

2023年05月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q1 利润创历史新高，业绩拐点持续向上

—三棵树（603737.SH）公司事件点评报告 买入（维持） 事件

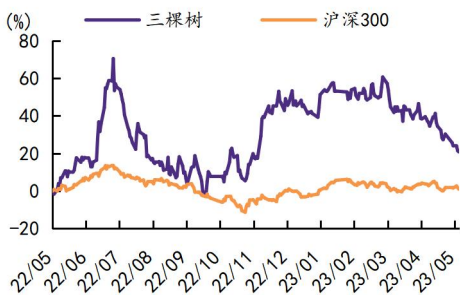
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2023-05-10

当前股价（元）	99.3
总市值（亿元）	374
总股本（百万股）	376
流通股本（百万股）	376
52周价格范围（元）	80.16-138.97
日均成交额（百万元）	207.09

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《三棵树（603737）：2022 全年扭亏为盈，2023 年高弹性增长可期》2023-02-01
- 2、《三棵树（603737）：Q3 业绩持续改善，降本增效成果显著》2022-11-03
- 3、《三棵树（603737）：Q3 利润进一步高增，零售优势持续兑现》2022-10-17

三棵树发布 2022 年报及 2023 一季度报告：2022 全年营业收入 113.38 亿元，同比下降 0.79%，归母净利润/扣非归母净利润 3.30/2.22 亿元，扭亏为盈。经营活动净现金流量 9.56 亿，同比增长 97.29%。23 年 Q1 营业收入 20.53 亿，同比增速 20.92%。归母净利润 0.26 亿，较去年同期-0.39 亿，由负转正。

投资要点

■ 原材料价格回落，业绩迎来拐点

2022 年度分季度看，公司 Q4 营业收入 33.92 亿，同比变化-3.73%，归母净利润/扣非归母净利润 0.29/0.08 亿元，去年同期-4.81/-5.01 亿。从全年看，公司 2022 年营业收入 113.38 亿，同比变化-0.79%，归母净利润/扣非归母净利润 3.30/2.22 亿元，实现扭亏为盈，去年同期-4.17/-5.62 亿元。公司优化员工团队，2022 年末员工总人数 8755 人、同比 2021 年末的 10339 人大幅减少，人均创收 129.51 万元创历史新高，同比增长 17.16%。经营净现金流量 9.56 亿元，同比变化+97.29%，系因为公司收到客户货款增加，收现比/净现比为 110.62/3.08 均创公司历史新高，盈利含金量提升。全年整体毛利率 28.90%较 21 年增加 2.85%，系因原材料价格回落，公司主要产品墙面涂料的原材料乳液/钛白粉采购单价分别同比变化-11.4%/-12.3%。负债方面，公司 2022 年资产负债率 81.33%，同比下降 0.68%，负债率较高系公司工厂建设投资增加且融资渠道受限所致。流动比率 0.80 保持稳定，低于行业平均水平。

分业务看，公司 22 年工程墙面漆/家装墙面漆/基材与辅材/防水卷材营业收入 42.69/25.65/17.19/9.90 亿元，同比变化-8.49%/18.21%/7.46%/-22.10%。家装墙面漆销售收入涨幅显著，系主要是公司拓展新渠道、加强分销渠道管理及冬奥营销等，基材与辅材收入增长系因为公司加大市场开拓。

■ 单季度业绩创历史新高，盈利能力持续提升

2023 年公司 Q1 营业收入 20.53 亿，同比增速 20.92%，Q1 收入创历史新高，增长率超过去年同期增速 14.49%。Q1 归母净利润为 0.39 亿，去年同期-0.70 亿，在扭亏为盈的同时，创单季度历史新高。扣非归母净利润-0.43 亿，相比历史同期 20-22 年-1.60/-0.70/-0.99 亿，亏损幅度收窄。现金流侧，经营活动净现金流-4.63 亿，系因公司支付供应商货款增加所致，公司一季度应付账款 33.41 亿较 22 年期末减少 10.08 亿。

公司 Q1 销售毛利率 29.57%，同期增加 3.24%，系原材料同比下降显著，主要原材料钛白粉/助剂/树脂价格同比变化-26.04%/-15.30%/-24.77%。公司 Q1 期间费用率 30.19%，同期下降 2.56%，其中销售/管理/财务/研发费用率为 18.62/9.57/2.01/2.76%，同期变化-2.27%/-0.25%/-0.04%/-0.44%。费用率下降系因营收增加带来的规模效应，费用有效摊薄，销售/管理/研发费用率创同期历史新低。

■ 下游需求修复，经营业绩稳步上升

大 B 端，地产行业持续修复，1-3 月地产竣工同比增加 14.7%，同时公司大 B 客户逐渐转向央国企和优质民营地产，业务风险降低，涂料需求随着地产行业修复将逐步提升。在 C 端，公司推行高端零售战略，以家居卖场体验店、艺术涂料体验店等模式拉动高端零售转型。同时精耕零售渠道，专注巩固三、四线城市及广大乡镇市场领先地位，扩大市场份额，以此切入省会及一、二线大城市涂料市场。小 B 端，逐步发力旧改、学校、医院等小 B 端应用场景，并下沉县级渠道，拓展渠道多元化。据 2022 半年报披露，小 B 端渠道客户约 20,043 家，相较于 2021 年末增长约 35%。小 B 端与 C 端收入主要为经销模式，公司 19-22 年经销收入 CAGR 34%，公司渠道扩展收效明显。在今年疫情下积压的存量房装修需求将持续释放，有望带动小 B 端与 C 端销售额持续上升。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 144、180、222 亿元，EPS 分别为 2.30、3.53、4.22 元，当前股价对应 PE 分别为 43.1、28.1、23.5 倍。考虑公司多渠道建设完善，长期成长

确定性较强，我们维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 房地产资金链风险扩大；2) 原材料价格上涨风险；3) 业绩低于预期；4) 应收账款风险；5) 行业恶性竞争风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	11,338	14,413	18,017	22,272
增长率（%）	-0.8%	27.1%	25.0%	23.6%
归母净利润（百万元）	330	868	1,329	1,590
增长率（%）	-179.0%	163.3%	53.1%	19.7%
摊薄每股收益（元）	0.88	2.30	3.53	4.22
ROE（%）	13.3%	26.9%	30.4%	27.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,064	25	519	1,368
应收款	4,675	5,942	7,428	9,182
存货	657	857	1,038	1,292
其他流动资产	925	1,162	1,439	1,767
流动资产合计	7,321	7,986	10,425	13,609
非流动资产:				
金融类资产	53	53	53	53
固定资产	3,853	4,146	4,420	5,831
在建工程	1,110	1,560	2,010	1,304
无形资产	490	466	441	418
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	974	974	974	974
非流动资产合计	6,428	7,146	7,846	8,528
资产总计	13,749	15,133	18,271	22,137
流动负债:				
短期借款	1,525	1,725	1,925	2,125
应付账款、票据	5,932	5,817	7,049	8,773
其他流动负债	1,579	1,579	1,579	1,579
流动负债合计	9,209	9,341	10,827	12,816
非流动负债:				
长期借款	1,474	1,974	2,474	2,974
其他非流动负债	594	594	594	594
非流动负债合计	2,067	2,567	3,067	3,567
负债合计	11,276	11,908	13,895	16,383
所有者权益				
股本	376	376	376	376
股东权益	2,473	3,225	4,376	5,753
负债和所有者权益	13,749	15,133	18,271	22,137

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	310	925	1417	1696
少数股东权益	-19	58	88	105
折旧摊销	272	281	300	317
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	394	-1772	-657	-547
经营活动现金净流量	956	-509	1147	1570
投资活动现金净流量	-1093	-743	-724	-705
筹资活动现金净流量	-902	526	434	382
现金流量净额	-1,039	-725	858	1,247

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,338	14,413	18,017	22,272
营业成本	8,062	9,380	11,363	14,143
营业税金及附加	77	98	123	152
销售费用	1,730	2,306	2,702	3,341
管理费用	536	681	852	1,053
财务费用	137	231	264	288
研发费用	263	335	418	517
费用合计	2,666	3,553	4,236	5,199
资产减值损失	-218	-135	-278	-359
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	10	10	10
营业利润	334	1,352	2,063	2,466
加:营业外收入	3	3	3	3
减:营业外支出	16	16	16	16
利润总额	321	1,339	2,050	2,454
所得税费用	11	414	633	758
净利润	310	925	1,417	1,696
少数股东损益	-19	58	88	105
归母净利润	330	868	1,329	1,590

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-0.8%	27.1%	25.0%	23.6%
归母净利润增长率	-179.0%	163.3%	53.1%	19.7%
盈利能力				
毛利率	28.9%	34.9%	36.9%	36.5%
四项费用/营收	23.5%	24.7%	23.5%	23.3%
净利率	2.7%	6.4%	7.9%	7.6%
ROE	13.3%	26.9%	30.4%	27.6%
偿债能力				
资产负债率	82.0%	78.7%	76.0%	74.0%
营运能力				
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
存货周转率	12.3	11.1	11.1	11.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.88	2.30	3.53	4.22
P/E	113.4	43.1	28.1	23.5
P/S	3.3	2.6	2.1	1.7
P/B	16.5	12.6	9.3	7.1

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。