

三棵树 (603737)

增持 (维持)

盈利能力提升, 现金流大幅改善

2023年05月05日

市场数据

市场数据日期 2023-05-04

收盘价(元)	101.13
总股本(百万股)	376.44
流通股本(百万股)	376.44
净资产(百万元)	2298.55
总资产(百万元)	13397.22
每股净资产(元)	6.11

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建材】三棵树 2022 年三季度报点评: 受益成本下降, Q3 盈利修复》2022-10-29

《【兴证建材】三棵树 2022 年中报点评: Q2 毛利率回升, 家装涂料高增长》2022-09-03

《【兴证建材】三棵树 2021 年报 & 2022 一季报点评: Q1 营收稳步增长, 原材料上涨业绩承压》2022-05-04

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- 2022 年公司实现营业总收入 113.38 亿元, 同比-0.79%。2023 年 Q1 实现营收 20.53 亿元, 同比+20.92%。分产品来看, 公司的家装墙面漆、工程墙面漆、胶黏剂、基材与辅材、防水卷材、装饰施工分别实现营业收入 25.65、42.69、5.88、17.19、9.90、7.25 亿元, 分别同比+18.21%、-8.49%、+36.15%、+7.46%、-22.10%、-3.99%。
- 2022 年公司实现综合毛利率 28.90%, 同比+2.85pct。2023 年 Q1 实现综合毛利率 29.57%, 较上年同期+3.24pct。分产品来看, 公司的家装墙面漆、工程墙面漆、胶黏剂、基材与辅材、防水卷材、装饰施工毛利率为 43.95%、35.55%、23.10%、14.20%、13.92%、2.17%, 分别同比-0.30pct、+8.72pct、+6.93pct、+0.90pct、-13.34pct、-5.67pct。
- 2022 年公司实现销售净利率 2.73%, 较上年+6.20pct; 期间费用率为 23.52%, 同期比较-0.62pct。销售费用率为 15.26%, 同比-1.16pct, 销售费用同比-7.83%, 管理费用率为 4.73%, 同比-0.13pct, 管理费用同比-3.42%, 研发费用率为 2.32%, 同比-0.05pct, 研发费用同比-2.90%, 财务费用率为 1.21%, 同比+0.73pct, 财务费用同比+149.85%, 2022 年资产减值损失为-0.88 亿元, 信用减值损失为-2.18 亿元。2022 年公司经营性现金流净额为+4.16 亿元, 同比-53.30%; 每股经营性现金流净额为+0.35 元, 较上年-0.40 元/股。
- 2022 年公司经营性现金流净额为+9.56 亿元, 同比+97.29%, 主要系收到客户贷款及税费返还增加所致; 每股经营性现金流净额为 2.54 元, 较上年+1.25 元/股。
- 盈利预测及评级: 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 8.47 亿元、10.23 亿元、12.34 亿元, 5 月 4 日收盘价对应的 PE 分别为 62.9、52.1、43.2x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 原材料价格上涨、宏观经济下行、行业竞争加剧、产品价格波动。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11338	13846	16620	20004
同比增长	-0.8%	22.1%	20.0%	20.4%
归母净利润(百万元)	330	847	1023	1234
同比增长	179.0%	157.1%	20.7%	20.6%
毛利率	28.9%	23.9%	22.1%	20.4%
ROE	14.5%	27.3%	24.7%	23.0%
每股收益(元)	0.63	1.61	1.94	2.34
市盈率	161.7	62.9	52.1	43.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- **公司发布年报:** 2022 年公司实现营业收入 113.38 亿元, 同比-0.79%; 实现归母净利润+3.30 亿元(上年-4.17 亿)。其中 Q4 实现营业收入 33.92 亿元, 同比-3.73%; 实现归母净利润 0.29 亿元, 同比增长+106.00%。
- **公司披露 2023 年一季报。** 实现营收 20.53 亿元, 同比+20.92%, 实现归母净利 0.26 亿元, 同比+168.20%; 扣非后归母净利-0.43 亿元, 同比+56.61%。

点评

- **2022 年公司实现营业总收入 113.38 亿元, 同比-0.79%, 主要系工程墙面漆、防水卷材收入减少所致。2023 年 Q1 实现营收 20.53 亿元, 同比+20.92%。**
 - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 16.98 亿元、30.09 亿元、32.40 亿元、33.92 亿元, 分别同比变动+14.49%、-5.98%、+0.54%、-3.73%。
 - 2) 分产品来看, 公司的家装墙面漆、工程墙面漆、胶黏剂、基材与辅材、防水卷材、装饰施工分别实现营业收入 25.65、42.69、5.88、17.19、9.90、7.25 亿元, 分别同比+18.21%、-8.49%、+36.15%、+7.46%、-22.10%、-3.99%。家装墙面漆销售收入较上年增长 18.21%, 主要是公司拓展新渠道、加强分销渠道管理及冬奥营销等。胶黏剂、基材与辅材销售收入分别较上年同期增长 36.15%、7.46%, 主要是公司加大市场开拓, 销售收入高速增长。工程墙面漆、防水卷材、装饰施工销售收入同比分别下降 8.49%、22.10%、3.99%, 主要是宏观及市场环境变化影响。
 - 3) 分地区看, 华东、华中、华南、华北、东北、西南、西北分别实现营业收入 49.22、15.40、14.40、10.35、2.29、12.93、4.54 亿元, 分别同比+23.41%、-3.07%、-36.64%、+7.55%、-17.45%、-6.18%、-11.62%。华东、华北销售收入较上年同期分别增长 23.41%、7.55%, 主要是公司在该地区市场开拓力度不断加强, 市场份额逐步提升。华中、华南、东北、西南、西北销售收入较上年同期分别下降 3.07%、36.64%、17.45%、6.18%、11.62%, 主要是市场环境变化影响。
 - 4) 分销售模式看, 直销模式实现营收 23.15 亿元, 同比-34.31%; 经销模式实现营收 85.97 亿元, 同比+15.30%。直销模式收入下降主要是公司工程墙面漆、防水卷材收入减少所致。
 - 5) 产量、销量方面, 家装墙面漆实现产量 445247.96 吨, 同比+31.37%; 销量 420869.48 吨, 同比+25.75%; 库存量 24198.75 吨, 同比+572.06%。工程墙面漆实现产量 986598.06 吨, 同比-8.59%; 销量 964333.71 吨, 同比-10.52%; 库存 13126.60 吨, 同比+8.98%。胶黏剂产量 34346.69 吨, 同比-8.12%; 销售量 45827.72 吨, 同比-0.03%; 库存 1011.02 吨, 同比+30.87%。基材与辅材产量 277070.76 吨, 同比-10.43%; 销量 1215872.81 吨, 同比+10.56%; 库

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

存 12470.32 吨, 同比-3.02%。防水卷材产量 67652561.25 平方米, 同比-17.97%; 销量 63091698.86 平方米, 同比-18.70%; 库存 2380396.42 平方米, 同比+41.43%。家装墙面漆库存增长 572.06%, 胶黏剂增长 30.87%, 防水卷材增长 41.43%, 主要是根据 2023 年第一季度的销售计划合理安排库存, 以满足停产期间客户需求

● **2022 年公司实现综合毛利率 28.90%, 同比+2.85pct。2023 年 Q1 实现综合毛利率 29.57%, 较上年同期+3.24pct。**

- 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 26.33%、28.63%、30.56%、28.84%, 分别同比变动-0.22pct、+3.39pct、+3.81pct、+2.91pct。
- 2) 分产品来看, 公司的家装墙面漆、工程墙面漆、胶黏剂、基材与辅材、防水卷材、装饰施工毛利率为 43.95%、35.55%、23.10%、14.20%、13.92%、2.17%, 分别同比-0.30pct、+8.72pct、+6.93pct、+0.90pct、-13.34pct、-5.67pct。
- 3) 分地区来看, 华东、华中、华南、华北、东北、西南、西北毛利率为 30.96%、30.76%、25.09%、24.58%、22.97%、31.04%、28.10%, 分别同比+4.47pct、+0.89pct、-1.39pct、-0.36pct、+6.22pct、+2.76pct、+6.54pct。
- 4) 分销售模式来看, 直销模式毛利率为 14.82%, 同比变动+0.55pct; 经销模式毛利率 33.17%, 同比变动+0.76pct。
- 5) 具体看家装墙面漆的成本构成: 材料成本、制造费用、人工成本、运费分别为 12.77、0.34、0.20、1.07 亿元, 分别同比+18.14%、+6.41%、+5.93%、+36.49%, 具体系产量增加所致。工程墙面漆的成本构成: 材料成本、制造费用、人工成本、运费分别为 23.27、1.09、0.91、2.24 亿元, 分别同比-20.51%、-7.90%、-22.24%、-10.37%, 具体系原材料价格下降, 产量销量减少所致。胶黏剂的成本构成: 材料成本、制造费用、人工成本、运费分别为 4.21、0.11、0.05、0.15 亿元, 分别同比+27.59%、-3.79%、-1.58%、-3.34%, 具体系产量销量减少所致。基材和辅材的成本构成: 材料成本、制造费用、人工成本、运费分别为 12.79、0.21、0.14、1.61 亿元, 分别同比+7.69%、-3.18%、-2.30%、-1.43%, 具体系产量减少, 布局优化运距缩短所致。防水卷材的成本构成: 材料成本、制造费用、人工成本、运费分别为 7.40、0.43、0.17、0.52 亿元, 分别同比-8.12%、+6.93%、-17.46%、-10.48%, 具体系新产线转固, 固定资产增加导致折旧增加, 产量销量减少所致。

● **2022 年公司实现销售净利率 2.73%, 较上年+6.20pct; 期间费用率为 23.52%, 同期比较-0.62pct。**

- 1) 销售费用率为 15.26%, 同比-1.16pct, 销售费用同比-7.83%, 主要系人员职工薪酬、差旅费及广宣费等减少所致;
- 2) 管理费用率为 4.73%, 同比-0.13pct, 管理费用同比-3.42%, 主要系差旅费、会议费及咨询服务费等减少所致;
- 3) 研发费用率为 2.32%, 同比-0.05pct, 研发费用同比-2.90%, 主要系直接投入与人工费用减少所致;
- 4) 财务费用率为 1.21%, 同比+0.73pct, 财务费用同比+149.85%, 主要系本期借款费用增加及客户资金占用费减少所致;

- 5) 2022 年资产减值损失为-0.88 亿元, 信用减值损失为-2.18 亿元。
- 公司 2023 年 Q1 实现销售净利率 1.40%, 同比+3.75pct; 期间费用占比为 30.19%, 较上年同期-2.56pct。
 - 1) 销售费用率 18.62%, 同比-2.27pct;
 - 2) 管理费用率 6.81%, 同比+0.19pct;
 - 3) 财务费用率 2.01%, 同比-0.04pct;
 - 4) 研发费用率 2.76%, 同比-0.44pct。
 - 2022 年公司经营性现金流净额为+9.56 亿元, 同比+97.29%, 主要系收到客户货款及税费返还增加所致; 每股经营性现金流净额为 2.54 元, 较上年+1.25 元/股。
 - 1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为-0.79 元、1.20 元、1.02 元、1.10 元, 分别较上年同期变动+0.40 元、-0.36 元、+1.51 元、-0.31 元。
 - 2) 从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年度收、付现比分别为 110.62%、124.53%, 分别较上年同期变动+12.63pct、+12.97pct。
 - 3) 现金流方面, 投资活动产生的现金流量净额-10.93 亿元, 同比+56.03%, 主要系本期工厂建设支出减少所致; 筹资活动产生的现金流量净额 1.94 亿元, 同比-85.27%, 主要系本期经营性现金流较好及投资性现金需求减少, 对融资需求减少所致。
 - 公司 2023 年一季度经营性现金流净额为-4.63 亿元, 同比-55.52%; 每股经营性现金流净额为-1.23 元, 同比-0.44 元/股。
 - 1) 从收、付现比的角度来看, 公司 2023 年一季度收、付现比分别为 141.17%、206.04%, 分别较上年同期变动-10.74pct、+40.29pct。
 - 2) 现金流方面, 投资活动产生的现金流量净额-2.73 亿元, 同比-3.44%; 筹资活动产生的现金流量净额 7.40 亿元, 同比-7.78%。
 - 盈利预测及评级: 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 8.47 亿元、10.23 亿元、12.34 亿元, 5 月 4 日收盘价对应的 PE 分别为 62.9、52.1、43.2x, 维持“增持”评级。
 - 风险提示: 原材料价格上涨、宏观经济下行、行业竞争加剧、产品价格波动。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7321	8364	11893	16244
货币资金	1064	924	2971	5823
交易性金融资产	53	56	47	59
应收票据及应收账款	4348	5213	6482	7639
预付款项	84	124	161	184
存货	657	993	1079	1299
其他	1115	1054	1152	1241
非流动资产	6428	6254	5947	5658
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3853	4113	4066	3865
在建工程	1110	555	278	139
无形资产	490	549	590	638
商誉	100	100	100	100
长期待摊费用	17	14	12	8
其他	857	922	901	908
资产总计	13749	14619	17839	21902
流动负债	9209	9157	10900	13218
短期借款	1525	1422	1395	1434
应付票据及应付账款	5932	6,419	8,122	10,324
其他	1752	1316	1383	1460
非流动负债	2067	2164	2622	3138
长期借款	1474	1842	2249	2712
其他	594	322	374	426
负债合计	11276	11321	13522	16356
股本	376	527	527	527
资本公积	561	411	411	411
未分配利润	1178	2014	3043	4302
少数股东权益	201	195	184	175
股东权益合计	2473	3298	4317	5546
负债及权益合计	13749	14619	17839	21902

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	330	847	1023	1234
折旧和摊销	282	320	351	368
资产减值准备	88	368	100	110
资产处置损失	-1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	182	128	214	318
投资损失	4	1	0	1
少数股东损益	-19	-6	-11	-9
营运资金的变动	-78	-1280	162	657
经营活动产生现金流量	956	251	1879	2699
投资活动产生现金流量	-1093	-114	-55	-84
融资活动产生现金流量	194	-277	223	237
现金净变动	57	-140	2047	2852
现金的期初余额	397	1064	924	2971
现金的期末余额	454	924	2971	5823

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11338	13846	16620	20004
营业成本	8062	10534	12946	15931
税金及附加	77	71	73	72
销售费用	1730	1407	1534	1586
管理费用	536	542	540	541
研发费用	263	266	265	265
财务费用	137	128	214	318
其他收益	105	79	87	94
投资收益	0	-1	-0	-1
公允价值变动收益	-0	0	0	0
信用减值损失	-218	0	0	0
资产减值损失	-88	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	334	977	1134	1384
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	16	17	17	17
利润总额	321	962	1119	1369
所得税	11	121	106	144
净利润	310	841	1012	1225
少数股东损益	-19	-6	-11	-9
归属母公司净利润	330	847	1023	1234
EPS(元)	0.63	1.61	1.94	2.34

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-0.8%	22.1%	20.0%	20.4%
营业利润增长率	159.0%	192.5%	16.1%	22.0%
归母净利润增长率	179.0%	157.1%	20.7%	20.6%
盈利能力				
毛利率	28.9%	23.9%	22.1%	20.4%
归母净利率	2.9%	6.1%	6.2%	6.2%
ROE	14.5%	27.3%	24.7%	23.0%
偿债能力				
资产负债率	82.0%	77.4%	75.8%	74.7%
流动比率	0.80	0.91	1.09	1.23
速动比率	0.72	0.80	0.99	1.13
营运能力				
资产周转率	86.8%	97.6%	102.4%	100.7%
应收账款周转率	256.4%	303.3%	299.6%	291.6%
存货周转率	1314.4%	1272.8%	1243.3%	1334.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.63	1.61	1.94	2.34
每股经营现金	1.81	0.48	3.57	5.12
每股净资产	4.31	5.89	7.84	10.19
估值比率(倍)				
PE	161.7	62.9	52.1	43.2
PB	23.5	17.2	12.9	9.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：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；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn