

渠道优势显著，城中村改造释放需求

三棵树(603737)

评级:	买入	股票代码:	603737
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	132.79/60.48
目标价格:		总市值(亿)	431.20
最新收盘价:	81.82	自由流通市值(亿)	431.20
		自由流通股数(百万)	527.01

事件概述: 公司发布 2023 年中报, 2023H1 公司实现营收 57.36 亿元, 同比+21.86%; 归母净利润 3.11 亿元, 同比+223.95%, 符合中报业绩预告 (3.0-3.3 亿元); 实现扣非归母净利润 2.23 亿元, 同比+2870.47%。Q2 单季度看, 公司实现营收/归母净利润为 36.8/ 2.8 亿元, 同比+22.4%/+111.1%, Q2 单季看同比增速亮眼; 23H1 经营性净现金流+1.9 亿元, 同比+25.0%, 我们认为公司在渠道优化和转型后, 现金流得到明显改善, 并有望持续。且公司在下沉市场优势显著, 领先同行。

► **多品类销量逆势增长, 原材料价格下降释放盈利空间。** 据公司经营数据公告, 分产品拆分来看, 在营收端, 23H1 公司主要销售产品家装墙面漆/ 工程墙面漆/ 胶黏剂/ 基材与辅材/防水卷材分别实现收入 12.1/ 20.6/ 3.2/ 10.6/ 5.5 亿元, 同比+11.3%/ +16.6%/ +20.2%/ +51.5%/ +32.6%, 收入同比增长的原因主要系销量增长; 在销量端, 23H1 公司主要销售产品家装墙面漆/工程墙面漆/胶黏剂/基材与辅材/防水卷材分别销售 20.34/ 50.65/ 26.68/ 79.89 万吨/ 35.40 万平米, 同比+19.75%/ +29.32%/ +20.69%/ +71.15%/ +38.73%, 多品类销量同比均实现正增长, 我们认为在地产景气度下行的背景下, 公司销量逆势增长主要受益于公司零售端和小 B 端的客户的拓展, 渠道变革的效果已经开始显现; 因其受原材料价格下降和行业竞争影响, 销售单价出现下滑, 分别为 5940/ 4060/ 12080/ 1330/ 15660 元/吨, 同比-7.2%/ -9.9%/ -0.4%/ -11.3%/ -4.4%; 从原材料成本看, 23H1 公司主要采购乳液/ 钛白粉/ 颜填料/ 助剂/ 树脂/ 溶剂/ 单体/ 沥青单价为 5200/ 13200/ 600/ 15500/ 15800/ 5000/ 8000/ 3600 元/吨, 同比-25.71%/ -21.89%/ -14.29%/ -16.22%/ -23.67%/ -16.67%/ -42.45%/ 0%, 公司产品销售价格虽有下滑, 但下降幅度远小于原材料价格, 说明品牌优势明显。

► **内控能力显著提升, Q2 单季度净利率回升至 19 年同期水平。** 据公司半年报, 职工薪酬和广告及宣传费等增长幅度低于收入增速, 销售费用率下降。23H1 期间整体费用率 23.6%, 同比-2.1pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 14.4%/5.4%/2.2%/1.6%, 同比-2.1/+0.2/-0.4/+0.2pct; 拆开看, 23H1 归母净利率 5.4%, 同比+3.4pct; Q2 为 7.7%, 同/环比+3.2/+6.4pct, 单季度归母净利率恢复至 19 年同期水平, 主要贡献为毛利率提升了 3.3pct (原材料价格下降) 以及费用率下降了 2.1pct (内控管理提升, 销售费用下降), 我们认为净利率空间仍有望释放。

► **城中村/旧改释放需求, 存量市场迎来发展。** 公司在 2020 年之前就已拓展城中村/旧改项目, 在政策催化下迎来新的增量。据公司年报, 《2020 年政府工作报告》中提出建设城镇保障房并深入推进农村危房改造; 2020 年 7 月《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出到“十四五”期末, 力争基本完成 2000 年底前建成的城镇老旧小区改造任务; 今年 7 月, 国常会通过了《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》, 强调城中村改造是提升民生、扩大内需和推动城市高质量发展的重要手段。据公司 2020 年报数据, 我国城镇约有 4300 万户家庭居住在 16 万个老旧小区内, 建筑面积近 40 亿平米。城中村/旧改将为涂料、防水材料、保温材料及

辅料带来新的市场机遇，若再带动室内翻新将释放更大空间。加之目前地产调整、原材料等因素，涂料行业加速出清，行业集中度仍较低，我们认为后续集中度提升逻辑清晰。

投资建议

我们维持公司 2023-2025 年营业收入预测至 143.57/175.45/206.31 亿元，归母净利润为 8.50/12.86/17.38 亿元，EPS 为 1.61/2.44/3.30 元。对应 7 月 31 日 81.82 元收盘价 50.74/ 33.52/ 24.82xPE。维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，渠道拓展弱于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,429	11,338	14,357	17,545	20,631
YoY (%)	39.4%	-0.8%	26.6%	22.2%	17.6%
归母净利润(百万元)	-417	330	850	1,286	1,738
YoY (%)	-183.1%	179.0%	157.9%	51.4%	35.1%
毛利率 (%)	26.0%	28.9%	30.5%	31.6%	32.4%
每股收益 (元)	-1.11	0.88	1.61	2.44	3.30
ROE	-21.5%	14.5%	27.2%	29.2%	28.3%
市盈率	-73.71	92.98	50.74	33.52	24.82

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

研究助理：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,338	14,357	17,545	20,631	净利润	310	819	1,227	1,659
YoY(%)	-0.8%	26.6%	22.2%	17.6%	折旧和摊销	322	528	674	784
营业成本	8,062	9,974	11,993	13,947	营运资金变动	-78	-775	617	-640
营业税金及附加	77	94	112	134	经营活动现金流	956	764	2,695	1,984
销售费用	1,730	2,284	2,768	3,246	资本开支	-935	-1,761	-1,697	-1,643
管理费用	536	698	845	994	投资	-158	-13	-11	-5
财务费用	137	47	81	55	投资活动现金流	-1,093	-1,776	-1,710	-1,649
研发费用	263	341	413	486	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-88	0	0	0	债务募资	251	107	106	85
投资收益	0	-1	-1	-1	筹资活动现金流	194	29	22	-2
营业利润	334	958	1,421	1,887	现金净流量	57	-983	1,007	332
营业外收支	-13	-13	-12	-13					
利润总额	321	945	1,409	1,874	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	11	126	183	216	成长能力				
净利润	310	819	1,227	1,659	营业收入增长率	-0.8%	26.6%	22.2%	17.6%
归属于母公司净利润	330	850	1,286	1,738	净利润增长率	179.0%	157.9%	51.4%	35.1%
YoY(%)	179.0%	157.9%	51.4%	35.1%	盈利能力				
每股收益	0.88	1.61	2.44	3.30	毛利率	28.9%	30.5%	31.6%	32.4%
					净利率	2.9%	5.9%	7.3%	8.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	2.4%	5.6%	6.7%	8.2%
货币资金	1,064	81	1,088	1,420	净资产收益率 ROE	14.5%	27.2%	29.2%	28.3%
预付款项	84	117	135	157	偿债能力				
存货	657	667	986	945	流动比率	0.80	0.77	0.84	0.91
其他流动资产	5,516	6,616	8,431	9,261	速动比率	0.63	0.60	0.68	0.74
流动资产合计	7,321	7,480	10,640	11,783	现金比率	0.12	0.01	0.09	0.11
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	82.0%	78.2%	76.6%	71.0%
固定资产	3,853	4,933	5,861	6,710	经营效率				
无形资产	490	592	663	730	总资产周转率	0.87	0.99	1.02	1.02
非流动资产合计	6,428	7,649	8,660	9,507	每股指标 (元)				
资产合计	13,749	15,129	19,300	21,290	每股收益	0.88	1.61	2.44	3.30
短期借款	1,525	1,619	1,711	1,786	每股净资产	6.04	5.92	8.36	11.66
应付账款及票据	5,932	6,102	8,712	8,717	每股经营现金流	2.54	1.45	5.11	3.76
其他流动负债	1,752	2,035	2,264	2,505	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9,209	9,756	12,688	13,008	估值分析				
长期借款	1,474	1,474	1,474	1,474	PE	92.98	50.74	33.52	24.82
其他长期负债	594	607	620	631	PB	18.86	13.81	9.78	7.02
非流动负债合计	2,067	2,081	2,094	2,104					
负债合计	11,276	11,837	14,782	15,113					
股本	376	527	527	527					
少数股东权益	201	170	110	31					
股东权益合计	2,473	3,292	4,518	6,177					
负债和股东权益合计	13,749	15,129	19,300	21,290					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。