

三棵树 (603737.SH)

2026 中报点评：盈利表现承压，零售新业态继续发力

优于大市

核心观点

收入总体保持韧性，减值计提继续影响利润。2026H1 公司实现营收 60.4 亿元，同比+3.8%，归母净利润 3.0 亿元，同比-30.9%，扣非归母净利润 2.1 亿元，同比-28.4%，EPS 为 0.34 元/股；其中 Q2 单季度营收 36.0 亿元，同比-2.2%，归母净利润 1.94 亿元，同比-41.2%，扣非归母净利润 1.85 亿元，同比-39.8%，收入总体保持韧性，但盈利能力承压，其他收益变动和减值计提影响进一步拖累利润同比下滑，2026H1 计提信用减值损失&资产减值 1.1 亿元，上年同期 1 亿元，同时其他收益贡献 1.2 亿，上年同期 1.8 亿元，主要受政府补助波动影响。

零售领跑工程承压，渠道和全品类矩阵协同发力。分产品看，2026H1 家装墙面漆/工程墙面漆收入 17.6/15.2 亿元，同比+11.5%/-15.4%，销量同比+20.2%/-13.0%，产品均价 5.49/3.26 元/kg，同比-7.2%/-2.8%，零售端继续领跑发力，马上住和美丽乡村等加速扩张，有效提升覆盖率和终端出货，销量保持高增长，但同期原材料价格变化下产品价格策略调整，价格同比有所下滑；基材辅材/防水卷材/装饰施工收入 19.4/5.0/1.7 亿元，同比+12.0%/+9.7%/+41.2%，零售端完善产品配套体系，渠道协同效应继续发挥，基材辅材和防水卷材同步增长。

毛利率同环比下滑，费用率总体平稳。2026H1 综合毛利率 30.3%，同比-2.1pp，其中 Q2 毛利率 29.9%，同比-3.2pp/环比-0.95pp，受原材料价格上涨及价格策略调整，毛利率同环比均有所下滑。2026H1 期间费用率 23.6%，同比-0.12pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.54/+0.46/-0.23/+0.19pp，管理费用率提升主要受管理人员薪酬及折旧摊销增加所致。

盈利下滑叠加备货增加致现金流承压，资债结构继续改善。2026H1 公司实现经营性净现金流 0.09 亿元，同比-97.5%，收现比 0.99/付现比 0.96，上年同期为 1.07/1.10，盈利下滑叠加备货增加，现金流同步承压。截至 2026H1 末，账面存货 8.8 亿元，同比+22.6%，主要受原材料备货增加影响，应收账款和票据+应收款项融资+其他应收款+合同资产 38.7 亿元，同比减少 2.9 亿元，资产负债率 75.4%，同比-1.1pp，资债结构持续改善。

风险提示：地产需求下行超预期；渠道拓展不及预期；原材料上涨超预期

投资建议：看好新业态迭代复制下的成长潜力，维持“优于大市”评级

零售新业态模式快速复制迭代，工程端继续聚焦工业厂房等高价值赛道精准突破，看好经营和渠道潜力持续释放。考虑需求承压和成本扰动，下调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 分别为 1.04/1.39/1.82 元/股，对应 PE 为 23.6/17.6/13.5x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,105	12,527	12,966	14,100	15,458
(+/-%)	-3.0%	3.5%	3.5%	8.8%	9.6%
净利润(百万元)	332	775	769	1028	1345
(+/-%)	91.3%	133.4%	-0.7%	33.6%	30.8%
每股收益(元)	0.63	1.05	1.04	1.39	1.82
EBIT Margin	4.4%	8.7%	8.5%	10.1%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	12.4%	26.8%	23.5%	27.1%	30.1%
市盈率 (PE)	39.0	23.4	23.6	17.6	13.5
EV/EBITDA	24.2	17.9	18.1	15.1	12.8
市净率 (PB)	4.82	6.27	5.53	4.78	4.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.77 元
总市值/流通市值	21046/21046 百万元
52 周最高价/最低价	58.37/21.42 元
近 3 个月日均成交额	249.20 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

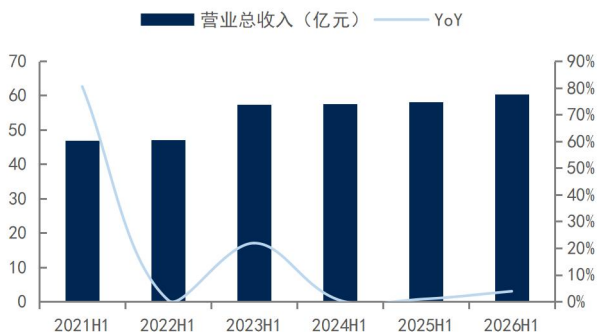
相关研究报告

《三棵树 (603737.SH) -2025 中报点评：渠道精耕升级，经营改善持续兑现》——2025-08-27

《三棵树 (603737.SH) -2024 年报及 2025 一季报点评：新成长阶段，盈利改善趋势明确》——2025-04-30

收入总体保持韧性，减值计提继续影响利润。2026H1 公司实现营收 60.4 亿元，同比+3.8%，归母净利润 3.0 亿元，同比-30.9%，扣非归母净利润 2.1 亿元，同比-28.4%，EPS 为 0.34 元/股；其中 Q2 单季度营收 36.0 亿元，同比-2.2%，归母净利润 1.94 亿元，同比-41.2%，扣非归母净利润 1.85 亿元，同比-39.8%，收入总体保持韧性，但盈利能力承压，其他收益变动和减值计提影响进一步拖累利润同比下滑，2026H1 计提信用减值损失&资产减值 1.1 亿元，上年同期 1 亿元，同时其他收益贡献 1.2 亿，上年同期 1.8 亿元，主要受政府补助波动影响。

图1：三棵树营业收入及增速（单位：亿元、%）



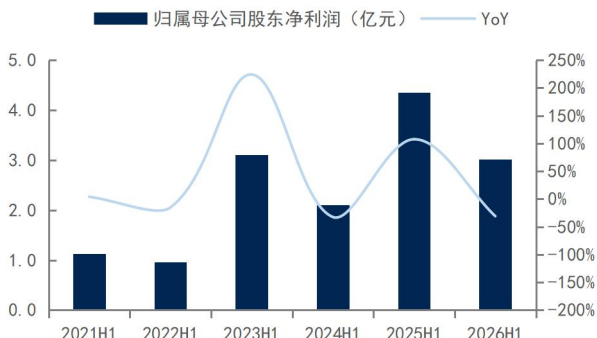
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三棵树单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：三棵树归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

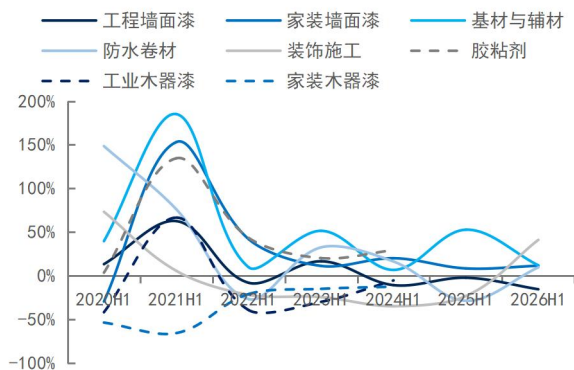
图4：三棵树单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
(20Q1=-6484%，22Q3=+518%)

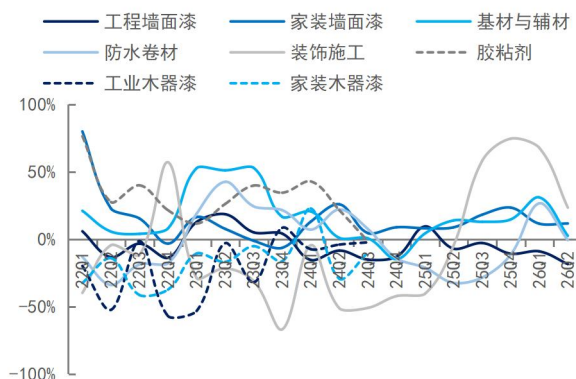
零售领跑工程承压，渠道和全品类矩阵协同发力。分产品看，2026H1 家装墙面漆/工程墙面漆收入 17.6/15.2 亿元，同比+11.5%/-15.4%，销量同比+20.2%/-13.0%，产品均价 5.49/3.26 元/kg，同比-7.2%/-2.8%，零售端继续领跑发力，马上住和美丽乡村等继续加速扩张，有效提升覆盖率和终端出货，销量保持高增长，但同期原材料价格变化下产品价格策略调整，价格同比有所下滑；基材辅材/防水卷材/装饰施工收入 19.4/5.0/1.7 亿元，同比+12.0%/+9.7%/+41.2%，零售端完善产品配套体系，渠道协同效应继续发挥，基材辅材和防水卷材同步增长。2026Q2 家装墙面漆/工程墙面漆/基材辅材/防水卷材收入同比+11.6%/-18.6%/+2.4%/-0.8%，销量同比+18.6%/-17.6%/+11.5%/-4.0%。

图5：三棵树分产品收入增速（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：2024年家装木器漆、工业木器漆、胶粘剂等品类重分类至基材与辅材）

图6：三棵树分产品毛利率（单位：%）



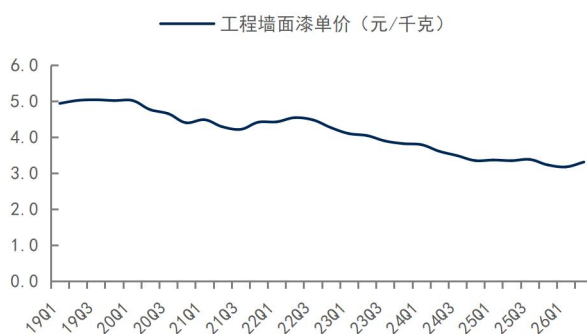
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：2024年家装木器漆、工业木器漆、胶粘剂等品类重分类至基材与辅材）

图7：三棵树分季度工程墙面漆销量及增速（单位：吨、%）



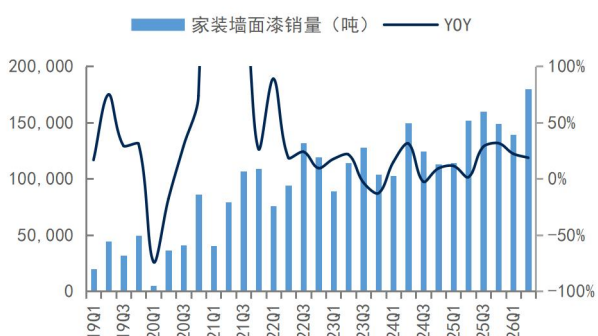
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：三棵树分季度工程墙面漆单价（单位：元/千克）



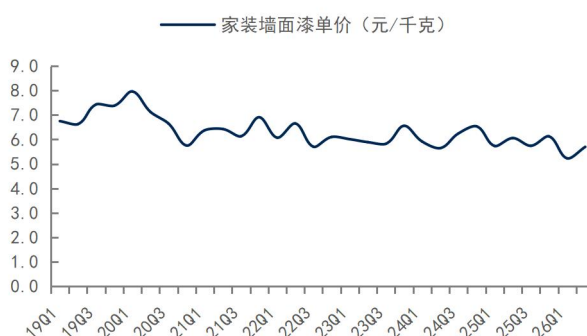
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：三棵树分季度家装墙面漆销量及增速（单位：吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：三棵树分季度家装墙面漆单价（单位：元/千克）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 三棵树分季度基材与辅材销量及增速（单位：吨、%）



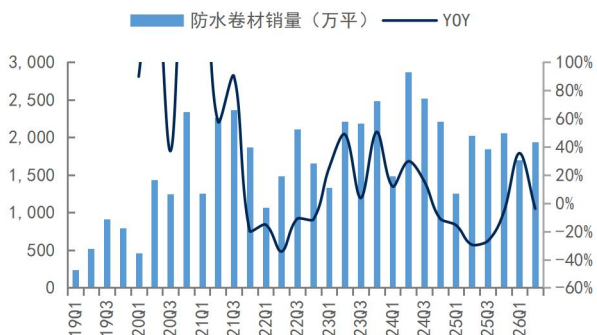
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：重分类后的基材与辅材口径）

图12: 三棵树分季度基材与辅材单价（单位：元/千克）



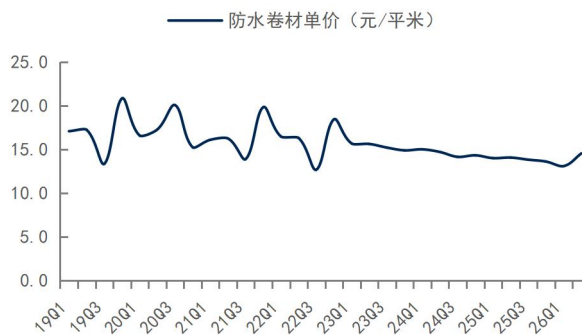
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：重分类后的基材与辅材口径）

图13: 三棵树分季度防水卷材销量及增速（单位：万平米、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 三棵树分季度防水卷材单价（单位：元/㎡）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率同环比下滑，费用率总体平稳。2026H1 综合毛利率 30.3%，同比-2.1pp，其中 Q2 毛利率 29.9%，同比-3.2pp/环比-0.95pp，受原材料价格上涨及价格策略调整，毛利率同环比均有所下滑。2026H1 期间费用率 23.6%，同比-0.12pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.54/+0.46/-0.23/+0.19pp，管理费用率提升主要受管理人员薪酬及折旧摊销增加所致。

图15: 三棵树毛利率和净利率及期间费用率（单位：%）

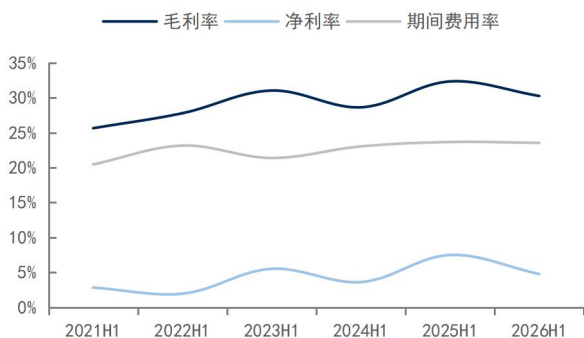
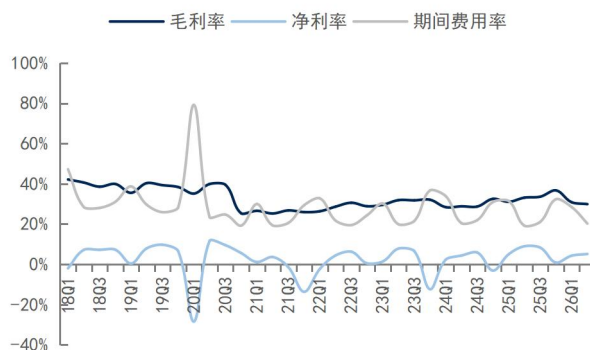


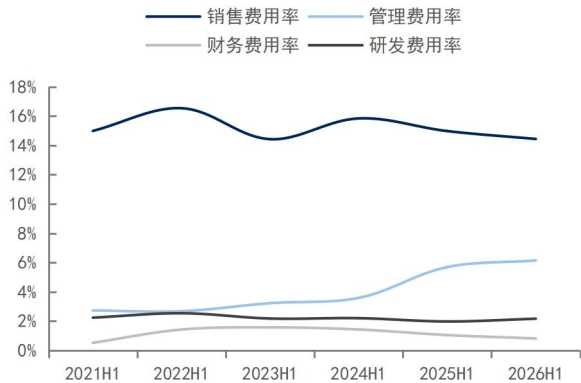
图16: 三棵树单季毛利率、净利率及期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

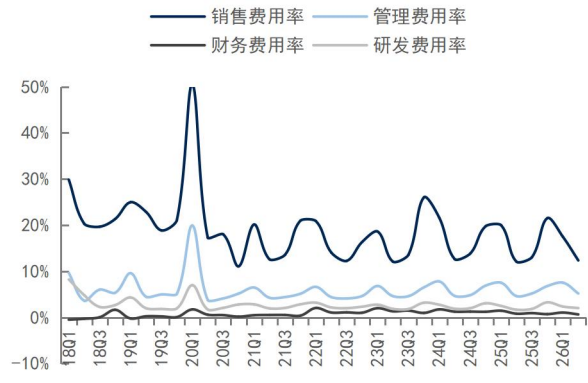
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17：三棵树销售/管理/财务/研发费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

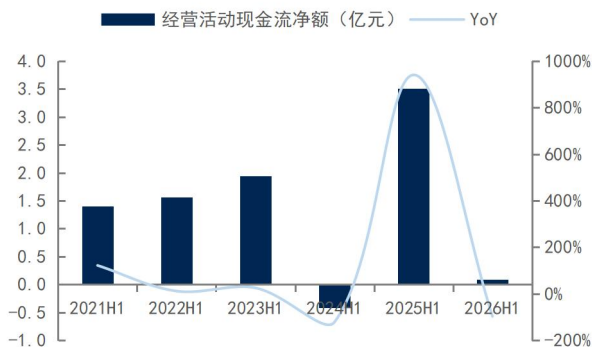
图18：三棵树单季销售/管理/财务/研发费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

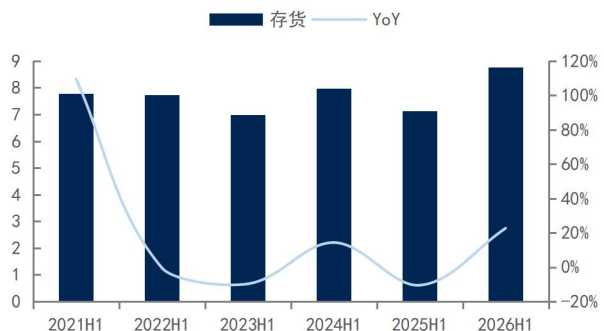
盈利下滑叠加备货增加致现金流承压，资债结构继续改善。2026H1 公司实现经营性净现金流 0.09 亿元，同比-97.5%，收现比 0.99/付现比 0.96，上年同期为 1.07/1.10，盈利下滑叠加备货增加，现金流同步承压。截至 2026H1 末，账面存货 8.8 亿元，同比+22.6%，主要受原材料备货增加影响，应收账款和票据+应收款项融资+其他应收款+合同资产 38.7 亿元，同比减少 2.9 亿元，资产负债率 75.4%，同比-1.1pp，资债结构持续改善。

图19：三棵树经营性现金流净额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

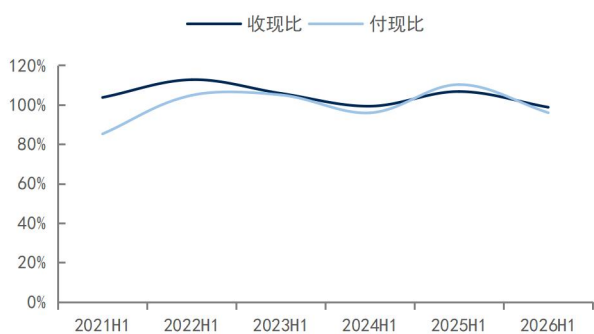
图20：三棵树单季度经营性现金流净额及增速（单位：亿元、%）



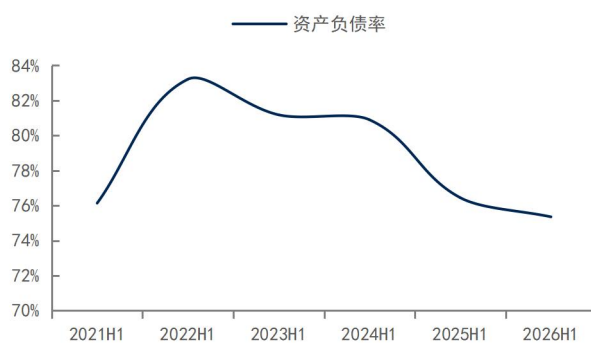
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
(19Q2=+1222.4%，19Q3=+8223%)

图21：三棵树收现比和付现比（单位：%）

图22：三棵树资产负债率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好新业态迭代复制下的成长潜力，维持“优于大市”评级。零售新业态模式快速复制迭代，工程端继续聚焦工业厂房等高价值赛道精准突破，看好经营和渠道潜力持续释放。考虑需求承压和成本扰动，下调盈利预测，预计 26-28 年 EPS 分别为 1.04/1.39/1.82 元/股，对应 PE 为 23.6/17.6/13.5x，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1691	1467	3191	4100	5353	营业收入	12105	12527	12966	14100	15458
应收款项	3571	2995	3192	3298	3616	营业成本	8522	8294	8946	9588	10357
存货净额	730	739	817	832	899	营业税金及附加	97	117	104	113	124
其他流动资产	768	753	648	705	618	销售费用	1965	2012	1815	1904	2009
流动资产合计	6761	5983	7878	8964	10515	管理费用	700	730	744	793	850
固定资产	5003	5032	4960	4906	4872	研发费用	285	284	259	282	309
无形资产及其他	467	777	796	815	841	财务费用	161	117	142	142	132
投资性房地产	1739	1574	1574	1574	1574	投资收益	4	20	0	0	0
长期股权投资	22	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(23)	(130)	(100)	(100)	(100)
资产总计	13993	13367	15208	16259	17802	其他收入	(365)	(161)	(159)	(182)	(209)
短期借款及交易性金融负债	2819	1975	2500	2625	2756	营业利润	276	988	955	1279	1677
应付款项	5478	5380	5485	6171	6671	营业外净收支	(13)	(11)	10	10	10
其他流动负债	1021	1030	1714	1485	1785	利润总额	262	977	965	1289	1687
流动负债合计	9318	8386	9700	10281	11212	所得税费用	(51)	219	212	284	371
长期借款及应付债券	1285	1337	1537	1537	1537	少数股东损益	(19)	(17)	(17)	(22)	(29)
其他长期负债	418	413	370	346	313	归属于母公司净利润	332	775	769	1028	1345
长期负债合计	1704	1750	1908	1884	1850	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	11022	10136	11608	12165	13062	净利润	332	775	769	1028	1345
少数股东权益	285	337	322	302	275	资产减值准备	(134)	108	2	(3)	(2)
股东权益	2686	2894	3278	3792	4465	折旧摊销	455	488	549	590	629
负债和股东权益总计	13993	13367	15208	16259	17802	公允价值变动损失	23	130	100	100	100
						财务费用	161	117	142	142	132
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(998)	760	578	253	466
每股收益	0.63	1.05	1.04	1.39	1.82	其它	131	(110)	(17)	(17)	(24)
每股红利	0.54	0.91	0.52	0.70	0.91	经营活动现金流	(192)	2151	1981	1950	2513
每股净资产	5.10	3.92	4.44	5.14	6.05	资本开支	0	(467)	(597)	(652)	(720)
ROIC	7%	11%	12%	18%	24%	其它投资现金流	(0)	(28)	0	0	0
ROE	12%	27%	23%	27%	30%	投资活动现金流	(23)	(472)	(597)	(652)	(720)
毛利率	30%	34%	31%	32%	33%	权益性融资	1	153	0	0	0
EBIT Margin	4%	9%	8%	10%	12%	负债净变化	(176)	52	200	0	0
EBITDA Margin	8%	13%	13%	14%	16%	支付股利、利息	(283)	(672)	(385)	(514)	(672)
收入增长	-3%	3%	4%	9%	10%	其它融资现金流	1112	(817)	525	125	131
净利润增长率	91%	133%	-1%	34%	31%	融资活动现金流	193	(1903)	340	(389)	(541)
资产负债率	81%	78%	78%	77%	75%	现金净变动	(21)	(224)	1723	910	1253
股息率	1.6%	3.7%	2.1%	2.8%	3.7%	货币资金的期初余额	1712	1691	1467	3191	4100
P/E	39.0	23.4	23.6	17.6	13.5	货币资金的期末余额	1691	1467	3191	4100	5353
P/B	4.8	6.3	5.5	4.8	4.1	企业自由现金流	0	1627	1385	1299	1786
EV/EBITDA	24.2	17.9	18.1	15.1	12.8	权益自由现金流	0	863	1999	1313	1814

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032