



今年前三季度利润暴涨八成，竟是“纸面富贵”？

■2025年前三季度，三棵树交出一份营收净利双增的成绩单。

三棵树员工持股深套 实控人再度质押股份

今年前三季度，国内涂料行业头部企业三棵树归母净利润同比大幅增长81.22%。与此同时，该公司在二级市场的表现持续低迷。截至10月23日收盘，公司股价报44.84元/股，较2021年6月超过130元的高点下跌逾六成。新快报记者注意到，该公司面临不小的财务压力：其资产负债率高达75.79%，应收账款余额攀升至34.47亿元，占同期营业收入的比例超过三成。在此背景下，该公司的员工持股计划在今年再度宣布延期，参与该计划的员工不仅承受着严重的股票浮亏，也对未来的兑付前景充满担忧。此外，实控人洪杰近日以“个人融资”为由再度质押公司股份。

■新快报记者 梁茹欣 文/图

C 前三季度利润增长非靠增效 全靠降本与政府补贴

公开信息显示，三棵树成立于2002年，2016年登陆上交所。该公司主营业务涵盖建筑涂料（墙面涂料）、防水材料、地坪材料、木器涂料、保温材料及保温一体化板、基辅材的研发、生产与销售。

10月17日晚间，三棵树发布2025年三季报。报告显示，该公司前三季度营业收入为93.92亿元，同比增长2.69%；归母净利润7.44亿元，同比增长81.22%。三棵树将这一增长归因于收入提升、毛利率改善及费用缩减。但新快报记者深入分析数据发现，该公司的利润增长并非源于营收扩张，而是来自成本下降与费用压降，即原材料价格下行提升了毛利率，以及销售与研发等支出的缩减直接增厚了利润。

从产品结构看，今年前三季度，三棵树的主要产品家装墙面漆、工程墙面漆、基材与辅材的销售收入分别为24.91亿元、29.04亿元和28.5亿元，同比分别增长11.8%、下降2.51%和增长11.34%。

在两大主要产品销量保持双位数增长的同时，上游原材料价格下行显著扩大了该公司的利润空间。而今年前9个月，该公司家装与工程墙面漆主要原材料采购单价为2.37元/千克，同比下降11.57%；基材与辅材主要原材料采购单价为0.86元/千克，同比下降20.37%。

与此同时，同期产品的平均售价亦有所调低。家装墙面漆、工程墙面漆、基材与辅材的平均单价分别为5.85元/千克、3.36元/千克和1.17元/千克，同比下降1.18%、6.41%和12.69%。显而易见，产品价格降幅整体小于原材料成本的降幅，从而支撑了毛利率的提升。

回顾三棵树的发展历程，其早年为打响品牌知名度，曾投入大量资金用于市场推广，包括在央视黄金时段投放广告、成为“神舟六号”“神舟七号”搭载涂料品牌，以及担任北京冬奥会官方涂料独家供应商。伴随这些举措的是销售费用持续高企，据新快报记者统计，仅在

2019年至2024年，该公司销售费用累计超过百亿元。

随着房地产市场进入深度调整期，三棵树逐步收紧支出，转向成本控制。今年前三季度，该公司销售费用、研发费用和财务费用分别为13.38亿元、1.81亿元和9415.32万元，这三项费用较去年同期均有所下滑。在营收增速有限的背景下，费用压降成为推动利润增长的重要因素。

值得关注的还有三棵树的营收质量。截至今年9月30日，其应收账款余额高达34.47亿元，占同期营业收入的三成以上。这意味着，该公司确认的收入增长更多是名义上的增长，而非真实的现金回款，其营收的“纸面富贵”色彩较浓。

此外，政府补助亦构成业绩的重要来源。2025年三季报显示，1月至9月计入当期损益的政府补助金额达2.16亿元，占三棵树同期归母净利润比例近三成，凸显非经营性收益对整体利润的支撑作用。

一周资讯

*ST宝鹰内控存缺陷 监管部门责令改正

深圳证监局10月21日发布的决定显示，*ST宝鹰因在工程管理、采购管理、资金管理方面的内部控制存在缺陷而被采取责令改正的监管措施。同时，公司时任董事长胡嘉、总经理肖家河、时任财务总监薛文、董事会秘书刘成也分别收到警示函。

徐小平辞去梦天家居副总经理等职务

梦天家居10月22日发布公告称，该公司非独立董事、副总经理徐小平因个人原因申请辞去董事、副总经理职务，辞职后将担任梦天家居集团(庆元)有限公司经理。徐小平的辞职报告自送达董事会之日起生效。

马可波罗登陆深交所主板 当天收盘涨128.8%

10月22日，马可波罗在深交所主板上市。当日开盘，该公司股价涨140.73%，报33.1元/股，盘中一度涨超190%。截至收盘，马可波罗涨128.8%，报31.46元/股，总市值达375.9亿元。

(梁茹欣 据公开信息整理)

C 资产负债率达75.79% 担保余额超过净资产规模

实际上，三棵树背负着一定的财务压力。截至9月30日，其资产负债率达75.79%。在此背景下，该公司仍持续为子公司提供大额担保。

据三棵树9月30日发布的公告，该公司为4家子公司提供总计约8.72亿元的担保。担保对象包括四川三棵树涂料有限公司、大禹九鼎新材料

科技有限公司、福建三棵树建筑材料有限公司、安徽三棵树涂料有限公司等。

其中，福建三棵树建筑材料有限公司的担保余额高达7亿元。而其财务数据显示，截至2025年6月末，该公司资产总额为79.35亿元，负债总额高达77.23亿元，资产负债率已达约97.33%，净利润

仅为5669.31万元。

三棵树在公告提到，截至9月27日，三棵树及其子公司对外担保余额合计29.46亿元，占公司最近一期经审计净资产的109.68%；其中公司及子公司对子公司担保余额约为29亿元，占净资产的107.97%，显示该公司面临较高的潜在偿债风险。

C 员工持股浮亏严重 实控人承诺兜底但底气不足

更受市场关注的是，三棵树的多期员工持股计划已出现多次延期。今年7月11日，该公司发布公告，将第五期员工持股计划的存续期再度延长12个月，至2026年7月12日止。值得注意的是，该期计划此前已延期一次，而第四期员工持股计划已两度延期。

三棵树的第四期和第五期员工持股计划分别于2020年与2021年实施，正值该公司股价处于上行周期。2021年6月，其股价曾一度突破130元/股的高点。据该公司披露，上述两期员工持股计划的购入均价分别为156.63元/股和

148.48元/股。截至2025年10月23日收盘，三棵树股价已回落至44.84元/股，远低于员工持股成本，导致参与员工面临较大幅度浮亏。

实际上，在此前的员工持股计划中，三棵树实际控制人洪杰曾作出兜底承诺。据其披露，在员工持股计划清算阶段，所有股票变现后，在扣除本计划存续期内发生的全部费用并归还全部对外融资本息（若有）后，根据可分配给员工的最终金额计算出员工自有（自筹）资金年化收益率，如低于10%，则由洪杰对员工自有资金本金兜底补足，且为员工自有（自筹）

资金提供年化利率达10%（单利）的补偿。

然而，市场关注洪杰目前是否仍具备足够的资金履行承诺。9月末，三棵树披露洪杰因“个人融资”需要，将其持有的部分无限售流通股质押给兴业信托。截至公告日，洪杰合计持有公司4.94亿股，占总股本的67.02%；本次质押后，其累计质押股份数量已达1.36亿股，占其所持股份的27.42%。这一举动进一步加剧了外界对其资金状况的担忧。

针对上述问题，新快报记者近日向三棵树董秘官方邮箱发送采访问题，但截至发稿前尚未获回复。

