

# 三棵树 (603737.SH)

## 业绩逆势高增，渠道优化成效显著

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,429	11,338	14,100	17,094	20,478
增长率 yoy (%)	39.4	-0.8	24.4	21.2	19.8
归母净利润(百万元)	-417	330	903	1,286	1,553
增长率 yoy (%)	-183.1	179.0	174.1	42.4	20.8
ROE (%)	-18.3	12.5	26.7	28.3	25.6
EPS最新摊薄(元)	-1.11	0.88	2.40	3.42	4.12
P/E(倍)	-92.6	117.1	42.7	30.0	24.9
P/B(倍)	19.9	17.0	12.2	9.0	6.7

资料来源：长城证券产业金融研究院 注：股价为2023年4月28日收盘价

**事件：**公司披露2022年年报及2023年一季报，2023年一季度实现营业收入20.53亿元，同比增长20.92%；归母净利润2642.13万元，同比增长168.20%；扣非净利润-4286.20万元，同比增长56.61%。2022年全年实现营业收入113.38亿元，同比下降0.79%；归母净利润3.30亿元，同比增长179.04%；扣非净利润2.22亿元，同比增长139.43%。对此点评如下：

**2023年Q1业绩同比高增，毛利率改善明显。**Q1公司营业收入/归母净利润同比分别20.92%/168.20%至20.53/0.26亿元。**1) 精细化工和防水卷材产销、收入保持增长。**Q1精细化工收入为16.20亿元，同比增长19.33%。其中家装墙面漆/工程墙面漆/家装木器漆/工业木器漆/胶黏剂/基材与辅材分别实现营业收入5.37/6.42/0.01/0.05/1.20/3.16亿元，同比分别变动+16.33%/+12.70%/-10.73%/-53.37%/+11.50%/+52.63%。防水卷材和装饰施工收入分别为2.09/0.84亿元，同比分别变动+18.83%/-28.95%。Q1精细化工产销量分别为29.27/48.70万吨，同比分别增长10.17%/40.60%；防水卷材产销量分别为1709.98/1328.97万㎡，同比分别增长36.50%/24.82%。**2) 原材料价格下降幅度大于价格下降幅度，毛利率环比提升。**价格端，由于公司产品结构及定价策略变化，Q1公司主要产品价格同比皆有下降，其中家装墙面漆/工程墙面漆平均单价同比分别下降0.99/7.45%至6.01/4.10元/kg，环比也有下降。防水卷材平均单价为15.69元/㎡，同比下降4.79%，环比增长5.87%。成本端，除沥青外，Q1公司主要原材料乳液、钛白粉、颜填料等皆有不同程度下降，同比降幅为10-40%，环比降幅多为10%以内。综合影响下，公司毛利率/净利率分别为29.57%/1.40%，同比分别增长3.24%/3.75pct，环比分别增长0.73%/0.92pct。**3) 经营性现金净流出增加，费用率下降。**Q1公司经营性现金流净额为-4.63亿元，较上年同期净流出增加，主要系支付供应商货款增加所致。Q1期间费用率为30.19%，同比下降2.56pct。其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别为18.62%/9.57%/2.01%，同比分别下降2.27%/0.25%/0.04pct。

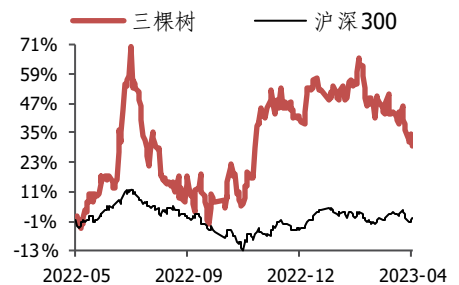
**渠道调整+降本控费成效显著，22年业绩逆势增长。**单四季度，公司营业收入同比下降3.73%至33.92亿元，归母净利润同比增长106.00%至2884.74万元，扣非净利润同比增长101.55%至775.03万元。**1) 精细化工收入略有增长，防水卷材收入同比下降。**2022年精细化工收入为91.96亿元，同比增长2.71%。其中家装墙面漆/工程墙面漆/家装木器漆/工业木器漆/胶黏剂/基材与辅材分别实现营业收入25.65/42.69/0.10/0.45/5.88/17.19亿元，同比分别变动+18.21%/-8.49%/-31.45%/-37.81%/+36.15%/+7.46%。防水卷材和装饰施工收入分别为9.90/7.25亿元，同比分别下降22.10%/3.99%。**2) 渠道结构优化颇有成效，经销端收入占比提升至78.78%。**2022年公司经销/直销模式营业收入分别为

### 增持(维持评级)

#### 股票信息

行业	基础化工
2023年4月28日收盘价(元)	102.50
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
近3月日均成交额(百万元)	152.48

#### 股价走势



#### 作者

分析师 花江月  
 执业证书编号：S1070522100002  
 邮箱：huajiangyue@cgws.com

#### 相关研究

- 《Q3盈利改善明显，结构转型步入新周期—三棵树(603737) 季报点评》2022-10-31
- 《龙头韧性彰显，结构优化助力长期发展—三棵树(603737) 中报点评》2022-08-31

85.97/23.15 亿元，同比分别变动+15.30/-34.31%。经销收入占营收比例为 78.78%，同比增长 10.88pct。3) 精细化工销量小幅增长，平均单价提升趋势明显。2022 年，精细化工产销量分别为 174.62/264.94 万吨，同比分别变动-1.32/+3.39%；防水卷材产销量分别为 6765.26/6309.17 万 m<sup>2</sup>，同比分别下降 17.97/18.70%。产品单价方面，2022 年家装墙面漆/工程墙面漆/家装木器漆/工业木器漆/胶黏剂/基材与辅材平均单价分别为 6.10/4.43/41.68/19.83/12.82/1.41 元/kg，同比分别变动 -5.86/+2.31/+9.00/+12.03/+36.09/-2.76%。防水卷材平均单价为 15.70 元/m<sup>2</sup>，同比下降 4.15%。4) 受益于渠道结构优化、单价提升以及原材料采购价格下降，毛利率同比提升。2022 年，公司经销/直销毛利率 33.17/14.82%，随着经销占比的进一步提升，将带动毛利率的增长。同时，除单体和沥青外，公司主要原材料乳液、钛白粉等采购价格皆有下降，降幅多为 5-20%之间。再加上主要产品单价有所提升，带动公司毛利率/净利率同比分别增长 2.85/6.20pct 至 28.90/2.73%。5) 现金流增长向好，降本控费成效显著。2022 年，公司经营活动产生的现金流净额为 9.56 亿元，同比增长 97.29%，主要系收到客户货款及税费返还增加所致。投资/筹资活动产生的现金流净额分别为 -10.93/1.94 亿元。2022 年，公司降本降费成功显著，期间费用率同比下降 0.61pct 至 23.52%，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 15.26/7.05/1.21%，同比分别变动 -1.16/-0.18/+0.73pct。2022 年公司资产/信用减值损失分别为 0.88/2.18 亿元，同比分别变动+232.75/-73.26%。

至暗时刻已过，23 年市场需求有望好转。2022 年，地缘政治冲突多发，外部环境复杂。国内受地产调控及疫情反复等因素影响，经济下行压力较大，涂料行业经营受到较大影响，根据中国涂料工业协会统计，2022 年，预估全涂料行业企业总产量约 3488 万吨，同比下降 8.5%；主营业务收入约 4525 亿元，同比下降 5.2%；利润总额约 233 亿元，同比下降 23.7%。在此背景下，公司经营显示较强韧性，通过降本增效、渠道优化等措施，实现收入基本维稳，业绩扭亏为盈。展望 23 年：1) 经销端。目前公司营销网络已基本覆盖全国省级行政区划单位的主要城市、直辖市、一线及新一线城市，并深耕地、县、乡镇级市场，后续零售渠道将继续巩固三、四线城市及广大乡镇市场领先地位，扩大市场份额，同时在省会及一、二线大城市继续加快布局和深耕，并积极向海外拓展业务。2) 直销端。公司重视与优质地产合作，聚焦央国企、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加。同时，去年下半年房地产政策加码效果显现，1-3 月房地产数据有所好转，其中竣工端大幅回暖，地产行业景气度有望回升，有望带动公司直销端收入回正。

**投资建议：业绩逆势高增，渠道优化成效显著，维持增持评级。** 预计 2023~2025 年公司归母净利润分别达到 9.03、12.86、15.53 亿元，同比分别增长 174%、42%、21%，对应 PE 估值 43、30、25 倍。公司是涂料行业领先企业，6 大核心竞争力助力持续高增；零售增长强劲，结构优化使得盈利能力、经营质量持续改善；扩大零售布局，工程渠道结构持续完善，助力长期发展。

**风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动风险；房地产调控风险；应收账款回收风险；下游需求低迷风险；募投项目投产后具有成长性风险；市场需求低于预期风险等**

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6688	7321	10063	10917	14163
现金	679	1064	1323	1604	1922
应收票据及应收账款	4287	4348	6390	6627	8968
其他应收款	245	327	385	478	555
预付账款	97	84	141	132	195
存货	567	657	802	935	1162
其他流动资产	813	841	1021	1141	1360
<b>非流动资产</b>	5691	6428	7042	7698	8430
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2374	3853	4404	4975	5602
无形资产	504	490	532	578	607
其他非流动资产	2813	2085	2106	2145	2221
<b>资产总计</b>	12379	13749	17105	18616	22592
<b>流动负债</b>	8360	9209	11880	12500	15308
短期借款	1541	1525	3030	2481	2925
应付票据及应付账款	5188	5932	7332	8458	10603
其他流动负债	1632	1752	1518	1561	1779
<b>非流动负债</b>	1855	2067	1850	1636	1417
长期借款	1369	1474	1257	1042	823
其他非流动负债	486	594	594	594	594
<b>负债合计</b>	10216	11276	13731	14136	16724
少数股东权益	220	201	199	181	132
股本	376	376	527	527	527
资本公积	561	561	411	411	411
留存收益	1005	1334	2098	3221	4624
归属母公司股东权益	1943	2272	3175	4299	5736
<b>负债和股东权益</b>	12379	13749	17105	18616	22592

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	485	956	490	2454	1587
净利润	-396	310	901	1268	1503
折旧摊销	193	282	346	418	497
财务费用	55	137	183	197	181
投资损失	3	-0	0	1	1
营运资金变动	-27	-78	-1260	106	-1217
其他经营现金流	657	305	319	464	623
<b>投资活动现金流</b>	-2486	-1093	-961	-1075	-1229
资本支出	2257	935	960	1074	1228
长期投资	-80	-58	0	0	0
其他投资现金流	-149	-100	-1	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	1318	194	-774	-549	-485
短期借款	304	-15	1505	-550	445
长期借款	974	104	-217	-214	-219
普通股增加	108	0	151	0	0
资本公积增加	-103	0	-151	0	0
其他筹资现金流	36	105	-2062	215	-711
<b>现金净增加额</b>	-684	57	-1246	831	-127

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	11429	11338	14100	17094	20478
营业成本	8452	8062	9616	11448	13819
营业税金及附加	58	77	103	118	134
营业费用	1877	1730	1974	2308	2662
管理费用	555	536	592	752	881
研发费用	271	263	331	409	483
财务费用	55	137	183	197	181
资产减值损失	-840	-305	-319	-464	-623
其他收益	117	105	89	98	102
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-3	0	-0	-1	-1
资产处置收益	-0	1	-0	-0	0
<b>营业利润</b>	-566	334	1070	1495	1798
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	8	16	18	17	15
<b>利润总额</b>	-574	321	1054	1479	1785
所得税	-177	11	153	211	282
<b>净利润</b>	-396	310	901	1268	1503
少数股东损益	21	-19	-2	-17	-49
<b>归属母公司净利润</b>	-417	330	903	1286	1553
EBITDA	-337	733	1567	2078	2443
EPS (元/股)	-1.11	0.88	2.40	3.42	4.12

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	39.4	-0.8	24.4	21.2	19.8
营业利润 (%)	-192.9	159.0	220.5	39.7	20.3
归属母公司净利润 (%)	-183.1	179.0	174.1	42.4	20.8
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	26.0	28.9	31.8	33.0	32.5
净利率 (%)	-3.5	2.7	6.4	7.4	7.3
ROE (%)	-18.3	12.5	26.7	28.3	25.6
ROIC (%)	-6.4	6.7	12.5	16.4	15.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	82.5	82.0	80.3	75.9	74.0
净负债比率 (%)	144.3	127.9	113.1	62.4	46.6
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	3.4	2.8	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	2.7	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	-1.11	0.88	2.40	3.42	4.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.29	2.54	1.30	6.52	4.22
每股净资产 (最新摊薄)	5.16	6.04	8.44	11.42	15.24
<b>估值比率</b>					
P/E	-92.6	117.1	42.7	30.0	24.9
P/B	19.9	17.0	12.2	9.0	6.7
EV/EBITDA	-170.1	78.2	37.0	27.4	23.3

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686