

评级：增持（维持）

市场价格：101.13

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

研究助理：刘毅男

Email: liuyn01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,429	11,338	14,425	17,915	21,517
增长率 yoy%	39.4%	-0.8%	27.2%	24.2%	20.1%
归母净利润 (百万元)	-417	330	918	1,384	1,841
增长率 yoy%	-183.1%	179.0%	178.7%	50.7%	33.1%
每股收益 (元)	-1.11	0.88	2.44	3.68	4.89
每股现金流量	1.29	2.54	1.74	3.41	3.53
净资产收益率	-19%	13%	28%	30%	29%
P/E	-91.3	115.5	41.5	27.5	20.7
P/B	19.6	16.8	12.3	8.7	6.2

备注：股价取自 2023 年 05 月 04 日收盘价

投资要点

基本状况

总股本 (百万股)	376
流通股本 (百万股)	376
市价 (元)	101.13
市值 (百万元)	38,069
流通市值 (百万元)	38,069

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 【公司点评】计提影响 Q4 业绩释放，拐点已至龙头再起航 (20230131)
- 2 【公司点评】Q3 盈利延续改善趋势，龙头调整发力望迎业绩拐点 (20221018)
- 3 【公司点评】渠道优化持续发力，毛利率逐季回升 20220901
- 4 【公司点评】营收超百亿，减值+原材料涨价短期影响业绩 20220501
- 5 【公司点评】减值拖累业绩，盈利能力有望改善 20211030

- **事件 1:** 公司发布 2022 年年报。报告期公司实现营收 113.4 亿元，同比-0.8%；实现归母净利润 3.3 亿元，去年同期为-4.2 亿元；实现扣非归母净利润 2.2 亿元，去年同期为-5.6 亿元；经营活动现金净流量为 9.6 亿元，同比+97.3%。单四季度公司实现营收 33.9 亿元，同比-3.7%；归母净利润 2884.7 万元，去年同期为-4.8 亿元；扣非归母净利润为 775 万元，去年同期为-5 亿元。
- **事件 2:** 公司发布 2023 年一季报。报告期公司实现营收 20.5 亿元，同比+20.9%；实现归母净利润 2642.1 万元，去年同期为-3873.9 万元；实现扣非归母净利润 -4286.2 万元，去年同期为-9878.1 万元。
- **收入端：渠道结构进一步优化，23Q1 重回快速增长。**
 - **分销售渠道看，**2022 年公司经销、直销业务收入分别同比+15.3%、-34.3%，占主营业务比重分别为 78.8%、21.2%，经销占比继续提高，同比+10.9pct。我们预计全年大 B 端整体承压，但小 B 和 C 端继续保持较好经营态势；小 B 一方面持续增加客户数量，另一方面也逐步发力多应用场景，下沉县级渠道，拓展渠道多元化；C 端巩固三、四线并向一、二线全面进驻，同时增加美丽乡村门店数量，发展电商新零售。
 - **分产品看，**22 年家装墙面漆、胶黏剂、基材与辅材在压力期仍旧实现增长，收入分别同比+18.2%、+36.2%、+7.5%；工程墙面漆、防水卷材、装饰施工等收入同比下降，三类业务收入分别同比-8.5%、-22.1%、-4.0%。23Q1 除木器漆和装饰施工以外，其他各类产品均实现增长，其中基材与辅材表现亮眼，收入同比+52.6%。**销量方面，**得益于 C 端持续发力，22 年家装墙面漆、基材与辅材同比实现增长，分别+25.7%、+10.6%；胶黏剂销量基本持平，其他产品均有不同程度下降。23Q1 除木器漆和装饰施工外其他品类均实现增长。**价格方面，**22 年家装墙面漆单价同比-5.9%，主因系原料价格下行、加大推销力度及结构变化所致；基材与辅材、防水卷材单价同比分别-2.8%、-4.2%，主要与价格策略和产品结构变化有关；其他主要产品在结构变化及价格策略调整影响下，单价均有不同程度上调。从 22Q4 价格环比情况来看，工程墙面漆、基材与辅材、防水卷材单价同比-4.7%、-16.7%、-5.7%，其他产品单价环比有所上升，主要产品价格变化均系产品结构变化所致。23Q1 公司主要产品价格同比均有下降，系产品结构变化及定价策略所致；各产品价格环比涨跌互现，原因为产品结构变化。
- **利润端：原料降价带动毛利率修复，盈利能力望持续改善。**
 - 22 年公司毛利率为 28.9%，同比+2.9pct；分季度看，22Q4-23Q1 毛利率分别为 28.8%、29.6%，建筑涂料原材料价格下降带动毛利率持续回升（22 年乳液、钛白粉采购单价同比-11.4%、-12.3%；22Q4 单价环比-11.7%、-11.1%；23Q1 单价环比 0%、-2.3%）。从各产品毛利率情况来看，22 年家装墙面漆毛利率微降 0.3pct 至 44%；防水卷材毛利率下降 13.3pct 至 13.9%（22 年沥青价格同比+30%）；装饰施工毛利率下降 5.7pct；其他主要产品毛利率均有不同程度提升。
 - 22 年公司期间费用率 23.5%，同比-0.6pct，具体看除财务费用率同比+0.7pct（主因借款增加及客户资金占用费减少）以外，其他各费用率均有不同程度下降，公司内部精益管理、降本控费卓有成效。22 年公司净利率为 2.7%，去年同期为-3.5%；分季度看 22Q4-23Q1 净利率分别为 0.5%、1.4%，当前原材料价格已经从高位回落，伴随公司降费提效举措及规模增长带来的费用率下降，预计 2023 年业绩有望进一步修复。
- **投资建议：**涂料行业发展前景广阔（新房与二手存量房），且目前格局分散，在环保趋严、人力成本增加、房地产行业调控等诸多因素的催化下，行业加速洗牌、中小产能不断出清。面对行业产业结构调整和产业集中度不断提高的有利时机，公司具备规模、资金等优势，在渠道和品牌建设方面持续发力：小 B 端运营高效且加速完善渠道布局，扩大一二线城市份额，在三四线整合下探；C 端则通过冬奥会合作等形式树立民族品牌形象，马上住服务有效解决消费者痛点；大 B 端加强央国企地产合作，并受益地产政策放松逐步回暖。另外，公司品类扩张进展迅速，基材与辅材、防水材料 and 保温业务等也处于快速拓展中，形成“涂料、保温、

防水、地坪、基材、施工”六位一体化的供应系统，满足全屋一站式绿色建材需求。伴随减值风险逐步出尽，在原料价格回落及自身降费提效驱动下，公司盈利已至拐点。

- **盈利预测：**基于公司年报披露数据及 23Q1 经营情况，我们调整盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 9.2、13.8、18.4 亿元(前次预测 23-24 年归母净利润为 11.3、16.6 亿元)，当前股价对应 PE 为 41.5、27.5、20.7 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期；地产政策回暖不及预期；渠道开拓不及预期；工程端应收账款减值风险；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

图表 1: 22 年公司营收 113.4 亿元, 同比-0.8%


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 22 年公司归母净利润 3.3 亿元


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 22Q4 营业收入 33.9 亿元, 同比-3.7%


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 22Q4 归母净利润 0.3 亿元, 同比+106%


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 22 年公司毛利率 28.9%, 同比+2.9pct


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 22 年公司期间费用率 23.5%, 同比-0.6pct


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7：22 年公司经营活动现金流量 9.6 亿元



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：22 年公司资产负债率 82%，同比-0.5pct



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9: 三棵树财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,064	638	1,410	1,691	营业收入	11,338	14,425	17,915	21,517
应收票据	108	137	170	205	营业成本	8,062	10,074	12,358	14,618
应收账款	4,240	5,279	6,412	7,637	税金及附加	77	105	125	141
预付账款	84	127	142	169	销售费用	1,730	2,097	2,588	3,097
存货	657	999	1,226	1,450	管理费用	536	663	815	976
合同资产	616	433	717	1,076	研发费用	263	322	394	471
其他流动资产	1,168	1,177	1,650	2,208	财务费用	137	111	111	105
流动资产合计	7,321	8,357	11,010	13,359	信用减值损失	-218	-100	-60	-70
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-88	-25	-15	-20
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,853	3,954	4,036	4,162	投资收益	0	0	2	1
在建工程	1,110	910	660	360	其他收益	105	90	80	60
无形资产	490	540	580	561	营业利润	334	1,019	1,530	2,081
其他非流动资产	974	974	974	982	营业外收入	3	2	4	3
非流动资产合计	6,428	6,378	6,251	6,065	营业外支出	16	3	3	5
资产合计	13,749	14,735	17,261	19,425	利润总额	321	1,018	1,531	2,079
短期借款	1,525	1,100	900	200	所得税	11	107	160	270
应付票据	1,583	1,612	1,854	2,046	净利润	310	911	1,371	1,809
应付账款	4,349	4,533	5,561	6,578	少数股东损益	-19	-7	-13	-32
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	329	918	1,384	1,841
合同负债	173	260	322	361	NOPLAT	442	1,010	1,470	1,900
其他应付款	348	500	300	200	EPS (按最新股本摊薄)	0.88	2.44	3.68	4.89
一年内到期的非流动负债	689	500	400	300					
其他流动负债	542	856	1,072	1,023					
流动负债合计	9,209	9,360	10,409	10,708					
长期借款	1,474	1,674	1,874	2,074					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	594	412	412	362					
非流动负债合计	2,067	2,085	2,285	2,435					
负债合计	11,276	11,446	12,695	13,143					
归属母公司所有者权益	2,272	3,096	4,385	6,132					
少数股东权益	201	194	181	149					
所有者权益合计	2,473	3,290	4,566	6,281					
负债和股东权益	13,749	14,735	17,261	19,425					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	956	654	1,285	1,329
现金收益	730	1,351	1,819	2,299
存货影响	-90	-342	-227	-224
经营性应收影响	39	-1,086	-1,167	-1,265
经营性应付影响	738	365	1,070	1,109
其他影响	-461	366	-210	-590
投资活动现金流	-1,093	-280	-208	-199
资本支出	-1,219	-280	-210	-193
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	126	0	2	-6
融资活动现金流	194	-801	-305	-849
借款增加	314	-414	-100	-600
股利及利息支付	-158	-84	-295	-175
股东融资	0	0	0	0
其他影响	38	-303	90	-74

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-0.8%	27.2%	24.2%	20.1%
EBIT增长率	-188.3%	-146.4%	45.5%	33.0%
归母公司净利润增长率	-179.0%	-178.7%	50.7%	33.1%
获利能力				
毛利率	28.9%	30.2%	31.0%	32.1%
净利率	2.7%	6.3%	7.7%	8.4%
ROE	13.3%	27.9%	30.3%	29.3%
ROIC	8.2%	18.9%	23.0%	26.6%
偿债能力				
资产负债率	82.0%	77.7%	73.5%	67.7%
债务权益比	173.1%	112.0%	78.5%	46.7%
流动比率	0.8	0.9	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.1
应收账款周转天数	129	119	117	118
应付账款周转天数	182	159	147	149
存货周转天数	27	30	32	33
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	2.44	3.68	4.89
每股经营现金流	2.54	1.74	3.41	3.53
每股净资产	6.04	8.22	11.65	16.29
估值比率				
P/E	116	41	28	21
P/B	17	12	9	6
EV/EBITDA	132	67	49	38

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。