

股票投资评级

买入 | 上调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	96.10
总股本/流通股本(亿股)	3.76 / 3.76
总市值/流通市值(亿元)	362 / 362
52周内最高/最低价	138.97 / 80.20
资产负债率(%)	82.0%
市盈率	109.20
第一大股东	洪杰
持股比例(%)	67.0%

研究所

分析师: 丁士涛
SAC 登记编号: S1340522090005
Email: dingshitao@cnpsec.com
研究助理: 刘依然
SAC 登记编号: S1340122090020
Email: liuyiran@cnpsec.com

三棵树(603737)

现金流质量显著优化，盈利水平持续提升

● 22年净利扭亏为盈，23年盈利水平继续改善

22年及23 Q1，公司实现营业收入分别为113.38/20.53亿元，同比-0.79%/+20.92%。公司22年收入分产品来看，家装墙面漆/工程墙面漆/家装木器漆/工业木器漆/胶黏剂/基材与辅材/防水卷材/装饰施工业务分别实现收入25.65/42.69/0.10/0.45/5.88/17.19/9.90/7.25亿元，分别同比+18.21%/-8.49%/-31.45%/-37.81%/+36.15%/+7.46%/-22.10%/-3.99%；分渠道来看，经销/直销渠道分别实现收入85.97/23.15亿元，分别同比+15.30%/-34.31%。公司22年实现归母净利润3.30亿元，上年同期为-4.10亿元；销售毛利率/净利率分别为28.90%/2.73%，分别同比提高2.85/6.20 pct。公司盈利水平获得改善主要受益于1) 涂料原材料价格下降，22年公司乳液/钛白粉/颜填料/助剂/树脂/溶剂采购均价分别同比下降11.43%/12.28%/12.50%/6.52%/9.95%/19.72%。2) 渠道结构优化，22年公司经销收入占比为78.78%，同比提高10.88 pct。3) 公司通过主动收缩大B端销售规模，聚焦央企等回款有保障的客户、强化销售回款管理等，应收账款计提减值减少。22年公司计提信用减值损失2.18亿元，同比减少5.96亿元。23年公司盈利水平有望延续改善，公司23 Q1实现归母净利润0.26亿元，上年同期为-0.39亿元；销售毛利率/净利率分别为29.57%/1.40%，同比提高3.24/3.75 pct，环比提高0.73/0.93 pct。

● 渠道结构转型成效凸显，现金流质量显著优化

公司在家装内墙涂料业务在稳固三、四线城市江湖地位和向一、二线市场全面进驻的基础上，向乡村市场扩充，公司美丽乡村门店数持续增加。在工程外墙涂料业务方面，公司重视与优质地产合作，聚焦央企、城建城投、工业厂房新赛道拓展，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，小B渠道建设日益完善，公司小B渠道客户数量持续增长。公司22年家装/工程墙面漆分别实现销售量42.09/96.43万吨，分别同比+25.75%/-10.52%。公司22年经营性现金流量净额为9.56亿元，同比增长97.29%；净现比为290.12%，上年同期为-116.23%。22年及23 Q1，公司收现比分别为110.62%/141.17%，同比提高12.63/21.50 pct。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为8.43(下调16.46%)/11.33(下调26.35%)/14.44亿元，EPS分别为2.24/3.01/3.83元。基于公司渠道结构优化，经营质量显著改善；我们将公司投资评级由“增持”上调至“买入”。

● 风险提示

宏观经济下行、房地产投资增速大幅下降风险；原材料价格大幅上涨风险；应收账款坏账风险；市场竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11338	13884	15848	17823
增长率(%)	-0.79	22.45	14.15	12.46
EBITDA (百万元)	867.50	1747.70	2088.17	2417.41
归属母公司净利润 (百万元)	329.51	842.95	1132.78	1443.53
增长率(%)	179.04	155.82	34.38	27.43
EPS(元/股)	0.88	2.24	3.01	3.83
市盈率 (P/E)	110.57	43.22	32.16	25.24
市净率 (P/B)	16.04	15.88	11.59	8.62
EV/EBITDA	52.47	22.41	18.28	15.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	11338	13884	15848	17823	营业收入	-0.8%	22.5%	14.1%	12.5%
营业成本	8062	9809	11086	12364	营业利润	159.0%	183.8%	33.9%	27.2%
税金及附加	77	95	108	122	归属于母公司净利润	179.0%	155.8%	34.4%	27.4%
销售费用	1730	1972	2235	2513	获利能力				
管理费用	536	590	666	749	毛利率	28.9%	29.4%	30.0%	30.6%
研发费用	263	292	325	356	净利率	2.9%	6.1%	7.1%	8.1%
财务费用	137	126	121	97	ROE	14.5%	36.7%	36.0%	34.2%
资产减值损失	-88	-20	-20	-20	ROIC	8.5%	20.5%	22.1%	23.1%
营业利润	334	948	1269	1614	偿债能力				
营业外收入	3	3	3	3	资产负债率	82.0%	82.0%	78.2%	74.0%
营业外支出	16	16	16	16	流动比率	0.80	0.80	0.90	1.00
利润总额	321	935	1256	1601	营运能力				
所得税	11	70	94	120	应收账款周转率	2.79	3.14	3.23	3.24
净利润	310	865	1162	1481	存货周转率	18.53	20.23	21.06	21.32
归母净利润	330	843	1133	1444	总资产周转率	0.87	1.00	1.07	1.08
每股收益(元)	0.88	2.24	3.01	3.83	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.88	2.24	3.01	3.83
货币资金	1064	793	1603	2622	每股净资产	6.04	6.10	8.35	11.23
交易性金融资产	53	53	53	53	估值比率				
应收票据及应收账款	4348	4719	5350	5958	PE	110.57	43.22	32.16	25.24
预付款项	84	98	111	124	PB	16.04	15.88	11.59	8.62
存货	657	716	789	883	现金流量表				
流动资产合计	7321	7625	9317	11199	净利润	310	865	1162	1481
固定资产	3853	4093	4358	4574	折旧和摊销	322	405	480	529
在建工程	1110	810	510	210	营运资本变动	-78	-340	-44	-4
无形资产	490	475	460	445	其他	402	299	264	232
非流动资产合计	6428	6348	6293	6189	经营活动现金流净额	956	1229	1862	2237
资产总计	13749	13973	15609	17387	资本开支	-935	-337	-437	-437
短期借款	1525	1425	1325	1225	其他	-158	0	0	0
应付票据及应付账款	5932	6180	6984	7789	投资活动现金流净额	-1093	-337	-437	-436
其他流动负债	1752	1883	2037	2190	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	9209	9488	10346	11205	债务融资	251	-200	-200	-300
其他	2067	1967	1867	1667	其他	-57	-353	-416	-481
非流动负债合计	2067	1967	1867	1667	筹资活动现金流净额	194	-553	-616	-781
负债合计	11276	11455	12213	12872	现金及现金等价物净增加额	57	339	810	1019
股本	376	376	376	376					
资本公积金	561	561	561	561					
未分配利润	1178	1074	1754	2620					
少数股东权益	201	223	252	289					
其他	156	283	452	669					
所有者权益合计	2473	2517	3396	4515					
负债和所有者权益总计	13749	13973	15609	17387					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048