

# 三棵树 (603737.SH)

买入

## 2022 年报及 2023 一季报点评：渠道结构调整优化，盈利能力和经营质量持续改善

### 核心观点

**全年业绩大幅扭亏，23Q1 收入同比高增。**2022 年公司实现营收 113.4 亿元，同比-0.8%，归母净利 3.3 亿元，上年同期-4.2 亿元，扣非归母净利 2.2 亿元，上年同期-5.6 亿元，EPS 为 0.88 元/股，并拟 10 转 4 股，业绩大幅扭亏为盈主因信用减值损失计提 2.1 亿元，较上年同期 8.1 亿元大幅减少，同时受益渠道转型，高端和零售占比提升以及原材料价格下降，盈利能力同比提升贡献。2023Q1 实现营收 20.5 亿元，同比+20.9%，归母净利 0.26 亿元，同比+168.2%，扣非归母净利-0.43 亿元，上年同期-0.99 亿元。

**渠道结构调整优化，23Q1 主要品类均实现不同程度增长。**分渠道看，2022 年经销/直销收入 86/23.2 亿元，同比+15.3%/-34.3%，占比 78.8%/21.2%，直销收入下降主因工程墙面漆、防水卷材收入减少所致，同时受益渠道结构化转型，经销占比大幅提升。分产品看，家装墙面漆/工程墙面漆收入 25.6/43 亿元，同比+18.2%/-8.5%，销量同比+25.8%/-10.5%，受益新渠道拓展和加强分销渠道管理等，家装墙面漆销量同比高增；基材与辅材/防水卷材/装饰施工/胶黏剂收入 17.2/9.9/7.2/5.9 亿元，同比+7.5%/-22.1%/-4.0%/+36.2%。23Q1 家装墙面漆/工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材/胶黏剂收入同比+16.3%/+12.7%/+52.6%/+18.8%/+11.5%，销量同比+17.5%/+21.7%/74.4%/+24.8%/+12.8%。

**盈利能力持续改善，经营质量提升。**2022 年综合毛利率 28.9%，同比+2.85pp，期间费用率 23.5%，同比-0.62pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-1.16/-0.13/+0.73/-0.05pp；2023Q1 毛利率 29.6%，同比+3.24pp，环比+0.73pp，期间费用率 30.2%，同比-2.56pp，环比+5.84pp，受益原材料价格下降及高端和零售占比提升，毛利率持续改善。2022 年经营性现金流净额 9.6 亿元，同比+97.3%，同比 Q4 单季 4.2 亿元，收现比 1.11，上年同期 0.98，受益良好回款及税费返还增加，现金流同比大幅提升；截至 2022 年末资产负债率 82%，同比-0.51pp，23Q1 资产负债率 81.3%，负债率延续下降趋势。

**风险提示：**地产投资恢复不及预期；渠道产品拓展不及预期；回款不及预期

**投资建议：**渠道结构调整转型，看好 C 端和小 B 端发力，维持“买入”评级

公司积极推进渠道结构战略性调整，聚焦零售高端转型和工程渠道优化拓展，精耕布局优质赛道并逐步发力旧改、学校、医院等小 B 端应用场景和下沉县级渠道，持续贡献新增长点，同时报告期四川、安徽、秀屿和湖北大禹等多个新车间投产，将为后续增长奠定良好基础。预计 23-25 年 EPS 分别为 2.59/3.86/5.17 元/股，对应 PE 为 39.6/26.6/19.8x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2021    | 2022    | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 11,429  | 11,338  | 14,592 | 18,152 | 22,138 |
| (+/-%)       | 39.4%   | -0.8%   | 28.7%  | 24.4%  | 22.0%  |
| 净利润(百万元)     | -417    | 330     | 974    | 1453   | 1945   |
| (+/-%)       | -183.1% | -179.0% | 195.5% | 49.2%  | 33.9%  |
| 每股收益(元)      | -1.11   | 0.88    | 2.59   | 3.86   | 5.17   |
| EBIT Margin  | 1.9%    | 5.9%    | 8.0%   | 9.0%   | 9.5%   |
| 净资产收益率 (ROE) | -21.5%  | 14.5%   | 31.9%  | 34.5%  | 33.7%  |
| 市盈率 (PE)     | -92.6   | 117.1   | 39.6   | 26.6   | 19.8   |
| EV/EBITDA    | 121.5   | 52.9    | 31.6   | 24.5   | 20.6   |
| 市净率 (PB)     | 19.86   | 16.98   | 12.65  | 9.16   | 6.69   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 建筑材料·装修建材

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 102.50 元        |
| 总市值/流通市值    | 38585/38585 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 139.98/75.11 元  |
| 近 3 个月日均成交额 | 151.67 百万元      |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《三棵树 (603737.SH) -2022 年中报点评：渠道布局持续优化，零售业务大幅增长》——2022-08-31
- 《三棵树 (603737.SH) -2021 年报及 2022 一季报点评：减值计提拖累业绩，资债结构有待优化》——2022-05-05
- 《三棵树-603737-2021 年中报点评：盈利短期承压，中长期成长可期》——2021-08-10

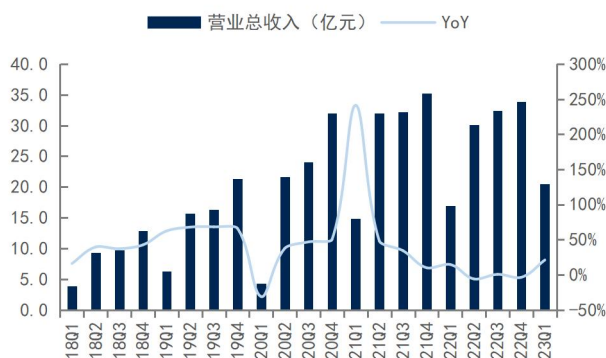
**全年业绩大幅扭亏，23Q1 收入同比高增。**2022 年公司实现营收 113.4 亿元，同比-0.8%，归母净利润 3.3 亿元，上年同期-4.2 亿元，扣非归母净利润 2.2 亿元，上年同期-5.6 亿元，EPS 为 0.88 元/股，符合此前业绩预告，并拟 10 转 4 股，业绩大幅扭亏为盈主因信用减值损失计提 2.1 亿元，较上年同期 8.1 亿元大幅减少，同时受益渠道结构转型，高端和零售占比提升以及原材料价格下降，盈利能力同比提升贡献。2023Q1 实现营收 20.5 亿元，同比+20.9%，归母净利润 0.26 亿元，同比+168.2%，扣非归母净利润-0.43 亿元，上年同期-0.99 亿元。

图1：三棵树营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三棵树单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：三棵树归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：三棵树单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

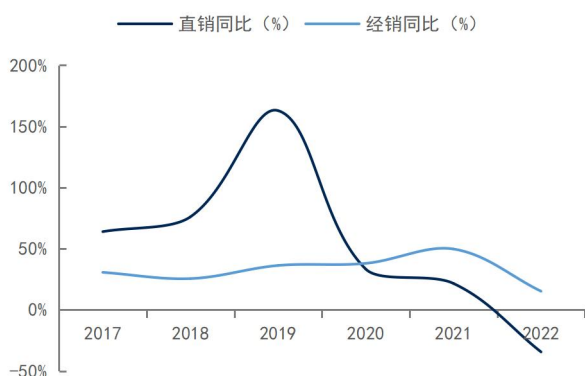


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
(20Q1=-6484%, 22Q3=+518%)

**渠道结构调整优化，23Q1 主要品类均实现不同程度增长。**分渠道看，2022 年经销/直销收入 86/23.2 亿元，同比+15.3%/-34.3%，占比 78.8%/21.2%，直销收入下降主因工程墙面漆、防水卷材收入减少所致，同时受益渠道结构化转型，经销占比大幅提升。分产品看，家装墙面漆/工程墙面漆收入 25.6/43 亿元，同比+18.2%/-8.5%，销量同比+25.8%/-10.5%，产品均价 6.1/4.4 元/kg，同比-6%/+2.3%，受益新渠道拓展和加强分销渠道管理等，家装墙面漆销量同比高增，均价同比下降主因原材料价格下行、加大推广促销和产品结构变化影响；基材与

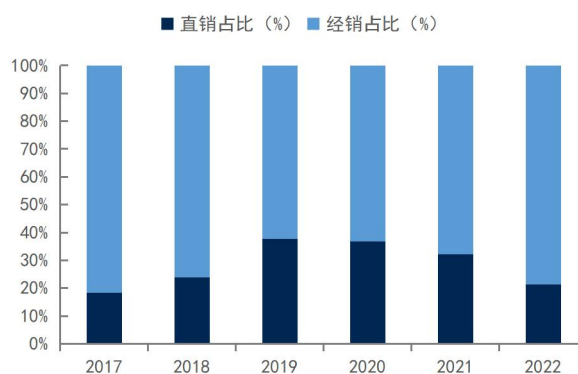
辅材/防水卷材/装饰施工/胶黏剂收入 17.2/9.9/7.2/5.9 亿元，同比 +7.5%/-22.1%/-4.0%/+36.2%。2023Q1 家装墙面漆/工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材/胶黏剂收入同比+16.3%/+12.7%/+52.6%/+18.8%/+11.5%，销量同比 +17.5%/+21.7%/74.4%/+24.8%/+12.8%，继续受益市场开拓和渠道建设持续完善，主要品类均实现不同程度增长。

图5：三棵树分渠道收入增速（单位：%）



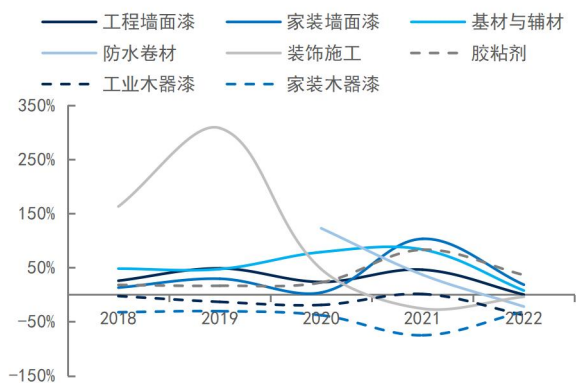
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：三棵树分渠道收入结构（单位：%）



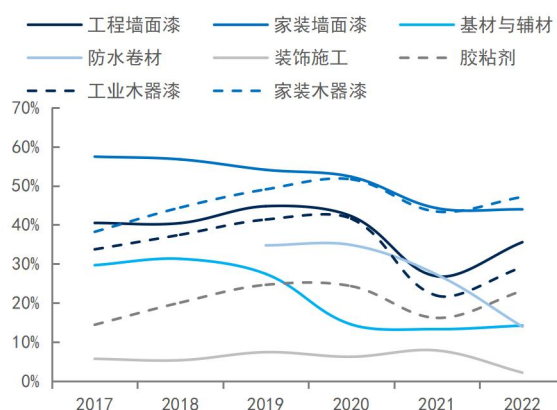
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：三棵树分产品收入增速（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：三棵树分产品毛利率（单位：%）



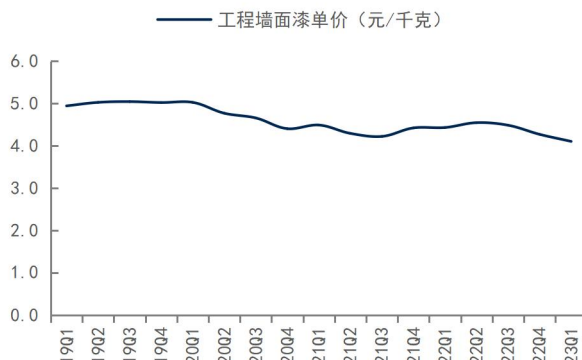
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：三棵树分季度工程墙面漆销量及增速（单位：吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：三棵树分季度工程墙面漆单价（单位：元/千克）



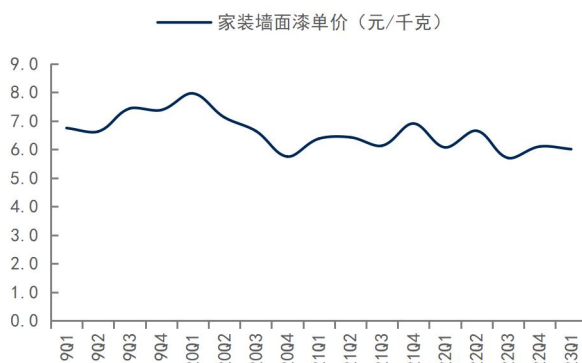
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：三棵树分季度家装墙面漆销量及增速（单位：吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：三棵树分季度家装墙面漆单价（单位：元/千克）



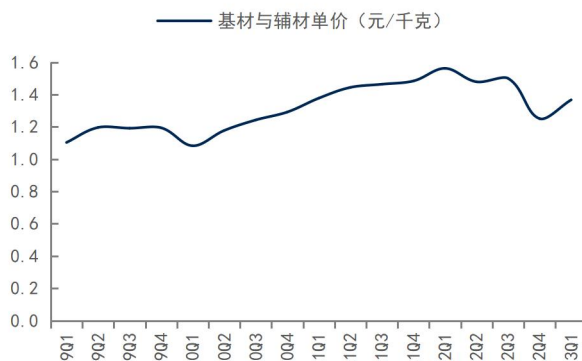
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：三棵树分季度基材与辅材销量及增速（单位：吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：三棵树分季度基材与辅材单价（单位：元/千克）



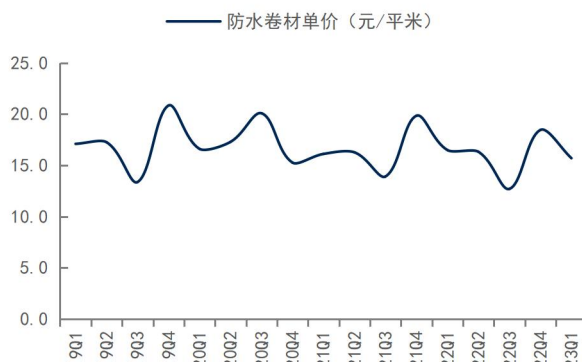
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 三棵树分季度防水卷材销量及增速 (单位: 万平米、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

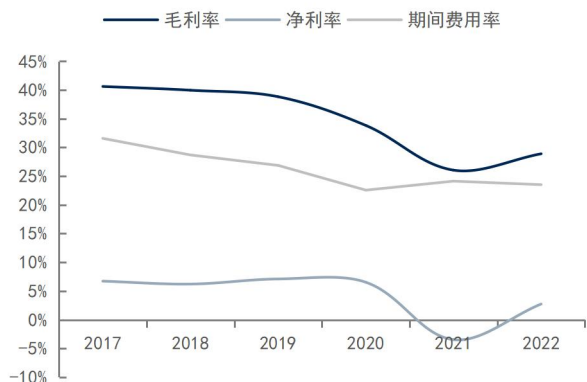
图 16: 三棵树分季度防水卷材单价 (单位: 元/㎡)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

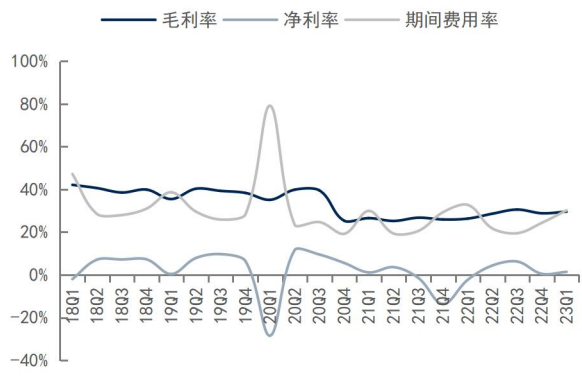
**盈利能力持续改善, 经营质量提升。**2022 年实现综合毛利率 28.9%, 同比+2.85pp, 期间费用率 23.5%, 同比-0.62pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别-1.16/-0.13/+0.73/-0.05pp, 财务费用率增加主因借款费用增加所致; 2023Q1 毛利率 29.6%, 同比+3.24pp, 环比+0.73pp, 期间费用率 30.2%, 同比-2.56pp, 环比+5.84pp, 受益原材料价格下降及高端和零售占比提升, 毛利率持续改善。2022 年公司实现经营性现金流净额 9.6 亿元, 同比+97.3%, 同比 Q4 单季 4.2 亿元, 收现比 1.11, 上年同期 0.98, 受益良好回款及税费返还增加, 现金流同比大幅提升; 截至 2022 年末资产负债率 82%, 同比-0.51pp, 23Q1 资产负债率 81.3%, 负债率延续下降趋势。

图 17: 三棵树毛利率和净利率及期间费用率 (单位: %)



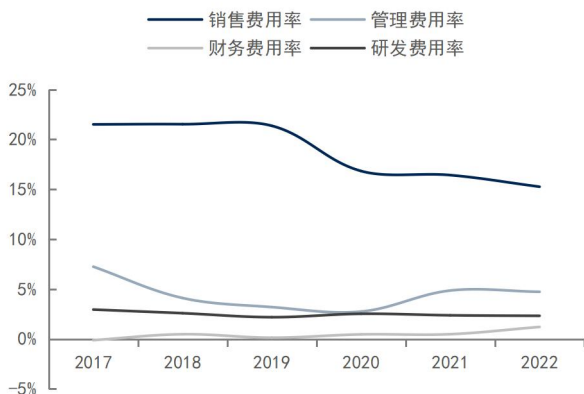
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 三棵树单季毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



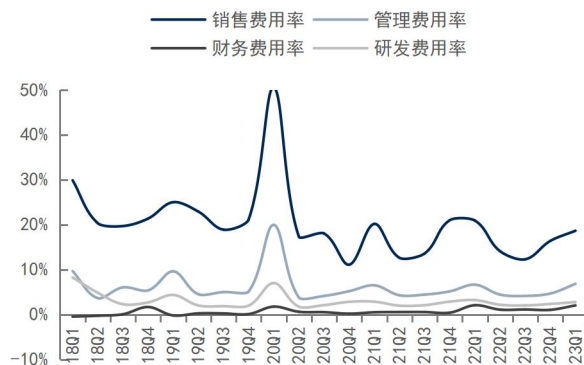
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19：三棵树销售/管理/财务/研发费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20：三棵树单季销售/管理/财务/研发费用率（单位：%）



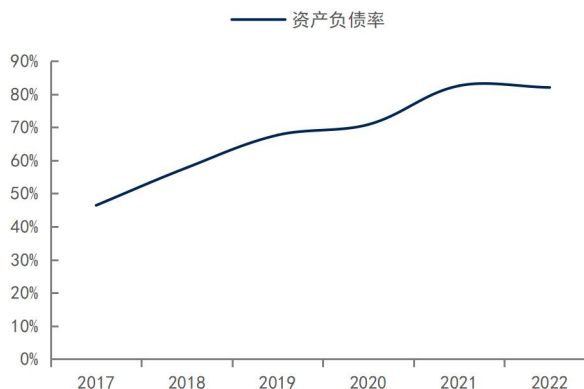
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21：三棵树经营性现金流净额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22：三棵树资产负债率(单位：%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：渠道结构调整转型，看好C端和小B端发力，维持“买入”评级。**公司积极推进渠道结构战略性调整，聚焦零售高端转型和工程渠道优化拓展，精耕布局优质赛道并逐步发力旧改、学校、医院等小B端应用场景和下沉县级渠道，持续贡献新增长点，同时报告期四川、安徽、秀屿和湖北大禹等多个新车间投产，将为后续增长奠定良好基础。预计23-25年EPS分别为2.59/3.86/5.17元/股，对应PE为39.6/26.6/19.8x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              |              | 利润表 (百万元)          |              |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                    | 2021         | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| 现金及现金等价物         | 679          | 1064         | 1656         | 2975         | 4804         | 营业收入               | 11429        | 11338         | 14592         | 18152         | 22138         |
| 应收款项             | 4532         | 4675         | 6197         | 7323         | 8931         | 营业成本               | 8452         | 8062          | 10215         | 12525         | 15164         |
| 存货净额             | 567          | 657          | 845          | 984          | 1195         | 营业税金及附加            | 58           | 77            | 88            | 109           | 133           |
| 其他流动资产           | 830          | 873          | 730          | 908          | 886          | 销售费用               | 1877         | 1730          | 2189          | 2723          | 3321          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6688</b>  | <b>7321</b>  | <b>9480</b>  | <b>12243</b> | <b>15869</b> | 管理费用               | 555          | 536           | 603           | 746           | 905           |
| 固定资产             | 4013         | 4963         | 5457         | 5974         | 6528         | 研发费用               | 271          | 263           | 336           | 418           | 509           |
| 无形资产及其他          | 504          | 490          | 520          | 551          | 589          | 财务费用               | 55           | 137           | 139           | 110           | 71            |
| 投资性房地产           | 1174         | 974          | 974          | 974          | 974          | 投资收益               | (3)          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值及公允价值变动        | (26)         | (88)          | (50)          | (50)          | (50)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>12379</b> | <b>13749</b> | <b>16431</b> | <b>19743</b> | <b>23960</b> | 其他收入               | (968)        | (375)         | (286)         | (368)         | (459)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 2005         | 2214         | 2000         | 2000         | 2000         | 营业利润               | (566)        | 334           | 1023          | 1522          | 2035          |
| 应付款项             | 5188         | 5932         | 7033         | 9061         | 11001        | 营业外净收支             | (7)          | (13)          | (10)          | (10)          | (10)          |
| 其他流动负债           | 1168         | 1063         | 1956         | 2018         | 2689         | <b>利润总额</b>        | <b>(574)</b> | <b>321</b>    | <b>1013</b>   | <b>1512</b>   | <b>2025</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>8360</b>  | <b>9209</b>  | <b>10989</b> | <b>13079</b> | <b>15691</b> | 所得税费用              | (177)        | 11            | 101           | 151           | 202           |
| 长期借款及应付债券        | 1369         | 1474         | 1474         | 1474         | 1474         | 少数股东损益             | 21           | (19)          | (62)          | (92)          | (123)         |
| 其他长期负债           | 486          | 594          | 771          | 914          | 1074         | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>(417)</b> | <b>330</b>    | <b>974</b>    | <b>1453</b>   | <b>1945</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1855</b>  | <b>2067</b>  | <b>2245</b>  | <b>2388</b>  | <b>2548</b>  | <b>现金流量表 (百万元)</b> |              |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>10216</b> | <b>11276</b> | <b>13234</b> | <b>15467</b> | <b>18238</b> | 净利润                | (417)        | 330           | 974           | 1453          | 1945          |
| 少数股东权益           | 220          | 201          | 146          | 63           | (48)         | 资产减值准备             | 6            | 61            | 30            | 10            | 12            |
| 股东权益             | 1943         | 2272         | 3051         | 4213         | 5769         | 折旧摊销               | 186          | 272           | 475           | 573           | 649           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>12379</b> | <b>13749</b> | <b>16431</b> | <b>19743</b> | <b>23960</b> | 公允价值变动损失           | 26           | 88            | 50            | 50            | 50            |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 财务费用               | 55           | 137           | 139           | 110           | 71            |
| 每股收益             | (1.11)       | 0.88         | 2.59         | 3.86         | 5.17         | 营运资本变动             | 378          | 732           | 636           | 799           | 987           |
| 每股红利             | 0.70         | 0.42         | 0.52         | 0.77         | 1.03         | 其它                 | 28           | (71)          | (85)          | (93)          | (122)         |
| 每股净资产            | 5.16         | 6.04         | 8.11         | 11.19        | 15.33        | <b>经营活动现金流</b>     | <b>207</b>   | <b>1411</b>   | <b>2079</b>   | <b>2791</b>   | <b>3520</b>   |
| ROIC             | 3%           | 9%           | 16%          | 24%          | 33%          | 资本开支               | 0            | (1174)        | (1079)        | (1181)        | (1302)        |
| ROE              | -21%         | 15%          | 32%          | 34%          | 34%          | 其它投资现金流            | (80)         | 27            | 0             | 0             | 0             |
| 毛利率              | 26%          | 29%          | 30%          | 31%          | 32%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(80)</b>  | <b>(1147)</b> | <b>(1079)</b> | <b>(1181)</b> | <b>(1302)</b> |
| EBIT Margin      | 2%           | 6%           | 8%           | 9%           | 10%          | 权益性融资              | (0)          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 4%           | 8%           | 11%          | 12%          | 12%          | 负债净变化              | 974          | 104           | 0             | 0             | 0             |
| 收入增长             | 39%          | -1%          | 29%          | 24%          | 22%          | 支付股利、利息            | (265)        | (158)         | (195)         | (291)         | (389)         |
| 净利润增长率           | -183%        | -179%        | 195%         | 49%          | 34%          | 其它融资现金流            | (2190)       | 228           | (214)         | 0             | 0             |
| 资产负债率            | 84%          | 83%          | 81%          | 79%          | 76%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(772)</b> | <b>121</b>    | <b>(409)</b>  | <b>(291)</b>  | <b>(389)</b>  |
| 股息率              | 0.7%         | 0.4%         | 0.5%         | 0.8%         | 1.0%         | <b>现金净变动</b>       | <b>(645)</b> | <b>385</b>    | <b>592</b>    | <b>1319</b>   | <b>1829</b>   |
| P/E              | (92.6)       | 117.1        | 39.6         | 26.6         | 19.8         | 货币资金的期初余额          | 1324         | 679           | 1064          | 1656          | 2975          |
| P/B              | 19.9         | 17.0         | 12.6         | 9.2          | 6.7          | 货币资金的期末余额          | 679          | 1064          | 1656          | 2975          | 4804          |
| EV/EBITDA        | 121.5        | 52.9         | 31.6         | 24.5         | 20.6         | 企业自由现金流            | 0            | 477           | 1078          | 1659          | 2228          |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流            | 0            | 810           | 740           | 1560          | 2165          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                   |
|------------|----|----------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上     |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数±10%之间     |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上     |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上   |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数±10%之间   |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上   |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032