

## 公司研究 | 点评报告 | 三棵树 (603737.SH)

# 新业态亮眼，1 季度加速

### 报告要点

三棵树 2025 年实现营业收入 125 亿元，同比增长 3%；归属净利润 7.7 亿元，同比增长 133%，扣非净利润 5.6 亿元，同比增长 278%。2026Q1 实现营业收入 24 亿元，同比增长 14%；归属净利润 1.1 亿元，同比增长 1%，扣非净利润 0.2 亿元，同比增长 268%。

### 分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



张佩

SAC: S0490518080002

三棵树 (603737.SH)

2026-04-30

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 新业态亮眼，1 季度加速

### 事件描述

公司 2025 年实现营业收入 125 亿元，同比增长 3%；归属净利润 7.7 亿元，同比增长 133%，扣非净利润 5.6 亿元，同比增长 278%。2026Q1 实现营业收入 24 亿元，同比增长 14%；归属净利润 1.1 亿元，同比增长 1%，扣非净利润 0.2 亿元，同比增长 268%。

### 事件评论

- **2025 年销量逆势增长，新业态发展日趋成熟。**公司全年收入增长 3%，主要驱动来自核心业务——墙面涂料和基辅材。2025 年墙面涂料、基辅材、防水卷材收入分别为 73、37、10 亿元，收入占比为 58%、29%、8%，同比增速分别为 3%、12%、-25%。聚焦墙面涂料，全年墙面涂料销量同比增长 6%，相较于 2021 年历史高点，虽然涂料行业需求大幅下降，但公司墙面涂料销量累计增长 23%，体现了极强的市场竞争力。分品类看，2025 年家装墙面漆收入约 34 亿元，同比增长 15%，其中销量同比增长 17%；工程墙面漆收入约 39 亿元，同比下降 5%，其中销量同比增长 1%，价格仍在筑底过程中。公司新业态作为基辅材配套率提升的最佳土壤，显著拉动了基辅材收入的增长，2025 年基辅材销量同比 27%。但防水业务表现弱势，2025 年防水卷材销量同比下降 21%。
- **2026Q1 收入加速增长，毛利率同比平稳。**1 季度收入增长 14%，呈现加速趋势，增长驱动主要来自家装墙面漆和基辅材。1 季度整体墙面涂料收入增长 2%，其中家装墙面漆收入约 7.3 亿元，同比增长 11%，其中销量增长 22%，价格同比下降主要源于高端产品适当降价以加速其扩张速度，随着近期原材料价格上行，公司已进行提价传导，其中 C 端已充分传导；工程墙面漆收入约 5.4 亿元，同比下降 9%，其中销量下降 4%。2025 年公司毛利率约 33.8%，同比提升 4.2 个百分点，一方面源于原材料价格下跌（2025 年墙面漆主要原材料价格同比下降 10%），另一方面源于公司产品结构优化。由于 3 月提价函的滞后影响，2026Q1 公司毛利率约 30.8%，同比基本持平。考虑到行业需求有限下滑且行业盈利已经筑底，涂料行业毛利率保持平稳无虞，三棵树由于结构优化更易超额传导。
- **费用摊薄空间较大。**公司期间费率长期处于较高水平，过去两年开始致力于降本增效，但由于新业态尚需要营销和人员投入，费率摊薄相对有限——2025 年期间费率约 25.1%，同比下降 0.6 个百分点，Q4 期间费率约 32.3%，同比提升 1.4 个百分点，或源于年底奖金计提，此外 2025 年底公司员工数量为 8924 人，较 2024 年下降约 72 人。预计 2026 年收入加速后费率下降更容易实现，2026Q1 期间费率约 28.4%，同比下降 3 个百分点。
- **把握存量时代机遇。**公司战略具备高度，积极拥抱存量时代，推出适应新需求的业态——美丽乡村、马上住等，凭借新业态业务的高增，已率先走出经营拐点。其中“马上住”服务网络已覆盖全国 300 余座城市，正向“2026 年万家门店、2030 年三万家门店”目标加速迈进；同时在美丽乡村市场已成为行业标杆，2025 年公司仿石漆销量超 16 万吨，国内市场占有率达 8.5%。预计公司 2026-2027 年经营性业绩（加回减值后）为 14、18 亿元，若行业总量上行，业绩弹性会更大，在地产总成交面积逐步企稳背景下，当前积极推荐。

### 风险提示

- 1、地产行业复苏不及预期；
- 2、原材料价格大幅波动。

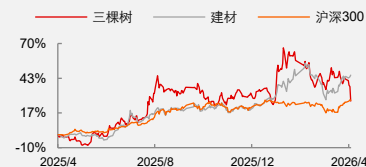
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	43.66
总股本(万股)	73,782
流通A股/B股(万股)	73,782/0
每股净资产(元)	4.07
近12月最高/最低价(元)	58.37/31.60

注：股价为 2026 年 4 月 23 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《新业态加速成长，竞争力持续证明》2025-10-20
- 《经营显著改善，体现战略高度》2025-08-17
- 《经营拐点愈加明确》2025-04-29



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

1、地产行业复苏不及预期：公司主要产品用于各类建筑内外墙的墙面涂装，主要客户为地产商、建筑工程公司及家庭装修客户。当前房地产行业正处于复苏通道中，若复苏节奏与幅度不及预期，传导至上游涂料企业，可能影响公司的产品需求。

2、原材料价格大幅波动：公司产品的主要原辅材料有乳液、树脂、钛白粉、各类有机溶剂、包装物等，各类化工原料及包装物成本占公司主营业务成本的比例较高。如果原材料市场价格大幅上涨，公司不能把原材料价格波动的风险及时转移到下游客户，会存在因材料价格上涨带来的主营业务成本增加的风险。



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。