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）	19.75
总股本/流通股本（亿股）	8.85 / 8.85
总市值/流通市值（亿元）	175 / 175
52 周内最高/最低价	57.88 / 19.75
资产负债率(%)	75.8%
市盈率	18.81
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)

需求疲弱原材料涨价，Q3 盈利承压明显

事件

公司发布 26 年三季报，前三季度公司实现营收 91.61 亿元，同比-2.45%，实现归母净利润 3.74 亿元，同比-49.75%，扣非后归母净利润 2.44 亿元，同比-56.73%；其中 26Q3 公司营收 31.22 亿元，同比-12.67%，归母净利润 0.73 亿元，同比-76.43%，扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比-87.12%。

点评

需求疲弱致价格竞争激烈，零售端表现较为韧性：分产品看，前三季度公司家装墙面漆/工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材/装饰施工收入分别为 25.9/24.2/29.3/7.7/2.2 亿元，分别同比变化+4.03%/-16.63%/+2.84%/-3.66%/+7.39%。产品价格方面，家装墙面漆/工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材 Q3 环比价格变化-3.51%/-4.23%/-3.70%/-5.70%，主要产品单价环比下降原因是产品价格策略调整和产品结构变化所致，在行业需求承压背景下竞争较为激烈。

原材料上涨及价格竞争，导致毛利率下滑明显：公司前三季度毛利率为 29.55%，同比-3.26pct，单 Q3 毛利率为 28.14%，同比-5.43pct，毛利率下滑主要受到原材料价格大幅上涨、以及价格竞争影响。费用率方面，公司前三季度期间费用率为 23.54%，同比+1.20pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 14.48%/6.29%/2.30%/0.80%，同比变化+0.24/+0.79/+0.37/-0.20pct。现金流方面。公司前三季度经营性现金流为 3.62 亿元，同比下滑 66.68%，主因公司备货增加及利润减少所致。

零售业务驱动长期成长，市占率不断提升：公司通过零售新业态发力，持续扩大市占率；1）马上住业务双线高增，经营、渠道同步突破，未来渠道扩张提速，全国化布局进程全面加快；2）持续深耕仿石漆细分赛道，加速向乡镇市场覆盖，进一步巩固了在乡镇市场的覆盖优势；3）艺术漆板块经营成果亮眼，持续夯实客户基本盘，存量客户规模稳步扩容、合作粘性持续增强。

盈利预测：我们预计公司 26-27 年收入分别为 124 亿、137 亿，同比-0.8%、+10.4%，预计 26-27 年归母净利润分别为 5.0 亿、8.7 亿，同比-35.9%、+74.9%；对应 26-27 年 PE 分别为 37.2X、21.3X。

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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	12527	12429	13717	15240
增长率(%)	3.49	-0.78	10.36	11.11
EBITDA（百万元）	1744.57	1242.26	1703.91	2130.97
归属母公司净利润（百万元）	774.91	496.57	868.61	1244.63
增长率(%)	133.45	-35.92	74.92	43.29
EPS(元/股)	0.88	0.56	0.98	1.41
市盈率（P/E）	23.82	37.18	21.25	14.83
市净率（P/B）	6.38	5.64	4.68	3.77
EV/EBITDA	20.64	15.40	10.54	7.67

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)	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表				
营业收入	12527	12429	13717	15240
营业成本	8294	8838	9232	9977
税金及附加	117	116	128	142
销售费用	2012	1864	2058	2286
管理费用	730	621	796	884
研发费用	284	249	302	335
财务费用	117	73	66	19
资产减值损失	-130	-30	-30	-30
营业利润	988	639	1108	1569
营业外收入	13	9	9	0
营业外支出	24	23	23	0
利润总额	977	626	1095	1569
所得税	219	140	245	352
净利润	758	486	850	1217
归母净利润	775	497	869	1245
每股收益（元）	0.88	0.56	0.98	1.41
资产负债表				
货币资金	1467	2934	4107	5727
交易性金融资产	29	29	29	29
应收票据及应收账款	2805	2783	3071	3413
预付款项	93	99	103	112
存货	739	758	763	799
流动资产合计	5983	7449	8964	11021
固定资产	4818	4274	3731	3188
在建工程	214	214	214	214
无形资产	777	777	777	777
非流动资产合计	7383	6899	6356	5813
资产总计	13367	14349	15320	16833
短期借款	1604	1604	1604	1604
应付票据及应付账款	5380	5733	5989	6472
其他流动负债	1401	1719	1787	1888
流动负债合计	8386	9056	9379	9964
其他	1750	1691	1691	1691
非流动负债合计	1750	1691	1691	1691
负债合计	10136	10748	11070	11655
股本	738	885	885	885
资本公积金	200	52	52	52
未分配利润	1764	2072	2609	3378
少数股东权益	337	326	307	280
其他	192	265	396	582
所有者权益合计	3231	3601	4249	5178
负债和所有者权益总计	13367	14349	15320	16833

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	3.5%	-0.8%	10.4%	11.1%
营业利润	258.4%	-35.3%	73.4%	41.6%
归属于母公司净利润	133.4%	-35.9%	74.9%	43.3%
获利能力				
毛利率	33.8%	28.9%	32.7%	34.5%
净利率	6.2%	4.0%	6.3%	8.2%
ROE	26.8%	15.2%	22.0%	25.4%
ROIC	14.4%	7.5%	11.5%	14.0%
偿债能力				
资产负债率	75.8%	74.9%	72.3%	69.2%
流动比率	0.71	0.82	0.96	1.11
营运能力				
应收账款周转率	4.15	4.46	4.70	4.71
存货周转率	11.29	11.81	12.14	12.78
总资产周转率	0.92	0.90	0.92	0.95
每股指标（元）				
每股收益	0.88	0.56	0.98	1.41
每股净资产	3.27	3.70	4.45	5.53
估值比率				
PE	23.82	37.18	21.25	14.83
PB	6.38	5.64	4.68	3.77
现金流量表				
净利润	758	486	850	1217
折旧和摊销	528	543	543	543
营运资本变动	205	363	-49	117
其他	377	101	124	110
经营活动现金流净额	1868	1493	1468	1989
资本开支	-497	-13	-13	0
其他	-26	-38	0	0
投资活动现金流净额	-523	-52	-13	0
股权融资	153	0	0	0
债务融资	-891	251	0	0
其他	-891	-226	-282	-369
筹资活动现金流净额	-1630	25	-282	-369
现金及现金等价物净增加额	-285	1467	1173	1620

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔
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