



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	44.60
总股本/流通股本(亿股)	5.27 / 5.27
总市值/流通市值(亿元)	235 / 235
52周内最高/最低价	59.04 / 26.56
资产负债率(%)	80.9%
市盈率	135.15
第一大股东	洪杰

研究所

分析师: 赵洋  
SAC 登记编号: S1340524050002  
Email: zhaoyang@cnpsec.com

三棵树(603737)

零售结构持续优化，C端竞争力显现

● 事件

公司发布 24 年三季报，前三季度实现收入 91.46 亿元，同比-2.81%，归母净利润 4.1 亿元，同比-26.0%，扣非净利润 2.49 亿元，同比-42.82%；24Q3 单季度实现收入 33.85 亿元，同比-7.87%，归母净利润 2.0 亿元，同比-17.89%，扣非净利润 1.7 亿，同比-20.38%。

● 点评

**墙面漆量价齐升，工程漆价格下滑：**分产品看，24 年前三季度公司的家装墙面漆/工程墙面漆/基材与辅材分别收入为 22.28/29.79/18.79 亿，同比+14.14%/-12.51%/+4.18%，家装墙面漆/工程墙面漆/基材与辅材价格 24Q3 环比分别+10.62%/-3.32%/-8.57%；家装漆产品价格逆势提升，我们判断与产品结构/渠道结构持续优化相关，工程墙面漆价格有所下行，与公司价格策略调整相关。

**毛利率环比稳定，现金流持续改善：**公司 Q3 毛利率为 28.68%，同比-3.1pct，环比-0.11pct，环比毛利率稳定，原材料采购价格与产品价格整体均有所下滑；Q3 单季度净利率 5.85%，同比-0.71pct，环比+1.50pct；费用率方面，销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化+0.26/+0.21/+0.18/-0.22pct；此外，前三季度公司经营活动现金净流量 9.16 亿元，同比+53.24%。

**渠道结构优化，C端竞争力持续显现：**公司在地产下行背景下，持续扩张零售/小 B 渠道市场份额，在 C 端通过提升产品/渠道结构，实现单价提升，显现出公司较强的 C 端竞争力；长期来看，随着地产“止跌企稳”，二手翻新需求有望持续释放，公司良好的零售竞争力、叠加及时渠道变革有望实现长期成长。

**盈利预测：**我们预计公司 24-25 年收入分别为 124.5 亿、140.7 亿，同比-0.2%、+13.0%，预计 24-25 年归母净利润分别为 5.4 亿、7.7 亿，同比+213.8%、41.8%；对应 24-25 年 PE 分别为 43X、30X。

● 风险提示：

地产持续下行风险，竞争加剧价格战风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12476	12450	14066	15923
增长率 (%)	10.03	-0.20	12.98	13.20
EBITDA (百万元)	968.17	1106.95	1347.18	1599.47
归属母公司净利润 (百万元)	173.54	544.52	772.12	1022.81
增长率 (%)	-47.33	213.77	41.80	32.47
EPS (元/股)	0.33	1.03	1.47	1.94
市盈率 (P/E)	135.44	43.17	30.44	22.98
市净率 (P/B)	9.61	8.62	7.53	6.44
EV/EBITDA	27.84	22.36	17.39	13.73

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	12476	12450	14066	15923	营业收入	10.0%	-0.2%	13.0%	13.2%
营业成本	8545	8714	9733	10954	营业利润	-38.5%	198.1%	40.8%	31.9%
税金及附加	106	106	119	135	归属于母公司净利润	-47.3%	213.8%	41.8%	32.5%
销售费用	2124	1992	2251	2548	<b>获利能力</b>				
管理费用	678	677	765	866	毛利率	31.5%	30.0%	30.8%	31.2%
研发费用	289	289	326	369	净利率	1.4%	4.4%	5.5%	6.4%
财务费用	174	48	39	17	ROE	7.1%	20.0%	24.7%	28.0%
资产减值损失	-157	30	0	0	ROIC	7.9%	9.7%	12.9%	15.7%
<b>营业利润</b>	205	612	861	1136	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	4	4	4	4	资产负债率	80.9%	78.8%	77.6%	76.2%
营业外支出	19	19	19	19	流动比率	0.78	0.80	0.90	1.00
<b>利润总额</b>	190	597	846	1120	<b>营运能力</b>				
所得税	13	40	57	75	应收账款周转率	3.20	3.60	4.01	4.10
<b>净利润</b>	177	557	789	1045	存货周转率	12.16	11.30	11.61	11.70
归母净利润	174	545	772	1023	总资产周转率	0.89	0.88	0.96	1.00
<b>每股收益(元)</b>	0.33	1.03	1.47	1.94	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.33	1.03	1.47	1.94
货币资金	1712	1952	3075	4345	每股净资产	4.64	5.17	5.93	6.92
交易性金融资产	2	2	2	2	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	3593	3386	3701	4136	PE	135.44	43.17	30.44	22.98
预付款项	147	150	167	188	PB	9.61	8.62	7.53	6.44
存货	749	794	883	990	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	7375	7454	9113	11078	净利润	177	557	789	1045
固定资产	4612	4150	3688	3225	折旧和摊销	437	462	462	462
在建工程	422	322	222	122	营运资本变动	234	126	193	257
无形资产	479	479	479	479	其他	560	151	236	181
<b>非流动资产合计</b>	6763	6654	6089	5524	<b>经营活动现金流净额</b>	1408	1296	1681	1946
<b>资产总计</b>	14138	14108	15202	16603	资本开支	-609	83	83	83
短期借款	1310	1210	1110	1010	其他	7	-364	2	2
应付票据及应付账款	6091	6211	6937	7808	<b>投资活动现金流净额</b>	-601	-281	85	85
其他流动负债	2074	1917	2071	2253	股权融资	54	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	9475	9338	10118	11071	债务融资	-96	-425	-200	-200
其他	1960	1774	1674	1574	其他	-452	-350	-444	-560
<b>非流动负债合计</b>	1960	1774	1674	1574	<b>筹资活动现金流净额</b>	-495	-775	-644	-760
<b>负债合计</b>	11435	11112	11793	12645	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	312	240	1122	1271
股本	527	527	527	527					
资本公积金	411	411	411	411					
未分配利润	1351	1549	1830	2202					
少数股东权益	258	270	287	310					
其他	157	239	355	508					
<b>所有者权益合计</b>	2703	2995	3409	3958					
<b>负债和所有者权益总计</b>	14138	14108	15202	16603					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 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 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048