

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)	46.28
总股本/流通股本(亿股)	7.38 / 7.38
总市值/流通市值(亿元)	341 / 341
52周内最高/最低价	54.18 / 32.23
资产负债率(%)	78.8%
市盈率	73.46
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)

零售新业态推进卓有成效，Q3 盈利持续提升

● 事件

公司发布 25 年三季报，公司 25 年前三季度实现收入 93.9 亿元，同比+2.7%，归母净利润 7.4 亿元，同比+81.2%，扣非净利润 5.65 亿元，同比+126.4%。其中，Q3 单季度实现收入 35.8 亿元，同比+5.6%，归母净利润 3.1 亿元，同比+54%，扣非净利润 2.7 亿元，同比+60.1%。

● 点评

三大零售业态驱动增长，防水业务战略收缩：分产品看，前三季度家装墙面漆、工程墙面漆、基材与辅材、防水卷材收入分别为 24.9、29.0、28.5、7.2 亿元，分别同比变化 +11.8%/-2.5%/+11.3%/-28.6%，在三大零售新业态的带动下，家装墙面漆保持较快增长。

盈利能力提升显著，结构提升是主因：公司前三季度毛利率为 32.81%，同比+4.2pct，单 Q3 毛利率为 33.6%，同比+4.9pct，环比+0.5pct，毛利率的提升主要是由于零售新业态增长，带来的渠道及产品结构优化，毛利率提升也反映出马上住+美丽乡村+艺术漆的零售新业态推进效果显著。费用率方面，公司前三季度期间费用率为 22.67%，同比-1.35pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 14.24%/5.5%/1.93%/1.0%，同比变化-0.85%/+0.07%/-0.2/-0.4pct，费用管控效果良好。此外，公司前三季度累计计提资产及信用减值损失 1.84 亿元，去年同期计提 1.63 亿元。

现金流表现优异，公告实施现金分红：前三季度公司经营性现金流 10.9 亿元，同比增加 1.7 亿元，此外公司公告前三季度拟现金分红 3.7 亿元，现金分红比例 50%，在公司零售业态顺利的推进下，公司的财务报表质量持续改善，现金流表现更为优异。

盈利预测：我们预计公司 25-26 年收入分别为 125.6 亿、132.6 亿元，同比+3.8%、+5.6%，预计 25-26 年归母净利润分别为 9.2 亿、11.0 亿，同比+178%、+19.3%，对应 25-26 年 PE 分别为 37X、31X。

● 风险提示：

房地产需求持续走弱风险，零售新业态推进不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12105	12559	13255	14166
增长率(%)	-2.97	3.75	5.55	6.87
EBITDA（百万元）	962.85	1571.23	1757.43	1862.12
归属母公司净利润（百万元）	331.94	922.10	1099.98	1203.30
增长率(%)	91.27	177.79	19.29	9.39
EPS（元/股）	0.45	1.25	1.49	1.63
市盈率（P/E）	102.87	37.03	31.04	28.38
市净率（P/B）	12.71	10.58	8.79	7.41
EV/EBITDA	25.85	22.59	19.50	17.69

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	12105	12559	13255	14166	营业收入	-3.0%	3.7%	5.5%	6.9%
营业成本	8522	8520	9028	9704	营业利润	34.3%	263.8%	19.0%	9.3%
税金及附加	97	101	106	114	归属于母公司净利润	91.3%	177.8%	19.3%	9.4%
销售费用	1965	1884	1922	1983	获利能力				
管理费用	700	691	663	708	毛利率	29.6%	32.2%	31.9%	31.5%
研发费用	285	251	239	255	净利率	2.7%	7.3%	8.3%	8.5%
财务费用	161	88	83	77	ROE	12.4%	28.6%	28.3%	26.1%
资产减值损失	-23	-23	-23	-23	ROIC	7.8%	12.8%	13.9%	13.9%
营业利润	276	1002	1193	1304	偿债能力				
营业外收入	9	9	9	9	资产负债率	78.8%	75.9%	73.5%	71.4%
营业外支出	23	23	23	23	流动比率	0.73	0.85	0.97	1.09
利润总额	262	989	1180	1291	营运能力				
所得税	-51	119	142	155	应收账款周转率	3.56	3.81	3.84	3.87
净利润	313	870	1038	1136	存货周转率	11.53	11.86	12.59	13.03
归母净利润	332	922	1100	1203	总资产周转率	0.86	0.89	0.89	0.89
每股收益(元)	0.45	1.25	1.49	1.63	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.45	1.25	1.49	1.63
货币资金	1691	2613	3841	5167	每股净资产	3.64	4.37	5.27	6.25
交易性金融资产	2	2	2	2	估值比率				
应收票据及应收账款	3250	3372	3559	3803	PE	102.87	37.03	31.04	28.38
预付款项	90	90	95	102	PB	12.71	10.58	8.79	7.41
存货	730	707	727	763	现金流量表				
流动资产合计	6761	7805	9281	10940	净利润	313	870	1038	1136
固定资产	4617	4123	3629	3135	折旧和摊销	497	494	494	494
在建工程	386	386	386	386	营运资本变动	-194	-131	112	155
无形资产	467	467	467	467	其他	392	86	133	132
非流动资产合计	7232	6549	6055	5561	经营活动现金流净额	1009	1320	1778	1917
资产总计	13993	14355	15336	16501	资本开支	-1070	-13	-13	-13
短期借款	2313	2313	2313	2313	其他	-15	236	0	0
应付票据及应付账款	5478	5477	5803	6237	投资活动现金流净额	-1085			-13
其他流动负债	1527	1380	1437	1513	股权融资	100	-14	0	0
流动负债合计	9318	9170	9553	10064	债务融资	621	-169	0	0
其他	1704	1725	1725	1725	其他	-636	-437	-536	-578
非流动负债合计	1704	1725	1725	1725	筹资活动现金流净额	85	-621	-536	-578
负债合计	11022	10895	11278	11789	现金及现金等价物净增加额	10	922	1228	1326
股本	527	738	738	738					
资本公积金	411	186	186	186					
未分配利润	1570	1985	2480	3021					
少数股东权益	285	234	172	105					
其他	178	317	482	663					
所有者权益合计	2971	3460	4058	4713					
负债和所有者权益总计	13993	14355	15336	16501					

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。

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，中邮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。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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，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等。

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

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

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