

公司披露 2024 年三季度： 24Q1-3 实现营收 91.46 亿元，同比-2.81%，归母净利 4.10 亿元，同比-26.00%，扣非后归母净利 2.49 亿元，同比-42.82%。其中，24Q3 营收 33.85 亿元，同比-7.87%，归母净利 2.00 亿元，同比-17.89%，扣非后归母净利 1.70 亿元，同比-20.38%。24Q1-3 实现毛利率 28.66%，同比-2.67pct，净利率 4.44%，同比-1.48pct；其中 Q3 毛利率 28.68%，同比-3.10pct、环比-0.11pct；Q3 净利率 5.85%，同比-0.71pct、环比+1.50pct。

➤ **结构优化、拓宽渠道，零售业务稳步提升**

从产品价格看， 家装墙面漆/胶黏剂价格 24Q3 环比有较大改善，环比分别+10.62%/+11.10%，1-9 月同比分别+0.34%/-0.89%，主因产品结构变化。工程墙面漆/家装木器漆/基材与辅材价格 24Q3 环比分别-3.32%/-9.24%/-8.57%，1-9 月同比分别-10.03%/-8.16%/-21.09%，下降主因根据原材料成本变化进行了价格策略调整和产品结构变化。

从销量及营收看， 销售量表现较好，一定程度上弥补降价影响。零售、基辅材业务表现较优，前三季度家装墙面漆/胶黏剂/基材与辅材销售重量同比+13.76%/+17.26%/+31.95%，分别实现销售收入同比+14.14%/+16.17%/+4.18%；其中，防水涂料销售收入 7.35 亿元，同比+4.79%。

➤ **营销、管理加强投入，原材料成本 Q3 环比变化较大：** 24Q1-3 期间费用率合计 24.01%，同比+1.26pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.01%/+0.34%/+0.09%/-0.16pct，销售/管理费用绝对值同比分别+4.10%/+3.69%。墙面漆、防水卷材主要原材料价格 1-9 月同比变化较小，分别为+4.69%、-1.43%，但 Q3 环比调整较大，分别为-10.6%、+9.03%；基辅材主要原材料价格处于低位，1-9 月同比-20.00%，24Q3 环比-8.16%。

➤ **应收、减值规模逐渐收缩，现金流质量有所改善：** 24Q1-3 经营性现金流净额 9.16 亿元、同比+53.24%，主因购买商品、接受劳务支付现金同比减少，其中 Q3 净额 9.58 亿元、同比+137.73% (24Q1、Q2 净额分别为-2.64、2.22 亿元)。24Q1-3 计提资产和信用减值合计 1.63 亿元、同比-10.83%，单季计提信用减值 3600 万。期末应收账款及票据 42.91 亿元，同比-12.53%，在收入比重 47% (上年同期为 52%)。期末货币资金 21.12 亿元、同比+15.74%。

➤ **投资建议：** 我们看好公司①应对趋势调整业务模式，零售业务占比提升，持续创新产品、优化渠道结构；②应用场景拓展，发力旧改、公建、学校、医院等小 B 业务。我们预计公司 2024-2026 年归母净利分别为 5.50、7.31、8.50 亿元，现价对应 PE 分别为 41、31、26 倍，考虑到公司仍面临一定减值计提和原材料价格波动等风险，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：** 原材料价格波动的风险；行业竞争趋于激烈的风险；应收账款无法及时回收的坏账风险；新领域适应期较长的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,476	12,224	13,362	14,686
增长率 (%)	10.0	-2.0	9.3	9.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	174	550	731	850
增长率 (%)	-47.3	216.7	33.0	16.3
每股收益 (元)	0.33	1.04	1.39	1.61
PE	129	41	31	26
PB	9.2	7.7	6.6	5.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

42.51 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 易智娴

执业证书：S0100123070114

邮箱：yizhixian@mszq.com

相关研究

1.三棵树 (603737.SH) 2024 年半年报点评：计提影响当期业绩，产品价格继续承压-2024/07/28

2.三棵树 (603737.SH) 2023 年三季度点评：经营质量维持在较好水平-2023/10/16

3.三棵树 (603737.SH) 2022 年业绩预告点评：计提充分，渠道优化+原料降价继续释放弹性-2023/02/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,476	12,224	13,362	14,686
营业成本	8,545	8,400	9,165	10,049
营业税金及附加	106	90	100	103
销售费用	2,124	2,011	2,165	2,379
管理费用	678	611	655	720
研发费用	289	281	287	323
EBIT	531	744	1,006	1,130
财务费用	174	159	185	178
资产减值损失	-157	21	-15	-17
投资收益	0	0	0	0
营业利润	205	605	805	935
营业外收支	-15	-10	-10	-10
利润总额	190	595	795	925
所得税	13	40	53	62
净利润	177	555	742	863
归属于母公司净利润	174	550	731	850
EBITDA	968	1,190	1,467	1,596

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,712	1,479	2,032	2,708
应收账款及票据	3,593	3,329	3,637	3,998
预付款项	147	117	128	141
存货	749	711	738	809
其他流动资产	1,174	1,232	1,345	1,477
流动资产合计	7,375	6,867	7,880	9,132
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,612	5,043	5,293	5,389
无形资产	479	479	479	479
非流动资产合计	6,763	7,652	7,760	7,767
资产合计	14,138	14,519	15,640	16,899
短期借款	1,310	1,941	1,941	1,941
应付账款及票据	6,091	5,694	6,212	6,811
其他流动负债	2,074	1,889	2,017	2,170
流动负债合计	9,475	9,524	10,170	10,922
长期借款	1,461	1,408	1,408	1,408
其他长期负债	498	413	413	413
非流动负债合计	1,960	1,821	1,821	1,821
负债合计	11,435	11,345	11,991	12,743
股本	527	527	527	527
少数股东权益	258	263	274	287
股东权益合计	2,703	3,174	3,649	4,157
负债和股东权益合计	14,138	14,519	15,640	16,899

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.03	-2.02	9.31	9.91
EBIT 增长率	-2.69	40.05	35.26	12.35
净利润增长率	-47.33	216.75	32.95	16.26
盈利能力 (%)				
毛利率	31.51	31.28	31.41	31.58
净利润率	1.39	4.50	5.47	5.79
总资产收益率 ROA	1.23	3.79	4.67	5.03
净资产收益率 ROE	7.10	18.88	21.66	21.96
偿债能力				
流动比率	0.78	0.72	0.77	0.84
速动比率	0.60	0.55	0.60	0.66
现金比率	0.18	0.16	0.20	0.25
资产负债率 (%)	80.88	78.14	76.67	75.40
经营效率				
应收账款周转天数	112.59	100.99	92.88	92.63
存货周转天数	29.61	31.27	28.45	27.71
总资产周转率	0.89	0.85	0.89	0.90
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	1.04	1.39	1.61
每股净资产	4.64	5.52	6.40	7.34
每股经营现金流	2.67	1.84	3.02	3.24
每股股利	0.16	0.51	0.67	0.78
估值分析				
PE	129	41	31	26
PB	9.2	7.7	6.6	5.8
EV/EBITDA	25.13	20.45	16.59	15.25
股息收益率 (%)	0.38	1.19	1.59	1.84

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	177	555	742	863
折旧和摊销	437	446	461	466
营运资金变动	234	-296	60	37
经营活动现金流	1,408	967	1,592	1,706
资本开支	-609	-840	-542	-446
投资	7	-12	0	0
投资活动现金流	-601	-1,219	-542	-446
股权募资	54	0	0	0
债务募资	-96	331	0	0
筹资活动现金流	-495	18	-496	-584
现金净流量	312	-234	554	676

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026