

2023年05月03日
三棵树(603737.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

涂料油墨颜料

盈利水平和现金流明显改善,加强高端零售布局发力小B成长可期

事件: 公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报, 2022 年公司实现营收 113.38 亿元, 同比-0.79%, 实现归母净利润 3.30 亿元, 上年同期为亏损 4.17 亿元。2023 年一季度实现营收 20.53 亿元, 同比+20.92%, 实现归母净利润 0.26 亿元, 上年同期为亏损 0.39 亿元。

防水卷材和工程漆影响整体营收增速, C 端家装涂料快速增长占比提升。 公司 2022 年营收同比小幅下滑 0.79%, 主要由于工程漆和防水卷材营收收缩影响。期内公司墙面涂料业务营收整体持平, 实现营收 68.35 亿元, 同比-0.01%, 基材辅材业务营收同比+7.46%, 防水卷材同比大幅下滑 22.10%至 9.9 亿元, 装饰施工业务同比-3.99%。整体看来, 防水涂料业务占比为 60.28%, 基材辅材营收占 15.16%, 同比+1.16 个 pct, 防水卷材营收占比收缩至 8.73%, 同比-2.39 个 pct。涂料板块中, 公司渠道拓展和分销管理工作加强, 叠加冬奥营销工作, C 端业务快速增长, 家装漆营收同比增长 18.21%, 占比提升至 37.53% (同比+5.78 个 pct), 受下游地产行业需求减弱影响, 工程漆营收同比-8.49%, 占比收缩至 62.45%。公司 2022Q2、Q4 营收分别同比-5.98%、-3.73%, 主要 Q2 疫情封控、12 月疫情放开感染人数增加, 居民线下消费、产品发货及施工场景均受影响。

毛利率和费用率同比改善, 2022 年净利润扭亏为盈, 23Q1 盈利能力持续提升。 公司 2022 年毛利率为 28.90%, 同比+2.85 个 pct。主要由于工程涂料毛利率大幅提升, 期内工程毛利率为 35.55%, 同比+8.72 个 pct, 我们认为或由于原材料价格回落, 同时公司致力于 C 端和小 B 业务发展, 收缩低毛利大 B 业务, 预计未来随 C 端和小 B 端涂料营收占比提升以及高端产品推广, 毛利率仍有望进一步提升。公司费用率控制有效, 2022 年期间费用率为 23.52%, 同比-0.61 个 pct, 其中销售费用率和管理费用率均有下滑, 分别同比-1.16 个、-0.13 个 pct。2021 年大规模减值计提 8.14 亿元, 导致全年业绩亏损, 2022 年信用减值损失大幅减少至 2.18 亿元, 全年业绩扭亏为盈, 实现归母净利润 3.30 亿元, 净利率为 2.73%。2023Q1, 公司营收和归母净利润分别同比+20.92%、+168.20%, 期内毛利率同比快速提升 3.24 个 pct 至 29.57%, 环比 22 年提升 0.67 个 pct, 净利率为 1.40%, 同比+3.75 个 pct, 较 2021Q1 提升 0.28 个 pct。

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

150.6 元

股价 (2023-04-28)

102.50 元

交易数据

总市值(百万元) 38,584.84

流通市值(百万元) 38,584.84

总股本(百万股) 376.44

流通股本(百万股) 376.44

12 个月价格区间 69.61/138.97 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.7	-14.0	44.5
绝对收益	-10.0	-17.7	47.2

董文静

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005

sudy@essence.com.cn

相关报告

2022 年净利润扭亏为盈, 疫情影响 Q4 业绩表现, 国民涂料龙头成长可期 2023-02-01

■ **经营性现金流大幅好转，发力 C 端+小 B 端成长路径清晰。**公司 2022 年经营性现金流净额为 9.56 亿元，同比大幅增长 97.29%，在手现金由 2022 年初的 6.79 亿元增长至 2023Q1 末的 10.92 亿元，2022 年回款改善货币资金充裕，发展动力强劲。公司涂料产品环保性能突出，实力强劲，且持续进行高端零售转型，致力于提升 C 端市场份额，在扎根三、四线城市基础上，积极推进一、二线城市和乡村市场；同时公司进军小 B 工程领域，提供“六位一体”综合解决方案，聚焦央国企、城建投、厂房等赛道，并逐步发力旧改、学校和医院等场景，小 B 渠道客户数量持续增长。随疫情影响逐渐退却，零售端家装需求重启，物流运输阻力减小，施工进度恢复，公司 C 端和小 B 端业务或将持续实现增长。此外，公司优化地产客户结构，与优质地产合作，大 B 端业务经营质量有望持续改善。

■ **投资建议：**公司为中国涂料龙头品牌，在大 B、小 B 和 C 端共同发力，渠道建设完善，成长战略清晰，盈利能力有望持续上行，有望充分受益前期地产放松政策实施下带来的回款改善以及存量房市场需求释放，中长期成长可期，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 146.35 亿元、182.92 亿元和 222.80 亿元，分别同比增长 29.07%、24.99%和 21.80%，实现归母净利润 9.11 亿元、12.66 亿元和 16.71 亿元，分别同比增长 176.59%、38.95%和 31.94%，动态 PE 分别为 42.3 倍、30.5 倍和 23.1 倍，给予公司 23 年 60 倍估值，目标价 145.2 元，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**宏观经济大幅波动、疫情控制不及预期、地产宽松政策推进不及预期、原材料价格上涨。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	11,428.7	11,338.4	14,634.6	18,292.1	22,280.2
净利润	-416.9	329.5	911.4	1,266.4	1,670.9
每股收益(元)	-1.11	0.88	2.42	3.36	4.44
每股净资产(元)	5.16	6.04	7.73	10.09	13.19

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	-92.6	117.1	42.3	30.5	23.1
市净率(倍)	19.9	17.0	13.3	10.2	7.8
净利润率	-3.6%	2.9%	6.2%	6.9%	7.5%
净资产收益率	-21.5%	14.5%	31.3%	33.4%	33.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	1.3%
ROIC	-13.0%	12.3%	26.2%	35.4%	38.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,428.7	11,338.4	14,634.6	18,292.1	22,280.2	成长性					
减:营业成本	8,451.9	8,061.7	10,021.3	12,402.2	15,006.9	营业收入增长率	39.4%	-0.8%	29.1%	25.0%	21.8%
营业税费	58.5	77.3	80.5	100.6	158.8	营业利润增长率	-192.9%	-159.0%	233.2%	44.1%	31.4%
销售费用	1,877.0	1,730.0	2,209.8	2,771.3	3,366.5	净利润增长率	-183.1%	-179.0%	176.6%	39.0%	31.9%
管理费用	555.0	536.0	658.6	823.1	980.3	EBITDA 增长率	-49.0%	142.4%	48.6%	33.7%	25.8%
研发费用	271.1	263.2	341.0	429.9	494.6	EBIT 增长率	-66.2%	217.7%	65.7%	37.5%	28.2%
财务费用	54.9	137.1	143.0	122.2	104.1	NOPLAT 增长率	-159.5%	-228.7%	140.1%	34.3%	28.2%
资产减值损失	-26.3	-87.6	50.0	50.0	50.0	投资资本增长率	36.5%	12.6%	-0.6%	18.8%	20.9%
加:公允价值变动收益	-	-0.3	-8.7	14.8	-7.0	净资产增长率	-18.5%	14.3%	27.6%	30.8%	30.8%
投资和汇兑收益	-3.2	0.3	-9.5	-4.1	-4.4						
营业利润	-566.2	333.9	1,112.4	1,603.5	2,107.6	利润率					
加:营业外净收支	-7.3	-12.9	-9.6	-10.0	-16.3	毛利率	26.0%	28.9%	31.5%	32.2%	32.6%
利润总额	-573.5	320.9	1,102.7	1,593.5	2,091.3	营业利润率	-5.0%	2.9%	7.6%	8.8%	9.5%
减:所得税	-177.2	10.9	143.4	239.0	313.7	净利润率	-3.6%	2.9%	6.2%	6.9%	7.5%
净利润	-416.9	329.5	911.4	1,266.4	1,670.9	EBITDA/营业收入	3.7%	9.1%	10.5%	11.2%	11.5%
						EBIT/营业收入	2.1%	6.7%	8.6%	9.4%	9.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	58	99	101	89	76
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	1	-19	-18	-6	10
货币资金	679.1	1,064.1	1,170.8	1,463.4	1,782.4	流动资产周转天数	203	222	187	179	179
交易性金融资产	80.0	53.0	44.3	59.1	52.1	应收账款周转天数	111	138	105	105	105
应收账款	4,133.4	4,566.7	3,970.1	6,700.3	6,296.6	存货周转天数	17	19	16	16	17
应收票据	398.8	107.9	1,234.0	179.1	1,724.7	总资产周转天数	338	415	344	302	281
预付账款	96.7	84.2	137.5	136.5	197.0	投资资本周转天数	101	125	102	89	88
存货	566.5	656.9	623.6	961.2	1,123.1						
其他流动资产	733.4	788.3	737.6	753.1	759.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-21.5%	14.5%	31.3%	33.4%	33.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-3.2%	2.3%	6.8%	8.2%	9.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-13.0%	12.3%	26.2%	35.4%	38.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,374.1	3,853.0	4,377.2	4,638.9	4,806.6	销售费用率	16.4%	15.3%	15.1%	15.2%	15.1%
在建工程	1,638.5	1,110.4	333.1	139.9	-	管理费用率	4.9%	4.7%	4.5%	4.5%	4.4%
无形资产	504.0	490.1	468.6	447.2	425.7	研发费用率	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.2%
其他非流动资产	1,174.0	974.3	1,096.1	1,066.1	1,037.4	财务费用率	0.5%	1.2%	1.0%	0.7%	0.5%
资产总额	12,378.7	13,748.9	14,193.0	16,544.8	18,205.3	四费/营业收入	24.1%	23.5%	22.9%	22.7%	22.2%
短期债务	1,540.7	1,525.2	2,203.4	2,609.1	2,769.6	偿债能力					
应付账款	4,159.5	4,696.9	5,322.0	5,311.0	7,193.2	资产负债率	82.5%	82.0%	77.8%	75.0%	70.3%
应付票据	1,382.1	1,582.8	1,312.2	2,557.0	1,028.0	负债权益比	472.3%	455.9%	349.6%	300.6%	236.9%
其他流动负债	1,278.0	1,403.6	1,195.5	1,287.8	1,298.0	流动比率	0.80	0.80	0.79	0.87	0.97
长期借款	1,369.3	1,473.7	564.2	144.0	-	速动比率	0.73	0.72	0.73	0.79	0.88
其他非流动负债	486.0	593.6	439.2	506.2	513.0	利息保障倍数	4.35	5.53	8.78	14.12	21.24
负债总额	10,215.6	11,275.8	11,036.4	12,415.2	12,801.8	分红指标					
少数股东权益	220.5	201.0	246.6	333.1	437.4	DPS(元)	-	-	0.73	1.01	1.33
股本	376.4	376.4	376.4	376.4	376.4	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	1,566.0	1,895.5	2,533.5	3,420.0	4,589.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.0%	1.3%
股东权益	2,163.1	2,473.1	3,156.5	4,129.6	5,403.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	-396.3	310.0	911.4	1,266.4	1,670.9
						加:折旧和摊销	192.8	282.4	274.5	319.4	360.1
						资产减值准备	26.3	87.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-	0.3	-8.7	14.8	-7.0
						财务费用	126.3	181.9	143.0	122.2	104.1
						投资收益	-	4.2	9.5	4.1	4.4
						少数股东损益	20.6	-19.5	48.0	88.0	106.7
						营运资金的变动	-348.6	70.0	-369.4	-702.1	-993.2
						经营活动产生现金流量	484.6	956.0	1,008.3	1,112.9	1,246.1
						投资活动产生现金流量	-2,485.8	-1,093.0	7.8	-400.1	-356.9
						融资活动产生现金流量	1,317.9	194.1	-909.5	-420.2	-570.1
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	-1.11	0.88	2.42	3.36	4.44
						BVPS(元)	5.16	6.04	7.73	10.09	13.19
						PE(X)	-92.6	117.1	42.3	30.5	23.1
						PB(X)	19.9	17.0	13.3	10.2	7.8
						P/FCF	194.3	217.0	86.2	67.6	56.7
						P/S	3.4	3.4	2.6	2.1	1.7
						EV/EBITDA	127.5	43.5	26.0	19.4	15.4
						GAGR(%)	-250.6%	79.0%	21.5%	-250.6%	79.0%
						PEG	0.4	1.5	2.0	-0.1	0.3
						ROIC/WACC	-1.3	1.2	2.6	3.5	3.8
						REP	-11.4	8.9	3.7	2.3	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034