

**三棵树 (603737.SH)**
**B 端非房业务增速亮眼，业绩弹性加速释放**

2023 年 08 月 01 日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**张绪成（分析师）**
**朱思敏（联系人）**

zhangxucheng@kysec.cn

zhusimin@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790122050026

日期	2023/8/1
当前股价(元)	78.36
一年最高最低(元)	132.79/60.48
总市值(亿元)	412.97
流通市值(亿元)	412.97
总股本(亿股)	5.27
流通股本(亿股)	5.27
近 3 个月换手率(%)	26.29

**● B 端非房业务增速亮眼，业绩弹性加速释放。维持“买入”评级**

公司发布 2023 年半年度报告，2023 年 1-6 月实现营收 57.36 亿元，同比+21.86%，归母净利润 3.11 亿元，同比+223.95%，扣非净利润 2.23 亿元，同比+2870.47%；其中 2023Q2 实现营收 36.83 亿元，同比+22.39%，归母净利润 2.84 亿元，同比+111.09%，扣非净利润 2.65 亿元，同比+149.73%。公司渠道转型成效显著，C 端业务维持稳增长，B 端非房业务实现快速增长。公司渠道、品牌、差异化定价优势凸显，业绩弹性有望加速释放。公司渠道变革成效显著，因此我们上调 2023-2025 年盈利预测，2023-2025 年公司预计实现归母净利润 9.33（前值 9.06）/12.17（前值 12.16）/16.16（前值 15.12）亿元，同比+183.3%/+30.4%/+32.8%；EPS 分别为 1.77/2.31/3.07 元，对应当前股价，PE 为 44.2/33.9/25.6 倍，PB 为 12.9 /9.3/6.8 倍。维持“买入”评级。

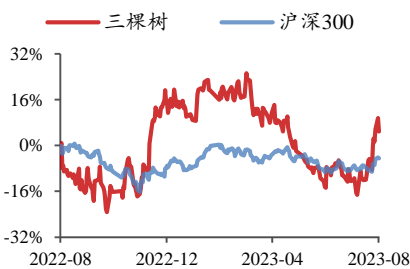
**● 渠道变革成效显著，B 端非房业务增速亮眼**

2023H1 公司营收 57.63 亿元，同比增长 21.86%。分业务来看，家装涂料/工程涂料/基材与辅材/防水卷材营收占比分别为 21.07%/35.87%/18.53%/9.66%，营收同比增速分别为+11.29%/+16.61%/+51.50%/+32.57%。**小 B 端和 C 端业务成为公司业绩增长的核心驱动力**：(1) C 端，在稳固三四线城市市占率基础上，向一二线城市扩展，同时公司积极开拓新型电商渠道，随着存量翻新需求持续释放，渠道赋能优势或将显现，C 端业务有望稳步增长；(2) B 端非房，公司主要与优质房企、央企、城建城投等优质客户合作，重点发力旧改、学校、医院等多元化应用场景，渠道下沉以及差异化定价赋能小 B 端业务快速增长，随着政府全力推进城中村改造，建筑涂料 B 端非房市场规模可观。

**● 原材料价格大幅回落+降本增效成效显著，盈利弹性加速释放**

自 2022Q1 公司盈利能力持续改善，2023H1 公司净利率为 5.51%，同比+3.56pct，环比 2023Q1 改善 4.11pct，盈利弹性加速释放，主要原因：(1) **原材料价格大幅回落，毛利率显著改善**，2023H1 公司毛利率 31.04%，同比+3.24pct，环比 2023Q1 改善 1.47pct，(a) 乳液，建筑涂料用乳液以丙烯酸乳液为主，2023H1 公司乳液采购价格同比下降 25.71%，相较于 2023Q1 降幅扩大 1.42pct，主要系 2022 年上游丙烯酸产能增长 12%所致，2023 年丙烯酸或将新增产能 46 万吨/年，同比增幅达 13%，乳液采购价格中枢或将继续下移；(b) 钛白粉，2023H1 钛白粉采购价格同比下降 21.89%，随着地产竣工端逐步改善，钛白粉价格或将小幅上涨，但相较于 2022 年成本端压力有望显著减弱。(2) **降本增效成效显著，期间费用率显著下降**，2023H1 销售/管理/财务费用率同比-2.11/+0.18/+0.15pct，环比 2023Q1 降低 4.19/1.43/0.43pct，销售费用率显著改善主要系销售人员业绩逐步放量、人均能效显著提升所致。(3) 相较于 B 端房地产业务，B 端非房和 C 端业务毛利更高且更稳定，**随着渠道变革的推进，公司毛利中枢有望上移**。随着公司盈利能力持续改善，自 2022Q2 资产负债率逐步修复，截至 2023 年 6 月 30 日资产负债率 81.18%，同比-2.03pct，环比 3 月 31 日-0.14pct。

**● 风险提示**：原材料价格上涨风险；公司投产节奏不及预期风险；保交楼政策落地不及预期风险。

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

《渠道转型成效凸显，业绩弹性有望加速释放——公司信息更新报告》  
-2023.5.3

《涂料龙头地位巩固，全渠道布局开启新成长——公司首次覆盖报告》  
-2023.1.30

**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,429	11,338	14,730	18,226	21,990
YOY(%)	39.4	-0.8	29.9	23.7	20.7
归母净利润(百万元)	-417	330	933	1,217	1,616
YOY(%)	-183.1	179.0	183.3	30.4	32.8
毛利率(%)	26.0	28.9	31.8	31.2	31.5
净利率(%)	-3.6	2.9	6.3	6.7	7.3
ROE(%)	-18.3	12.5	28.4	27.0	26.4
EPS(摊薄/元)	-0.79	0.63	1.77	2.31	3.07
P/E(倍)	-99.1	125.3	44.2	33.9	25.6
P/B(倍)	21.3	18.2	12.9	9.3	6.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6688	7321	9050	11538	13431
现金	679	1064	1545	1569	2088
应收票据及应收账款	4287	4348	5544	7064	8365
其他应收款	245	327	204	519	388
预付账款	97	84	143	144	201
存货	567	657	848	922	1298
其他流动资产	813	841	765	1321	1090
<b>非流动资产</b>	5691	6428	7144	8108	8927
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2374	3853	4570	5289	6041
无形资产	504	490	531	576	603
其他非流动资产	2813	2085	2043	2244	2283
<b>资产总计</b>	12379	13749	16194	19647	22358
<b>流动负债</b>	8360	9209	10999	13298	14522
短期借款	1541	1525	4186	2429	3727
应付票据及应付账款	5188	5932	5287	9250	8943
其他流动负债	1632	1752	1526	1618	1852
<b>非流动负债</b>	1855	2067	1739	1612	1398
长期借款	1369	1474	1289	1102	880
其他非流动负债	486	594	450	510	518
<b>负债合计</b>	10216	11276	12738	14910	15920
少数股东权益	220	201	250	314	399
股本	376	376	376	376	376
资本公积	561	561	561	561	561
留存收益	1005	1334	2317	3598	5299
<b>归属母公司股东权益</b>	1943	2272	3206	4423	6039
<b>负债和股东权益</b>	12379	13749	16194	19647	22358

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	485	956	-144	3374	840
净利润	-396	310	983	1281	1701
折旧摊销	193	282	331	407	483
财务费用	55	137	162	176	147
投资损失	3	-0	1	1	1
营运资金变动	-27	-78	-1960	1421	-1637
其他经营现金流	657	305	340	86	146
<b>投资活动现金流</b>	-2486	-1093	-1181	-1323	-1291
资本支出	2257	935	1133	1248	1356
长期投资	-80	-58	0	0	0
其他投资现金流	-149	-100	-48	-75	64
<b>筹资活动现金流</b>	1318	194	-946	-205	-340
短期借款	304	-15	2661	-1757	1297
长期借款	974	104	-185	-187	-222
普通股增加	108	0	0	0	0
资本公积增加	-103	0	0	0	0
其他筹资现金流	36	105	-3422	1739	-1416
<b>现金净增加额</b>	-684	57	-2271	1846	-792

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	11429	11338	14730	18226	21990
营业成本	8452	8062	10045	12540	15058
营业税金及附加	58	77	103	128	154
营业费用	1877	1730	2180	2643	3189
管理费用	555	536	692	848	1023
研发费用	271	263	339	419	506
财务费用	55	137	162	176	147
资产减值损失	-26	-88	50	50	50
其他收益	117	105	100	100	100
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	-3	0	-1	-1	-1
资产处置收益	-0	1	-0	0	0
<b>营业利润</b>	-566	334	1057	1372	1814
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	8	16	25	25	25
<b>利润总额</b>	-574	321	1034	1349	1791
所得税	-177	11	52	67	90
<b>净利润</b>	-396	310	983	1281	1701
少数股东损益	21	-19	49	64	85
<b>归属母公司净利润</b>	-417	330	933	1217	1616
EBITDA	-217	761	1547	1952	2440
EPS(元)	-0.79	0.63	1.77	2.31	3.07

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	39.4	-0.8	29.9	23.7	20.7
营业利润(%)	-192.9	159.0	216.7	29.7	32.2
归属于母公司净利润(%)	-183.1	179.0	183.3	30.4	32.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.0	28.9	31.8	31.2	31.5
净利率(%)	-3.6	2.9	6.3	6.7	7.3
ROE(%)	-18.3	12.5	28.4	27.0	26.4
ROIC(%)	-4.9	7.1	12.3	16.7	16.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	82.5	82.0	78.7	75.9	71.2
净负债比率(%)	144.3	127.9	134.6	58.6	52.4
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	3.4	2.8	3.3	3.2	3.1
应付账款周转率	2.7	2.0	2.4	2.4	2.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.79	0.63	1.77	2.31	3.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.81	-0.27	6.40	1.59
每股净资产(最新摊薄)	3.69	4.31	6.08	8.39	11.46
<b>估值比率</b>					
P/E	-99.1	125.3	44.2	33.9	25.6
P/B	21.3	18.2	12.9	9.3	6.8
EV/EBITDA	-150.7	43.1	22.2	16.7	13.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn