

2022年11月02日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q3 业绩持续改善，降本增效成果显著

—三棵树（603737.SH）公司事件点评报告 买入（维持） 事件

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2022-11-02

当前股价（元）	93
总市值（亿元）	350
总股本（百万股）	376
流通股本（百万股）	376
52周价格范围（元）	68.03-141.61
日均成交额（百万元）	228.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《三棵树（603737）：Q3 利润进一步高增，零售优势持续兑现》2022-10-17
- 2、《三棵树（603737）：Q2 利润端表现突出，重视公司零售端逆势增长能力》2022-08-31
- 3、《华鑫证券-公司报告-三棵树（603737）：稀缺的本土涂料龙头，长期成长空间巨大-20220724-黄俊伟》2022-07-24

三棵树发布公告：公司 2022 年第三季度实现营业收入/归母净利润 32.40/2.05 亿元，同比+0.54%/517.90%，环比 7.68%/52.15%。2022 年前三季度实现营业收入/归母净利润 79.47/3.01 亿元，同比+0.52%/+369.66%。

投资要点

■ Q3 盈利能力持续改善，降本增效成果显著

公司 2022 年第三季度盈利能力出现大幅提升，对比 2021 年同期扭亏为盈，实现大幅增长。上游原材料中除沥青价格有所上升，颜填料保持不变之外，其余价格均出现环比大幅下跌，下跌幅度均超 9%，乳液和钛白粉降幅达 14.29%，原材料成本下降叠加公司产品渠道及结构优化，公司 Q3 季度毛利率达到 30.56%，环比+1.93pct，同比+3.81pct。公司不断精益管理，提升效率，降本增效成果显著。2022 年 Q3，公司整体期间费用率为 19.48%，环比-2.23pct，同比-1.08pct。其中，管理费用率 4.11%，环比-0.3pct；销售费用率 12.26%，环比-1.3pct；研发费用率 2.01%，环比-0.05pct；财务费用率 1.1%，环比+0.57pct。此外，公司根据预期信用损失计提的资产减值准备，绝对金额相对减少，支撑整体利润增长。

■ C 端持续保持高增，B 端业绩拐点隐现

家装墙面漆增长迅速，零售优势不断兑现。截至 2022 年 Q3，公司家装墙面漆业务实现收入 18.4 亿，同比+29.61%，工程墙面漆业务实现收入 30.47 亿元，同比-6.14%。其中，Q3 单季度家装墙面漆业务实现收入 7.53 亿元，环比+20.48%，工程墙面漆实现收入 12.83 亿元，环比+7.37%。作为零售业务的主要产品家装墙面漆业务增长迅速，渠道+服务+品牌优势持续推动 C 端业务高增。公司产品结构调整引致部分产品价格下降，家装墙面漆三季度价格环比-14.41%，但销量环比+40.62%，销量出现大幅提升，助推整体业绩增长。工程墙面漆三季度价格环比-1.32%，销量环比+7.37%，B 端业务销量+营收均出现环比改善，B 端业务业绩拐点隐现。

■ 现金流同比大幅改善，营运管理能力不断提升

受益于原材料价格下降以及公司零售业务的持续高增，公司现金流水平得到改善。2022 年前三季度收现比 106.76%，同比+7.1pct。Q3 季度收现比为 98.08%，同比+4.29pct，环比+7.47pct。前三季度经营活动现金流为 5.4 亿，对比 21 年同期的负值，出现明显改善。此外，对比于 2022H1，2022 年 Q3 公司整体营业周期、存货周转天数、应收账款周转天数均实现不同程度的减少，其中，营业周期减少 7 天，存货周转天数减少 4 天，应收账款周转天数减少 10 天，公司营运资本管理能力不断提升。公司整体流动性也保持基本稳定，截至 2022 年 Q3，流动比率为 0.84，对比 2022H1 略有提升，同时资产负债率水平略有下降，为 82.15%，同比-1.07pct。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 150.20、194.54、258.30 亿元，EPS 分别为 2.60、3.82、5.50 元，当前股价对应 PE 分别为 35.7、24.4、16.9 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 房地产资金链风险扩大；2) 原材料价格上涨风险；3) 业绩低于预期；4) 应收账款风险；5) 行业恶性竞争风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	11,429	15,020	19,454	25,830
增长率 (%)	39.4%	31.4%	29.5%	32.8%
归母净利润 (百万元)	-417	986	1,447	2,085
增长率 (%)	-183.1%	336.6%	46.7%	44.1%
摊薄每股收益 (元)	-1.11	2.60	3.82	5.50
ROE (%)	-19.3%	30.3%	32.3%	33.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	679	733	1,335	2,298
应收款	4,532	5,956	7,715	10,243
存货	567	920	1,176	1,549
其他流动资产	910	1,171	1,493	1,956
流动资产合计	6,688	8,780	11,719	16,046
非流动资产:				
金融类资产	80	80	80	80
固定资产	2,374	2,766	3,131	4,946
在建工程	1,639	2,089	2,539	1,515
无形资产	504	479	454	430
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	1,174	1,174	1,174	1,174
非流动资产合计	5,691	6,507	7,298	8,065
资产总计	12,379	15,287	19,016	24,111
流动负债:				
短期借款	1,541	1,741	1,941	2,141
应付账款、票据	5,188	6,244	7,982	10,516
其他流动负债	1,451	1,451	1,451	1,451
流动负债合计	8,360	9,673	11,682	14,517
非流动负债:				
长期借款	1,369	1,869	2,369	2,869
其他非流动负债	486	486	486	486
非流动负债合计	1,855	2,355	2,855	3,355
负债合计	10,216	12,029	14,537	17,872
所有者权益				
股本	376	379	379	379
股东权益	2,163	3,258	4,480	6,239
负债和所有者权益	12,379	15,287	19,016	24,111

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-396	1030	1510	2177
少数股东权益	21	43	64	92
折旧摊销	186	183	208	231
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	674	-925	-529	-729
经营活动现金净流量	485	331	1254	1770
投资活动现金净流量	-2486	-842	-816	-791
筹资活动现金净流量	2055	766	411	283
现金流量净额	54	255	849	1,262

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,429	15,020	19,454	25,830
营业成本	8,452	10,098	12,907	17,004
营业税金及附加	58	77	100	132
销售费用	1,877	2,403	2,918	3,874
管理费用	555	729	945	1,254
财务费用	55	208	238	260
研发费用	271	356	461	613
费用合计	2,758	3,697	4,563	6,001
资产减值损失	-814	-135	-278	-359
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	10	10	10
营业利润	-566	1,130	1,654	2,381
加:营业外收入	1	1	1	1
减:营业外支出	8	8	8	8
利润总额	-574	1,123	1,647	2,373
所得税费用	-177	93	136	197
净利润	-396	1,030	1,510	2,177
少数股东损益	21	43	64	92
归母净利润	-417	986	1,447	2,085

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	39.4%	31.4%	29.5%	32.8%
归母净利润增长率	-183.1%	336.6%	46.7%	44.1%
盈利能力				
毛利率	26.0%	32.8%	33.7%	34.2%
四项费用/营收	24.1%	24.6%	23.5%	23.2%
净利率	-3.5%	6.9%	7.8%	8.4%
ROE	-19.3%	30.3%	32.3%	33.4%
偿债能力				
资产负债率	82.5%	78.7%	76.4%	74.1%
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
存货周转率	14.9	11.1	11.1	11.1
每股数据(元/股)				
EPS	-1.11	2.60	3.82	5.50
P/E	-84.0	35.7	24.4	16.9
P/S	3.1	2.3	1.8	1.4
P/B	18.0	11.8	8.5	6.1

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。