

三棵树 (603737.SH)

零售持续发力，业绩高速增长

事件：三棵树发布 2025 年报及 2026 一季报。三棵树 2025 年实现营收 125.27 亿元，同比增长 3.49%，实现归母净利润 7.75 亿元，同比大增 133.45%，扣非后归母净利润 5.57 亿元，同比增长 278.22%。其中单四季度公司收入 31.36 亿元，同比增长 5.96%，归母净利润 3130 万元，上年同期亏损 7840 万元，扣非后亏损 772 万元，上年同期亏损 1.02 亿元。2026Q1 公司取得收入 24.36 亿元，同比增长 14.33%，实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 1.45%，扣非归母净利润 2446 万元，为公司上市以来首次在一季度实现扣非正利润。

零售成为核心增长引擎，工程逐步触底企稳。2025 年三棵树家装墙面漆收入 34.03 亿元，同比增长 14.67%，占总收入的比重从上一年度的 24.94% 升至 27.79%；基辅材收入 36.63 亿元，同比增长 12.04%，收入占比从上一年度的 27.47% 增至 29.92%；由此可见零售业务增长系公司整体收入增长的主引擎，而马上住、美丽乡村又是零售板块的核心动能。工程端收入仍呈现下滑，2025 年公司工程墙面漆收入 38.9 亿元，同比减少 4.76%，收入占比减少 2.55pct 至 31.77%；防水卷材收入 9.96 亿元，同比减少 24.52%，收入占比减少 2.95pct 至 8.13%。2026 年 Q1 家装墙面漆和基辅材收入分别为 7.3 亿元、7.62 亿元，同比分别增长 11.44% 和 30.95%，收入占比进一步上升，零售转型成效显著。

盈利水平总体保持高位。2025 年三棵树综合毛利率 33.79%，同比增加 4.19pct，尽管价格端持续有所下滑（2025 年全年公司家装漆、工程漆和基辅材产品单价分别为 5.92 元/千克、3.33 元/千克、1.08 元/千克，分别同比降低 2.31%、5.4% 和 11.48%），但全年原材料价格稳步回落导致成本下降较价格端更为明显。单 Q4 三棵树毛利率 36.71% 创年内最高，我们推断与原材料价格持续下跌和销售结构优化均有关系。2026Q1 公司毛利率 30.84%，同比减少 0.21pct，涂料均价继续下行，但零售端销量呈现较快增长。费用率方面，公司 2025 年期间费用率 25.08%，同比微降 0.63pct，其中销售/财务/研发费用率分别同比窄幅减少 0.18pct/0.4pct/0.1pct，管理费用率同比小幅增加 0.03pct，费用率降幅不明显主要系当年度人员变动不大，截至 2025 年末公司员工总数达 8924 人，同比减少 72 人；2026Q1 公司期间费用率 28.45%，同比减少 3.01pct，其中销售/财务/研发费用率分别同比减少 2.49pct/0.4pct/0.13pct，管理费用率同比微增 0.02pct，2026 年公司控费目标持续稳步推进。对应 2025 年公司销售净利率 6.05%，同比增加 3.46pct，2026Q1 公司销售净利率 4.25%，同比小幅减少 0.71pct。

经营质量稳健向好。截至 2025 年末三棵树经营性现金流量净额 18.68 亿元，同比增长 85.19%。同期公司应收票据及账款总额 28.05 亿元，较上年末同比减少 13.69%，2026Q1 末公司应收总额进一步降至 26.98 亿元，应收规模持续收缩。另外，2025 年末公司资产负债率 75.83%，同比下降 2.94pct，2026Q1 末继续降至 74.56%。

盈利预测与投资建议：三棵树是内资建筑涂料龙头品牌，零售端凭借马上住和美丽乡村的高低线渠道同步布局打开增长空间，工程端稳步转型小 B 业务，同时积极布局工业涂料、海外等远期增长点，具备长期成长性。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 12 亿、15.6 亿、20.1 亿，对应估值分别为 26 倍、20 倍、16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：渠道拓展进度不及预期风险；行业竞争加剧风险；原材料价格大幅波动风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	12,105	12,527	14,099	15,687	17,834
增长率 yoy (%)	-3.0	3.5	12.5	11.3	13.7
归母净利润 (百万元)	332	775	1,196	1,562	2,007
增长率 yoy (%)	91.3	133.4	54.4	30.6	28.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.45	1.05	1.62	2.12	2.72
净资产收益率 (%)	12.4	26.8	46.8	36.6	38.7
P/E (倍)	94.8	40.6	26.3	20.1	15.7
P/B (倍)	11.7	10.9	12.3	7.4	6.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 30 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	装修建材
前次评级	买入
04 月 30 日收盘价 (元)	42.67
总市值 (百万元)	31,482.67
总股本 (百万股)	737.82
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	4.55

股价走势



作者

分析师 沈猛

执业证书编号：S0680522050001

邮箱：shenmeng@gszq.com

分析师 陈冠宇

执业证书编号：S0680522120005

邮箱：chengguanyu@gszq.com

相关研究

- 《三棵树 (603737.SH)：零售加速，业绩释放》 2025-11-03
- 《三棵树 (603737.SH)：国货之光，强者恒强》 2025-10-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6761	5983	5683	8168	10089
现金	1691	1467	334	2389	3580
应收票据及应收账款	3250	2805	3296	3568	4069
其他应收款	321	190	267	277	322
预付账款	90	93	103	114	127
存货	730	739	824	908	1016
其他流动资产	680	689	860	913	974
非流动资产	7232	7383	7613	7571	7522
长期投资	22	0	0	0	0
固定资产	4617	4818	5035	5123	5167
无形资产	467	777	786	697	610
其他非流动资产	2125	1788	1793	1751	1745
资产总计	13993	13367	13296	15738	17611
流动负债	9318	8386	9229	9889	10793
短期借款	2313	1604	1404	1354	1304
应付票据及应付账款	5478	5380	6056	6650	7451
其他流动负债	1527	1401	1769	1885	2039
非流动负债	1704	1750	1203	1305	1407
长期借款	1285	1337	837	937	1037
其他非流动负债	418	413	366	368	370
负债合计	11022	10136	10432	11194	12201
少数股东权益	285	337	308	270	221
股本	527	738	738	769	769
资本公积	411	200	200	1163	1163
留存收益	1742	1947	1610	2333	3248
归属母公司股东权益	2686	2894	2557	4274	5189
负债和股东权益	13993	13367	13296	15738	17611

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1009	1868	2026	2812	3353
净利润	313	758	1167	1524	1958
折旧摊销	497	528	738	904	1080
财务费用	194	143	72	62	64
投资损失	-4	-20	-4	-3	-2
营运资金变动	-194	205	-70	261	200
其他经营现金流	202	255	123	63	54
投资活动现金流	-1085	-523	-1027	-881	-1046
资本支出	-1070	-497	-963	-873	-1042
长期投资	-15	-26	-41	-10	-5
其他投资现金流	0	0	-23	2	1
筹资活动现金流	85	-1630	-1225	125	-1116
短期借款	1003	-709	-200	-50	-50
长期借款	-176	52	-500	100	100
普通股增加	0	211	0	31	0
资本公积增加	0	-211	0	964	0
其他筹资现金流	-741	-973	-525	-920	-1166
现金净增加额	10	-285	-225	2056	1191

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	12105	12527	14099	15687	17834
营业成本	8522	8294	9365	10273	11513
营业税金及附加	97	117	130	146	166
营业费用	1965	2012	2185	2384	2675
管理费用	700	730	705	753	803
研发费用	285	284	282	298	321
财务费用	161	117	110	126	131
资产减值损失	-23	-130	-33	-20	-12
其他收益	260	259	254	235	214
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	20	4	3	2
资产处置收益	-13	-5	-7	-3	-2
营业利润	276	988	1470	1892	2397
营业外收入	9	13	9	10	10
营业外支出	23	24	20	20	20
利润总额	262	977	1459	1882	2387
所得税	-51	219	292	358	430
净利润	313	758	1167	1524	1958
少数股东损益	-19	-17	-29	-38	-49
归属母公司净利润	332	775	1196	1562	2007
EBITDA	963	1745	2307	2912	3598
EPS (元/股)	0.45	1.05	1.62	2.12	2.72

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-3.0	3.5	12.5	11.3	13.7
营业利润(%)	34.3	258.4	48.8	28.7	26.7
归属母公司净利润(%)	91.3	133.4	54.4	30.6	28.4
获利能力					
毛利率(%)	29.6	33.8	33.6	34.5	35.4
净利率(%)	2.7	6.2	8.5	10.0	11.3
ROE(%)	12.4	26.8	46.8	36.6	38.7
ROIC(%)	7.8	14.4	21.9	21.8	24.6
偿债能力					
资产负债率(%)	78.8	75.8	78.5	71.1	69.3
净负债比率(%)	82.0	57.7	88.7	11.8	-11.2
流动比率	0.7	0.7	0.6	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	3.6	4.2	4.6	4.6	4.7
应付账款周转率	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	1.05	1.62	2.12	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	2.53	2.75	3.81	4.54
每股净资产(最新摊薄)	3.64	3.92	3.46	5.79	7.03
估值比率					
P/E	94.8	40.6	26.3	20.1	15.7
P/B	11.7	10.9	12.3	7.4	6.1
EV/EBITDA	25.8	20.6	14.7	11.0	8.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com