

## 三棵树

603737

审慎增持 (维持)

## Q1 营收稳步增长，原材料上涨业绩承压

2022年05月04日

## 市场数据

市场数据日期	2022-04-29
收盘价(元)	74.24
总股本(百万股)	376.44
流通股本(百万股)	376.44
总市值(百万元)	27946.72
流通市值(百万元)	27946.72
净资产(百万元)	1903.88
总资产(百万元)	12833.93
每股净资产(元)	5.06

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证建材】三棵树: 涂料高增、防水放量, 现金流改善》  
2021-04-29

《兴证化工\_三棵树(603737) 2020年业绩快报点评: 品牌度提高助力产品销量提升, 公司业绩延续高增长》2021-01-15

《兴证化工\_三棵树(603737) 2020年三季报点评: 工程漆业务持续增长, 业绩延续高增速, 产能布局全国保障未来成长》  
2020-10-29

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理:

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11429	14629	17891	21916
同比增长	39.4%	28.0%	22.3%	22.5%
归母净利润(百万元)	-417	802	1009	1266
同比增长	-183.1%	292.3%	25.9%	25.5%
毛利率	26.0%	33.0%	33.0%	33.0%
净利率	-3.6%	5.5%	5.6%	5.8%
净资产收益率	-21.5%	29.3%	28.0%	26.8%
每股收益(元)	-1.11	2.13	2.68	3.36
每股经营现金流(元)	1.29	1.88	4.10	5.42

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 2021年公司实现营收114.29亿元, 同比+39.37%, 主要系主营业务销量增加所致; 2022Q1公司实现营收16.98亿元, 同比+14.49%。分产品来看, 公司的工程墙面涂料、家装墙面漆、基材与辅材、防水卷材、装饰施工、胶粘剂、木器涂料、其他业务分别实现营业收入46.65、21.70、16.00、12.71、7.55、4.32、0.87、4.49亿元, 分别同比变动29.15%、102.97%、83.26%、36.61%、-25.92%、82.87%、-34.34%、37.06%。
- 公司2021年度实现综合毛利率26.05%、同比下降7.78pct, 2022Q1公司毛利率为26.33%、同比下降0.22pct。毛利率下降主要系原材料价格大幅上涨、人工费用上升及公司产品涨价滞后所致。
- 2021年公司净利率为-3.47%, 同比下降10.00pct, 主要系毛利率下降及计提信用减值损失增加所致; 期间费用率为24.13%, 同比-0.96pct。销售费用率16.42%, 同比-0.41pct; 管理费用率4.86%, 同比-0.42pct; 财务费用率为2.05%, 同比+1.57pct; 研发费用率2.37%, 同比-0.15pct。
- 公司2021年资产减值损失+信用减值损失为8.40亿元, 同比增加7.22亿元。其中, 信用减值损失为8.14亿元, 同比增加7.16亿元, 主要系宏观政策收紧, 下游地产公司的财务状况恶化, 公司计提了较多减值损失。
- 公司2021年经营活动产生的现金流量净额4.85亿元, 同比+5.95%, 主要系收到客户货款增加。每股经营性现金流净额为1.29元, 同比+0.07元/股。从收现比来看, 公司2021年度收、付现比分别为97.99%、66.20%, 分别较上年同期变动+3.28、+9.34个百分点。
- 期末资产负债率为82.53%, 较期初+11.70pct, 主要系新增银行借款较多。
- 盈利预测及评级: 我们调整盈利预测, 预计公司2022-2024年的归母净利润分别为8.02亿元、10.09亿元、12.66亿元, 4月29日收盘价对应的PE分别为34.9、27.7、22.1x, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 原材料价格大幅上涨; 地产行情继续下行; 疫情反复, 交通管制发货受阻。

## 报告正文

### 事件

- **公司披露 2021 年报。**实现营收 114.29 亿元,同比+39.37%,实现归母净利-4.17 亿元,同比-183.08%,扣非后归母净利-5.62 亿元,同比-232.99%。其中,单四季度实现营收 35.23 亿元,同比+9.93%,归母净利-4.81 亿元,同比-371.91%,扣非后归母-5.01 亿元,同比-438.56%。
- **公司披露 2022 年一季报。**实现营收 16.98 亿元,同比+14.49%,实现归母净利-0.39 亿元,同比-580.21%,扣非后归母净利-0.99 亿元,同比-40.71%。

### 点评

- **2021 年公司实现营收 114.29 亿元,同比+39.37%,主要系主营业务销量增加所致;2022Q1 公司实现营收 16.98 亿元,同比+14.49%。**
  - 1) 分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 14.83 亿元、32.00 亿元、32.22 亿元、35.23 亿元,分别较去年同期变动+241.20%、+48.17%、+34.22%、+9.93%,各季度营收均有所增长, Q1 增速高主要系上年同期受疫情影响,收入基数相对低,且公司主营业务销量增加所致;
  - 2) 分产品来看,公司的工程墙面涂料、家装墙面漆、基材与辅材、防水卷材、装饰施工、胶粘剂、木器涂料、其他业务分别实现营业收入 46.65、21.70、16.00、12.71、7.55、4.32、0.87、4.49 亿元,分别同比变动 29.15%、102.97%、83.26%、36.61%、-25.92%、82.87%、-34.34%、37.06%。家装墙面漆收入同比增长 102.97%,主要系公司拓展新渠道、加强分销渠道管理及冬奥营销;基材与辅材类收入同比增长 83.26%,主要系腻子、辅助材料、接缝大师、界面剂、保温板材等产品的市场开拓力度加大;装饰施工收入同比下降 25.92%,主要系公司评估地产双包业务风险,实施调整性策略。
  - 3) 分地区来看,华东、华南、华中、西南、华北、西北、东北、其他地区分别实现营收 39.88、22.72、15.89、13.78、9.62、5.14、2.77、4.49 亿元,分别同比变动 28.87%、27.37%、69.24%、37.18%、67.23%、53.07%、97.95%、37.06%,各区域均实现较快增长,主要系公司不断加大市场开拓力度,市场份额逐步提升。
  - 4) 从产销来看,工程墙面涂料的销量、生产量分别同比增长 37.38%、32.31%;家装墙面漆的销量、生产量分别同比增长 98.37%、97.98%;基材与辅材的销量、生产量分别同比增长 56.38%、146.13%。
- **公司 2021 年度实现综合毛利率 26.05%、同比下降 7.78pct, 2022Q1 公司毛利率为 26.33%、同比下降 0.22pct。毛利率下降主要系原材料价格大幅上涨、人工费用上升及公司产品涨价滞后所致。**
  - 1) 分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现毛利率 26.55%、25.23%、26.75%、

- 25.93%，分别较去年同期变动-8.58、-14.65、-12.76、+0.60个百分点；
- 2) 分产品来看，公司的工程墙面漆、家装墙面漆、基材与辅材、防水卷材、装饰施工、胶粘剂、木器涂料、其他业务的毛利率分别为 26.83%、44.25%、13.30%、27.26%、7.84%、16.17%、21.88%、12.81%，分别同比变动-15.37pct、-8.03pct、-1.20pct、-7.57pct、+1.61pct、-8.13pct、-19.67pct、-6.94pct。
- **2021 年公司净利率为-3.47%，同比-10.00pct，主要系毛利率下降及计提信用减值损失增加所致；期间费用率为 24.13%，较去年-0.96 个百分点。**
    - 1) 销售费用率 16.42%，同比-0.41 个百分点，销售费用同比增长 35.98%，主要系人员职工薪酬、广告及宣传费和差旅费用等增加所致；
    - 2) 管理费用率 4.86%，同比-0.42 个百分点，管理费用同比增长 28.39%，主要系人员职工薪酬、折旧费等增加所致；
    - 3) 财务费用率为 0.48%，同比+0.02 个百分点，财务费用同比增长 45.31%，主要系借款利息支出增加所致；
    - 4) 研发费用率 2.37%，同比-0.15 个百分点，研发费用同比增长 30.94%，主要系公司加大研发投入所致。
  - **2022Q1 公司净利率为-2.35%，同比-3.47pct，主要系期间费率提升叠加毛利率下降所致；期间费用率为 32.75%，较去年同期+2.82 个百分点，主要系人员费用、财务费用增加所致。**其中销售费用率 20.89%，同比+0.75 个百分点；管理费用率 6.62%，同比+0.15 个百分点；财务费用率为 2.05%，同比+1.57 个百分点，财务费用同比+387.49%，主要系借款及利息费用增加所致；研发费用率 3.20%，同比+0.36 个百分点。
  - **公司 2021 年资产减值损失+信用减值损失为 8.40 亿元，同比增加 7.22 亿元。其中，信用减值损失为 8.14 亿元，同比增加 7.16 亿元，主要系宏观政策收紧，下游地产公司的财务状况出现不同程度恶化，基于谨慎性原则，计提了较多减值损失。**
  - **公司 2021 年经营活动产生的现金流量净额 4.85 亿元，同比+5.95%，主要系收到客户贷款增加。每股经营性现金流净额为 1.29 元，同比+0.07 元/股。**
    - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为-1.19 元、1.56 元、-0.49 元、1.41 元，分别较去年同期变动+1.01、+1.06、+0.45、-2.46 元/股；
    - 2) 从收现比来看，公司 2021 年度收、付现比分别为 97.99%、66.20%，分别较上年同期变动+3.28、+9.34 个百分点。
    - 3) 投资活动产生的现金流量净额同比减少 16.85 亿元，主要系支付工厂建设款项及并购股权款增加所致；筹资活动产生的现金流量净额增加 4.39 亿元，同比增长 50.01%，主要系借款增加所致。

- **资产负债表分析：**期末资产负债率为 82.53%，较期初+11.70pct，主要系新增银行借款较多。应收账款较期初增长 40.15%，主要系工程业务销量增长所致；应付账款较期初增长 48.05%，主要系采购量增加及应付款账期延长所致；应付票据较期初增长 41.28%，主要系使用票据结算支付货款增加所致。
- **收入规模逆势增长，盈利能力有望改善。**公司作为国内涂料行业的龙头企业，着力打造“涂料、保温、防水、地坪、基材、施工”六位一体化的供应系统。2021 年，在地产下行、疫情反复等多重因素影响下，公司的营收规模仍实现较快增长，龙头成长性凸显。随着公建、市政等非房项目以及旧改、城市更新等存量项目转化，公司各领域销量和市占率有望继续快速提升。原材料价格持续攀升及计提信用减值损失对净利率造成较大影响，公司已经通过提价、降本控费等多项措施提高抗风险管控能力，盈利能力有望逐步改善。
- **盈利预测及评级：**我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 8.02 亿元、10.09 亿元、12.66 亿元，4 月 29 日收盘价对应的 PE 分别为 34.9、27.7、22.1x，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；地产行情继续下行；疫情反复，交通管制发货受阻。

## 附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6688	8428	10024	11823
货币资金	679	886	890	883
交易性金融资产	80	55	54	59
应收票据及应收账款	4287	5588	6917	8397
预付款项	97	123	153	184
存货	567	851	969	1184
其他	979	926	1041	1117
<b>非流动资产</b>	5691	6591	7885	9081
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2374	4059	5430	6607
在建工程	1639	1112	880	771
无形资产	504	594	683	779
商誉	100	100	100	100
长期待摊费用	22	25	28	32
其他	1052	702	764	791
<b>资产总计</b>	12379	15020	17909	20904
<b>流动负债</b>	8360	9649	10859	11969
短期借款	1541	2274	2051	1462
应付票据及应付账款	5188	6068	7438	9108
其他	1632	1307	1370	1399
<b>非流动负债</b>	1855	2416	3246	4022
长期借款	1369	2078	2876	3643
其他	486	338	371	379
<b>负债合计</b>	10216	12065	14106	15991
股本	376	376	376	376
资本公积	561	561	561	561
未分配利润	849	1661	2553	3723
少数股东权益	220	216	197	179
<b>股东权益合计</b>	2163	2955	3803	4913
<b>负债及权益合计</b>	12379	15020	17909	20904

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	-417	802	1009	1266
折旧和摊销	193	266	400	525
资产减值准备	26	175	5	18
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	126	293	369	403
投资损失	-0	1	-0	-0
少数股东损益	21	-5	-18	-18
营运资金的变动	-27	-1092	-157	-144
<b>经营活动产生现金流量</b>	485	708	1542	2039
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2486	-1476	-1630	-1696
<b>融资活动产生现金流量</b>	1318	974	93	-350
现金净变动	-684	207	4	-7
现金的期初余额	1081	679	886	890
现金的期末余额	397	886	890	883

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	11429	14629	17891	21916
营业成本	8452	9801	11987	14695
税金及附加	58	85	104	125
销售费用	1877	2370	2912	3566
管理费用	555	705	868	1063
研发费用	271	347	424	520
财务费用	55	293	369	403
其他收益	117	99	108	103
投资收益	-3	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-814	-130	-100	-100
资产减值损失	-26	-12	-17	-15
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	-566	984	1219	1533
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	8	13	12	12
<b>利润总额</b>	-574	972	1208	1522
所得税	-177	175	217	274
<b>净利润</b>	-396	797	991	1248
少数股东损益	21	-5	-18	-18
<b>归属母公司净利润</b>	-417	802	1009	1266
<b>EPS(元)</b>	-1.11	2.13	2.68	3.36

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	39.4%	28.0%	22.3%	22.5%
营业利润增长率	-192.9%	273.7%	23.9%	25.8%
归母净利润增长率	-183.1%	292.3%	25.9%	25.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	26.0%	33.0%	33.0%	33.0%
净利率	-3.6%	5.5%	5.6%	5.8%
ROE	-21.5%	29.3%	28.0%	26.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	82.5%	80.3%	78.8%	76.5%
流动比率	0.80	0.87	0.92	0.99
速动比率	0.73	0.79	0.83	0.89
<b>营运能力</b>				
资产周转率	106.4%	106.8%	108.7%	112.9%
应收账款周转率	332.9%	332.0%	323.9%	322.9%
存货周转率	1591.5%	1380.2%	1312.9%	1361.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-1.11	2.13	2.68	3.36
每股经营现金	1.29	1.88	4.10	5.42
每股净资产	5.16	7.28	9.58	12.57
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-67.0	34.9	27.7	22.1
PB	14.4	10.2	7.8	5.9

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱: <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱: <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱: <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>