

三棵树(603737.SH)

业绩增长亮眼，毛利率与现金流改善

推荐（维持）

股价:46.28元

主要数据

行业	建材
公司网址	www.3treesgroup.com
大股东/持股	洪杰/67.02%
实际控制人	洪杰
总股本(百万股)	738
流通A股(百万股)	738
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	341
流通A股市值(亿元)	341
每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	75.8

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】三棵树（603737.SH）*首次覆盖报告*
民族涂料龙头，零售转型突围*推荐20250909

证券分析师

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNANHONG873@pingan.com.cn

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn



事项：

公司发布2025年三季报，前三季度实现营收93.9亿元，同比增长2.7%，实现归母净利润7.4亿元，同比增长81.2%。2025Q3实现营收35.8亿元，同比增长5.6%，归母净利润3.1亿元，同比增长53.6%。公司前三季度拟每股派发现金红利0.50元（含税），不以资本公积金转增股本，不送红股。

平安观点：

- 业绩同比高增，主要受益毛利率改善。**建筑涂料行业需求相对疲弱背景下，公司前三季度营收保持韧性，而归母净利润同比增长81.2%，增速远高于营收增速，主要得益于毛利率从上年同期的28.7%提高至32.8%，叠加期间费用率从上年同期的24.0%降至22.7%，此外信用减值从上年同期的1.9亿元减少至1.4亿元。毛利率改善主要因高毛利的家装墙面漆收入增长更快，叠加主要原材料采购明显下滑，前三季度家装与工程墙面漆采购单价同比下滑11.6%，基辅材同比下滑20.4%，其中单三季度采购均价环比延续下滑。
- 家装墙面漆、基辅材收入延续良好增长。**分业务看，前三季度家装墙面漆、工程墙面漆、基辅材、防水卷材、装饰施工收入增速分别为11.80%、-2.51%、11.34%、-28.62%、-1.02%；家装墙面漆、工程墙面漆、基辅材、防水卷材的销售均价分别同比下滑1.18%、6.41%、12.69%、4.12%，主要因产品价格策略调整和产品结构变化。
- 经营性现金流同比改善，资产负债率延续下滑。**现金流看，前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为10.9亿元，高于上年同期的9.2亿元，期末应收账款34.5亿元，低于上年同期的42.8亿元。从负债率看，期末资产负债率75.8%，低于上年同期的80.0%，延续下滑趋势。
- 投资建议：**考虑四季度费用结算较多等，维持此前盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为8.7亿元、10.9亿元、12.7亿元，当前市值对应

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,476	12,105	12,532	13,220	14,266
YOY(%)	10.0	-3.0	3.5	5.5	7.9
净利润(百万元)	174	332	867	1,092	1,268
YOY(%)	-47.3	91.3	161.1	26.0	16.2
毛利率(%)	31.5	29.6	31.6	32.5	33.1
净利率(%)	1.4	2.7	6.9	8.3	8.9
ROE(%)	7.1	12.4	26.5	27.3	26.2
EPS(摊薄/元)	0.24	0.45	1.17	1.48	1.72
P/E(倍)	196.8	102.9	39.4	31.3	26.9
P/B(倍)	14.0	12.7	10.5	8.5	7.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

的PE分别为39.4倍、31.3倍、26.9倍。从行业维度看，建筑涂料属于建材中优质赛道，重涂周期短、消费属性强，中长期看存量房翻新将带来较大涂料需求、且消费升级带动产品高端化发展。近年尽管因房地产下行拖累导致行业需求承压、利润率微薄，但行业格局也正加速整合，中小企业快速出清。从公司层面看，三棵树作为国内民族涂料品牌领先者，在建筑涂料工程市场通过小B业务对冲地产下行压力，在零售市场通过“马上住”切入一二线城市，通过仿石漆业务发力乡村市场，带动市占率稳步提升、业绩持续修复。我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**（1）房屋装修需求下滑的风险：若未来存量房屋翻新需求释放低于预期，或是商品房销售继续下滑，将导致房屋装修需求面临持续下滑的风险，进而对建筑涂料需求以及公司业务拓展造成压力。（2）行业竞争加剧、涂料价格下行的风险：当前行业竞争有所放缓，头部企业陆续尝试提价。但若后续需求表现偏弱，头部企业为追求份额重新开启价格战，涂料价格面临进一步下行的风险。（3）零售业务拓展不及预期的风险：公司近年积极推广“马上住”服务、新开大量社区门店，同时在美丽乡村推广仿石漆业务，但若后续行业竞争加剧、或是“马上住”门店盈利不及预期，零售业务拓展或将放缓。（4）原材料价格上涨，制约行业利润率：涂料生产成本包括乳液、树脂、溶剂等石化产品，与油价关联度较高。若后续原油价格上行，带动乳液、树脂等材料价格上行，将制约公司盈利水平。（5）减值计提的风险：公司近年计提了较多的坏账风险准备，但若后续地产资金环境继续恶化、或是房价继续下行，公司应收账款回收不及时、或是工抵房资产被迫低价处置，仍面临一定的减值计提压力。

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6761	8422	8874	9569	
现金	1691	2506	2644	2853	
应收票据及应收账款	3543	4438	4682	5052	
其他应收款	321	364	384	414	
预付账款	90	111	117	127	
存货	730	728	758	811	
其他流动资产	386	275	290	312	
非流动资产	7232	6570	5783	4981	
长期投资	22	22	22	21	
固定资产	4664	4156	3523	2863	
无形资产	467	389	311	234	
其他非流动资产	2078	2003	1928	1863	
资产总计	13993	14992	14657	14550	
流动负债	9318	10172	9512	8930	
短期借款	2313	2365	1381	227	
应付票据及应付账款	5478	5979	6222	6655	
其他流动负债	1527	1828	1909	2048	
非流动负债	1704	1297	893	519	
长期借款	1310	904	499	125	
其他非流动负债	394	394	394	394	
负债合计	11022	11470	10405	9449	
少数股东权益	285	257	257	257	
股本	527	738	738	738	
资本公积	411	200	200	200	
留存收益	1748	2328	3058	3906	
归属母公司股东权益	2686	3266	3996	4844	
负债和股东权益	13993	14992	14657	14550	

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	975	1819	2110	2313	
净利润	313	839	1092	1268	
折旧摊销	463	861	887	901	
财务费用	161	148	106	40	
投资损失	-4	-1	-1	-1	
营运资金变动	-194	-44	9	87	
其他经营现金流	235	17	17	17	
投资活动现金流	-1085	-215	-115	-115	
资本支出	1152	200	100	100	
长期投资	-15	0	0	0	
其他投资现金流	-2222	-415	-215	-215	
筹资活动现金流	85	-789	-1857	-1989	
短期借款	1003	52	-984	-1155	
长期借款	-175	-406	-405	-374	
其他筹资现金流	-743	-435	-468	-461	
现金净增加额	-24	815	138	209	

利润表		单位：百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	12105	12532	13220	14266	
营业成本	8522	8577	8925	9546	
税金及附加	97	100	112	121	
营业费用	1965	1930	2036	2225	
管理费用	700	662	699	770	
研发费用	285	263	278	300	
财务费用	161	148	106	40	
资产减值损失	-23	-24	-25	-27	
信用减值损失	-326	-188	-132	-143	
其他收益	260	260	260	260	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	4	1	1	1	
资产处置收益	-13	-5	-5	-5	
营业利润	276	897	1163	1350	
营业外收入	9	5	5	5	
营业外支出	23	19	19	19	
利润总额	262	883	1150	1336	
所得税	-51	45	58	67	
净利润	313	839	1092	1268	
少数股东损益	-19	-28	0	0	
归属母公司净利润	332	867	1092	1268	
EBITDA	887	1892	2143	2278	
EPS（元）	0.45	1.17	1.48	1.72	

主要财务比率		2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)		-3.0	3.5	5.5	7.9
营业利润(%)		34.3	225.5	29.7	16.0
归属于母公司净利润(%)		91.3	161.1	26.0	16.2
获利能力					
毛利率(%)		29.6	31.6	32.5	33.1
净利率(%)		2.7	6.9	8.3	8.9
ROE(%)		12.4	26.5	27.3	26.2
ROIC(%)		10.0	15.6	18.4	22.3
偿债能力					
资产负债率(%)		78.8	76.5	71.0	64.9
净负债比率(%)		65.0	21.6	-18.0	-49.0
流动比率		0.7	0.8	0.9	1.1
速动比率		0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率		0.9	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率		3.4	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率		2.43	2.17	2.17	2.17
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)		0.45	1.17	1.48	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)		1.32	2.47	2.86	3.14
每股净资产(最新摊薄)		3.64	4.43	5.42	6.56
估值比率					
P/E		102.9	39.4	31.3	26.9
P/B		12.7	10.5	8.5	7.0
EV/EBITDA		29	20	17	15

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层