

增持（维持）

三棵树（603737）2025 年中报点评

渠道结构调整零售发力，业绩实现大幅增长

2025 年 09 月 01 日

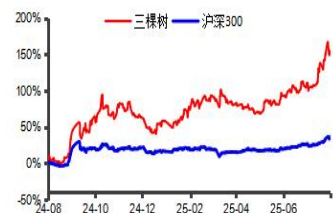
投资要点：

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-22177163
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2025 年 8 月 29 日

收盘价(元)	48.66
总市值(亿元)	359.02
总股本(亿股)	7.38
流通股本(亿股)	7.38
ROE(TTM)	18.96%
12 月最高价(元)	55.38
12 月最低价(元)	26.30

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

- 三棵树（603737）发布2025年中报，2025年上半年实现营业收入58.16亿元，同比增加0.97%；归属于上市公司股东净利润4.36亿元，同比增加107.53%；基本每股收益0.59元。
- 上半年业绩超预期大幅增长。公司2025年上半年实现营业收入58.16亿元，同比增加0.97%；利润总额5.45亿元，同比增加达206.85%；归属净利润4.36亿元，同比增加107.53%。基本每股收益0.59元，同比大增103.45%。第二季度公司实现营业收入36.86亿元，同比-0.24%；实现归母净利润3.31亿元，同比增加102.97%。整体看，公司上半年营收稳健增长，净利润实现大幅提升，主要得益于战略转型，零售业务发力，工程业务提升人均效能、开拓新赛道，同时加强成本管理和费用管控。其中第二季度毛利率实现快速增长，盈利能力提升显著。
- 家装墙面漆及基辅材业务增长亮眼。分业务来看，工程墙面漆实现营业收入17.95亿元，同比-2.26%，营收占比达30.87%，毛利率35.42%，同比+2.88pct；基材与辅材实现营业收入17.33亿元，同比+52.79%，营收占比达29.79%，毛利率20.62%，同比+5.33pct；家装墙面漆实现营业收入15.74亿元，同比+8.43%，营收占比达27.07%，毛利率49.41%，同比+5.51pct。
- 盈利能力增强，费用管控成效显著。上半年公司毛利率32.35%，同比+3.70pct；归母净利率为7.49%，同比+3.85pct。第二季度毛利率33.10%，同比+4.31pct，季度环比+2.05pct；归母净利率为8.97%，同比+4.56pct，季度环比+4.04pct。公司盈利能力增强。费用方面，上半年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为14.97%/5.68%/1.04%/1.97%，同比-0.86/-0.10/-0.38/-0.22pct；累计总费用率为23.67%，累计-1.57pct。公司费用管控成效显著。
- 资产结构优化，现金流状况改善。公司上半年资产负债率为76.45%，同比-4.45pct，资产结构有所优化。上半年应收账款为35.77亿元，同比-15.17%，应收账款管理能力提升。上半年经营性现金流净流入3.51亿元，同比增加净流入3.93亿元；第二季度经营性现金流净流入2.41亿元，同比增加净流入1905.72万元。
- 总结与投资建议：公司在客户拓展与渠道优化上大步迈进，积极调整渠道结构，精准发力央国企、城建城投、工业厂房等优质赛道。同时深入布局旧改焕新、科教文卫及酒店文旅等小B端应用场景，县级渠道下沉市场工作稳步推进。零售业务发力，工程业务开拓新赛道，同时全面升级

产品矩阵，实现盈利能力提升及业绩大幅增长。看好公司未来发展前景。预测公司2025-2026年EPS分别为1.04元和1.37元，对应当前股价PE分别为47倍和35倍，给予“增持”评级。

- **风险提示：** 房地产优化政策出台力度低于预期，楼市销售下降。基建投资增速低于预期，带来行业需求下滑。原材料成本上升，利润率下滑。新业务发展缓慢，传统业务市场占有率提升不及预期。

表 1：公司盈利预测简表（2025/8/29）

科目（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,105	13195	14,514	16183
营业总成本	11,732	12484	13,613	15047
营业成本	8,522	9,104	9,942	11,005
营业税金及附加	97	103	109	129
销售费用	1965	2177	2395	2589
管理费用	700	660	726	809
财务费用	161	130	100	110
研发费用	285	310	341	405
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	23	7	5	5
营业利润	276	806	1049	1284
加 营业外收入	9	5	7	8
减 营业外支出	23	18	19	20
利润总额	262	793	1037	1272
减 所得税	(51)	63	73	102
净利润	313	730	965	1170
减 少数股东损益	(19)	(37)	(48)	(59)
归母公司所有者的净利润	332	767	1013	1229
基本每股收益(元)	0.45	1.04	1.37	1.67
PE	108.16	46.84	35.44	29.22

数据来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn