



三棵树 (603737.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入保持稳健，成本影响毛利率

业绩简评

2026年8月28日，公司披露2025年中报，26H1实现收入60.39亿元，同比增长3.83%，归母净利润3.01亿元，同比下降30.92%，扣非归母净利润2.09亿元，同比下降28.41%；26Q2收入36.03亿元，同比下降2.23%，归母净利润1.94亿元，同比下降41.21%，扣非后净利润1.85亿元，同比下降39.78%。26Q2毛利率受原油价格影响波动较大，单季度盈利承压。

经营分析

(1) 马上住是主要增长引擎。26H1家装墙面漆、工程墙面漆、基材与辅材、防水卷材收入分别为17.6、15.2、19.4、5.0亿元，分别同比+12%、-15%、+12%、+10%，26Q2增速为+12%、-19%、+2%、-1%。家装墙面漆占比已超过工程墙面漆，C端零售转型加速，马上住是主要增长引擎。

(2) 毛利率受原材料成本影响较大。26H1毛利率30.27%，同比下降2.08pct，其中26Q2毛利率29.89%，同比下降3.21pct。上半年家装墙面漆、工程墙面漆、基材与辅材、防水卷材毛利率46.15%、31.69%、21.38%、16.81%，分别同比-3.26%、-3.73%、+0.76%、+3.01pct。毛利率下降主要受原材料成本影响，1-6月墙面漆采购单价2.98元/kg，同比增长23.14%，第二季度环比增长18.81%。

(3) 销售费用率继续压降。26H1期间费用率23.5%，同比下降0.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率14.4%、6.1%、2.2%、0.8%，分别同比-0.54%、+0.46%、+0.19%、-0.23pct，得益于销售人效提升和有息负债利率降低。26H1资产及信用减值合计影响利润1.1亿元，同比多计提0.1亿元，预计全年减值压力减小。

(4) 现金流阶段性受付款节点影响。26H1经营性现金流净额0.1亿元，同比减少3.4亿元，其中26Q2现金流净额-0.8亿元，同比减少8.6亿元。26Q2销售商品、提供劳务收到的现金29.4亿元，收现比为0.82，我们判断6月末集中促销推后经销商付款节点，对二季度现金流造成阶段性影响。

盈利预测、估值与评级

我们看好马上住社区店保持高成长，当前原材料成本波动具有不确定性，我们预计公司2026-2027年归母净利润分别8.6、11.7亿元，当前股价对应PE为26.3、19.5倍，维持“买入”评级。

风险提示

零售渠道拓展不及预期；其他建材和工业涂料等品类扩张不及预期；原材料价格波动和行业竞争激烈、地产需求疲软的风险。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：陈伟豪 (执业 S1130524120006)

chenweihao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.60 元

相关报告：

- 《三棵树 25 年报&26Q1 点评：收入双位数增长，Q1 扣非实现转...》，2026.4.23
- 《三棵树公司点评：零售新消费转型加速，利润符合预期》，2025.10.19
- 《三棵树公司研究：社区店 vs 茶饮店，如何理解涂料新消费》，2025.9.4



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,105	12,527	13,315	14,720	16,486
营业收入增长率	-2.97%	3.49%	6.28%	10.56%	11.99%
归母净利润(百万元)	332	775	860	1,166	1,295
归母净利润增长率	91.27%	133.45%	11.04%	35.45%	11.11%
摊薄每股收益(元)	0.630	1.050	0.972	1.316	1.463
每股经营性现金流净额	1.91	2.53	2.08	2.53	2.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.36%	26.78%	25.26%	28.39%	26.52%
P/E	67.64	44.06	26.34	19.45	17.50
P/B	8.36	11.80	6.65	5.52	4.64

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	12,476	12,105	12,527	13,315	14,720	16,486
增长率		-3.0%	3.5%	6.3%	10.6%	12.0%
主营业务成本	-8,545	-8,522	-8,294	-8,974	-9,828	-10,991
%销售收入	68.5%	70.4%	66.2%	67.4%	66.8%	66.7%
毛利	3,931	3,583	4,233	4,341	4,893	5,495
%销售收入	31.5%	29.6%	33.8%	32.6%	33.2%	33.3%
营业税金及附加	-106	-97	-117	-120	-132	-148
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-2,124	-1,965	-2,012	-2,064	-2,208	-2,473
%销售收入	17.0%	16.2%	16.1%	15.5%	15.0%	15.0%
管理费用	-678	-700	-730	-746	-795	-890
%销售收入	5.4%	5.8%	5.8%	5.6%	5.4%	5.4%
研发费用	-289	-285	-284	-266	-265	-297
%销售收入	2.3%	2.4%	2.3%	2.0%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	734	535	1,091	1,146	1,492	1,687
%销售收入	5.9%	4.4%	8.7%	8.6%	10.1%	10.2%
财务费用	-174	-161	-117	-93	-74	-82
%销售收入	1.4%	1.3%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-511	-349	-261	-173	-132	-132
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	5	21	10	10	10
%税前利润	0.3%	1.8%	2.1%	0.9%	0.7%	0.6%
营业利润	205	276	988	1,111	1,505	1,675
营业利润率	1.6%	2.3%	7.9%	8.3%	10.2%	10.2%
营业外收支	-15	-13	-11	-11	-13	-14
税前利润	190	262	977	1,099	1,492	1,661
利润率	1.5%	2.2%	7.8%	8.3%	10.1%	10.1%
所得税	-13	51	-219	-247	-336	-374
所得税率	6.7%	-19.5%	22.4%	22.5%	22.5%	22.5%
净利润	177	313	758	852	1,156	1,287
少数股东损益	4	-19	-17	-9	-9	-8
归属于母公司的净利润	174	332	775	860	1,166	1,295
净利率	1.4%	2.7%	6.2%	6.5%	7.9%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	177	313	758	852	1,156	1,287
少数股东损益	4	-19	-17	-9	-9	-8
非现金支出	949	847	789	530	508	527
非经营收益	48	43	116	98	90	65
营运资金变动	234	-194	205	53	110	159
经营活动现金净流	1,408	1,009	1,868	1,533	1,865	2,038
资本开支	-609	-1,070	-497	-291	-273	-274
投资	7	-15	-26	0	0	0
其他	0	0	0	10	10	10
投资活动现金净流	-601	-1,085	-523	-281	-263	-264
股权募资	54	100	153	0	0	0
债权募资	-96	621	-891	-455	-616	-927
其他	-452	-636	-891	-449	-549	-574
筹资活动现金净流	-495	85	-1,630	-904	-1,165	-1,501
现金净流量	312	10	-285	347	437	273

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,712	1,691	1,467	1,809	2,242	2,513
应收款项	4,003	3,585	3,052	2,446	2,388	2,354
存货	749	730	739	738	754	783
其他流动资产	911	755	724	728	758	797
流动资产	7,375	6,761	5,983	5,720	6,143	6,447
%总资产	52.2%	48.3%	44.8%	43.9%	46.1%	47.8%
长期投资	188	219	197	197	197	197
固定资产	5,034	5,003	5,032	4,951	4,850	4,729
%总资产	35.6%	35.8%	37.6%	38.0%	36.4%	35.0%
无形资产	582	557	893	875	857	840
非流动资产	6,763	7,232	7,383	7,311	7,190	7,050
%总资产	47.8%	51.7%	55.2%	56.1%	53.9%	52.2%
资产总计	14,138	13,993	13,367	13,031	13,333	13,497
短期借款	2,087	2,819	1,975	1,674	1,218	451
应付款项	6,364	5,720	5,622	5,248	5,378	5,604
其他流动负债	1,024	779	789	786	887	986
流动负债	9,475	9,318	8,386	7,708	7,483	7,040
长期贷款	1,461	1,285	1,337	1,187	1,037	887
其他长期负债	498	418	413	401	388	375
负债	11,435	11,022	10,136	9,297	8,908	8,303
普通股股东权益	2,446	2,686	2,894	3,406	4,106	4,883
其中：股本	527	527	738	738	738	738
未分配利润	1,351	1,570	1,764	2,281	2,980	3,757
少数股东权益	258	285	337	328	319	311
负债股东权益合计	14,138	13,993	13,367	13,031	13,333	13,497

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.329	0.630	1.050	0.972	1.316	1.463
每股净资产	4.641	5.097	3.922	3.847	4.637	5.515
每股经营现金净流	2.672	1.914	2.532	2.077	2.527	2.762
每股股利	0.160	0.320	0.568	0.467	0.632	0.702
回报率						
净资产收益率	7.10%	12.36%	26.78%	25.26%	28.39%	26.52%
总资产收益率	1.23%	2.37%	5.80%	6.60%	8.74%	9.59%
投入资本收益率	10.90%	9.02%	12.92%	13.44%	17.29%	19.98%
增长率						
主营业务收入增长率	10.03%	-2.97%	3.49%	6.28%	10.56%	11.99%
EBIT 增长率	9.50%	-27.14%	104.07%	5.02%	30.25%	13.03%
净利润增长率	-47.33%	91.27%	133.45%	11.04%	35.45%	11.11%
总资产增长率	2.83%	-1.03%	-4.48%	-2.51%	2.31%	1.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	114.2	102.5	87.9	65.0	60.0	55.0
存货周转天数	30.0	31.7	32.3	30.0	28.0	26.0
应付账款周转天数	171.1	153.6	151.9	130.0	120.0	110.0
固定资产周转天数	134.9	139.2	140.4	131.2	117.4	103.3
偿债能力						
净负债/股东权益	67.87%	81.15%	56.21%	27.39%	-0.37%	-23.18%
EBIT 利息保障倍数	4.2	3.3	9.4	12.3	20.3	20.5
资产负债率	80.88%	78.77%	75.83%	71.34%	66.81%	61.52%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	5	31
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.43	1.09

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究