

## 三棵树(603737.SH)

### 26Q1收入提速，毛利率保持平稳

#### 推荐 (维持)

股价:47.5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)	350
流通A股市值(亿元)	350
每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	74.6

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

【平安证券】三棵树(603737.SH)\*季报点评\*业绩增长亮眼，毛利率与现金流改善\*推荐20251019

#### 证券分析师

郑南宏 投资咨询资格编号  
S1060521120001  
ZHENG NANHONG873@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年年报及2026年一季报，2025年实现营收125.3亿元，同比增长3.5%，实现归母净利润7.7亿元，同比增长133.4%。2026Q1实现营收24.4亿元，同比增长14.3%，归母净利润1.1亿元，同比增长1.5%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.68元(含税)，以资本公积金转增股本方式向全体股东每10股转增2股，不送红股。

#### 平安观点:

- 26Q1营收提速，其他收益减少拖累业绩增速。行业需求相对疲弱背景下，公司2025年营收保持韧性，归母净利润同比增长133.4%，主要得益于毛利率从上年同期的29.6%提高至33.8%(因高毛利的家装墙面漆收入增长更快，叠加墙面漆、基辅材的原材料价格明显下滑)，此外信用减值从上年同期的3.3亿元减少至1.3亿元；2025年各项期间费用整体平稳。从2026Q1看，营收增速较2025H2进一步提升，或与油价等化工品涨价背景下、下游提前囤货有关。2026Q1毛利率、各项期间费用同比基本平稳，但因其他收益从上年同期的1.5亿元降至1.0亿元，导致2026Q1归母净利润增速低于营收增速。
- 尽管均价同比下行，家装墙面漆、基辅材收入延续良好增长。分业务看，2025年家装墙面漆、工程墙面漆、基辅材、防水卷材的收入增速分别为14.67%、-4.76%、12.04%、-24.52%；毛利率分别同比增加3.85个百分点、4.62个百分点、3.29个百分点、0.40个百分点；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2.31%、5.40%、11.48%、4.41%，主要因根据外部原材料价格变化进行的产品价格策略调整和产品结构变化。2026Q1家装墙面漆、工程墙面漆、基辅材、防水卷材的收入增速分别为11.44%、-9.11%、30.95%、26.53%，销售均价分别同比下滑8.73%、5.93%、10.83%、6.56%。
- 经营性现金流大幅提升，应收款、负债率延续下滑。2025年公司经营活

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,105	12,527	13,585	14,639	16,087
YOY(%)	-3.0	3.5	8.4	7.8	9.9
净利润(百万元)	332	775	1,092	1,268	1,432
YOY(%)	91.3	133.4	40.9	16.1	13.0
毛利率(%)	29.6	33.8	35.3	35.5	35.5
净利率(%)	2.7	6.2	8.0	8.7	8.9
ROE(%)	12.4	26.8	31.7	30.9	29.7
EPS(摊薄/元)	0.45	1.05	1.48	1.72	1.94
P/E(倍)	105.6	45.2	32.1	27.6	24.5
P/B(倍)	13.0	12.1	10.2	8.6	7.3

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

动产生的现金流量净额为18.7亿元，高于上年同期的10.1亿元，主要因购买商品、接受劳务支付的现金从上年同期的93.0亿元降至83.2亿元；2026Q1公司经营活动产生的现金流量净额为0.9亿元，上年同期为1.1亿元。2026Q1末应收账款26.9亿元、资产负债率74.6%，均延续下滑态势。

- **投资建议：**维持此前盈利预测，预计2026-2027年归母净利润分别为10.9亿元、12.7亿元，新增2028年预测为14.3亿元，当前市值对应的PE分别为32.1倍、27.6倍、24.5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或带来较大涂料需求、且消费升级带动产品高端化发展。近年行业需求承压，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	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5983	7188	7742	8504
现金	1467	1630	1757	1930
应收票据及应收账款	3038	3906	4209	4625
其他应收款	190	332	358	393
预付账款	93	120	130	143
存货	739	768	826	907
其他流动资产	456	431	463	506
<b>非流动资产</b>	7383	7379	7262	7149
长期投资	0	1	1	2
固定资产	4858	4807	4842	4816
无形资产	777	725	673	622
其他非流动资产	1748	1847	1745	1710
<b>资产总计</b>	13367	14568	15005	15654
<b>流动负债</b>	8386	9323	9433	9668
短期借款	1604	1705	1237	672
应付票据及应付账款	5380	5868	6311	6928
其他流动负债	1401	1750	1884	2068
<b>非流动负债</b>	1750	1479	1184	895
长期借款	1355	1083	788	500
其他非流动负债	396	396	396	396
<b>负债合计</b>	10136	10802	10617	10563
少数股东权益	337	316	291	263
股本	738	738	738	738
资本公积	200	200	200	200
留存收益	1956	2513	3159	3890
<b>归属母公司股东权益</b>	2894	3451	4097	4828
<b>负债和股东权益</b>	13367	14568	15005	15654

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1843	1333	1851	2034
净利润	758	1071	1243	1404
折旧摊销	503	304	318	313
财务费用	117	126	103	66
投资损失	-20	-8	-8	-8
营运资金变动	205	-205	149	213
其他经营现金流	281	46	46	46
<b>投资活动现金流</b>	-523	-338	-238	-238
资本支出	495	300	200	200
长期投资	-26	-1	-1	-1
其他投资现金流	-993	-637	-437	-437
<b>筹资活动现金流</b>	-1630	-832	-1486	-1622
短期借款	-709	101	-467	-566
长期借款	45	-272	-294	-289
其他筹资现金流	-966	-661	-725	-768
<b>现金净增加额</b>	-310	163	127	174

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	12527	13585	14639	16087
营业成本	8294	8784	9447	10370
税金及附加	117	126	136	150
营业费用	2012	2174	2342	2574
管理费用	730	784	858	933
研发费用	284	285	307	338
财务费用	117	126	103	66
资产减值损失	-130	-109	-73	-80
信用减值损失	-130	-109	-73	-80
其他收益	259	226	226	226
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	20	8	8	8
资产处置收益	-5	-7	-7	-7
<b>营业利润</b>	988	1317	1527	1723
营业外收入	13	13	13	13
营业外支出	24	24	24	24
<b>利润总额</b>	977	1306	1516	1713
所得税	219	235	273	308
<b>净利润</b>	758	1071	1243	1404
少数股东损益	-17	-21	-25	-28
<b>归属母公司净利润</b>	775	1092	1268	1432
EBITDA	1596	1736	1937	2092
EPS (元)	1.05	1.48	1.72	1.94

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	3.5	8.4	7.8	9.9
营业利润(%)	258.4	33.3	16.0	12.9
归属于母公司净利润(%)	133.4	40.9	16.1	13.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	33.8	35.3	35.5	35.5
净利率(%)	6.2	8.0	8.7	8.9
ROE(%)	26.8	31.7	30.9	29.7
ROIC(%)	14.0	20.0	21.3	23.9
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	75.8	74.1	70.8	67.5
净负债比率(%)	46.2	30.7	6.1	-14.9
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.1	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	2.44	2.40	2.40	2.40
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.48	1.72	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	2.50	1.81	2.51	2.76
每股净资产(最新摊薄)	3.92	4.68	5.55	6.54
<b>估值比率</b>				
P/E	45.2	32.1	27.6	24.5
P/B	12.1	10.2	8.6	7.3
EV/EBITDA	23	22	19	17

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:

此报告旨在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2026版权所有。保留一切权利。



## 平安证券研究所

电话:4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

### 上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

### 北京

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