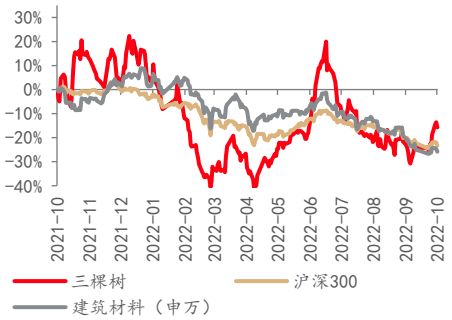
股票投资评级

谨慎推荐|维持

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	142.68
52 周内低	64.06
总市值(亿元)	367.18
流通市值(亿元)	367.18
总股本(亿股)	3.76
A 股(亿股)	3.76
—已流通(亿股)	3.76
—限售股(亿股)	0.00

研究所

分析师：丁士涛
SAC 登记编号：S1340522090005
Email：dingshitao@cnpsec.com

三棵树（603737.SH）：

渠道与产品结构优化，Q3 业绩弹性释放

- **事件：**

公司发布 2022 年前三季度业绩预告，预计 2022 年前三季度实现归母净利润 2.60-3.10 亿元，同比增长 306.14%-384.25%；预计实现扣非归母净利润 1.70-2.20 亿元，同比增加 2.31-2.81 亿元（去年同期为亏损 0.61 亿元）。其中，预计 2022 年第三季度实现归母净利润 1.64-2.14 亿元，同比增加 2.13-2.63 亿元（去年同期为亏损 0.49 亿元），扣非归母净利润 1.63-2.13 亿元，同比增加 2.36-2.86 亿元（去年同期为亏损 0.73 亿元）。

- **2022 Q3 业绩同、环比改善，盈利弹性兑现**

根据业绩预告，公司 2022 Q3 单季预计实现归母净利润 1.64-2.14 亿元，环比 Q2 增长 21.94%-59.08%；预计实现扣非归母净利润 1.63-2.13 亿元，环比 Q2 增长 52.92%-99.97%。我们认为公司 2022 Q3 业绩改善主要原因系：1）受益于原材料价格下降、公司主要产品毛利率同、环比获得改善。建筑涂料的主要原材料为丙烯酸和钛白粉等，根据生意社数据，2022 Q3 丙烯酸现货季度均价为 9220 元/吨，同比/环比分别下降 36.73% /35.78%；钛白粉现货均价为 17927 元/吨，同比/环比分别下降 15.29% /13.88%。进入 2022 Q4 以来，主要原材料价格继续呈现下行趋势，截至 2022/10/17，丙烯酸/钛白粉现货价格分别为 8433 /16017 元/吨；公司成本端压力趋于缓解，毛利率将有望逐季改善。

2）降本增效持续推进，费用增速同比有所下降。2022 Q1/Q2 公司期间费用率分别为 32.75% /21.71%；其中，销售费用率分别为 20.89% /14.07%。公司前期投入较多宣传费用强化销售渠道建设与品牌拓展，随着公司品牌知名度的逐渐提高与立体化渠道布局的基本达成，公司销售费用也将有望缩减。同时，公司采取加快智能化、数字化转型，提升管理效率等措施，期间费用率下行费用增速同比有所下降。

3）2022 Q3 公司根据预期信用损失计提相应的资产减值准备低于去年同期。公司大 B 端聚焦优质地产商、央、国企等，加强风险管控，计提减值损失同比下降。公司 2021 Q3 计提信用、资产减值损失合计 2.85 亿元，占当期营业收入的 8.84%。公司渠道结构化转型成效凸显，客户结构调整，以现金结算的零售端业务占比持续提高，公司计提减值损失规模同比减少。

● 渠道结构优化，小 B、C 端快速增长为业绩赋能

公司持续渠道结构优化，聚焦小 B、C 端优质赛道。2022 H1，公司涂料（墙面漆与木器漆）业务 B 端/C 端实现销售收入分别为 17.86/10.91 亿元，分别同比-8.62% /+41.32%；C 端保持快速增长，B 端客户结构优化。公司在 C 端精耕渠道，推行高端零售战略，以家居卖场体验店、艺术涂料体验店等模式拉动高端零售转型；2022 H1 公司新进驻 153 家家居零售卖场，开设艺术漆体验店 81 家，小区服务店 115 家，家装渠道体验店 950 家。公司 B 端推进优质渠道建设与多元化拓展，大 B 端重视与优质地产商合作；小 B 端加大旧改、城市更新、公建、学校、医院及厂房等应用场景拓展力度；完善城投城建、央国企等新渠道布局。2022 H1，公司小 B 端客户新增 7168 家至 20043 家，客户数量较 2021 年底增长 56%。

● 盈利预测与投资评级

地产政策回暖带来建筑涂料需求回升，重涂将成为建筑涂料需求的重要补充。作为国内建筑涂料龙头，公司通过完善渠道布局及品牌知名度的提高，C 端和小 B 端优势进一步加强，带动公司收入增长。随着原材料价格回落及降本增效带来的费用率下降，公司业绩弹性充足。我们预计公司 22-24 年营业收入 128/152/175 亿元、同比增长 12/18/16%，归母净利润 6.05/10.09/15.38 亿元、同比增长 245/67/52%；当前股价对应 22-24 年 PE 62/37/24 倍。维持“谨慎推荐”评级。

● 风险提示：

全球经济大幅回落；原材料价格大幅上涨；房地产行业继续下行；安全、环保等因素对生产的不利影响。

盈利预测和财务指标

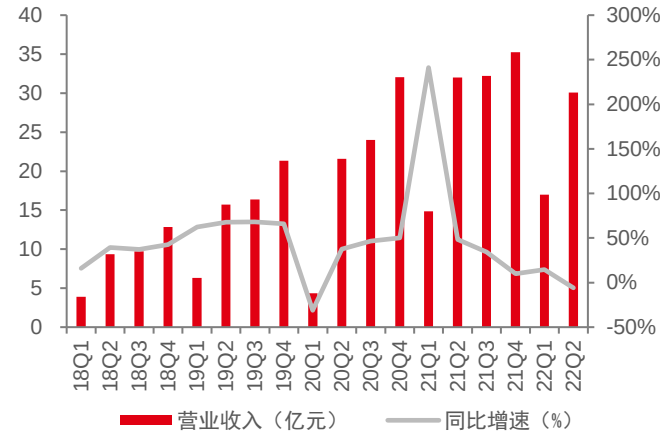
项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11428.71	12810.63	15152.53	17519.16
增长率（%）	39.37%	12.09%	18.28%	15.62%
归属母公司净利润（百万元）	-416.89	605.39	1009.06	1538.07
增长率（%）	-183.08%	245.22%	66.68%	52.43%
毛利率（%）	26.05%	29.99%	32.40%	34.87%
净利率（%）	-3.65%	4.73%	6.66%	8.78%
EPS(元/股)	-1.11	1.61	2.68	4.09
市盈率（P/E）	—	60.65	36.39	23.87
ROE	-21.46%	23.76%	28.37%	30.19%

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 19 日收盘价

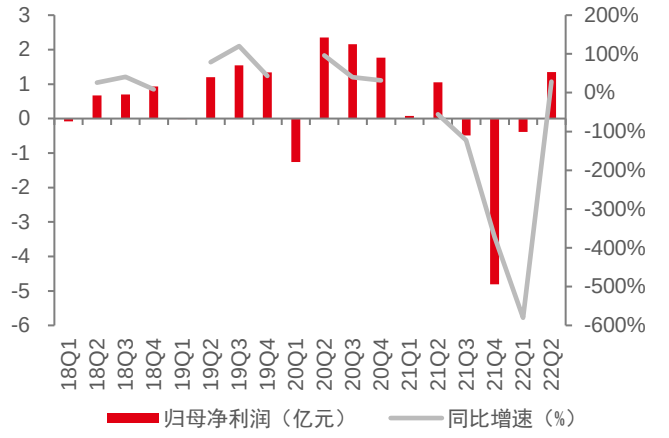
附表：公司重要数据

图表 1：公司单季营业收入及同比增速（亿元，%）



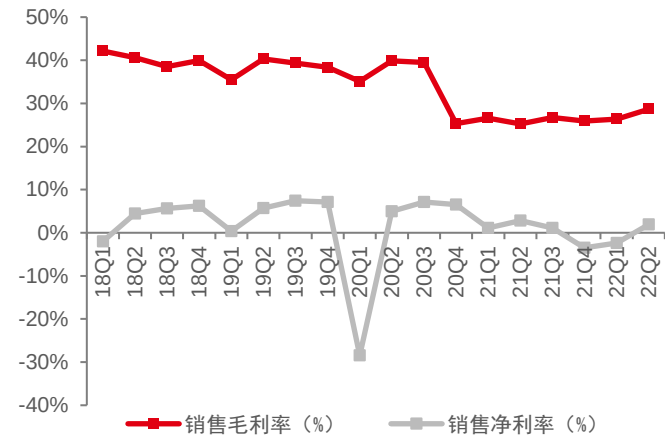
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 2：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元，%）



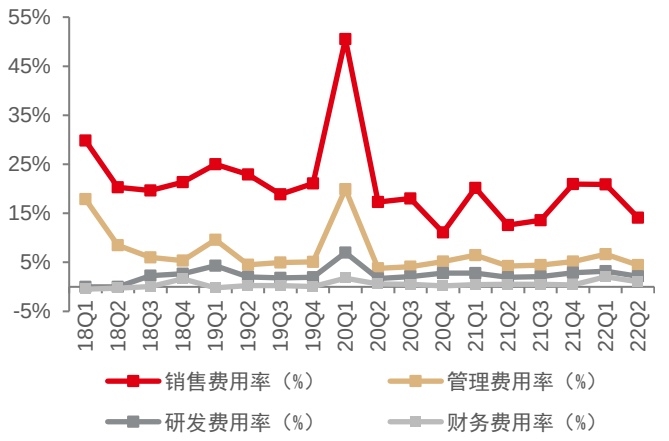
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 3：公司单季度销售毛利率/净利率（%）



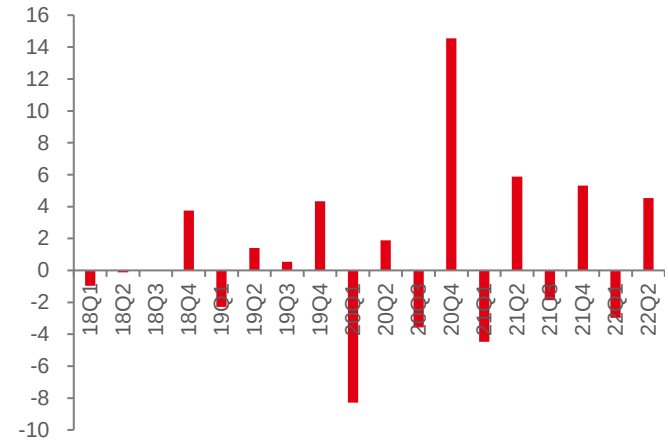
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 4：公司单季度各项费用率（%）



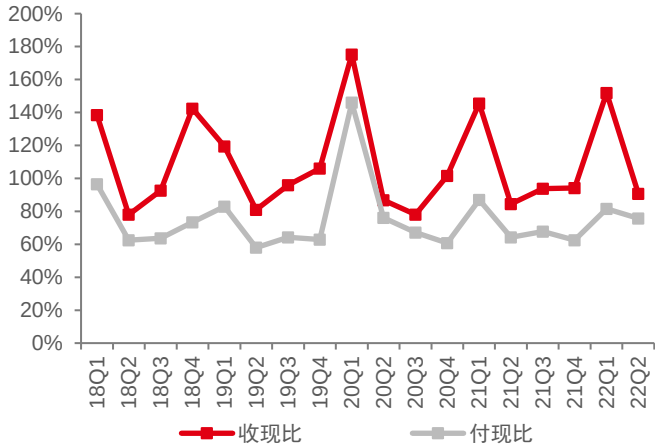
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 5：公司单季度经营性现金流量净额（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 6：公司单季度收现比/付现比（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表				
营业收入	11428.71	12810.63	15152.53	17519.16
营业成本	8451.90	8968.14	10242.37	11410.54
税金及附加	58.46	65.53	77.51	89.61
销售费用	1876.97	2049.70	2394.10	2732.99
管理费用	554.98	589.29	681.86	770.84
研发费用	271.08	294.64	348.51	402.94
财务费用	54.86	123.36	157.46	158.95
资产减值损失	-26.33	0.00	0.00	0.00
营业利润	-566.20	838.20	1392.22	2118.29
营业外收入	1.16	1.16	1.16	1.16
营业外支出	8.47	8.47	8.47	8.47
利润总额	-573.51	830.89	1384.91	2110.98
所得税	-177.17	207.72	346.23	527.74
净利润	-396.34	623.17	1038.69	1583.23
归母净利润	-416.89	605.39	1009.06	1538.07
每股收益（元）	-1.11	1.61	2.68	4.09
资产负债表				
货币资金	679.07	55.63	406.36	388.90
交易性金融资产	80.00	80.00	80.00	80.00
应收票据及应收账款	4287.02	5398.86	6050.34	7189.89
预付款项	96.73	102.64	117.22	130.59
存货	566.55	928.14	778.92	1122.84
流动资产合计	6687.99	7612.11	8623.49	10280.89
固定资产	2374.10	3131.75	3658.39	4145.04
在建工程	1638.52	2438.52	2938.52	3438.52
无形资产	504.01	589.01	624.01	659.01
非流动资产合计	5690.66	7332.30	8393.95	9415.59
资产总计	12378.65	14944.41	17017.44	19696.48
短期借款	1540.70	1540.70	1540.70	1540.70
应付票据及应付账款	5187.96	6255.64	6813.91	7746.26
其他流动负债	1631.62	1697.48	1873.56	2037.01
流动负债合计	8360.28	9493.82	10228.16	11323.97
其他	1855.27	2664.33	2964.33	2964.33
非流动负债合计	1855.27	2664.33	2964.33	2964.33
负债合计	10215.55	12158.14	13192.49	14288.30
股本	376.44	376.44	376.44	376.44
资本公积金	561.32	561.32	561.32	561.32
未分配利润	848.95	1363.54	2221.24	3528.60
少数股东权益	220.48	238.25	267.88	313.05
其他	155.91	246.72	398.08	628.79
所有者权益合计	2163.10	2786.27	3824.95	5408.19
负债和所有者权益总计	12378.65	14944.41	17017.44	19696.48

主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	39.37%	12.09%	18.28%	15.62%
营业利润	-192.88%	248.04%	66.10%	52.15%
归属于母公司净利润	-183.08%	245.22%	66.68%	52.43%
获利能力				
毛利率	26.05%	29.99%	32.40%	34.87%
净利率	-3.65%	4.73%	6.66%	8.78%
ROE	-21.46%	23.76%	28.37%	30.19%
ROIC	-6.00%	10.51%	14.11%	17.36%
偿债能力				
资产负债率	82.53%	81.36%	77.52%	72.54%
流动比率	0.80	0.80	0.84	0.91
营运能力				
应收账款周转率	3.43	2.92	2.92	2.92
存货周转率	21.60	17.14	17.75	18.42
总资产周转率	1.06	0.94	0.95	0.95
每股指标（元）				
每股收益	-1.11	1.61	2.68	4.09
每股净资产	5.16	6.77	9.45	13.54
估值比率				
PE	—	60.65	36.39	23.87
PB	18.90	14.41	10.32	7.21

现金流量表				
净利润	-396.34	623.17	1038.69	1583.23
折旧和摊销	220.17	257.36	288.36	328.36
营运资本变动	-65.48	-423.02	64.68	-588.05
其他	726.20	153.55	178.97	186.41
经营活动现金流净额	484.55	611.06	1570.70	1509.94
资本开支	-2257	-1907	-1357	-1358
其他	-228.62	-2.55	-4.20	-4.85
投资活动现金流净额	-2485.78	-1910.00	-1361.68	-1362.36
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务融资	1510.01	809.05	300.00	0.00
其他	-192.12	-133.54	-158.29	-165.04
筹资活动现金流净额	1317.89	675.51	141.71	-165.04
现金及现金等价物净增加额	-683.66	-623.44	350.73	-17.46

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。