装墙面漆单吨价格、成本、毛利水平（元/吨）.....29
图 56：公司工程墙面漆单吨价格、成本、毛利水平（元/吨）.....29
图 57：公司销售、管理、财务、研发费用率水平.....29
图 58：公司销售人员数量及同比增速.....29
图 59：公司经营活动现金净额及同比增速.....30
图 60：公司资产负债率、带息负债率水平.....30
图 61：公司应收账款余额及应收账款周转率.....30
图 62：公司资产减值损失、信用减值损失情况.....30

表 1：公司近年来股权激励及员工持股计划具体情况.....9
表 2：公司分产品经营数据.....11
表 3：“十五五”城市更新指标.....13
表 4：我国建筑涂料市场规模测算.....14
表 5：公司在《涂界》2025 年中国建筑涂料市场竞争力排行榜中大多数品类位居前列.....16
表 6：三棵树“马上住”社区店策略对比传统涂料焕新的优势.....20
表 7：仿石漆对比瓷砖、天然石材优势（2026 年 4 月数据）.....24
表 8：农村自建房仿石漆潜在市场规模测算.....24
表 9：三棵树在涂料经 2022-2026 年艺术涂料头部品牌排名中名次逐步提升.....25
表 10：公司 2026-2028 年主要业务收入及毛利率拆分预测.....31
表 11：可比公司最新 wind 一致预期及 PE 估值（截至 2026/7/3 收盘价）.....32

仅供内部参考，请勿外传

投资要点

关键假设

1）工程墙面漆业务：虽然房地产业整体承压导致公司大 B 工程端存在不确定性，但公司大 B 端业务占比已显著收缩（直销占比由 2019 年的 38%下降至 2025 年的 13%），未来下降空间有限；公司重点发力小 B 端，已在央国企、城建城投、工业厂房、公共空间等赛道实现精准突破，深度挖掘旧改焕新、科教文卫、酒店等小 B 端场景需求，结合“十五五”城市更新进程的推进，公司需求有望受益于旧房改造、市政工程等相关业务增长，我们预计 2026-2028 年每年工程墙面漆收入增速为 5%、毛利率维持在 38%的水平（基本持平于 2025 年 37.6%的水平）。

2）家装墙面漆业务：公司已通过扁平化策略快速渗透下沉渠道，依托原有经销商资源发展“马上住社区焕新、美丽乡村、艺术漆”三大新业态进行零售业务转型，我们认为未来随着城镇乡村重涂翻新需求进一步提升、消费者品牌意识增加，叠加公司新业态扩张发力，家装墙面漆业务有望维持较高增速；参考 2025 年 14.7%的收入增速、50.8%的毛利率水平，我们预计 2026-2028 年每年家装墙面漆收入增速为 15%、毛利率维持在 50%。

3）基材与辅材业务：公司在零售领域打造乳胶漆、艺术漆、仿石漆、胶粘剂、基辅材、防水涂料、小森板“七位一体”产品体系，利用建筑涂料主业优势发挥产品、渠道协同效应，加速拓展基材与辅材业务，我们认为公司有望凭借建筑涂料龙头地位、通过导入“马上住”社区店等形式进行赋能引流，进一步开拓基辅材市场潜力。综上，我们预计 2026-2028 年公司基材与辅材收入增速为 15%/10%/10%，毛利率同比 25 年略有提升，维持在 23%。

4）防水卷材业务：在工程端防水卷材与建筑涂料存在工序的协同性，虽然房建的实物工作量仍存在不确定性，但我们认为公司有望依托已有工程经销商资源及建筑涂料产品效应稳步推进防水卷材业务，结合 25 全年收入同比下降 24.5%、但 26Q1 收入同比提升 26.5%，在基数较低、业务恢复空间较大的情况下，我们预计 2026 年公司防水卷材收入增速为 20%，2027、2028 年逐步回落至 15%、10%，2026-2028 年毛利率水平为 14.8%/15.0%/15.2%，延续小幅修复趋势。

5）装饰施工业务：公司利用建筑涂料主业产品优势拓展下游施工业务，虽然施工需求仍存在一定压力，但我们认为当前该业务体量较小，公司有望通过龙头地位稳固提升市场规模，预计 2026-2028 年每年装饰施工收入增速为 10%，毛利率维持在 2%。

综上，我们预测公司 2026-2028 年实现营业收入 140.7/155.6/171.7 亿元，毛利率为 33.9%/33.9%/34.1%，实现归母净利润 11.26/13.98/15.36 亿元。

区别于市场的观点

1、市场认为建筑涂料行业受制于地产需求疲软难有修复，我们认为公司已成功重塑渠道主轴降低地产传导链条，零售转型+产品集成+渠道下沉对冲周期性下行。此外，建筑涂料消费属性较强，在存量房翻新时代需求韧性较强。公司作为行业龙头已在过往行业下行期稳步提升市场份额，并将通过发力“马上住、美丽乡村、艺术漆”三大新业态进一步聚焦提升零售业务，打造核心竞争力。

2、市场认为建筑涂料行业低端产品价格战仍存，或影响公司的市场份额及毛利率水平。我们认为公司零售转型成效显著，零售端整体对于价格敏感度较工程端低，且公司已通过

仅供内部参考，请勿外传

持续的产品研发及营销投入树立品牌形象、扁平化的经销策略积累较强渠道资源，叠加后端交付能力的保证以及艺术漆等高端产品打造核心壁垒，预计受建筑涂料行业价格战影响较小、毛利率水平较为稳定。

2、市场认为公司过往大 B 工程端地产客户带来的应收账款回款及现金流风险较高，我们认为公司工程端占比已持续降低且未来重点发力小 B 渠道，2025 年经营现金流表现稳健、负债率持续下降、应收款项已大幅压降，整体减值较高峰期已大幅回落，虽然仍有部分地产应收款未结清，但在公司业务转型的背景下预计未来对经营质量影响较小。

股价上涨催化剂

1、“马上住”“美丽乡村”“艺术漆”业务扩张超预期；

2、公司渠道下沉、扩品类多元化战略加速推进，拉动业务规模、释放业绩增量；

3、建筑涂料行业中小企业加速出清，公司市占率进一步提升，份额提升带动放量；

4、建筑涂料行业产品涨价超预期；

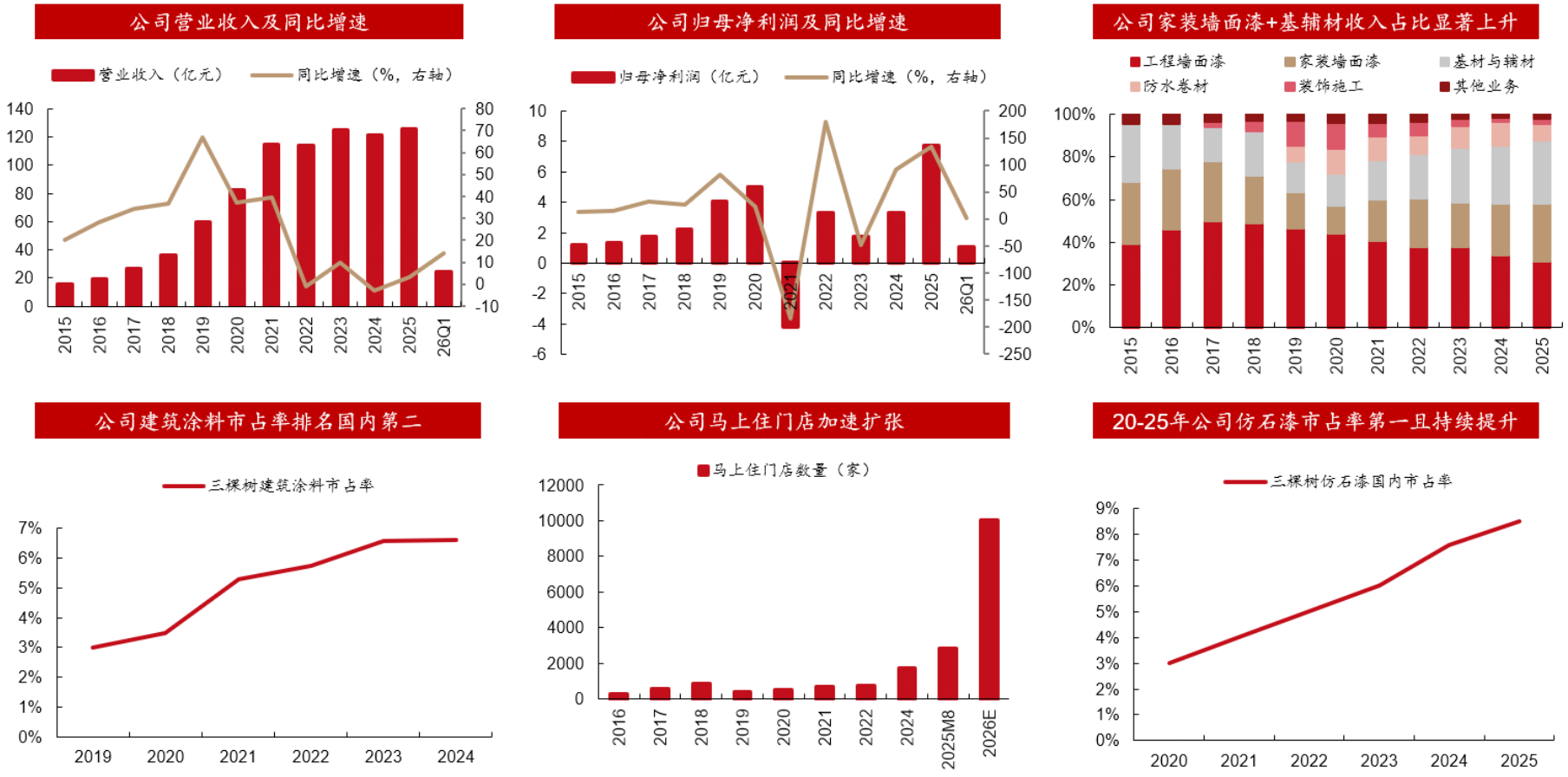
5、下游地产行业企稳、二手房交易数据持续回暖。

估值与目标价

我们预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 11.26/13.98/15.36 亿元、对应 EPS 1.27/1.58/1.74 元。选取国内建材各细分行业龙头东方雨虹、兔宝宝、坚朗五金、伟星新材、悍高集团共 5 家企业作为可比公司，截至 2026/7/3 收盘价，可比公司 26 年一致预期 PE 均值为 19 倍。我们认为建筑涂料消费属性较强，下游重涂翻新需求占比逐步提升，较其他建材品类受房地产新建影响较小，需求韧性较强，公司作为国内建筑涂料龙头，短期受益于马上住、美丽乡村、艺术漆三大新业态发力加速零售扩张，中长期受益于基辅材等多元化战略提供新增长潜力、存量房时代旧房改造打开需求天花板，基于此我们给予公司 2026 年 25 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

三棵树核心指标概览

图 1：三棵树核心指标概览图



资料来源：wind，涂界，涂料经，三棵树 2018 年报、2020-2022 年报，证券市场周刊，中外涂料网，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

一、公司简介：国产涂料龙头，零售战略转型显成效

1.1 公司介绍：中国民族涂料第一品牌，绿色建材一体化企业

国内建筑涂料龙头，绿色建材一体化解决方案服务商。三棵树于 2002 年在福建莆田成立，并于 2016 年在上海证券交易所上市，现已发展成为以内外墙涂料为核心，防水、保温、地坪、家居新材料、基辅材、工业涂料、施工协同发展的大型新材料龙头企业。公司致力于在零售领域打造乳胶漆、艺术漆、仿石漆、胶粘剂、基辅材、防水涂料、小森板“七位一体”产品和“马上住”服务的美好生活解决方案，在工程领域打造内外墙涂料、防水、保温、工业涂料、地坪、家居新材料、基辅材、施工服务为一体的绿色建材一站式集成系统，拥有上海、北京、广州 3 个中心、14 个全球产业基地、200 多家合作厂，全资及控股 69 家公司。公司品牌力、行业地位突出，连续多年蝉联“中国民族涂料第一品牌”，2021 年成为首个营收突破百亿的中国民族涂料企业；此外，连续第五年入选“全球十大最具价值涂料品牌”，2026 年位列第 9，是唯一上榜的中国涂料品牌。

图 2：公司发展历程



资料来源：三棵树官网，三棵树服务官方公众号、2022 年报，wind，涂界，中国建筑防水协会，西部证券研发中心

图 3：公司零售中心美好生活解决方案示意图



资料来源：三棵树 2025 年报，西部证券研发中心

图 4：公司大客户中心七位一体产品体系示意图



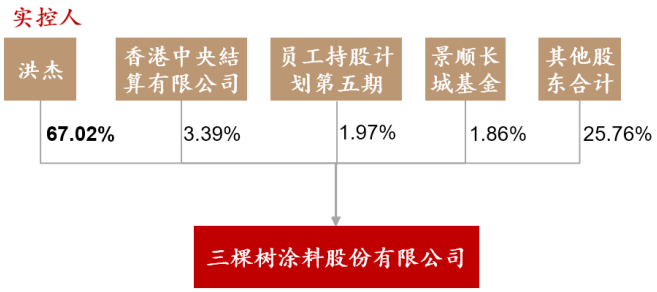
资料来源：三棵树 2025 年报，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

1.2 股权结构：呈现集中度高与稳定态势，多期员工持股计划强化利益共同体

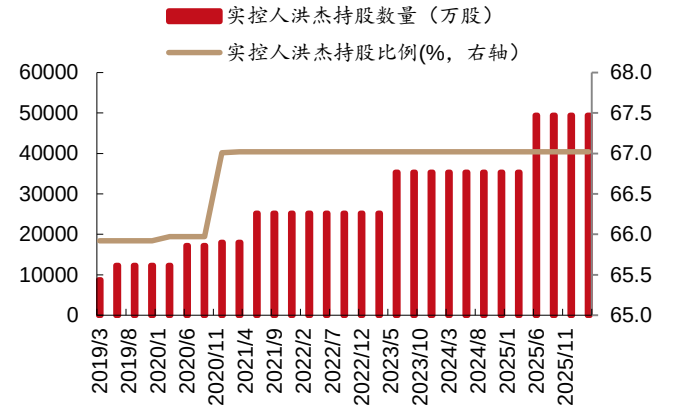
实控人持股比例较高且稳定，员工持股计划兜底收益率激发经营活力。截至 2026 年一季度末，公司第一大股东为洪杰，其为三棵树创始人、董事长兼总经理及实际控制人，直接持有公司 4.94 亿股股份，占公司总股本的 67.02%，拥有绝对控制权，近年来持股数量整体呈逐步增长趋势、持股比例较为稳定，彰显了对公司未来发展的信心。公司自 2017 年以来共推出一期股权激励计划以及五期员工持股激励计划，覆盖面广，最新一期（第五期）覆盖员工约 5000 人，占公司员工近半；且为了强化对核心员工的长期激励效果，董事长洪杰进行了股权激励承诺，第一/二/三/四/五期持股计划均承诺兜底保证员工自有（自筹）资金年化收益率至少 6%/10%/10%/10%/10%，目前前四期已完毕终止，收益率分别达到约 239%、401%、175%、61%、第五期仍处存续期，我们认为实控人收益兜底的持股方案彰显经营决心及魄力、绑定骨干人才及经营业绩，依托高额收益落地员工共享机制。

图 5：公司股权结构（截至 2026 年一季报）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 6：实控人洪杰持股比例较高且稳定



资料来源：wind，西部证券研发中心

表 1：公司近年来股权激励及员工持股计划具体情况

计划类型		授予日期	解锁日期	授予股数（万股）	金额（亿元）	成交均价（元/股）	最新持股数（万股）	参与规模（人）	核心条款	结果
限制性股票激励计划		2017/10/26	2018/11/14 2019/11/7 2020/11/9	258.7	0.74	28.49	/	292	半价授予+业绩解锁(以 2016 年为基数，2017/2018/2019 年净利润增长率不低于 30%/69%/120%)。	三期均解锁
员工持股计划	一期	2019/2/21	2020/2/20	125.8	0.48	38.44	176.2	不超过 2000	兜底年化收益率 6%	完毕并终止
	二期	2019/2/21	2020/9/20	140.1	0.62	44.3	196.2	不超过 1000	兜底年化收益率 10%	完毕并终止
	三期	2020/8/1	2021/7/31	633.7	5.83	92.04	887.2	不超过 2000	兜底年化收益率 10%	完毕并终止
	四期	2020/10/13	2025/10/12	700.7	10.98	156.63	864.04	不超过 3000	兜底年化收益率 10%	延长两次，完毕并终止
	五期	2021/7/13	2026/7/12	1294.8	19.22	148.48	2533.939	不超过 5000	兜底年化收益率 10%	延长两次，仍在存续期

资料来源：三棵树关于 2017 年限制性股票激励计划首次授予部分第三期、预留授予部分第二期限制性股票解锁暨上市公告，三棵树员工持股计划（草案）、关于员工持股计划出售完毕暨终止的公告、关于持股计划存续期延长的公告、关于员工持股计划完成股票购买的公告，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

1.3 主营业务：以建筑涂料为核心延伸产业链，渠道主轴重构成效显著

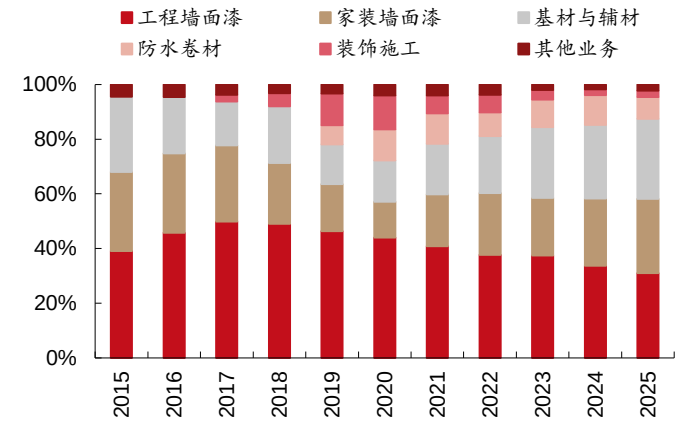
围绕墙面涂料进行多品类配套，渠道由“大 B 直销”转向“C 端+小 B 端”。公司主营业务以内外墙涂料为核心，防水、保温、地坪、家居新材料、基辅材、工业涂料、施工协同发展。收入层面，2025 年公司工程墙面漆、家装墙面漆、基辅材、防水卷材、装饰施工业务分别实现收入 38.9、34.0、36.6、10.0、2.9 亿元，分别同比-4.8%、+14.7%、+12.0%、-24.5%、+12.4%，收入占比分别为 31.0%、27.2%、29.2%、7.9%、2.3%。毛利层面，2025 年公司工程墙面漆、家装墙面漆、基辅材、防水卷材、装饰施工业务分别贡献毛利 14.6、17.3、8.1、1.5、0.04 亿元，毛利占比分别为 34.5%、40.8%、19.2%、3.4%、0.1%。从近年趋势来看，受房地产下行冲击以及主动战略收缩有风险的大 B 端工程业务订单，叠加零售 C 端三大新业态（马上住、美丽乡村、艺术漆）发力，公司零售为主的家装墙面漆、基辅材业务占比呈现上升趋势，2020-2025 年两大业务的收入 CAGR 分别达 26.1%、24.2%，合计收入占比从 28.2%增长至 56.4%，已成为公司核心增长引擎；工程墙面漆的收入占比从 2020 年的 44.1%下降至 2025 年的 31.0%，但收入降幅已明显收窄（24、25 年收入分别同比-12.7%、-4.8%），公司深度挖掘旧改焕新、科教文卫、酒店等小 B 端场景需求，为后续工程端增长积累资源。

图 7：公司产品矩阵



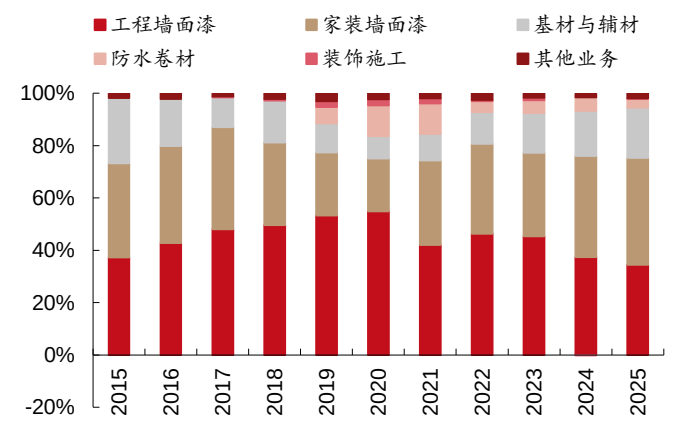
资料来源：三棵树官网，三棵树官方公众号，三棵树小森板官方公众号，西部证券研发中心

图 8：公司分产品收入占比



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 9：公司分产品毛利占比



资料来源：wind，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

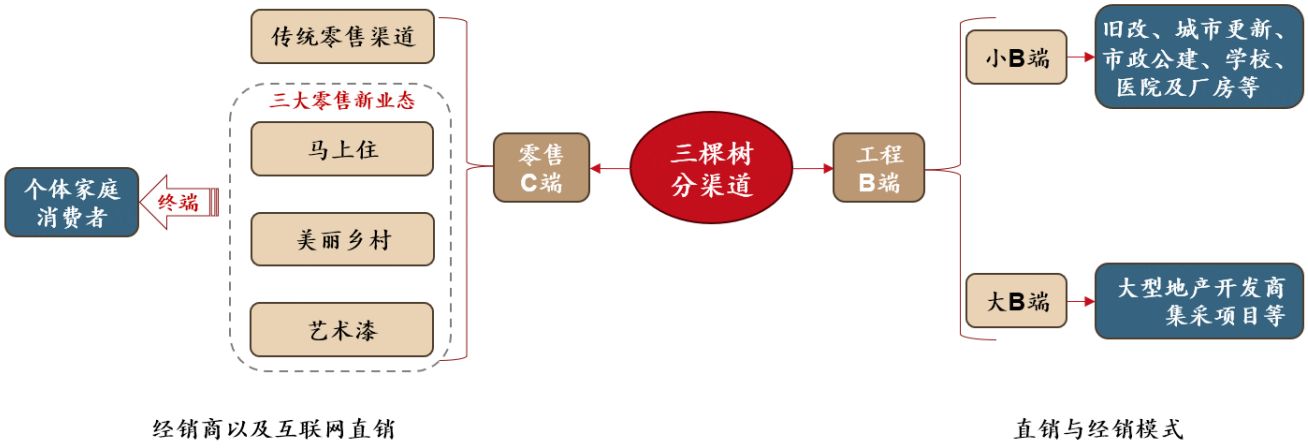
仅供内部参考，请勿外传

表 2：公司分产品经营数据

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	示意图
家装墙面漆	收入（亿元）	10.69	21.70	25.65	26.32	29.67	34.03	
	收入增速	3.8%	103.0%	18.2%	2.6%	12.8%	14.7%	
	收入占比	13.0%	19.0%	22.6%	21.1%	24.5%	27.2%	
	毛利率	52.3%	44.2%	43.9%	47.7%	46.9%	50.8%	
基材与辅材	收入（亿元）	12.41	21.18	23.62	32.29	32.69	36.63	
	收入增速	42.8%	70.6%	11.5%	36.7%	1.2%	12.0%	
	收入占比	15.1%	18.5%	20.8%	25.9%	27.0%	29.2%	
	毛利率	19.2%	14.2%	16.8%	18.5%	18.9%	22.2%	
工程墙面漆	收入（亿元）	36.12	46.65	42.69	46.76	40.84	38.90	
	收入增速	30.7%	29.1%	-8.5%	9.5%	-12.7%	-4.8%	
	收入占比	44.1%	40.8%	37.7%	37.5%	33.7%	31.0%	
	毛利率	42.2%	26.8%	35.5%	38.1%	32.9%	37.6%	
防水卷材	收入（亿元）	9.31	12.71	9.90	12.57	13.19	9.96	
	收入增速	122.5%	36.6%	-22.1%	26.9%	4.9%	-24.5%	
	收入占比	11.3%	11.1%	8.7%	10.1%	10.9%	7.9%	
	毛利率	34.8%	27.3%	13.9%	15.2%	14.2%	14.6%	
装饰施工	收入（亿元）	10.19	7.55	7.25	4.39	2.60	2.92	
	收入增速	47.2%	-25.9%	-4.0%	-39.4%	-40.8%	12.4%	
	收入占比	12.4%	6.6%	6.4%	3.5%	2.1%	2.3%	
	毛利率	6.2%	7.8%	2.2%	9.3%	-2.7%	1.3%	

资料来源：wind，西部证券研发中心

图 10：公司分渠道结构



资料来源：三棵树 2025 年报，涂界，西部证券研发中心

二、行业分析：需求受益于旧房重涂，集中度持续提升

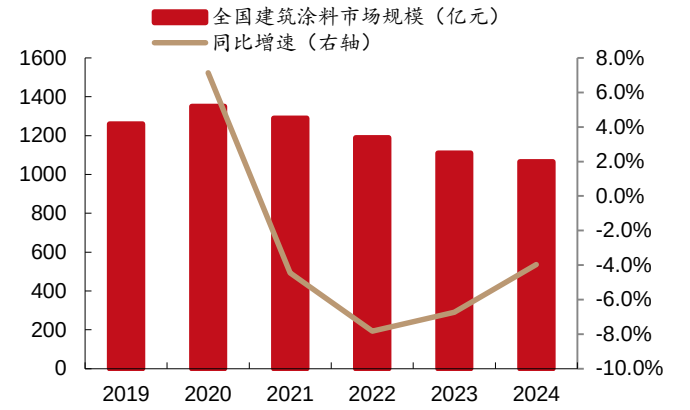
2.1 新房涂装切向旧房翻新，建筑涂料需求有望逐步企稳回升

建筑涂料需求重心从“增量扩张”转向“存量更新”。建筑涂料行业为典型的地产后周期市场，其需求与地产精装、毛坯房装修、存量房二次装修密切相关，自 2021 年下半年起，我国地产行业整体承压，房屋竣工面积增速放缓，导致建筑涂料市场需求疲软，特别是工程端需求急剧萎缩，导致 2021-2025 年全国建筑涂料年产量累计下滑 28.5%。但除新建需求外，更新需求正加速释放，存量改造将为建筑涂料释放长期价值、接棒地产等新建建筑业

仅供内部参考，请勿外传

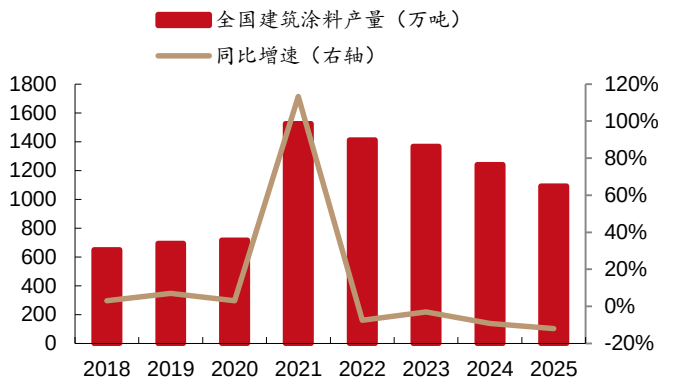
务。随着城市化率不断提高，早期建设的住宅与其他建筑进入翻新重涂与翻修阶段，在建筑生命周期内新建业务只有一次，而翻新重涂与翻修需要每隔 5-15 年重复一次，需要经历 6 次至 20 次，翻新重涂市场体量是新建涂装市场的数倍之多且不断循环往复，到城市化率提高到一定程度的阶段，建筑涂料行业的消费建材属性将逐步显现。据日涂控股预测，2026 年中国建筑涂料需求结构中存量住房、新建未装修、新建已装修分别将占比 44%、28%、28%，存量房+二手房装修占比达 72%，到 2030 年这三大方向占比分别达 50%、19%、31%，存量房需求占比进一步提升、新建房需求进一步下降。

图 11：全国建筑涂料市场规模及同比增速



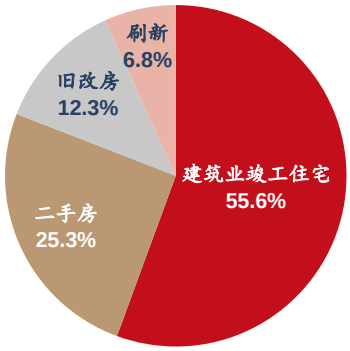
资料来源：涂界，涂料经，西部证券研发中心

图 12：全国建筑涂料产量及同比增速



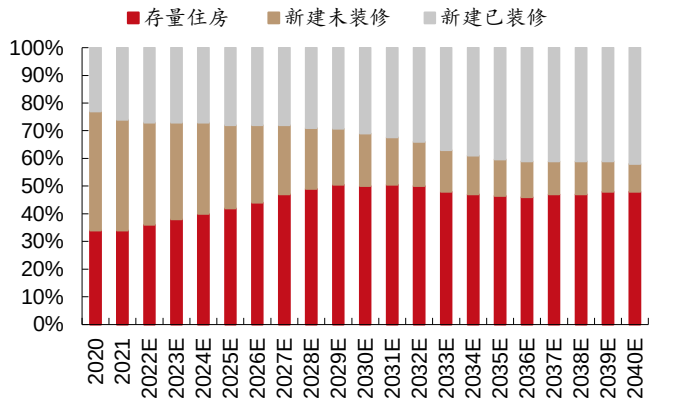
资料来源：中国涂料网，西部证券研发中心；注：2021 年起数据统计口径改变。

图 13：2025 年各类住宅面积占比



资料来源：中国涂料杂志，西部证券研发中心

图 14：中国建筑涂料中长期需求结构



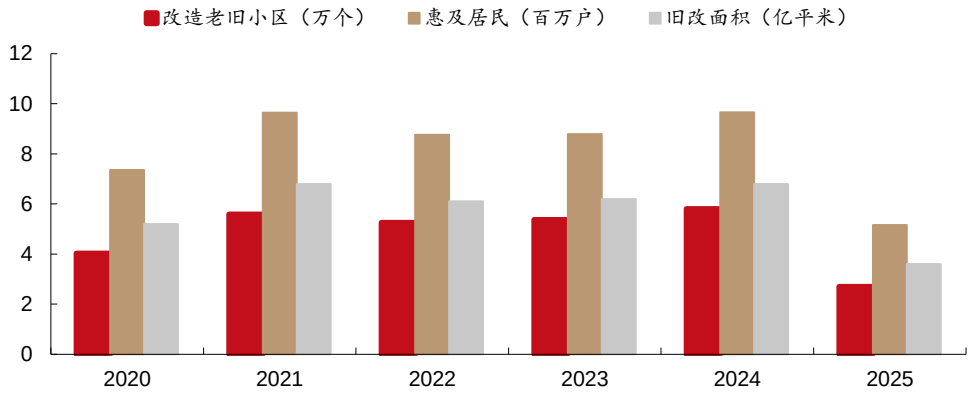
资料来源：日涂控股官网，西部证券研发中心

政策加码推动存量市场需求加快释放。“十四五”期间，城市更新行动中全国实施城中村改造项目 2387 个，启动城市危旧房改造 17.5 万套，累计改造城镇老旧小区 24 万多个，惠及 4000 多万户、1.1 亿人，通过旧改老旧小区改造、历史文化街区保护拉动、市政设施升级等形式拉动建筑涂料需求，对冲房地产新建端的下行压力。2026 年 5 月国务院颁发《城市更新“十五五”规划》，提出“十五五”期间目标城镇危旧房改造数量 50 万套、新开工改造城镇老旧小区数量 11.5 万个、城中村改造数量 4000 个、老旧街区厂区改造提升数量 1500 个，其中城市危旧房改、老旧街区改造等目标数量较十四五期间显著增长，规划明确提出要推进“好房子”建设、重点对房龄 20 年及以上城镇住宅小区开展改造，同时政策鼓励居民依托小区改造同步开展室内自主翻新，预计城市更新市场总容量达 15-20 万亿元。

仅供内部参考，请勿外传

我们认为“十五五”城市更新行动依靠多品类存量改造落地、改造标准全面升级、市场化资金扩容与促进居民自主翻新等多重逻辑，有望全方位打开建筑涂料增量空间。

图 15：“十四五”城市更新期间老旧小区改造成果



资料来源：中国涂料杂志，西部证券研发中心

表 3：“十五五”城市更新指标

指标	2025 年	2030 年
城镇危旧房改造数量（万套/间）	[25]	[50]
新开工改造城镇老旧小区数量（万个）	[24]	[11.5]
老旧街区厂区改造提升数量（个）	[900]	[1500]
城中村改造数量（个）	[4100]	[4000]
历史建筑修缮数量（万处）	[1]	[1.5]
新建及改扩建体育场地面积（万公顷）	[12.7]	[12.8]
城市公园绿地改造提升面积（万公顷）	-	[2]
城市地下管网改造长度（万公里）	[25]	[36.5]
存量应急避难场所改造数量（万个）	-	[5]
城镇房屋基础信息数字化率（%）	-	>95

资料来源：中国政府网，西部证券研发中心。注：[]内为五年累计数

我们根据 2025 年房屋新竣工面积，住建部统计的 2024 年总房屋存量建面（城镇+农村面积）进行了估算，假设每年房屋折旧率 2%，测算每年我国建筑涂料有效市场空间 1055 万吨左右，其中 35.3%的需求来自新建、64.7%的需求来自存量翻新。按照内墙涂料 7 元/千克、外墙涂料 9 元/千克的单价进行估算，每年我国建筑涂料有效市场规模达 868 亿元。考虑到高端化、功能化、绿色化需求带来的涂料产品升级趋势，我们认为未来我国建筑涂料市场总规模有望达到千亿元以上。

仅供内部参考，请勿外传

表 4：我国建筑涂料市场规模测算

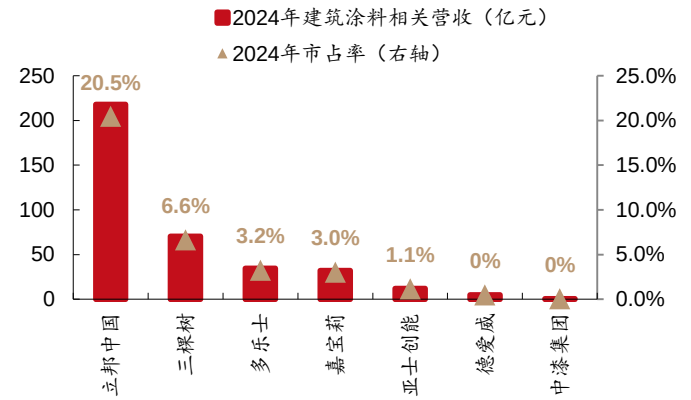
参数及假设：		建筑涂料需求测算：	
每年房屋新竣工面积（亿平米）	16	新竣工刷涂面积（亿平米）	53
我国总房屋存量建面（亿平米）	1280	其中：内墙	42
其中：城镇	662	其中：外墙	11
其中：农村	618	**新竣工建筑涂料用量（万吨）**	**373**
每年房屋折旧率	2%	其中：内墙	157
每年存量房翻新面积（亿平米）	26	其中：外墙	215
		存量翻新刷涂面积（亿平米）	84
内墙面积/建筑面积比率	2.62	其中：内墙	67
外墙面积/建筑面积比率	0.67	其中：外墙	17
内墙涂料使用强度（千克/平米）	0.13	**存量翻新建筑涂料用量（万吨）**	**682**
外墙涂料使用强度（千克/平米）	0.84	其中：内墙	252
涂刷数量（层）	3	其中：外墙	431
内墙涂料单位价格（元/千克）	7	**每年所需建筑涂料用量（万吨）**	**1055**
外墙涂料单位价格（元/千克）	9	**每年建筑涂料市场规模（亿元）**	**868**

资料来源：中国涂料杂志，住建部，求是网，房天下，PCI 可名，慧讯网，西部证券研发中心测算

2.2 我国建筑涂料市场竞争格局较为分散，头部品牌市占率有望进一步提升

近年国内建筑涂料行业市场份额向头部集中，消费属性增强背景下头部优势凸显。我国建筑涂料行业竞争格局仍较为分散，2024 年市占率超过 1%的企业仅 5 家，主要龙头企业包括立邦中国、三棵树、多乐士、嘉宝莉、亚士创能等，2024 年市占率分别为 20.5%、6.6%、3.2%、3.0%、1.1%，行业 CR5、CR10、CR30 分别为 34.5%、36.3%、43.4%，较 2020 年的 19.8%、25.1%、30.6%有所提升，特别是 CR5 显著上升，显示市场份额进一步向前几大头部品牌集中，以三棵树为例，2019-2024 年建筑涂料市占率由 3%提升至 7%。但横向对比我国建筑涂料行业集中度仍处于较低水平，美国、日本、韩国、欧洲地区的建筑涂料行业 TOP10 品牌市占率均超过 80%甚至超过 95%，我国建筑涂料市场集中度提升空间广阔。我们认为未来随着重涂翻新需求占比提升，建筑涂料消费属性趋强、品牌效应凸显，龙头企业有望凭借品牌、渠道优势进一步提升市场份额。

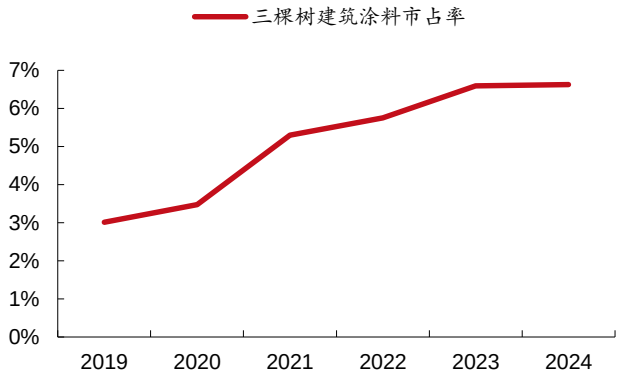
图 16：2024 年我国建筑涂料企业营收及对应市占率



资料来源：涂界，阿克苏诺贝尔 2024 年报，wind，西部证券研发中心

注：多乐士收入包含部分北亚数据。

图 17：三棵树建筑涂料市占率呈现上升趋势

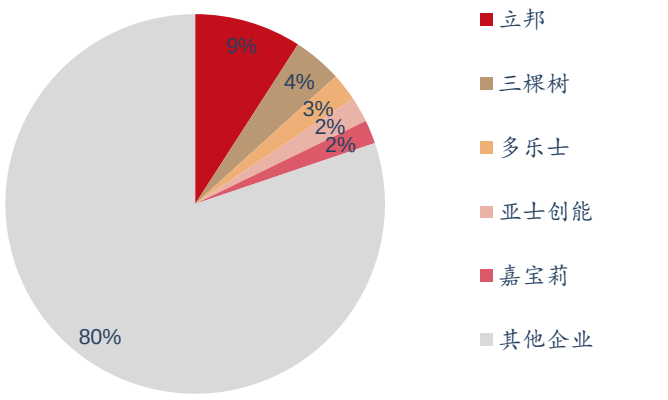


资料来源：wind，涂界，涂料经，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

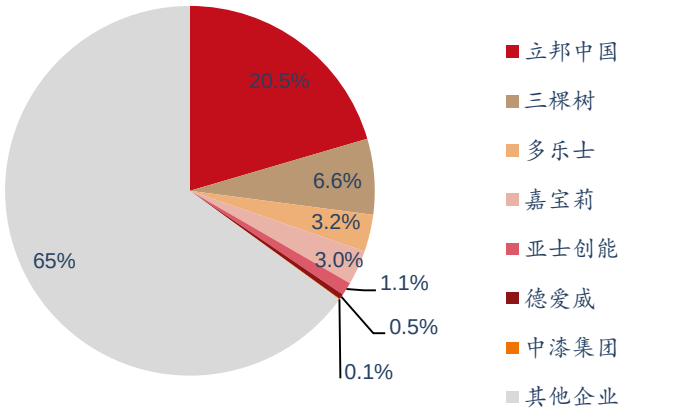
仅供内部参考，请勿外传

图 18：2020 年我国建筑涂料行业竞争格局



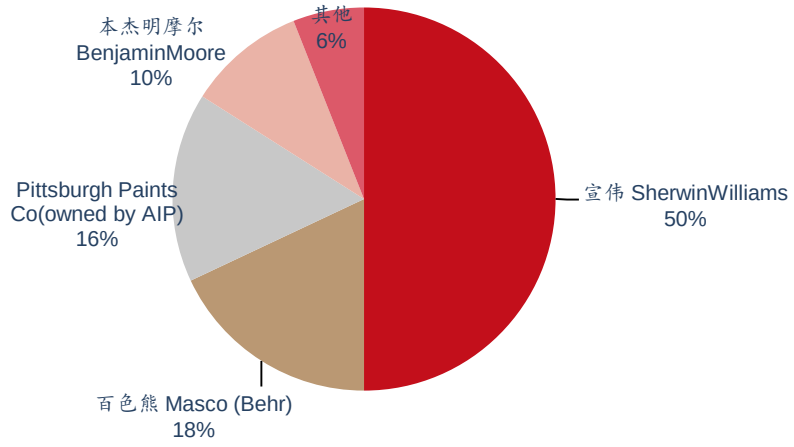
资料来源：涂界，西部证券研发中心

图 19：2024 年我国建筑涂料行业竞争格局



资料来源：涂界，阿克苏诺贝尔 2024 年报，wind，西部证券研发中心

图 20：2024 年美国建筑涂料市场竞争格局



资料来源：The ChemQuest Group，西部证券研发中心

三、公司优势分析：品牌+渠道优势打造核心壁垒

3.1 健康漆+下沉城市差异化破局，涂料品牌力位列国内第一、全球前列

健康漆差异化品牌定位，“农村包围城市”战略破局外资垄断局面。创立之初，三棵树在彼时外资垄断国内涂料市场的行业环境下，立足“健康漆”差异化定位起步，当时市面涂料普遍异味大、甲醛/VOC、重金属超标，消费者装修需空置半年以上才能入住，公司率先打出健康漆品牌定位，避开一二线外资主力市场，深耕二三线、下沉县域，以低线城市高端健康漆切入市场，跳出同质化低价竞争泥潭。此外，公司通过“三棵树，马上住”等品牌口号，强调“即刷即住”的便捷性和健康保障，将产品与消费者对美好家居生活的需求深度绑定，塑造负责任、有担当的品牌形象；并依托冬奥官方涂料供应商背书，进一步夯实健康品牌公信力。公司成为国产涂料迈向高端标杆的代表品牌，在国际权威品牌评估机构品牌金融发布的“2026 年全球十大最具价值涂料品牌榜单”中位列第 9，连续第五年上榜、成为

仅供内部参考，请勿外传

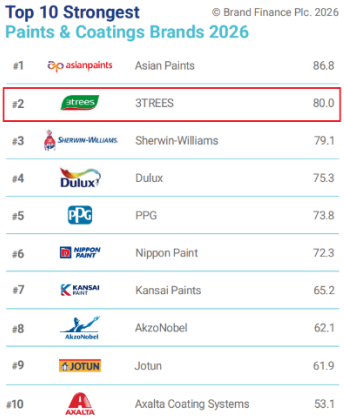
唯一上榜的中国涂料品牌；在“2026 年全球十大最强涂料品牌榜单”中，高居第 2 位，品牌实力指数得分 80.0，超越宣伟、多乐士、PPG、立邦等众多历史悠久、实力雄厚的国际巨头。

图 21：公司在 26 年全球十大最具价值涂料品牌榜单中位列第 9

Rank 2026	Rank 2025	Logo	Name	Country	Brand Value 2026	Brand Value 2025	Brand Rating 2026	Brand Rating 2025
1 =	1		Sherwin-Williams		$9,091M	$8,486M	AA+	AA
2 =	2		PPG		$3,897M	$3,790M	AA	AA
3 =	3		Nippon Paint		$2,969M	$2,861M	AA	A+
4 ▲	6		AkzoNobel		$1,547M	$1,315M	A+	A
5 ▲	7		Dulux		$1,521M	$1,284M	AA+	AA
6 ▼	4		Asian Paints		$1,416M	$1,623M	AAA	AAA+
7 ▼	5		Axalta Coating Systems		$1,307M	$1,577M	A-	A+
8 =	8		Jotun		$1,159M	$970M	A+	A+
9 ▲	10		3TREES		$924M	$790M	AAA-	AA
10 ▼	9		Kansai Paints		$909M	$930M	AA-	AA-

资料来源：涂界，西部证券研发中心

图 22：公司在 26 年全球十大最强涂料品牌榜单中高居第 2



资料来源：涂界，西部证券研发中心

图 23：三棵树马上住及 8 小时净味住新家宣传海报



资料来源：央广网，西部证券研发中心

图 24：公司依托冬奥官方涂料供应商背书、提升知名度



资料来源：三棵树官方公众号，西部证券研发中心

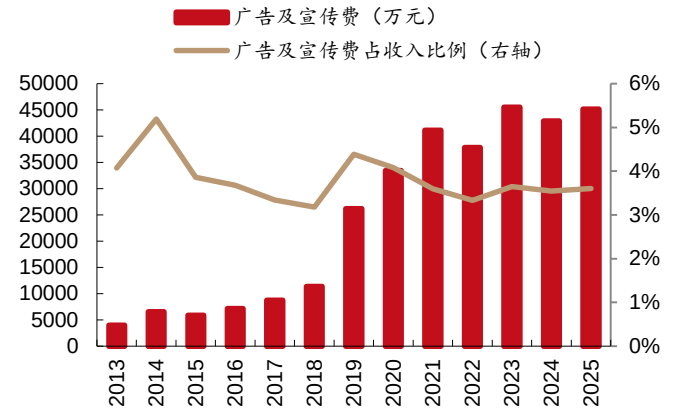
表 5：公司在《涂界》2025 年中国建筑涂料市场竞争力排行榜中大多数品类位居前列

细分品类	建筑涂料	装饰漆零售	工程建筑涂料	仿石涂料	艺术涂料	防水涂料	地坪涂料
第 1 名	立邦	立邦	**三棵树**	**三棵树**	**三棵树**	东方雨虹	西卡中国
第 2 名	**三棵树**	阿克苏诺贝尔	立邦	立邦	嘉宝莉	科顺防水	立邦
第 3 名	阿克苏诺贝尔	**三棵树**	亚士创能	福建统艺	立邦	北新防水	正欧地坪
第 4 名	嘉宝莉	嘉宝莉	嘉宝莉	嘉宝莉	塔萨尼	**三棵树**	嘉宝莉
第 5 名	浙江传化	东方雨虹	阿克苏诺贝尔	巴德士	四川菲玛	立邦	**三棵树**
第 6 名	美涂士	东莞大宝	固克节能	保俪莱	巴德士	西卡中国	亚士创能
第 7 名	固克节能	美涂士	德普威	正淼新材料	威罗	雨中情	东升地坪
第 8 名	巴德士	河北晨阳	富思特	美俪嘉	美涂士	宏源防水	马贝中国
第 9 名	河北晨阳	巴德士	浙江传化	固克节能	阿克苏诺贝尔	宇虹防水	朗迈新材料
第 10 名	东方雨虹	福建统艺	美涂士	美涂士	阿里大师	卓宝科技	耐迪化工

资料来源：涂界，西部证券研发中心

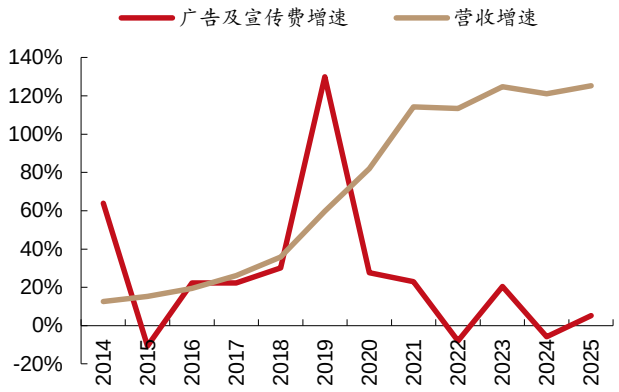
仅供内部参考，请勿外传

图 25：公司 2019 年以来广告宣传费显著提升



资料来源：wind，西部证券研发中心

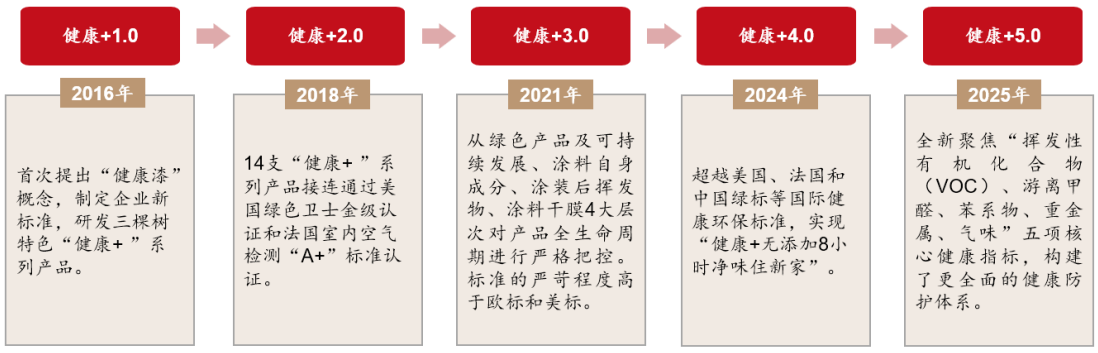
图 26：公司广告宣传费增长高峰期后营收高速增长



资料来源：wind，西部证券研发中心

针对涂料消费痛点建立“健康+”标准并领先全球标准。2016 年，公司从“挥发性有机化合物（VOC）、游离甲醛、苯系物、重金属、气味”五项健康大类指标入手，制定了“健康+”企业新标准，独创气味消散时间测定方法，全面推广绿色标准，研发出特色“健康+”系列产品；2018 年 14 支“健康+”系列产品接连通过美国 GREENGUARD（绿色卫士）金级认证和法国室内空气检测“A+”标准认证；后续分别于 2021 年、2024 年、2025 年进行了三轮升级，当前该标准已升级至 5.0 版本，标准包括甲醛零添加、环保标准指标领先欧美标准、八小时净味、绿色环保供应链，2026 年 6 月 1 日正式实施的 GB30981 系列涂料新国标要求内墙涂料的 SVOC 含量为 100g/L，三棵树的标准是 60g/L。

图 27：公司“健康+”标准从 1.0 到 5.0 持续迭代升级



资料来源：三棵树官网，三棵树官方公众号，三棵树服务官方公众号，三棵树马上住焕新事业部官方公众号，涂界，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

仅供内部参考，请勿外传

图 28：公司“健康+”标准高于国际标准



资料来源：央广网，西部证券研发中心

3.2 传统经销商渠道稳固基本盘，零售“三大新业态”分能级发力

扁平化策略快速渗透下沉渠道，夯实传统零售基本盘。公司自 2002 年创业起摒弃涂料行业普遍的省级大包多级分销模式，以农村包围城市+全链路扁平化为核心渠道根基，直接面向县级城市发展代理商，2006 年落地分销到镇政策，把渠道精简为**「总部—市或县域经销商—乡镇网点」**两级架构，快速铺建县乡专卖店与乡镇分销网络；2009 年后持续推进千城万店下沉工程；后续顺势拆分渠道结构为大 B 头部地产集采、小 B 区域地产市政等、C 端家装零售三大板块，大 B 依托大型房企切入一二线精装市场，小 B 凭借本地化经销商承接学校、厂房、城中村改造零散项目，C 端靠健康漆核心产品增强消费者品牌印象，通过提供更高加价率、更长账期和更好服务等方式利好经销商，夯实下沉基本盘；上市后依托原有经销商资源孵化马上住社区焕新、美丽乡村、艺术漆三大新业态前瞻布局零售业务转型，实现涂料+防水+基辅材七位一体全品类渠道复用，依靠分层施策、全品类嫁接、新旧业态共生的打法构筑起区别于外资品牌的下沉渠道壁垒。

3.2.1 马上住：拥抱存量市场红利，或为高线城市破圈重要抓手

卡位“存量时代”与“好房子”的风口，高线城市快速复制。随着新建住房减少，增量需求正更多来自老旧房屋，全国约 120 万个小区中，五年以上小区约 42 万个，超过三成住房已进入十年以上周期，普遍面临重新装修与功能升级需求，特别在一线及省会城市，老房焕新已成为主流市场。针对存量市场的广阔需求，2016 年公司前瞻性推出“马上住”焕新服务体系，近十年时间已实现从“单点技术突破”到构建“产品+服务+数字化”的全链条服务迭代；依托数字化中台，公司将单店功能从产品销售升级为生活空间交付，既实现店效大幅提升，也构建出可复制、可持续的盈利模型。截至 2025 年 8 月末三棵树“马上住”全国已有超 2800 家，当前已覆盖超 300 座城市，已完成长沙、苏州、贵州、上海、武汉等多城市开业，模式在高线城市快速复制。根据弗若斯特沙利文数据，三棵树“马上住”凭借在城市覆盖率、门店数、用户数的表现，位列“中国涂料焕新品牌市场规模第一”，领跑家居焕新赛道。目前公司正向 2026 年万家门店、2030 年三万家门店、未来逐步布局 5 万至 10 万家门店的目标加速迈进。

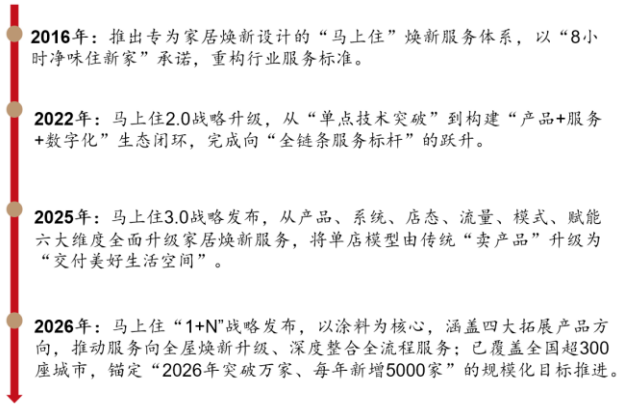
仅供内部参考，请勿外传

图 29：社区渠道重涂焕新的潜在市场空间广阔



资料来源：三棵树马上住服务官方公众号，西部证券研发中心

图 30：公司“马上住”战略发展历程



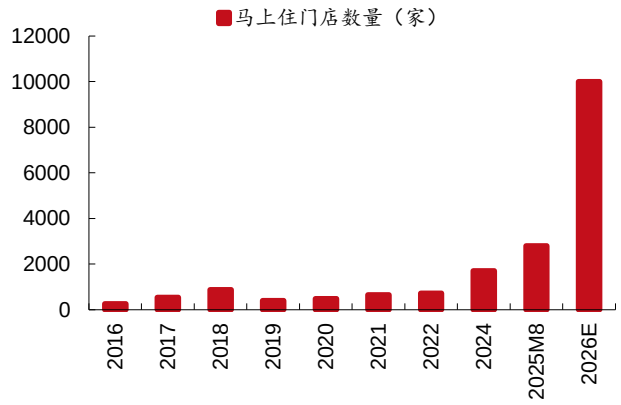
资料来源：三棵树仿石漆官方公众号、三棵树官方公众号，东南网，涂料经、涂界，西部证券研发中心

图 31：公司“马上住”社区店扩张路径的四个阶段



资料来源：涂料经，西部证券研发中心

图 32：公司马上住门店数量变化



资料来源：三棵树 2018 年报、2020-2022 年报，证券市场周刊，中外涂料网，wind，涂界，涂料经，西部证券研发中心

图 33：公司马上住门店的全国网点布局



资料来源：三棵树官网，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

重构社区渠道、标准化服务破解行业痛点，促进公司、经销商、用户三赢。对用户来说，三棵树“马上住”社区店选址社区周围 3 公里范围内，这种店态创新本质上是将服务触点前移，深入到老旧小区、核心居住区，就近拦截家装需求，提升用户家装重涂的便捷性、品牌粘性。针对家装“马路游击队报价乱、施工参差、售后无保障”等痛点，“马上住”依托线上数字化平台实现全流程标准化施工、全链路质保，靠标准化服务建立消费者信任。对于经销商来说，马上住社区店模式具备投资小、建店快、收益高等优点，以精短快的模式抢占社区市场，成熟运行后门店的毛利率或达到 30%以上，回收周期整体较短。此外，结合前文提到公司零售渠道实施扁平化策略（跳过省级经销商），我们认为该传统零售策略不仅为马上住社区店的扩张提供丰富的下沉经销商资源，也减少利润在多层经销商间摊薄、提升社区店负责人的经营积极性。

表 6：三棵树“马上住”社区店策略对比传统涂料焕新的优势

传统涂料焕新存在的痛点		三棵树“马上住”策略及优势
痛点	具体表现	
触达成本高	传统涂料销售集中在建材城、建材市场等偏远集中式卖场，消费者需要专程前往选购、比价、采购，时间成本高，无法享受“家门口”的便捷服务。	选址社区周围 3 公里范围内，打造“家门口焕新站”，打通服务用户“最后一公里”。
市场“散”且非标	市场充斥着大量非标、无保障的个体服务者，质量参差不齐，售后无门。	以全流程标准化重构行业秩序，用品牌化、可追溯、有质保的服务替代“游击队”模式。
服务断层、不规范	出售“半成品”，消费者购买漆料后还需自行寻找良莠不齐的施工队，过程繁琐、质量不可控。	构建从产品研发、标准化施工到全流程服务交付的一体化产业链，无论一线城市还是县城乡镇都能体验标准化服务流程。
流程繁琐/黑箱操作	需消费者东奔西走采购材料、与多个工种反复沟通，且施工过程缺乏透明监管，存在“黑箱操作”。	数字化让服务全程可见、可控、可追溯，“马上住”小程序：从预约到验收，6 大节点 21 项指标实时更新。建立行业首个全链路数字化监管体系，包含电子质保系统、资金监管平台、国匠认证体系。
售后无保障	材料商和施工方相互推诿，售后无门。	实现品牌、运营、施工、交付、售后全流程统一管控，提供 365 天质保服务。
环保隐忧	存在环保隐忧，消费者对挥发性物质及重金属等健康风险缺乏保障。	依托三棵树“健康+”标准体系，对游离甲醛、苯系物、TVOC 等设立限量指标，严苛度超越法国 A+、美国 UL 等国际认证。
效率低/档期难约	档期难约、工期拖延，且装修后需长时间通风等待。	预约 4 小时响应，免费上门基检。实现 8 小时净味住新家，旧房简刷最快 3 天交付。

资料来源：美涂士，人民网，中外涂料网，涂界，新华网，三棵树官网，三棵树仿石漆官方公众号，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

图 34：公司“马上住”成熟运营社区店案例



资料来源：三棵树马上住服务官方公众号，西部证券研发中心

3.2.2 美丽乡村：下沉零售市场的增长引擎，三棵树具备先发优势、市占率第一

精准卡位先发+渠道累计优势+产品服务标准化，仿石漆业务实现全球销量第一。公司美丽乡村业务具备以下核心竞争力：**1）**战略先发优势：公司早在 2015 年就率先进军仿石漆领域并成立县镇工程部，定位乡镇市场，致力开展乡镇别墅自建房、旧墙翻新、美丽乡村、酒店/学校/医院、厂房/办公楼五位一体的涂装业务；2018 年将县镇工程部变更为美丽乡村部，进一步明确业务定位为乡镇自建房别墅提供一站式涂装服务；2023 年正式更名为三棵树仿石漆事业部；公司仿石漆业务自 2015 年创立以来销售收入连续 8 年复合增长率超 60%，**2020 年以来保持全国市占率第一、2024 年以来保持全球销量第一。**2）产品硬实力：公司通过“产学研深度融合+自主研发”的创新体系，联合中科院、福州大学等顶尖科研机构，攻克仿真度、耐久性、环保性三大核心难题，研制出仿真度达 99%以上、20 年耐老化、零甲醛的仿石涂料系列，并催生一系列产品矩阵，覆盖从高端别墅到普通自建房的全场景需求。3）渠道壁垒：公司仿石漆业务已覆盖 1 万多个乡镇，乡镇覆盖率居行业第一，美丽乡村业务经销商超 9500 家，2028 年目标实现 80%乡镇覆盖率；我们认为三棵树早期发展战略占位优质乡镇经销商，形成先入为主+规模效应，对手较难切入，具备卡位优势。4）服务标准化：公司首创“3S 标准服务”模式，提供从选型咨询、基层处理到标准化施工的一站式解决方案，解决终端业主“施工乱、售后无”痛点。

仅供内部参考，请勿外传

图 35：公司美丽乡村仿石漆产品矩阵覆盖多场景需求



资料来源：三棵树仿石漆官方公众号，西部证券研发中心

图 36：公司仿石漆用于自建房示例图



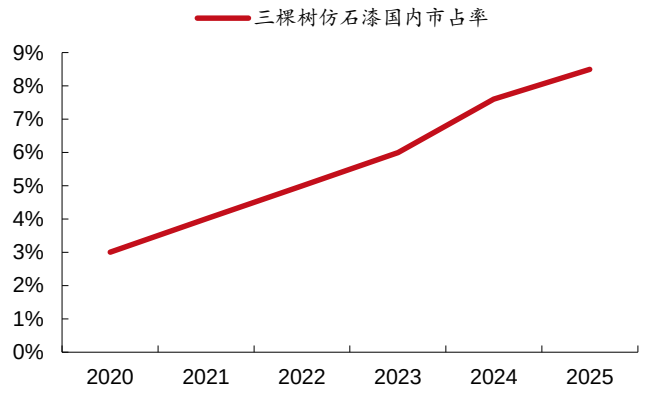
资料来源：三棵树官网，西部证券研发中心

图 37：公司美丽乡村整体涂装的标准服务流程



资料来源：三棵树仿石漆官方公众号，西部证券研发中心

图 38：公司仿石漆业务的国内市占率持续提升



资料来源：涂界，西部证券研发中心

图 39：公司 2025 年仿石漆销量排名全球第一

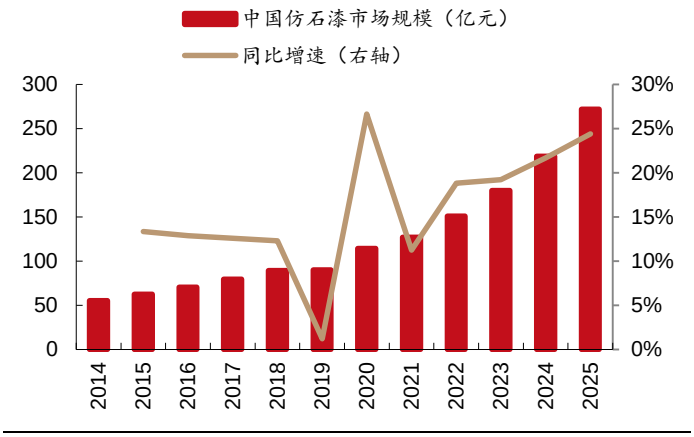


资料来源：三棵树仿石漆官方公众号，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

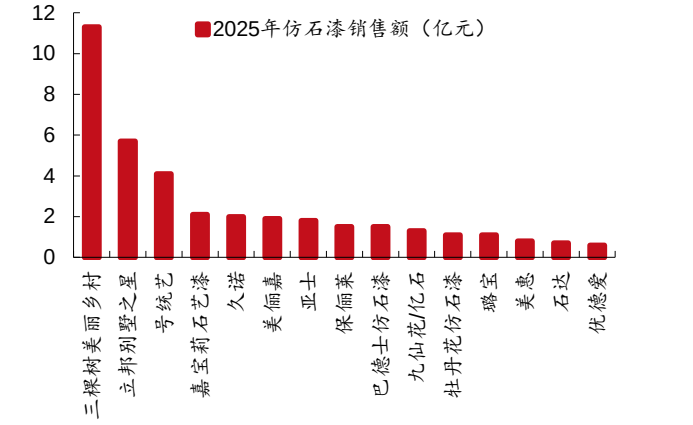
仿石漆市场格局高度分散，三棵树凭借先发优势市场地位已经与追赶者拉开差距。据涂料经、弗罗斯特与沙利文统计，受益于新农村和美丽乡村建设、农村自建房审美标准提升等因素，国内仿石漆市场规模从 2020 年的 114 亿元人民币增长到 2025 年的 272 亿元人民币，CAGR19.0%。从行业竞争格局来看，仿石漆市场仍处于高度分散阶段，2024 年 TOP10 品牌总销售额为 33.2 亿元，CR10 为 15.19%；其中第 6-10 名仅贡献 3.66%的市场份额，腰部支撑力薄弱，进一步暴露出“第二梯队缺失”的结构性风险；第 11-50 名超过 80%的品牌销售额不足 0.5 亿元，构成尾部“极度分散”的格局。CR50 合计市占率仅为 21.68%，近 80%市场被大量中小品牌、区域作坊所瓜分，行业集中度低、整合潜力大。具体来看，2024 年仿石漆销售额前五大品牌分别为三棵树美丽乡村、立邦别墅之星、统艺、嘉宝莉石艺漆、久诺，销售额分别为 11.3、5.7、4.1、2.1、2 亿元，其中三棵树美丽乡村销售额几乎等于 2 至 5 名的总和，形成显著的“单极突进”态势，与其他竞争者拉开明显差距。

图 40：2014-2025 年中国仿石漆市场规模及同比增速



资料来源：涂料经，弗罗斯特与沙利文，西部证券研发中心

图 41：2025 年中国仿石漆品牌 TOP 15 强销售额

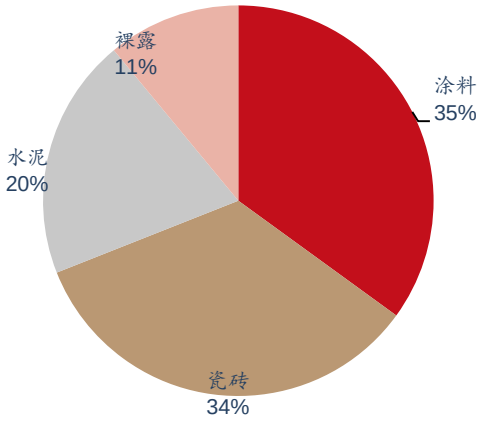


资料来源：涂料经，西部证券研发中心

仿石漆在农村自建房渗透率有望提升，潜在市场规模可观。从外墙材料分类来看，农村自建房外墙为涂料、瓷砖、水泥、裸露的农房比例为分别为 35%、34%、20%、11%，其中 2024 年仿石漆渗透率为 18%，较 2020 年的 5%提升显著。未来仿石漆有望在政策加持+审美升级+产品优势的推动下进一步提升渗透率：1）“双碳”战略与绿色建材推广政策双向发力，全国 28 个省份将仿石漆纳入绿色建材推荐目录，15 个省份给予农户每平米最高 50 元补贴；住建部《新农村住宅建设技术标准》明确新建农房外立面宜采用环保涂料，倒逼传统高能耗、高隐患建材退出市场；2）农村居民审美要求提升，72%的自建房业主将“外墙美观”列为必选项。仿石漆可逼真还原花岗岩、大理石纹理，色彩丰富、质感高级，适配新中式、欧式等多种乡村建筑风格，适配升级的装修需求；3）仿石漆较传统建材优势显著，具备成本更低、安全耐用、施工便捷等优点。基于此，我们假设农村自建房仿石漆未来理论渗透率达 60%，以涂料经根据 2023 年农村数据测算的每年 300 万栋的农村新建自建房，单套自建房外墙面积 200 平方米、仿石漆产品包工包料价格 100 元/平方米等行业代表性数据进行参数测算，农村自建房仿石漆潜在市场规模达 360 亿元，未来市场发展潜力较大。

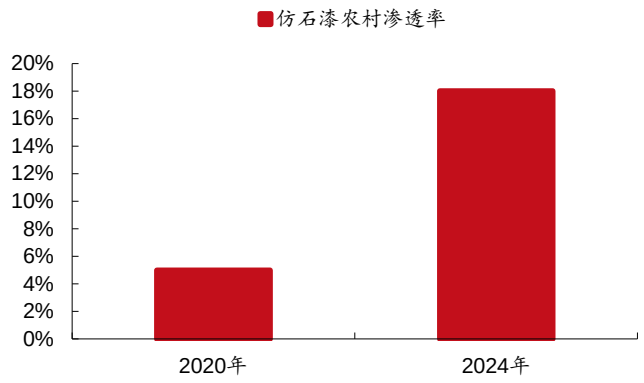
仅供内部参考，请勿外传

图 42：2024 年农村自建房不同外墙材料占比



资料来源：凯旭涂料，西部证券研发中心

图 43：近年来仿石漆在农村渗透率显著提升



资料来源：多美嘉涂料，西部证券研发中心

表 7：仿石漆对比瓷砖、天然石材优势（2026 年 4 月数据）

仿石漆优点	对比瓷砖、天然石材优势
成本更低	仿石漆综合造价约 100-200 元/㎡，仅为天然石材的 1/3、干挂石材的 1/5，一栋 300 ㎡别墅可省 10 万元以上。
安全耐用	自重仅 1-2kg/㎡，无瓷砖空鼓脱落风险；采用高耐候配方，寿命达 20-30 年，抗裂、耐污、防潮，适配南北方复杂气候。
施工便捷	可在水泥墙、木板等多基面施工，效率比石材快 3 倍，人工成本节省一半。

资料来源：多美嘉涂料，西部证券研发中心

表 8：农村自建房仿石漆潜在市场规模测算

项目名称	参数测算
每年农村自建房新建翻建规模（万栋）	300
单套自建房外墙面积（平方米）	200
仿石漆产品包工包料价格（元/平方米）	100
单套自建房仿石漆包工包料成本（万元）	2
假设仿石漆在外墙涂装渗透率	60%
农村自建房仿石漆潜在市场规模（亿元）	**360**

资料来源：涂料经，涂装新视野，涂彩饰界，涂料市场，西部证券研发中心测算；

注：每年农村自建房新建翻建规模来源为涂料经根据 2023 年农村人口、人均及家庭收入等数据测算。

3.2.3 艺术漆业务：产品矩阵高端化升级，有望依托马上住社区店赋能引流

高端化产品巩固品牌定位、实现产品增值，马上住社区店导入有望实现渠道赋能，早在 2015 年，三棵树敏锐洞察到艺术涂料市场的巨大潜力，与意大利圣马可展开合作，正式进军艺术漆市场；随后在 2017、2018 年，三棵树开始大力推广自主品牌的艺术涂料，2023 年成立工程艺术漆事业部。不同于单纯依赖进口品牌代理的模式，公司选择“引进-消化-自主”的路径，不仅传承乳胶涂料环保口碑、还将融入贴合流行趋势的设计元素，满足美观、环保的双重需求。从渠道布局来看，公司实行“三棵树艺术涂料+三棵树工程艺术涂料”的双品牌战略，在家装渠道，以性能优越、装饰性强、施工便捷特点，可全面替代墙纸、墙布，当前三棵树艺术漆 5.0 店态升级，以产品、空间与场景三大维度为焦点，打造沉浸

仅供内部参考，请勿外传

式实景家居展厅，呈现全方位家居色彩美学、系统化提供家居焕新整体方案；此外，针对艺术漆交付能力的核心痛点，**公司将“马上住”等现成的渠道服务资源用来赋能艺术漆业务的开展**，体现出大型综合涂企的资源整合优势。在工程渠道，则针对商业空间、酒店、办公等场景提供更具针对性的解决方案。从经营成果来看，2024 年销售额突破 3 亿元，2019-2024 年五年间年均复合增速超 40%、2025 年上半年增长率高达 43%，2025 年前三季度销量增长率超过 40%。据涂料经统计，在 2022-2026 年艺术涂料头部品牌排名中三棵树排名逐步提升，2026 年榜单中位列第二。

图 44：三棵树艺术漆“国潮”赋能设计灵感



资料来源：涂料经，西部证券研发中心

图 45：三棵树官方旗舰店艺术漆单价远高于普通乳胶漆



资料来源：阿里巴巴官网，西部证券研发中心；注：均为 1L 装单价

图 46：三棵树艺术漆 5.0 店态升级



资料来源：三棵树官网，西部证券研发中心

表 9：三棵树在涂料经 2022-2026 年艺术涂料头部品牌排名中名次逐步提升

排名	2022	2023	2024	2025	2026
1	菲玛	菲玛	菲玛	菲玛	嘉宝莉艺术涂料&珐蓝邸
2	卡百利	嘉宝莉艺术漆	嘉宝莉艺术涂料	嘉宝莉艺术涂料	**三棵树艺术涂料**
3	嘉宝莉艺术漆&珐蓝邸	卡百利	**三棵树艺术漆**	**三棵树艺术涂料**	菲玛
4	荷兰蔻帝	**三棵树艺术漆**	卡百利	卡百利	立邦米兰诺
5	**三棵树艺术漆**	荷兰蔻帝	立邦-米兰诺	卡百利	卡百利
6	威罗	立邦-米兰诺	荷兰蔻帝	荷兰蔻帝	巴德士艺术漆&诺瓦

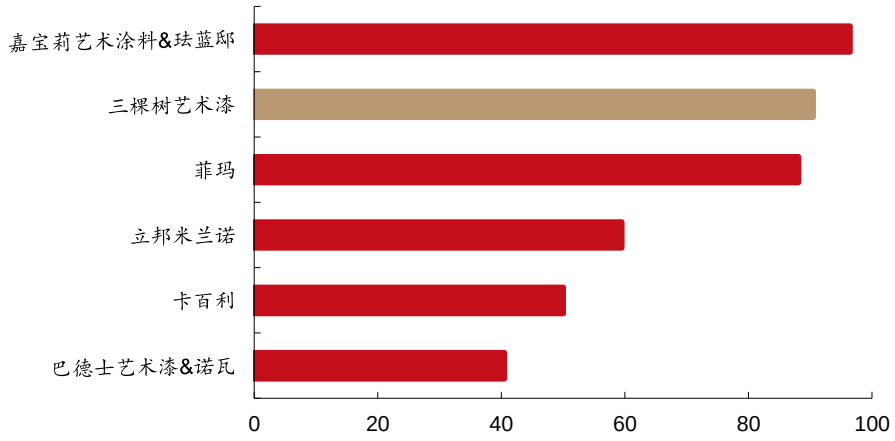
WESTERN SECURITIES 西部证券

仅供内部参考，请勿外传

7	米兰诺	巴德士艺术漆	巴德士艺术漆	巴德士艺术漆	荷兰蔻帝
8	巴德士艺术漆诺瓦	威罗	美涂士艺术漆	美涂士艺术涂料	美涂士艺术涂料
9	基路伯	美涂士艺术漆	威罗	威罗	威罗
10	泰诗尔	瓦科	紫荆花 bcgart	意库马&乔瓦尼	意库马&乔瓦尼

资料来源：涂料经，西部证券研发中心

图 47：2025 年三棵树艺术漆的销售当量排名国内第二



资料来源：涂料经，西部证券研发中心；

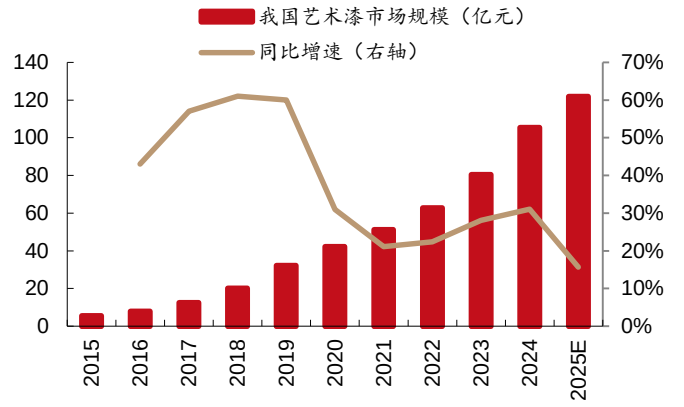
注：销售当量=品牌销售额估算值/（榜首品牌销售额估算值+榜尾品牌销售额估算值）×100

艺术漆渗透率存在较大提升空间，市场竞争格局集中度仍较低。据涂料经统计，2015-2024 年我国艺术漆市场规模从 5.58 亿元攀升至 105.37 亿元，年复合增长率高达 38.6%；相比之下，传统涂料市场过去十年的年均增速仅为 4.7%-5.46%，艺术涂料无疑是涂料行业中最具活力和成长性的细分赛道。但据涂界 25 年 11 月文章显示，相对市场规模千亿级的装饰涂料，艺术涂料的市场渗透率、拥有率不到 7%，相比较欧美部分成熟市场 40%以上的艺术涂料普及率，我国艺术涂料渗透率仍有很大的提升空间，短期有望突破 10%，主要原因在于：1）基于建筑涂料已由普及期转入升级期，传统乳胶漆市场进入瓶颈期，接下来主要靠升级换代支撑增长空间，而艺术漆是最佳的升级换代型建筑装饰产品之一；2）艺术涂料因具有个性化、独特的装饰效果，用户结构和消费习惯变化给艺术涂料提供需求空间。3）艺术涂料在商业空间及公共建筑领域的发展前景仍可观，相较住宅市场，商业项目具备单笔金额大、设计主导性强、对空间审美和品牌表达要求高等优势；据涂料经预测，未来 3-5 年艺术涂料在商业空间的应用占比将从当前的 23%提升至 35%，成为行业增长重要引擎。

从行业竞争格局来看，2024 年艺术漆行业集中度 CR30 仅 26.95%，其中 CR5、CR10 约为 14.05%、20.12%，反映行业仍处“分散竞争”（对比成熟行业 CR10 常超 40%），仍有大量市场被中小企业、区域品牌分割。基于艺术漆最终呈现与产品品质和施工效果高度挂钩，对交付服务要求更高，**我们认为未来打通产品实力、渠道布局、交付服务等全产业链龙头市占率有望进一步上升，推升行业市场集中度。**

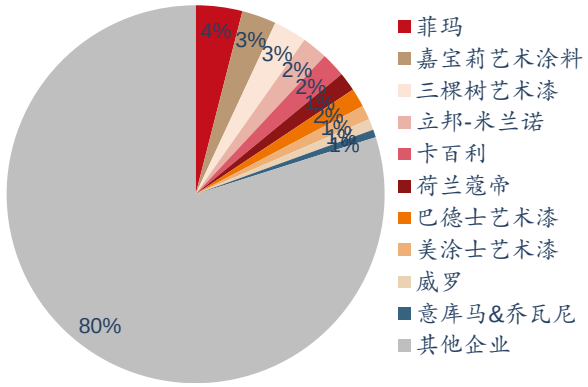
仅供内部参考，请勿外传

图 48：我国艺术漆市场规模及同比增速



资料来源：涂料经，西部证券研发中心

图 49：2024 年艺术漆行业市场竞争格局高度分散



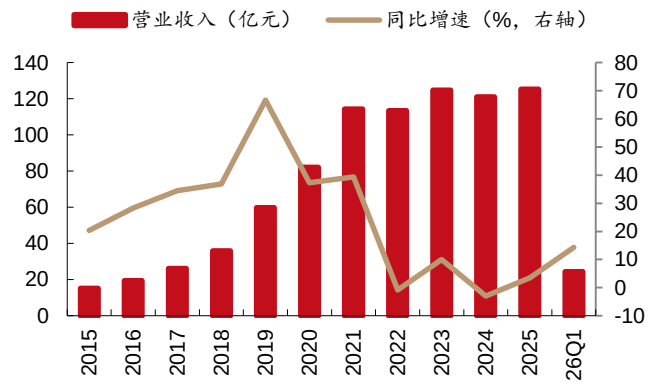
资料来源：涂料经，西部证券研发中心

四、公司财务分析：零售扩张拉动业绩，经营质量稳健

4.1 渠道结构转型成效显著，零售扩张促进收入利润高增

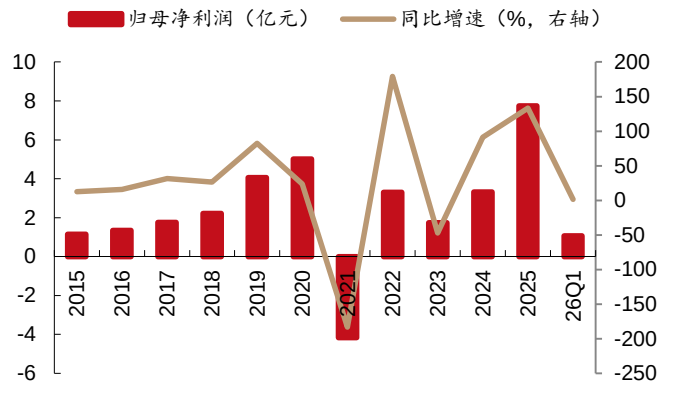
零售渠道加速扩张促进业绩显著改善。收入端来看，公司 2023-2025 年营业收入同比增速分别为+10.0%、-3.0%、+3.5%，2024 年收入受工程端拖累小幅下滑（工程墙面漆销量同比-2.2%），2025 年公司聚焦零售渠道与品类双升级、推进三大核心业务布局，促进收入恢复正增长（家装墙面漆、基辅材销量同比+17.3%、26.7%），2026Q1 营收继续同比高增 14.3%；利润端来看，在高毛利零售占比提升、成本费用控制的背景下，公司利润弹性显著修复，2023-2025 年归母净利润同比增速分别为-47.3%、+91.3%、+133.4%，2026Q1 继续同比微增 1.5%。

图 50：公司营业收入及同比增速情况



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 51：公司归母净利润及同比增速情况

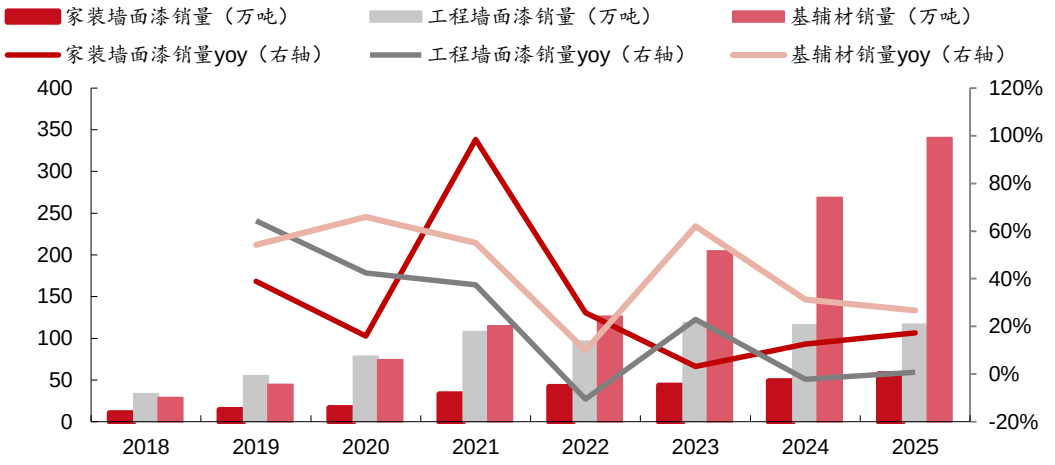


资料来源：wind，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

仅供内部参考，请勿外传

图 52：公司家装墙面漆、工程墙面漆、基辅材的销量及同比增速

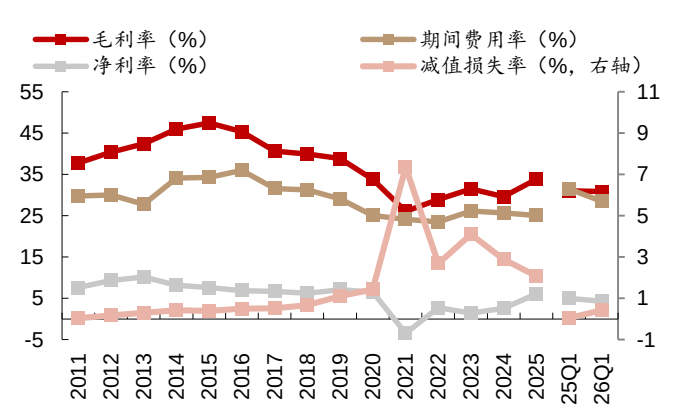


资料来源：三棵树 2018-2025 年年度主要经营数据公告，西部证券研发中心

4.2 毛利回升、降费与减值优化，利润能力有所改善

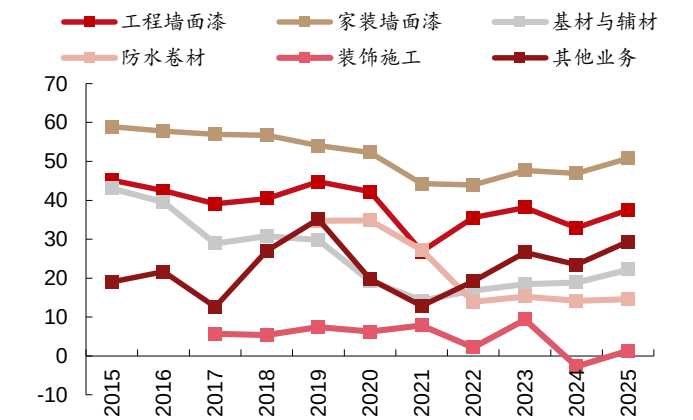
产品结构优化+成本下行推动毛利率上升，降费+减值优化促进盈利能力修复。毛利端来看，2021-2025 年公司毛利率水平呈现上升趋势，累计提升 7.7pct，具体看 2025 年公司综合毛利率为 33.8%(同比提升+4.2pct)，分业务来看，工程墙面漆为 37.6%(同比+4.6pct)、家装墙面漆为 50.8%（同比+3.9pct）、基材与辅材为 22.2%（同比+3.3pct）、防水卷材为 14.6%（同比+0.4pct）、装饰施工为 1.3%（同比+4.0pct），结构升级（零售占比抬升）与原材料成本下行是近年来毛利提升的关键推手；2026Q1 因原料成本有所上行毛利率同比略降 0.2pct 至 30.8%。费用端来看，2023 年以来公司费用率持续下降，2025 年期间费用率为 25.1%（同比 -0.6pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.1%/5.8%/2.3%/0.9%，分别同比-0.2/+0.04/-0.1/-0.4pct，销售费用对公司整体费用的影响较大，2023-2025 年销售费用率累计下降 1.0pct、销售人员数量呈现下降趋势，推动整体费用压降。减值端来看，受工程端地产业压力，公司 2021 年开始进入减值高峰期，但 2025 年公司资产+信用减值为 2.6 亿元（21 年为 8.4 亿元），已明显收缩，减值损失占收入比例为 2.1%（21 年为 7.4%），减值压力已大幅缓解。综合来看，公司净利率水平从 2021 年的-3.5%提升至 2025 年的 6.1%，盈利能力已显著改善。

图 53：公司毛利率、期间费用率、减值损失率、净利率水平



资料来源：wind，西部证券研发中心

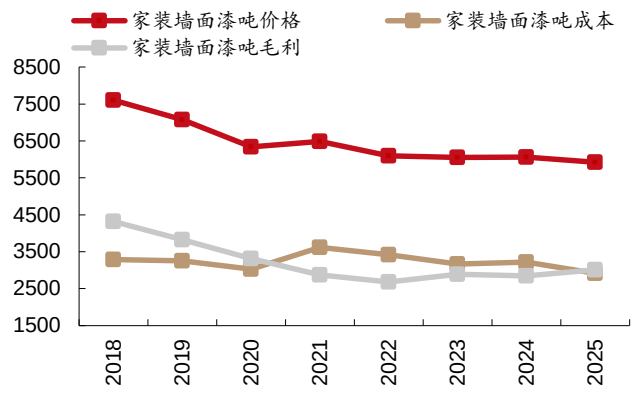
图 54：公司各产品毛利率水平



资料来源：wind，西部证券研发中心

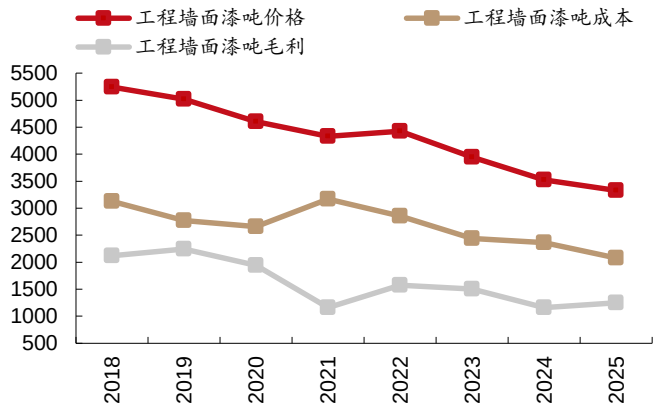
仅供内部参考，请勿外传

图 55：公司家装墙面漆单吨价格、成本、毛利水平（元/吨）



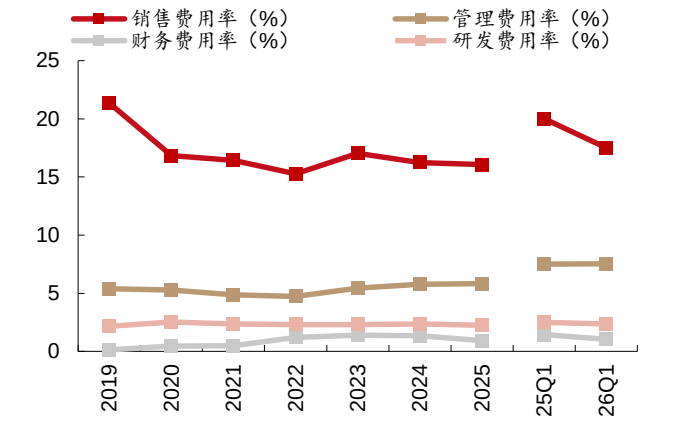
资料来源：三棵树 2018-2025 年年度主要经营数据公告，西部证券研发中心

图 56：公司工程墙面漆单吨价格、成本、毛利水平（元/吨）



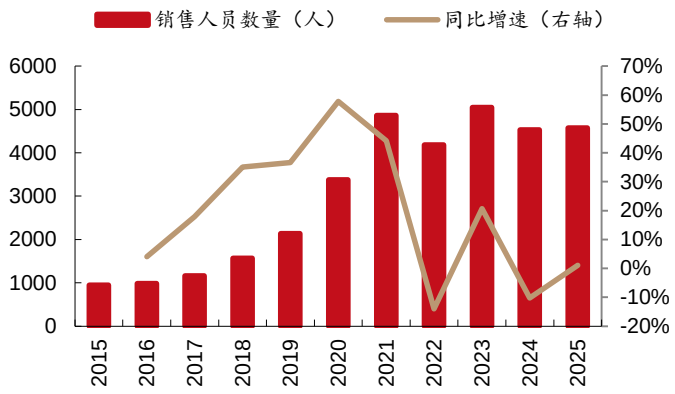
资料来源：三棵树 2018-2025 年年度主要经营数据公告，西部证券研发中心

图 57：公司销售、管理、财务、研发费用率水平



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 58：公司销售人员数量及同比增速



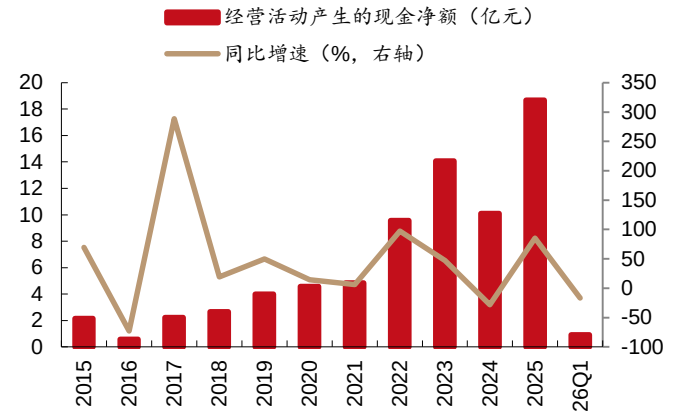
资料来源：wind，西部证券研发中心

4.3 现金流显著修复、负债率持续下降，应收规模与周转持续优化

资产负债表质量改善，经营现金表现强劲、负债下行、应收规模与周转持续优化。2025 年公司经营性净现金流大幅改善至 18.7 亿元，净流入同比增加 85.2%，显示回款与采购支出管理显著优化；2026Q1 继续实现 0.91 亿元的净流入，经营端对流动性的支撑增强。公司资产负债率自 2021 年末的高位 82.5%降至 2025 年末的 75.8%，截至 2026Q1 继续同比下行 2.6pct 至 74.6%；但 25 年公司带息负债率仅 24.9%（同比-4.6pct），显示公司整体负债以无息应付为主，偿债压力较小。从应收款项来看，2025 年末公司账上应收账款为 28.0 亿元，同比减少 13.5%，且较 22 年峰值 42.4 亿元已显著下降；此外，2023/2024/2025 年公司应收账款周转率分别为 3.2/3.6/4.2 次，周转呈现加速趋势。结合公司应收账款显著压降、大 B 工程渠道主动收缩及零售业务扩张等表现，我们认为公司后续减值损失上升风险较小。

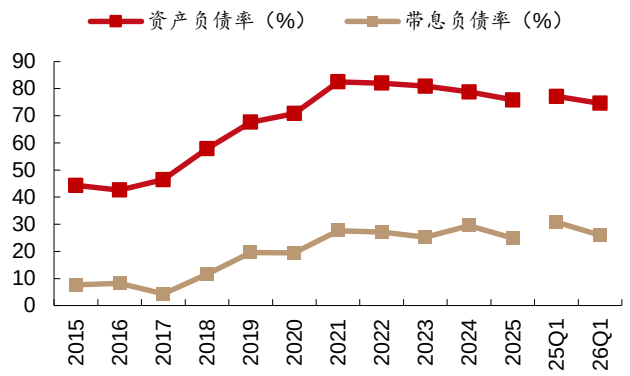
仅供内部参考，请勿外传

图 59：公司经营活动现金净额及同比增速



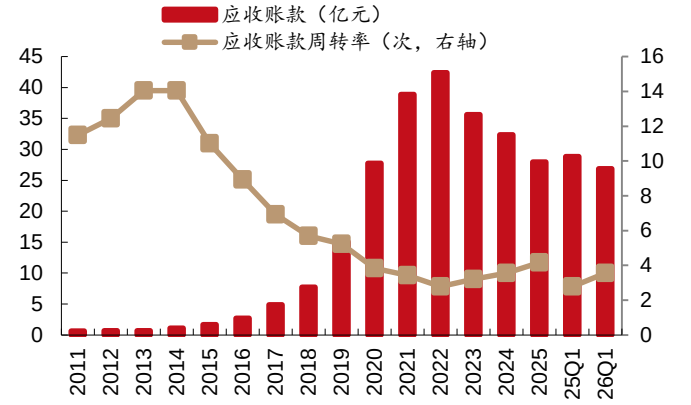
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 60：公司资产负债率、带息负债率水平



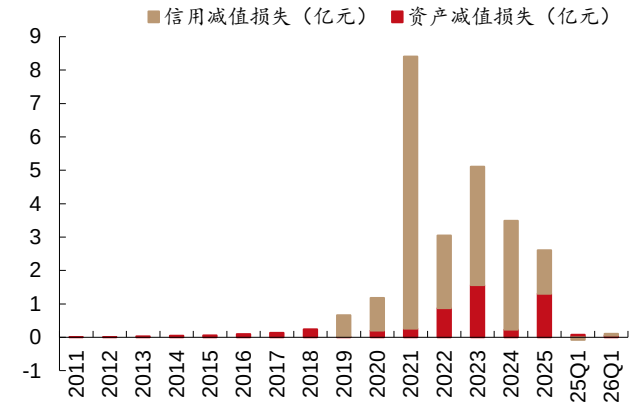
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 61：公司应收账款余额及应收账款周转率



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 62：公司资产减值损失、信用减值损失情况



资料来源：wind，西部证券研发中心

五、盈利预测和估值

5.1 关键假设及盈利预测

1）工程墙面漆业务：虽然房地产业整体承压导致公司大 B 工程端存在不确定性，但公司大 B 端业务占比已显著收缩（直销占比由 2019 年的 38%下降至 2025 年的 13%），未来下降空间有限；公司重点发力小 B 端，已在央国企、城建城投、工业厂房、公共空间等赛道实现精准突破，深度挖掘旧改焕新、科教文卫、酒店等小 B 端场景需求，结合“十五五”城市更新进程的推进，公司需求有望受益于旧房改造、市政工程等相关业务增长，我们预计 2026-2028 年每年工程墙面漆收入增速为 5%、毛利率维持在 38%的水平（基本持平于 2025 年 37.6%的水平）。

2）家装墙面漆业务：公司已通过扁平化策略快速渗透下沉渠道，依托原有经销商资源发展“马上住社区焕新、美丽乡村、艺术漆”三大新业态进行零售业务转型，我们认为未来随着城镇乡村重涂翻新需求进一步提升、消费者品牌意识增加，叠加公司新业态扩张发力，家装墙面漆业务有望维持较高增速；参考 2025 年 14.7%的收入增速、50.8%的毛利率水平，我们预计 2026-2028 年每年家装墙面漆收入增速为 15%、毛利率维持在 50%。

仅供内部参考，请勿外传

3）基材与辅材业务：公司在零售领域打造乳胶漆、艺术漆、仿石漆、胶粘剂、基辅材、防水涂料、小森板“七位一体”产品体系，利用建筑涂料主业优势发挥产品、渠道协同效应，加速拓展基材与辅材业务，我们认为公司有望凭借建筑涂料龙头地位、通过导入“马上住”社区店等形式进行赋能引流，进一步开拓基辅材市场潜力。综上，我们预计 2026-2028 年公司基材与辅材收入增速为 15%/10%/10%，毛利率同比 25 年略有提升，维持在 23%。

4）防水卷材业务：在工程端防水卷材与建筑涂料存在工序的协同性，虽然房建的实物工作量仍存在不确定性，但我们认为公司有望依托已有工程经销商资源及建筑涂料产品效应稳步推进防水卷材业务，结合 25 全年收入同比下降 24.5%、但 26Q1 收入同比提升 26.5%，在基数较低、业务恢复空间较大的情况下，我们预计 2026 年公司防水卷材收入增速为 20%，2027、2028 年逐步回落至 15%、10%，2026-2028 年毛利率水平为 14.8%/15.0%/15.2%，延续小幅修复趋势。

5）装饰施工业务：公司利用建筑涂料主业产品优势拓展下游施工业务，虽然施工需求仍存在一定压力，但我们认为当前该业务体量较小，公司有望通过龙头地位稳固提升市场规模，预计 2026-2028 年每年装饰施工收入增速为 10%，毛利率维持在 2%。

综上，我们预测公司 2026-2028 年实现营业收入 140.7/155.6/171.7 亿元，毛利率为 33.9%/33.9%/34.1%，实现归母净利润 11.26/13.98/15.36 亿元。

表 10：公司 2026-2028 年主要业务收入及毛利率拆分预测

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**12,105**	**12,527**	**14,067**	**15,559**	**17,166**
yoy	**-3.0%**	**3.5%**	**12.3%**	**10.6%**	**10.3%**
营业成本	8,522	8,294	9,304	10,278	11,311
毛利率	**29.6%**	**33.8%**	**33.9%**	**33.9%**	**34.1%**
工程墙面漆					
营业收入	4,084	3,890	4,084	4,288	4,503
yoy	-12.7%	-4.8%	**5.0%**	**5.0%**	**5.0%**
营业成本	2,739	2,429	2,532	2,659	2,792
毛利率	32.9%	37.6%	**38.0%**	**38.0%**	**38.0%**
家装墙面漆					
营业收入	2,967	3,403	3,913	4,500	5,175
yoy	12.8%	14.7%	**15.0%**	**15.0%**	**15.0%**
营业成本	1,574	1,674	1,957	2,250	2,588
毛利率	46.9%	50.8%	**50.0%**	**50.0%**	**50.0%**
基材与辅材					
营业收入	3,269	3,663	4,212	4,633	5,097
yoy	1.2%	12.0%	**15.0%**	**10.0%**	**10.0%**
营业成本	2,652	2,851	3,243	3,568	3,924
毛利率	18.9%	22.2%	**23.0%**	**23.0%**	**23.0%**
防水卷材					
营业收入	1,319	996	1,195	1,374	1,511
yoy	4.9%	-24.5%	**20.0%**	**15.0%**	**10.0%**
营业成本	1,132	850	1,018	1,168	1,282
毛利率	14.2%	14.6%	**14.8%**	**15.0%**	**15.2%**

仅供内部参考，请勿外传

装饰施工					
营业收入	260	292	321	354	389
yoy	-40.8%	12.4%	**10.0%**	**10.0%**	**10.0%**
营业成本	267	288	315	347	381
毛利率	-2.7%	1.3%	**2.0%**	**2.0%**	**2.0%**
其他业务					
营业收入	206	285	341	410	492
yoy	-15.5%	38.4%	**20.0%**	**20.0%**	**20.0%**
营业成本	157	201	239	287	344
毛利率	23.4%	29.4%	**30.0%**	**30.0%**	**30.0%**

资料来源：wind，西部证券研发中心；注：标红加粗数字为假设数值。

5.2 相对估值

我们预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 11.26/13.98/15.36 亿元、对应 EPS 1.27/1.58/1.74 元。选取国内建材各细分行业龙头东方雨虹、兔宝宝、坚朗五金、伟星新材、悍高集团共 5 家企业作为可比公司，截至 2026/7/3 收盘价，可比公司 26 年一致预期 PE 均值为 19 倍。我们认为建筑涂料消费属性较强，下游重涂翻新需求占比逐步提升，较其他建材品类受房地产新建影响较小，需求韧性较强，公司作为国内建筑涂料龙头，短期受益于马上住、美丽乡村、艺术漆三大新业态发力加速零售扩张，中长期受益于基辅材等多元化战略提供新增长潜力、存量房时代旧房改造打开需求天花板，基于此我们给予公司 2026 年 25 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司最新 wind 一致预期及 PE 估值（截至 2026/7/3 收盘价）

股票代码	公司简称	总市值（亿元）	当前每股价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002271.SZ	东方雨虹	293.81	12.30	0.79	1.04	1.27	15.12	11.51	9.38
002043.SZ	兔宝宝	95.84	11.55	1.03	1.17	1.32	10.82	9.52	8.43
002791.SZ	坚朗五金	48.52	13.71	0.37	0.62	0.78	36.33	21.76	17.30
002372.SZ	伟星新材	136.12	8.55	0.52	0.57	0.64	16.62	14.96	13.42
001221.SZ	悍高集团	167.64	41.91	2.26	2.87	3.51	17.84	14.02	11.49
	平均值						**19.35**	**14.35**	**12.00**
603737.SH	三棵树	217.89	24.61	1.27	1.58	1.74	19.36	15.59	14.18

资料来源：wind，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

仅供内部参考，请勿外传

六、风险提示

1）地产链波动风险：公司工程业务仍与地产产业链相关性较强，虽然公司持续向保障房、市政、国企项目转型，降低民营房企依赖，但国内新房市场整体偏弱，地产行业复苏存在较大不确定性。若下游工程需求加速下滑、项目落地放缓，将直接拖累公司工程订单及整体营收增长。

2）原材料成本波动风险：公司生产所需乳液、钛白粉、树脂、沥青等核心原材料属于化工大宗商品，价格随原油及行业周期波动明显。若原材料价格持续上涨、成本向下游传导不顺利，将直接压制公司综合毛利率水平。

3）应收账款与减值风险：公司过往曾因房企流动性问题产生较大额减值。尽管公司持续优化客户结构、加强回款管理，但存量应收风险仍未完全出清，若下游客户回款逾期、经营恶化，公司存在计提资产减值、利润受损风险。

4）市场竞争加剧风险：国内涂料行业竞争格局分散，外资品牌、国内同行及大量中小厂商持续抢占市场，基础品类存在价格内卷现象；若行业内低端价格战持续恶化、高端赛道竞争加剧，公司份额及毛利率存在下行压力。

5）数据陈旧风险：正文部分行业及公司数据由于信息披露问题仅更新至 2024 年或以前，若近期相关数据存在大幅变化，可能会对本文结论产生一定影响，存在部分数据较为陈旧的风险。

仅供内部参考，请勿外传

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,691	1,467	2,634	3,820	5,211
应收款项	3,939	3,263	4,277	4,312	4,510
存货净额	730	739	814	898	995
其他流动资产	401	514	406	440	453
流动资产合计	**6,761**	**5,983**	**8,130**	**9,470**	**11,169**
固定资产及在建工程	5,003	5,032	4,612	4,157	3,704
长期股权投资	22	0	7	10	6
无形资产	467	777	953	1,129	1,303
其他非流动资产	1,739	1,574	1,523	1,602	1,543
非流动资产合计	**7,232**	**7,383**	**7,096**	**6,898**	**6,555**
资产总计	**13,993**	**13,367**	**15,226**	**16,368**	**17,724**
短期借款	2,313	1,604	1,742	1,886	1,744
应付款项	6,962	6,752	7,942	8,403	9,232
其他流动负债	43	30	40	38	36
流动负债合计	**9,318**	**8,386**	**9,725**	**10,327**	**11,012**
长期借款及应付债券	1,329	1,365	1,360	1,282	1,266
其他长期负债	375	385	376	378	380
长期负债合计	**1,704**	**1,750**	**1,735**	**1,660**	**1,646**
负债合计	**11,022**	**10,136**	**11,460**	**11,988**	**12,657**
股本	527	738	738	738	738
股东权益	2,971	3,231	3,766	4,380	5,067
负债和股东权益总计	**13,993**	**13,367**	**15,226**	**16,368**	**17,724**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	313	758	1,104	1,352	1,498
折旧摊销	456	493	488	509	523
利息费用	161	117	128	114	94
其他	78	500	82	265	568
经营活动现金流	**1,009**	**1,868**	**1,802**	**2,241**	**2,683**
资本支出	(1,070)	(497)	(233)	(218)	(232)
其他	(15)	(26)	22	3	13
投资活动现金流	**(1,085)**	**(523)**	**(212)**	**(215)**	**(218)**
债务融资	394	(908)	145	(102)	(263)
权益融资	(169)	(421)	(568)	(738)	(812)
其它	(140)	(301)	(179)	(207)	(229)
筹资活动现金流	**85**	**(1,630)**	**(603)**	**(1,047)**	**(1,303)**
汇率变动	1	(0)	0	0	0
现金净增加额	**10**	**(285)**	**988**	**979**	**1,162**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**12,105**	**12,527**	**14,067**	**15,559**	**17,166**
营业成本	8,522	8,294	9,304	10,278	11,311
营业税金及附加	97	117	121	134	152
销售费用	1,965	2,012	2,251	2,458	2,661
管理费用	986	1,013	1,137	1,258	1,388
财务费用	161	117	128	114	94
其他费用/（-收入）	98	(13)	(28)	(76)	(101)
营业利润	**276**	**988**	**1,153**	**1,393**	**1,662**
营业外净收支	(13)	(11)	(13)	(12)	(12)
利润总额	**262**	**977**	**1,140**	**1,380**	**1,650**
所得税费用	(51)	219	37	28	152
净利润	**313**	**758**	**1,104**	**1,352**	**1,498**
少数股东损益	(19)	(17)	(22)	(46)	(38)
归属于母公司净利润	**332**	**775**	**1,126**	**1,398**	**1,536**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	12.9%	27.8%	35.5%	37.0%	34.3%
毛利率	29.6%	33.8%	33.9%	33.9%	34.1%
营业利润率	2.3%	7.9%	8.2%	8.9%	9.7%
销售净利率	2.6%	6.1%	7.8%	8.7%	8.7%
成长能力					
营业收入增长率	-3.0%	3.5%	12.3%	10.6%	10.3%
营业利润增长率	34.3%	258.4%	16.8%	20.8%	19.4%
归母净利润增长率	91.3%	133.4%	45.3%	24.2%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	78.8%	75.8%	75.3%	73.2%	71.4%
流动比	0.73	0.71	0.84	0.92	1.01
速动比	0.65	0.63	0.75	0.83	0.92

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	0.37	0.88	1.27	1.58	1.74
BVPS	3.03	3.27	3.90	4.64	5.46
估值					
P/E	65.6	28.1	19.4	15.6	14.2
P/B	8.1	7.5	6.3	5.3	4.5
P/S	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。