

三棵树 (603737.SH)

2023 年 01 月 30 日

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

投资评级：买入（首次）
张绪成（分析师）
朱思敏（联系人）

zhangxucheng@kysec.cn

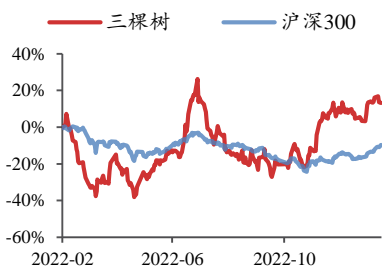
zhusimin@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

证书编号：S0790122050026

日期	2023/1/20
当前股价(元)	124.48
一年最高最低(元)	139.98/64.06
总市值(亿元)	468.59
流通市值(亿元)	468.59
总股本(亿股)	3.76
流通股本(亿股)	3.76
近 3 个月换手率(%)	30.82

股价走势图



数据来源：聚源

● 涂料龙头地位巩固，全渠道布局开启新成长

目前建筑涂料竞争格局较分散，地产存量时代叠加基建政策红利，赛道由大 B 端向小 B 和 C 端领域切换，有望带来新的增长动力。公司深耕建筑涂料行业，具备产能、规模、品牌三大核心竞争，C 端和小 B 端业务潜在增长空间较大。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 114.75、136.52、164.37 亿元，同比增速分别为 0.4%、19.0%、20.4%；归母净利润分别为 5.62、9.25、13.70 亿元，同比增速分别为 234.8%、64.7%、48.1%；EPS 分别为 1.49、2.46、3.64 元；PE 分别为 83.41、50.65、34.20 倍；首次覆盖给予“买入”评级。

● 渠道拓展提升收入增速韧性，盈利率先进入修复期

三棵树深耕建筑涂料行业，是民族涂料第一品牌。公司实施全渠道布局战略，产能、渠道、品牌三大核心竞争力助力 C 端和小 B 端业务快速发展，在地产景气度下行背景下公司整体营收增速仍保持韧性：（1）产能布局，公司加速扩产，目前已形成覆盖华东、华南、华中、华北、西南五大核心区域的产能布局，一方面扩大业务覆盖半径，另一方面降低运输成本，区位优势逐步显现。（2）渠道优势，C 端业务，公司实施“农村包围城市”战略，叠加扁平化渠道经销模式，公司在三四线城市的市占率快速提升；小 B 端，公司加速布局地方城投和国央企新渠道，同时积极拓展非房应用场景，多元化渠道扩展为小 B 端提供潜在增长动能。（3）品牌：一方面，公司定位中高端市场，研发创新打造差异化竞争优势；另一方面，拓展多元化宣传渠道，赋能品牌升级。公司减值风险已于 2021 年大幅出尽，叠加原材料价格大幅回落，公司率先迎来盈利拐点。

● 未来增长路径清晰，财务状况有望延续改善趋势

建筑涂料市场竞争格局较分散，地产存量时代叠加基建政策红利，赛道由大 B 端向小 B 和 C 端领域切换，有望带来新的增长动力。公司坚持全渠道布局战略，未来增长路径清晰：公司深耕 C 端业务，产品、服务、渠道、营销四大优势赋能零售业务高速增长，逐步向一二线城市渗透；小 B 端高性价比优势显现，市场拓展空间较大，随着疫情管控因素逐步削弱，多元化渠道拓展为小 B 端业务提供充足的增长动能。同时公司财务状况有望延续改善趋势：（1）随着疫情管控因素削弱，C 端和小 B 端有望呈现快速增长态势，叠加公司实施精细化管理，销售费用率有望持续改善；（2）盈利改善有望优化资产负债结构。

● **风险提示：**原材料价格持续上升风险；价格涨价不及预期风险；房地产政策不及预期风险；房地产流动性风险持续蔓延的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,200	11,429	11,475	13,652	16,437
YOY(%)	37.3	39.4	0.4	19.0	20.4
归母净利润(百万元)	502	-417	562	925	1,370
YOY(%)	23.5	-183.1	234.8	64.7	48.1
毛利率(%)	33.8	26.0	30.5	32.0	32.7
净利率(%)	6.1	-3.6	4.9	6.8	8.3
ROE(%)	20.2	-18.3	21.5	27.2	29.5
EPS(摊薄/元)	1.33	-1.11	1.49	2.46	3.64
P/E(倍)	93.4	-112.4	83.4	50.6	34.2
P/B(倍)	18.7	24.1	18.7	14.3	10.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、内资涂料龙头企业，渠道变革提升增长韧性.....	5
1.1、民族涂料第一品牌，深耕建筑涂料市场.....	5
1.2、实控人持续增持+员工激励常态化，彰显长期发展信心.....	5
1.3、全渠道布局+减值风险大幅出尽，业绩率先进入修复期.....	7
1.3.1、C端+小B端双渠道发力，助力收入增长保持韧性.....	7
1.3.2、减值风险大幅出尽+原材料价格回落，率先迎来盈利拐点.....	9
2、产能+渠道+品牌，多维度构筑核心竞争力.....	11
2.1、核心竞争力一：产能优势.....	11
2.2、核心竞争力二：渠道优势.....	14
2.2.1、渠道扁平化助力“农村包围城市”战略，线上线下打造多渠道营销体系.....	14
2.2.2、优化地产渠道+拓展应用场景，小B端渠道持续下沉.....	15
2.3、核心竞争力三：品牌优势.....	15
2.3.1、定位中高端市场，研发引领差异化优势.....	16
2.3.2、拓展多元化宣传渠道，赋能品牌升级.....	17
3、建筑涂料行业：长期优质赛道，内资龙头有望加速超车.....	18
3.1、地产存量时代+基建政策红利，潜在增长空间充足.....	19
3.2、长期坚守稳增长主线，赛道切换迎来新机遇.....	21
3.2.1、中短期仍以保交楼为主基调，长期坚守稳增长主线.....	23
3.2.2、积极开展渠道变革的内资龙头有望实现弯道超车.....	25
4、未来增长路径清晰，财务状况有望延续改善趋势.....	26
4.1、未来增长点一：加速全渠道布局，助力业绩增长.....	26
4.1.1、小B端：高性价比逐渐凸显，渠道完善助力市占率提升.....	26
4.1.2、C端：产品+服务+渠道+营销，赋能零售业务高速增长.....	27
4.2、未来增长点二：引领行业绿色转型，竞争格局持续优化.....	28
4.3、未来增长点三：多品类协同发展，打开成长空间.....	30
4.4、未来增长点四：精细管理+盈利修复，财务基本面有望持续改善.....	30
5、盈利预测及投资建议.....	32
5.1、盈利预测.....	32
5.2、估值分析.....	34
6、风险提示.....	34
附：财务预测摘要.....	35

图表目录

图 1：公司打造内外墙涂料、防水、保温、工业涂料、地坪、家居新材料、基辅材、施工服务的一站式集成系统.....	5
图 2：洪杰是三棵树的控股股东和实际控制人.....	6
图 3：实控人洪杰持续增持股票.....	6
图 4：三棵树收入呈现高速增长的态势.....	7
图 5：墙面涂料业务是公司营业收入的主要来源.....	7
图 6：房地产行业集中度显著上升.....	8
图 7：2016-2020 年大 B 端业务是公司收入增长的核心驱动力.....	8
图 8：三棵树营收增速呈现较强韧性.....	8

图 9: 2021 年公司自上市以来首次出现亏损.....	9
图 10: 工程墙面涂料成为公司毛利润的重要组成部分.....	9
图 11: 除 2021 年公司毛利率和净利率趋势大致相同.....	9
图 12: 三棵树净利率率先迎来拐点.....	9
图 13: 原材料是墙面涂料成本的主要构成部分.....	10
图 14: 2021 年公司原材料采购成本上涨.....	10
图 15: 自 2021 年 10 月丙烯酸价格呈波动下降态势 (元/吨).....	10
图 16: 2022 年涂料企业毛利率逐步回暖.....	10
图 17: 三棵树应收账款坏账风险已大幅出尽 (亿元).....	11
图 18: 截至目前三棵树共有 13 个生产基地.....	12
图 19: 公司华北、东北、西北区域收入增速较高.....	12
图 20: 三棵树墙面涂料销量快速增长 (万吨).....	12
图 21: 公司加速拓展零售渠道线下门店 (单位: 家).....	15
图 22: 公司加速拓展小 B 端渠道客户.....	15
图 23: 公司全力打造马上住一站式服务.....	16
图 24: 三棵树研发费用增速位于行业领先水平.....	17
图 25: 三棵树家装墙面涂料单位售价较高 (元/kg).....	17
图 26: 三棵树广告及宣传费占比位于行业前端.....	17
图 27: 与宝可梦 IP 合作推出联名款 BB 漆.....	18
图 28: 三棵树精准发力奥运营销.....	18
图 29: 涂料下游主要为房地产和基建.....	19
图 30: 目前房屋施工面积处于高位.....	19
图 31: 房屋竣工面积中枢逐步下移.....	19
图 32: 财政前置是 2022 年基建投资快速增长的重要驱动力.....	21
图 33: 2022 年 1-11 月新增政府专项债主要应用于基建领域.....	21
图 34: 水泥低开工率已反映行业对地产开工低预期.....	21
图 35: 水泥发运率数据能侧面反映基建项目开工情况.....	21
图 36: 目前国内建筑涂料需求主要包含大 B 端、小 B 端、C 端三类.....	22
图 37: 建筑涂料产量约占涂料行业总产量的 30%.....	23
图 38: 中国建筑涂料产量及同比增速.....	23
图 39: 自 2022 年国家持续出台地产激励政策.....	24
图 40: 2021 年国内涂料市场竞争格局较分散.....	25
图 41: 国内涂料市场集中度持续上升.....	25
图 42: 三棵树采取差异化定价策略.....	27
图 43: 马上住授权网点覆盖面较广.....	28
图 44: 三棵树打造减碳战略管理体系.....	29
图 45: 近几年三棵树大幅扩招销售人员.....	31
图 46: 公司人均创收较低, 有望改善.....	31
图 47: 三棵树销售费用率高于其他建材企业有望改善.....	31
图 48: 三棵树资产负债率高于其他涂料企业有望改善.....	32
图 49: 丙烯酸价格位于近五年较低位置.....	32
表 1: 公司实施股权激励计划提高高管积极性.....	6
表 2: 参与认购的管理层、核心员工数量逐期增加.....	7
表 3: 三棵树主要生产基地水路和公路运输条件便利.....	13

表 4： 目前公司共有五个在建生产基地	14
表 5： 三棵树“健康+”标准设定高于同行业其他标准	16
表 6： 国内住房建筑面积测算表	20
表 7： 重涂市场规模测算	20
表 8： 从长期来看，国家对地产行业定调仍为稳增长	24
表 9： 墙面涂料行业有害物质上限标准趋严	30
表 10： 三棵树盈利预测模型	33
表 11： 消费建材龙头公司盈利预测	34

1、内资涂料龙头企业，渠道变革提升增长韧性

1.1、民族涂料第一品牌，深耕建筑涂料市场

三棵树深耕建筑涂料，是民族涂料第一品牌。三棵树于 2003 年 7 月 17 日在福建莆田成立，2007 年 9 月 27 日实施股份制改革，2016 年 6 月 3 日在上海证券交易所主板上市。三棵树深耕墙面涂料和木器涂料，在此基础上逐步拓展装饰施工、基材与辅材、防水材料、保温装饰一体板等业务，致力于打造内外墙涂料、防水、保温、工业涂料、地坪、家居新材料、基辅材、施工服务为一体的绿色建材一站式集成系统。公司以“健康、自然、绿色”为核心打造品牌，2021 年跻身全球涂料上市公司市值排行榜第 8 位以及全球建筑装饰涂料排名第 8 位，成为民族涂料第一品牌。

图1：公司打造内外墙涂料、防水、保温、工业涂料、地坪、家居新材料、基辅材、施工服务的一站式集成系统

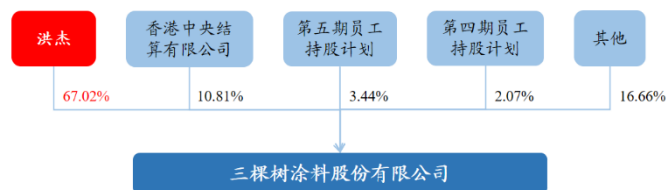


资料来源：三棵树官方网站、开源证券研究所

1.2、实控人持续增持+员工激励常态化，彰显长期发展信心

实控人洪杰具备较强的专业性和前瞻性，持续增持提振信心。截至 2022 年 9 月 30 日，三棵树的创始人兼董事长洪杰持股比例为 67.02%，是公司的控股股东和实际控制人。洪杰的大学专业是化工，现担任中国涂料工业协会副会长，在成功研发洪洋牌白胶后，洪杰意识到粘合剂行业技术壁垒低且利润率逐年降低，2002 年决定进军涂料行业，三棵树成为国内第一个倡导“健康漆”概念的涂料品牌。洪杰具备较强的专业性和前瞻性，助推公司稳步发展。洪杰分别于 2018 年 6 月 19 日、2018 年 12 月 19 日、2020 年 10 月 16 日增持 52.65、7.31、818.83 万股，增持比例分别为 0.40%、0.05%、3.14%，控股股东持续增持彰显长期发展信心。

图2：洪杰是三棵树的控股股东和实际控制人



资料来源：Wind、开源证券研究所

图3：实控人洪杰持续增持股票



数据来源：Wind、开源证券研究所

股权激励成效显著，收入盈利双高增。2017年10月26日，公司向236名激励对象授予限制性股票218.12万股，占当期总股本的2.17%；2018年9月4日，公司向56名激励对象授予40.60万股预留限制性股票，占当期总股本的0.3%；业绩考核要求为以2016年为基准，2017年/2018年/2019年净利润增速不低于30%/69%/120%。股权激励初显成效，2016-2019年营业收入CAGR为45.27%，归母净利润CAGR为144.84%，收入和盈利能力均实现高速增长。

表1：公司实施股权激励计划提高高管积极性

序号	授予日	授予价格 (元/股)	授予对象	激励对象 数量(名)	限制性股 票数量(万 股)	占当期总 股本比例	限售接触激励考核要求
2017年限制性股票激励计划	2017/10/26	29.75	董监高	5.00	21.93	0.21%	以2016年为基数，2017年/2018年/2019年净利润增长率不低于30%/69%/120%
			中层管理人员、核心技术/业务人员	231.00	196.19	1.96%	
			小计	236.00	218.12	2.17%	
2017年预留股票计划	2018/9/4	21.74	董监高	1.00	4.21	0.03%	以2016年为基数，2018年/2019年净利润增长率不低于69%/120%
			中层管理人员、核心技术/业务人员	55.00	36.40	0.27%	
			小计	56.00	40.60	0.30%	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

持股计划持续提升团队凝聚力，实控人托底保证彰显长期发展信心。公司自2018年实施员工持股计划，员工出资认购成立持股计划，计划管理人从二级市场购买股份，锁定期届满实施清算。参与认购的管理层、核心员工数量以及持股计划规模逐期增加，深度绑定核心骨干员工，持续提升团队凝聚力。同时，实控人洪杰为参与认购员工的资金提供托底保证，基准收益率为10%（第一期为6%），彰显实控人对公司长期发展信心。

表2：参与认购的管理层、核心员工数量逐期增加

员工持股计划	时间	认购员工数量（个）	购买股票数量（万股）	占当期股本比例	股票成交金额（万元）	成交价（元/股）	锁定期
第一期	2018/10/22	278	125.85	0.95%	4,838.08	38.44	2019/2/21-2020/2/20
第二期	2019/8/14	231	140.11	0.75%	6,206.85	44.30	2019/9/21-2020/9/20
第三期	2020/5/17	1275	633.68	2.43%	58,326.62	92.04	2020/8/1-2021/7/31
第四期	2020/9/9	-	700.70	2.61%	109,753.61	156.63	2021/3/11-2022/3/10
第五期	2021/6/24	-	1,294.78	3.44%	192,248.30	148.48	2022/1/13-2023/1/12

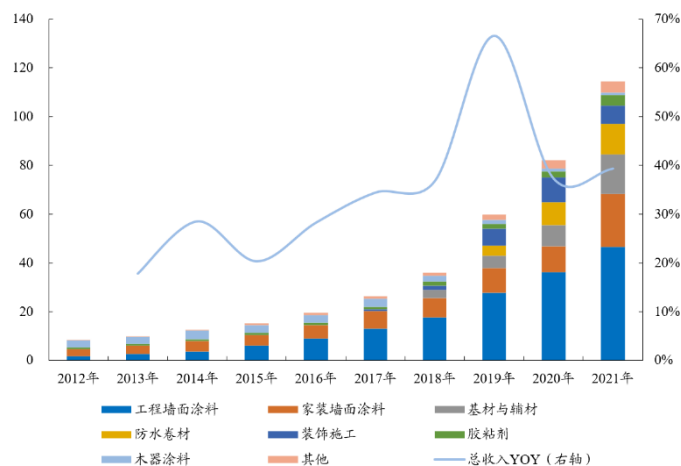
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、全渠道布局+减值风险大幅出尽，业绩率先进入修复期

1.3.1、C端+小B端双渠道发力，助力收入增长保持韧性

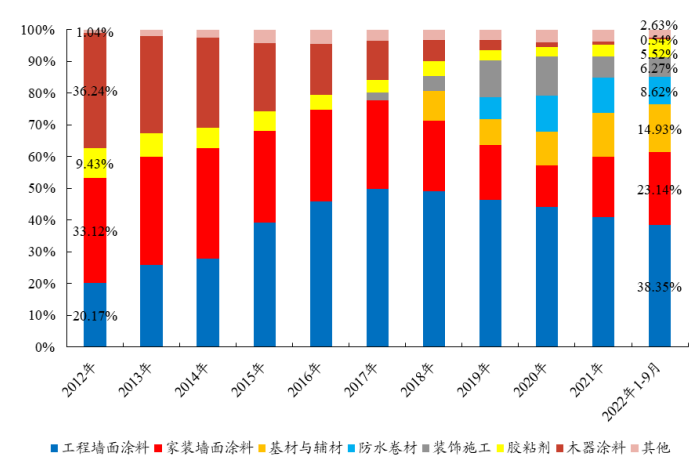
深耕墙面涂料业务，助力收入高速增长。自上市以来，三棵树营业收入呈现高速增长的态势，2016-2021年CAGR为42.45%。公司重点布局墙面涂料业务，按照应用领域不同，墙面涂料分为家装墙面涂料和工程墙面涂料，家装墙面涂料主要针对C端客户，工程墙面涂料主要针对小B端和大B端客户。2018年公司率先布局“涂料、防水、保温、地坪、辅材、施工”六位一体的一站式集成系统，墙面涂料营收占比呈现下降趋势，2021年营收占比为59.81%。2016-2021年公司墙面涂料营收CAGR为36.23%，公司深耕墙面涂料业务，助力营收高速增长。

图4：三棵树收入呈现高速增长的态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：墙面涂料业务是公司营业收入的主要来源

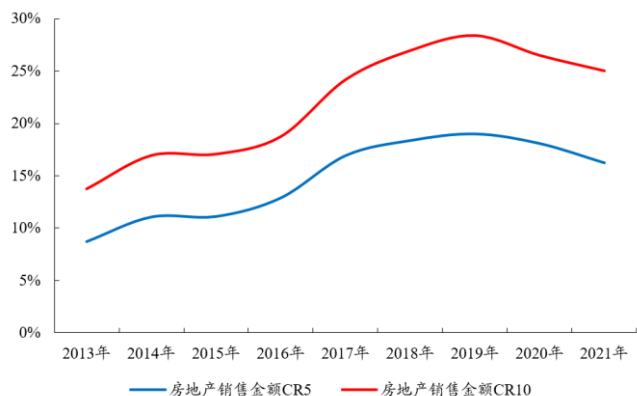


数据来源：Wind、开源证券研究所

2016-2020年，大B端业务是公司收入增长的核心驱动力。根据公司年报披露，目前工程墙面涂料的客户主要为大型房地产开发商。2016-2020年房企融资渠道和土地政策持续收紧，龙头房企土储充足且资金实力雄厚，行业集中度加速提升，CR5由2016年的12.89%增长至2020年的18.10%，CR10由2016年的18.72%增长至2020年的26.49%。同时，房企逐渐重视对原材料成本、品质、服务等方面的管控，且精装房渗透率逐年提高，集采成为主流趋势。公司重点布局大B端业务，受益于下游集中度提升和下游集采渗透率提高，工程墙面涂料业务高速增长，2016-2020年营收CAGR为41.88%，远高于家装墙面涂料业务的17.28%，大B端业务成为公司营收

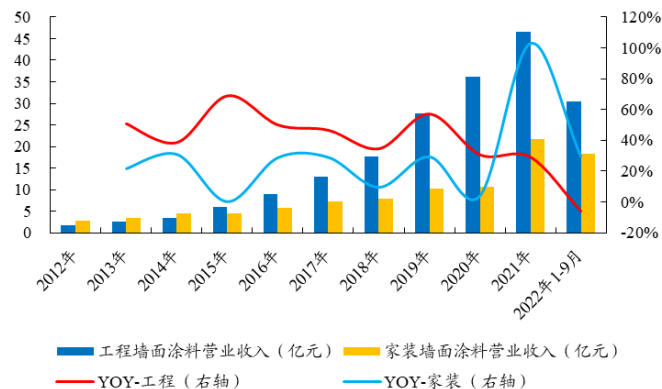
增长的核心驱动力。

图6：房地产行业集中度显著上升



数据来源：国家统计局、克而瑞地产研究、中房网、开源证券研究所

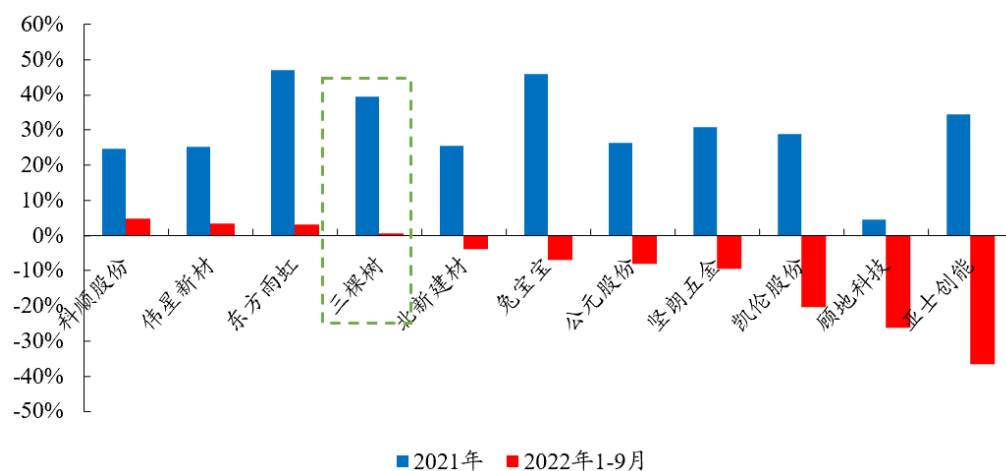
图7：2016-2020 年大 B 端业务是公司收入增长的核心驱动力



数据来源：Wind、开源证券研究所

C 端+小 B 端双渠道发力，助力收入增长保持韧性。受融资政策持续收紧以及停贷事件影响，大 B 端业务增长乏力，三棵树积极推进渠道变革，小 B 端、C 端业务成为公司增长新亮点，营收增速韧性较强：（1）**C 端加速发力**，公司深耕零售业务，采取“农村包围城市”营销策略，持续加大渠道拓展力度，自 2021 年家装墙面漆业务成为公司营收增速的核心驱动力，2022 年 1-9 月增速为 29.61%，高于工程墙面漆的-6.14%。（2）**大 B 渠道赋能小 B 渠道**，公司大 B 端业务采用直销和经销两种销售模式，具有产能区位、研发、品牌优势显著等核心竞争力，助力小 B 端快速拓展客户，截至 2021 年末，小 B 渠道客户 14,848 家，同比增长 97.08%，成为工程墙面涂料新的增长亮点，在地产 B 端业绩承压的背景下，2022 年 1-9 月工程墙面涂料业务营收仅同比微降 6.14%。

图8：三棵树营收增速呈现较强韧性

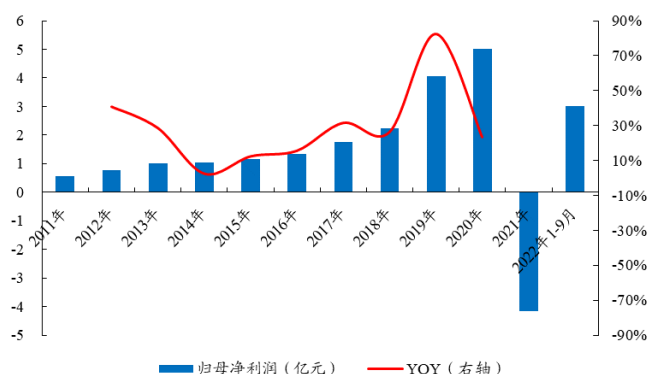


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3.2、减值风险大幅出尽+原材料价格回落，率先迎来盈利拐点

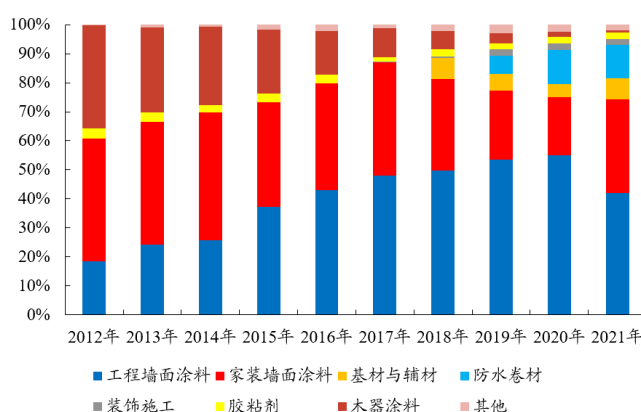
减值风险大幅出尽+原材料价格回落，公司率先迎来盈利拐点。2016-2020 年，公司重点布局工程涂料大 B 端业务，工程墙面涂料亦是公司利润增长的核心驱动力，2016-2020 年归母净利润 CAGR 为 39.20%，2020 年工程墙面涂料毛利占比增长至 54.94%。2021 年公司归母净利润为-4.17 亿元，自上市以来首次出现亏损，主要原因有两点：（1）下游房地产流动性风险加剧是主导因素；（2）原材料价格上涨，尤其在 B 端市场建材企业定价权较弱，无法有效传导成本压力。随着不利因素逐步削弱，2022 年三棵树率先迎来盈利拐点：

图9：2021 年公司自上市以来首次出现亏损



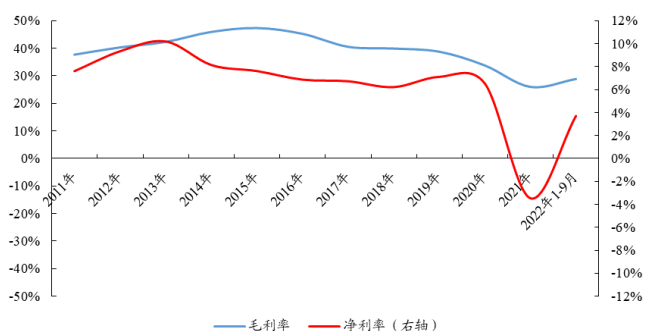
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：工程墙面涂料成为公司毛利润的重要组成部分



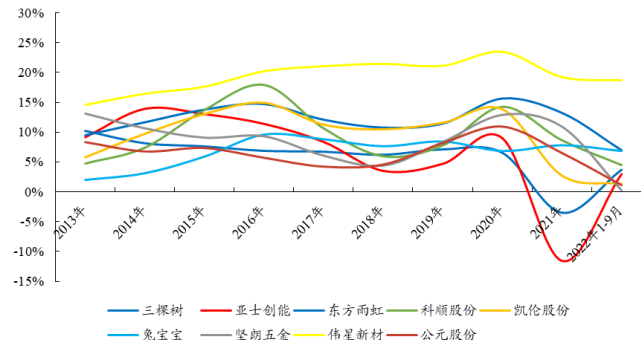
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：除 2021 年公司毛利率和净利率趋势大致相同



数据来源：Wind、开源证券研究所

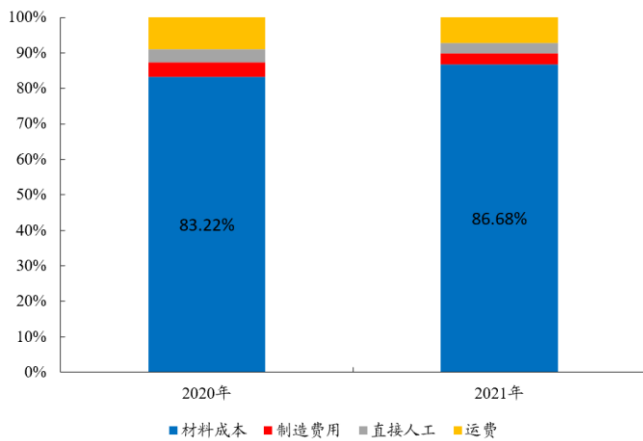
图12：三棵树净利率率先迎来拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

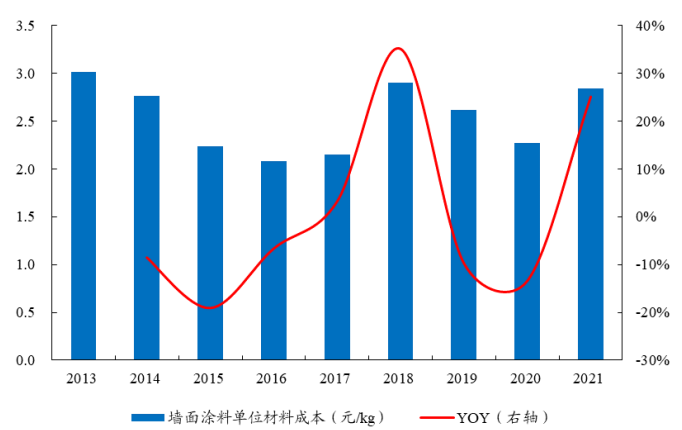
（1）原材料价格回落推动毛利率边际修复，原材料是墙面涂料生产成本的重要组成部分，成本占比超 80%，墙面涂料的上游原材料主要包含乳液、钛白粉、颜填料、助剂。2021 年受丙烯酸出口需求强劲的影响，公司原材料采购成本显著上升，墙面涂料单位材料成本达 2.84 元/kg，同比增长 25.09%。受国内地产需求偏弱的拖累，自 2021 年 10 月丙烯酸价格呈波动式下降态势，助推公司毛利率持续边际改善。

图13：原材料是墙面涂料成本的主要构成部分



数据来源：三棵树年报、招股说明书、开源证券研究所

图14：2021年公司原材料采购成本上涨



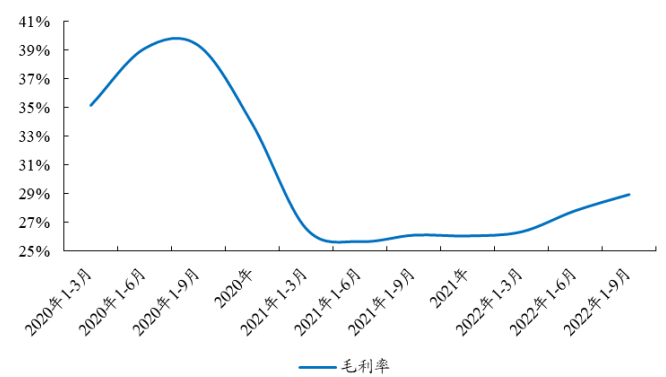
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：自2021年10月丙烯酸价格呈波动下降态势（元/吨）



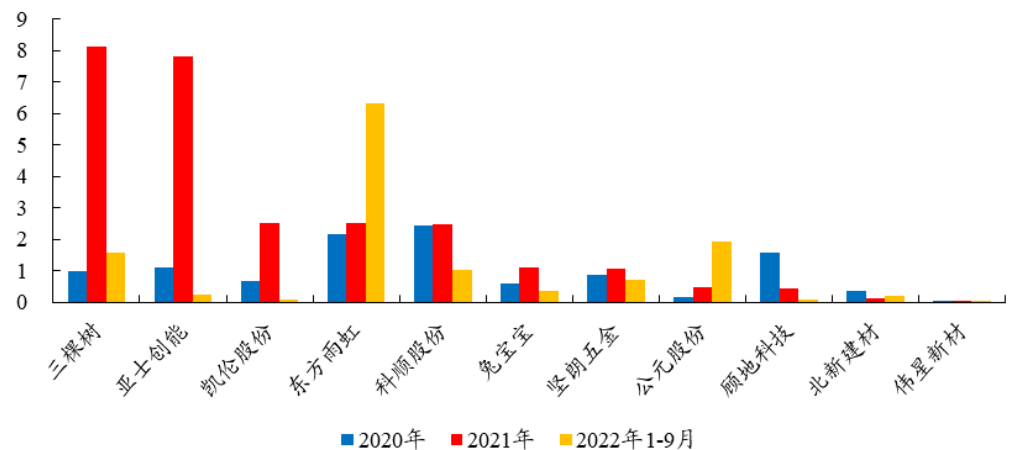
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2022年涂料企业毛利率逐步回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）减值风险已大幅出尽，率先迎来盈利拐点：1）受地产客户流动性风险的影响，2021年公司对恒大地产、融创、阳光城等出险房企应收款项计提坏账准备，信用减值损失为8.14亿元，同比增长734.16%，**已存在减值风险已大幅出尽**；2）受益于“控风险”政策主线以及公司对地产业务的优化措施（包含缩减地产业务规模、与优质国企开展业务、收紧信用政策），**新增减值风险的压力较小**。

图17：三棵树应收账款坏账风险已大幅出尽（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

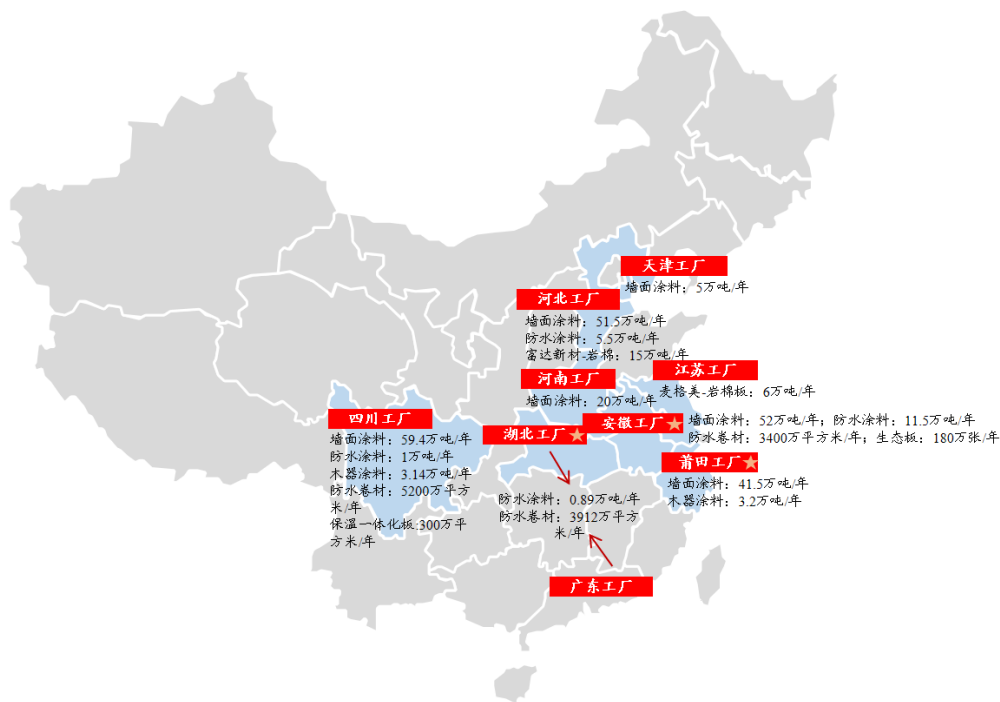
2、产能+渠道+品牌，多维度构筑核心竞争力

按客户和渠道划分，公司业务可分为三类：（1）大B端：客户主要为大型地产商，采取直销模式；（2）小B端：客户为地方小型房企和工程公司，采取经销模式；（3）C端：客户主要为装饰公司，主要采取经销模式。公司逐步降低对地产业务的依赖，重点布局小B端和C端业务。小B和C端业务定制化特征突出，公司主要采取“以销定产”的生产方式，即根据客户订单自主生产。中国呈现地域辽阔、人口分布不均的特征，公司以品牌、渠道、产能为支柱，构筑核心竞争力。

2.1、核心竞争力一：产能优势

内生增长+外延并购，完善产能布局版图。截至2016年末，公司仅有福建莆田、天津、河南、四川四个生产基地，墙面涂料在产产能仅39.2万吨/年。自上市以来，公司积极扩张墙面涂料产能，同时收购大禹防水进军防水领域，打造内外墙涂料、防水、保温、地坪、辅材、施工“六位一体”的绿色建材一站式集成系统。目前公司共有福建（莆田、莆田秀屿）、天津北辰、河南南阳、四川邛崃、安徽明光、湖北（应城大禹防水工厂、应城涂料工厂）、河北（保定、廊坊）、江苏、广东（广州、清远）13个生产基地，截至2022年6月末，墙面涂料、防水卷材、防水涂料在产产能分别为229.4万吨/年、12512万平方米/年、18.89万吨/年，2017-2021年CAGR达43.18%，形成覆盖华东、华南、华中、华北、西南五大核心区域的产能布局。

图18：截至目前三棵树共有 13 个生产基地



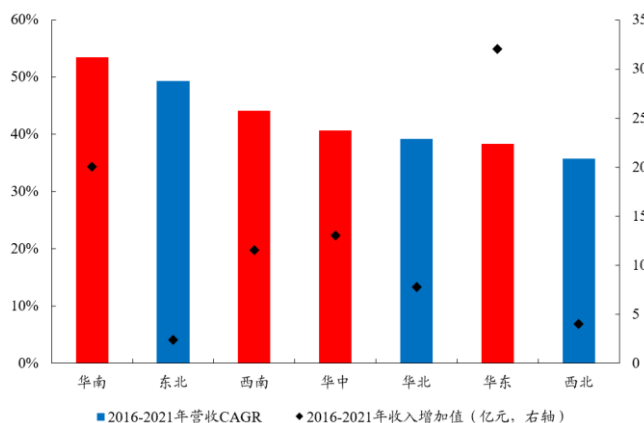
资料来源：三棵树年报、招股说明书、业绩快报、开源证券研究所

注：带星所在地区存在新建产能，截至 2022 年 6 月末尚未完工。图片中墙面涂料统计口径不包含防水涂料，产能数据不包含尚未投产产能。

随着公司加速扩张产能，区位优势逐渐显现：

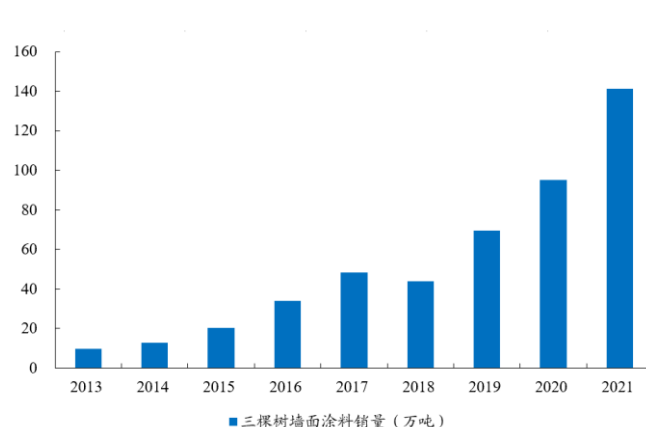
第一，布局核心区域产能，扩展业务覆盖半径。涂料属于易燃液体，运输过程中需使用专用车运输并保持干燥、阴凉、隔热，因此建筑涂料具有一定的运输半径。公司加速布局核心需求区域的产能，进一步提高订单响应交付能力，业务覆盖半径持续扩大，助力公司营收高速增长：2016-2021 年四大核心区域销售收入呈现高速增长的态势；华北、东北、西北区域增速较高主要是因为基数较低，收入增加值远低于四大核心区域。

图19：公司华北、东北、西北区域收入增速较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：三棵树墙面涂料销量快速增长（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，缩短运输半径，降低物流成本：（1）涂料具有一定的运输半径，考虑到经济性，水路运输成本较低，长途运输选择水路，短途运输选择公路；公司生产基地主要布局在需求较旺盛的华东地区、华中地区和华南地区，且工厂所地的水路和公路运输条件便利，有效降低企业物流成本；（2）公司持续完善产能布局，进一步缩短运输半径，提高运输效率。

表3：三棵树主要生产基地水路和公路运输条件便利

序号	生产基地	地址	运输优势
1	莆田生产基地	福建省莆田市荔城经济开发区	水运： 距秀屿港仅 40 公里，行程 20 分钟，港口吞吐能力达 2000 万吨； 公路： 以福厦路、荔涵大道、东川路、荔园路、南少林路灯为主干道，形成“三纵三横”的道路网络，交通便捷。距沈海高速公路莆田站 8 公里，涵江站 10 公里。324 国道贯穿全境。
2	天津生产基地	天津市北辰区双口镇工业小区	水运： 距天津新港 60 公里。 公路： 京福公路、津永公路、津保高速和规划环外环快速道在区内交织成网，京九铁路津霸联络线建有客货两用车站。距京塘高速公路入口处 10 公里，距外环线 2.5 公里。
3	河南生产基地	河南省南阳市南召县产业集聚区	公路： 紧临二广高速（G55）南召站和 G207、S331
4	四川生产基地	四川省天府新区邛崃产业园区	水运： 乐山港口 115 公里 公路： 成雅高速公路 10 公里，省道 108 线、成新蒲快速路、新邛公路、成雅高速公路等公路在此相连。
5	安徽生产基地	安徽省明光市化工集中区	水运： 润辉港口 公路： G104 国道与 S309 省道交叉区域
6	大禹九鼎-清远生产基地	广东清远华侨工业园	水运： 距清远港、黄埔港分别为 120 公里、160 公里 公路： 京珠高速公路和规划建设中的汕昆高速公路纵横跨越整个园区；省道 252 线和 347 线贯通园区；西距京广铁路运输干线河头货运站 25 公里。
7	大禹九鼎-广州生产基地	广东广州从化太平工业园区	公路： 国道 G105、省道 S118、县道神棋公路；京珠高速、街北高速、大广高速、北二环高速、北三环高速。
8	湖北九鼎-孝感生产基地	湖北孝感应城市东马坊办事处东城工业园	水运： 府河环绕而行 公路： G347 为园区南界，滕西路、虎山大道、东城大道两纵两横
9	河北生产基地	河北省保定市博野经济开发区	公路： 位于曲港高速和石津高速的枢纽处

资料来源：福建国际投资促进网、招商网络、百度百科、慧聪涂料网、安青网、应城市政府信息公开网、三棵树公司公告、大禹九鼎官方网站、开源证券研究所

扩产节奏加快，持续加固区位优势。截至 2022 年 6 月末，公司共有 5 个在建项目，其中莆田秀屿工厂为新建生产基地，其他均为改扩建项目；5 个在建项目均处于装饰装修阶段，预计将于 2023 年投产，将分别新增墙面涂料、防水材料、防水涂料产能 180 万吨/年、14050 万平方米/年、17.2 万吨/年。公司扩产节奏加快，通过改扩建增加生产基地产能规模，有望进一步提高订单响应交付能力，持续加固产能区位优势。

表4：目前公司共有五个在建生产基地

序号	在建项目名称	所在地	产品种类	单位	预计产能	总投资额 (亿元)	截至2022年6月末项目进展
1	福建省三棵树新材料有限公司高新材料综合产业园项目（一期一阶段）	莆田市秀屿区石门澳产业园	墙面涂料 (不含防水涂料)	万吨/年	88	15.78	建设期一年，截至2022年6月末处于装饰装修收尾，室外绿化工程施工阶段
			防水涂料	万吨/年	15		
			木器漆	万吨/年	1		
			防水卷材	万平方米/年	4500		
			乳化沥青	万吨/年	1		
2	安徽三棵树涂料有限公司涂料生产及配套建设四期项目	安徽省滁州市明光市化工集中区	墙面涂料 (不含防水涂料)	万吨/年	30	15.75	建设期一年，截至2022年6月末，处于室内装饰装修、室外道路施工阶段
			防水涂料	万吨/年	9.5		
			木器漆	万吨/年	5.5		
			一体板	万平方米/年	600		
			EPS板	万平方米/年	30		
			隔音板	万平方米/年	600.0		
			新家具涂装基板	万平方米/年	100		
3	安徽三棵树涂料有限公司涂料生产及配套建设三期项目	安徽省滁州市明光市化工集中区	防水涂料	万吨/年	2	3.55	
			防水卷材	万平方米/年	4500		
4	湖北三棵树年产100万吨涂料及配套建设项目	湖北省应城市经济开发区东城工业园	墙面涂料 (不含防水涂料)	万吨/年	63	13.67	建设期一年，截至2022年6月末，该项目一期一阶段主体结构施工完成，外墙涂装完成，处于室内装饰装修、室外道路施工阶段。
			防水卷材	万平方米/年	5050		
5	新型防水材料生产及配套扩建项目	湖北应城经济开发区东城工业园	墙面涂料 (不含防水涂料)	万吨/年	3	4.32	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、核心竞争力二：渠道优势

相对于大B端业务，小B和C端业务的客户数量较多且分布更分散、客单价较低、定制需求更强；受中国地域辽阔、人口分布不均的影响，直销模式下营销人员成本较高且难以满足客户定制需求。因此，渠道布局成为涂料企业的重要核心竞争力。

2.2.1、渠道扁平化助力“农村包围城市”战略，线上线下打造多渠道营销体系

渠道扁平化助力“农村包围城市”战略，乘政策之风稳固三四线领先地位。三棵树成立之初，立邦、多乐士等外资企业致力于功能性产品研发且品牌影响力较强，在一二线城市具有较高的渗透率，三四线城市以及乡镇仍以地区小品牌为主。三棵树实施差异化的营销战略——“农村包围城市”：从三四线城市切入涂料市场，同时建立扁平化经销渠道，取消省级总代理，在市级或县级发展经销商，分销商直接下沉至乡镇，市占率实现较快速增长。此外，扁平化经销模式在提高经销商利润、激发其主动性的同时，保障公司产品毛利率维持在较高水平。扁平化渠道模式助力公

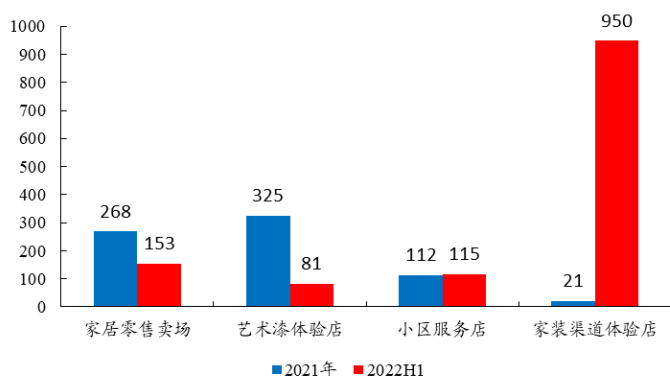
司高效实施“农村包围城市”战略，目前公司在三四线城市以及乡镇的渠道布局较为完善，品牌认可度较高，为后续拓展一二线市场奠定坚实基础。

打造线上线下多渠道营销体系，开拓零售新局面。线下加快门店开拓速度，立体化渠道布局基本完成：公司持续推进全渠道营销网络建设，坚持高端零售转型，2022年上半年公司新进驻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，线下立体化渠道布局基本达成。**线上新零售模式快速成长：**公司深耕淘宝、京东等电商主流平台，大力拓展抖音、快手等新型电商主流平台，同时通过布局线上云店、智慧商城、设计师APP等项目发展数字化新零售业务，不断探索线上新零售模式。

2.2.2、优化地产渠道+拓展应用场景，小B端渠道持续下沉

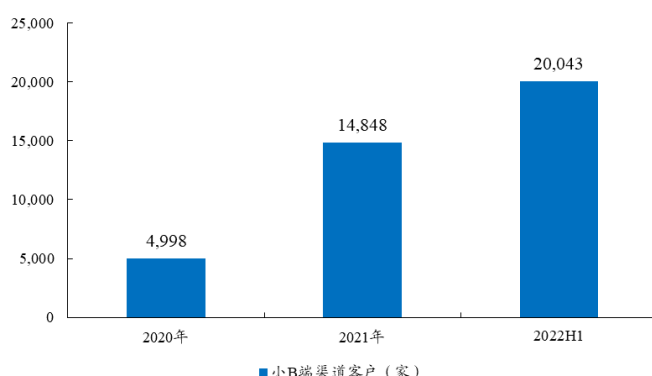
优化地产渠道+拓展应用场景，小B端渠道持续下沉。针对工程业务，公司持续推进全渠道布局战略，经销成为公司重点发力方向，截至2022年6月末小B端渠道客户约20,043家，相较于2021年末增长约35%：（1）**优化地产业务渠道结构**，加快布局地方城投、国央企新渠道，以风控优先，内部建立风险评估体系；（2）**积极拓展应用场景**，逐步发力旧改、城市更新、公建、学校、医院等小B端应用场景，积极拓展多元化渠道。受益于渠道加速下沉和拓展，叠加“六位一体”产品集成解决方案，小B端业务维持较高速增长。

图21：公司加速拓展零售渠道线下门店（单位：家）



数据来源：2021年年度报告、2022年半年度报告、开源证券研究所

图22：公司加速拓展小B端渠道客户



数据来源：2021年年度报告、2022年半年度报告、开源证券研究所

2.3、核心竞争力三：品牌优势

高端产品+一站式服务体系，筑牢品牌基石。三棵树率先布局健康漆赛道，产品定位中高端，公司创新动力充足，产品体系持续升级。随着消费理念的转变，健康、环保逐渐成为消费新趋势，公司致力于实现品牌从“健康”到“健康+”的升级，“健康+”标准设定均远高于国内和国际行业标准，并推出高端产品BB漆、鲜呼吸系列、360多效系列、净味多功能系列等产品。同时，行业兴起“绿色”、“环保”潮流，同质化竞争激烈，三棵树立足用户体验的角度，全力打造“马上住”，为消费者提供8小时净味入住的高效服务。三棵树由涂料生产商向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商转变，打造“产品+服务”协同体系，筑牢品牌基石。

表5：三棵树“健康+”标准设定高于同行业其他标准

序号	指标	三棵树 UV 漆“健康+”标准	对比其他行业标准
1	挥发性有机化合物 (VOC)	≤70g/L	“宜家认证标准”的 1/2
2	游离甲醛	≤10mg/kg	约为国标的 1/20； 为环境标志的 1/10； 符合欧洲“蓝天使”标准（德国）
3	苯系物	苯、甲苯、二甲苯、乙苯均未检出	≤50mg/kg
4	重金属	对 17 类重金属限量	国家仅对 4 类重金属进行限量，三棵树限量指标 优于欧标、国标、美标和“宜家认证标准”
5	气味	引用美国 ASTM E544 规范，参照汽车内饰零部件材料 气味检测方法，气味消散时间 8 小时 1 级。	首家制定气味判断标准

资料来源：太平洋家居网、开源证券研究所

图23：公司全力打造马上住一站式服务



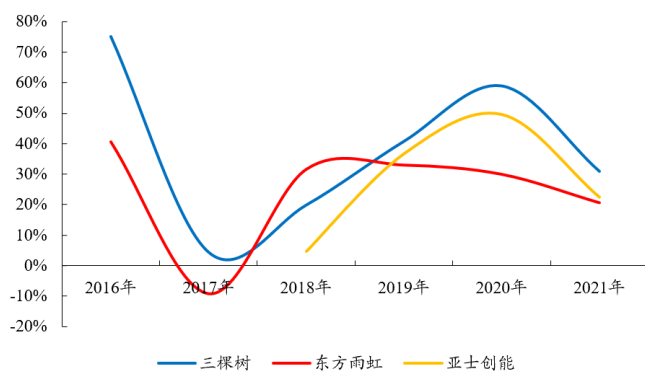
资料来源：三棵树官方网站

2.3.1、定位中高端市场，研发引领差异化优势

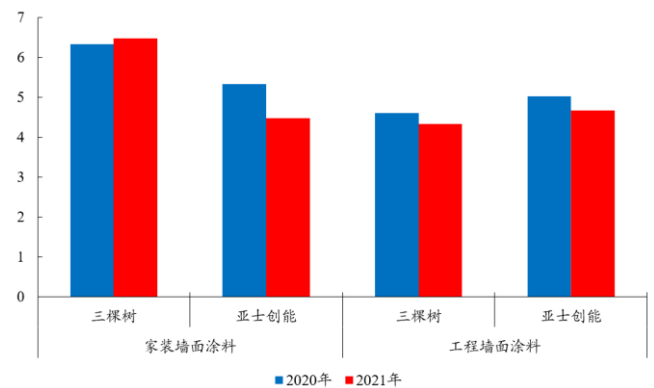
公司定位中高端建筑涂料市场，致力于研发健康、绿色、低碳、环保的产品，是国内首家提出“健康漆”概念的企业。三棵树坚持创新打造差异化竞争优势，在家装涂料市场具有一定的定价权，2020 年和 2021 年公司家装墙面涂料单位售价比亚士创能分别高 18.90%、44.85%。

公司具有深厚的研发实力，主要体现在：（1）“人员”：公司设立总部技术中心、上海全球研发中心、四大区域技术中心的组织架构，截至 2021 年末，公司拥有 1,662 位研发技术人员，占总人数的 16.08%；同时，公司与厦门大学、福州大学等科研院所建立长期稳定的合作关系，聘请了诺贝尔化学奖得主斯特拉斯堡大学杰马里·莱恩教授、中科院院士顾问团开展技术指导。（2）“投入”：截至 2021 年末，公司研发费用为 2.71 亿元，同比增长 30.94%，增速位于行业领先水平；目前公司是国内实验检测设备最完备的涂料厂家之一，拥有世界领先的实验分析测试设备、恒温恒湿实验

室和微生物检测实验室；公司设立 10 多个区域研发中心，并导入先进的信息化和配方管理系统，同时配置 100 多台高端科研设备。(3) “行业地位”：截至 2021 年，公司共参与三十六项国家、行业、地方等涂料行业标准的起草工作；2016 年 11 月，公司被全国涂料和颜料标准化技术委员会评为“涂料行业标准化先进单位”。(4) **代表性创新产品**：截至 2021 年末，公司拥有至少 500 件授权专利，自主研发奖金 10000 支产品；三棵树率先制定“健康+”标准，8 项技术指标均高于国家绿色产品标准和欧美环保标准，最新推出的“健康+”产品达到了 8 小时气味消散的标准；公司创新性研发出通过 FDA 食品接触标准测试的高端墙面漆——BB 漆。

图24：三棵树研发费用增速位于行业领先水平


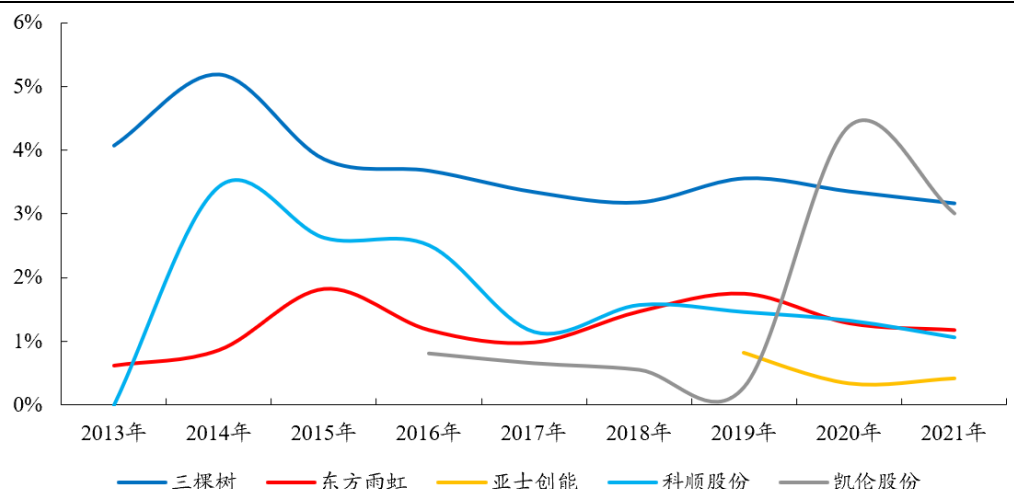
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：三棵树家装墙面涂料单位售价较高（元/kg）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2、拓展多元化宣传渠道，赋能品牌升级

拓展多元化宣传渠道，赋能品牌升级。公司实控人十分重视品牌的宣传推广，且对市场热点具有较高的敏锐度，广告及宣传费占比位于行业较高水平。以健康产品、优质服务为基础，公司加大宣传力度持续加固品牌优势：

图26：三棵树广告及宣传费占比位于行业前端


数据来源：Wind、开源证券研究所

第一阶段：借神州造势，打造品牌知名度。公司成立之初，立邦、多乐士等外资品牌在国内市场具有稳固的品牌影响力。2005 年和 2008 年三棵树成为神舟六号和神舟七号飞船搭载的涂料品牌，国内外聚焦神州六号和七号的发行：神州六号是中

国第一艘执行“多人飞天”任务的载人飞船、神州七号实现中国宇航员第一次太空行走。三棵树成为第一个成功开展太空实验的涂料品牌，借势打造品牌知名度和影响力：线上，三棵树聚焦央视，布局高端资源，打造全新广告篇《飞天篇》，在《新闻联播》、《天气预报》、《幸运 52》、《交换空间》等知名央视频道节目中播放广告；线下，在 20000 多家线下专卖店举办“飞翔 6+1”促销活动，同时打造以“神州六号”为主题的产品体验馆。

第二阶段：多元化宣传渠道，冬奥红利赋能品牌升级。三棵树采用多元化宣传渠道加固品牌优势：携手金牌厨柜打造中国绿色家装直播节、与世界第一 IP 宝可梦合作推出联名款 BB 漆、在央视电视台等媒体网站和各大高铁站投放系列广告等。三棵树成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方涂料独家供应商，公司专门研发奖牌用水性硅烷改聚氨酯涂料、头盔用水性双组份聚氨酯工业涂料等涂料产品，定制“雪如意”、冬奥村等 10 多个工程的涂料系统解决方案；同时，三棵树精准发力奥运营销，签约武大靖、谷爱凌等短道速滑运动员为三棵树品牌代言人，在冠军明星代言人加持下，快速实现流量占位，“健康、自然、绿色”的品牌理念深入人心，三棵树品牌影响力迈上新高度，助力品牌升级。

图27：与宝可梦 IP 合作推出联名款 BB 漆



资料来源：公司官网

图28：三棵树精准发力奥运营销

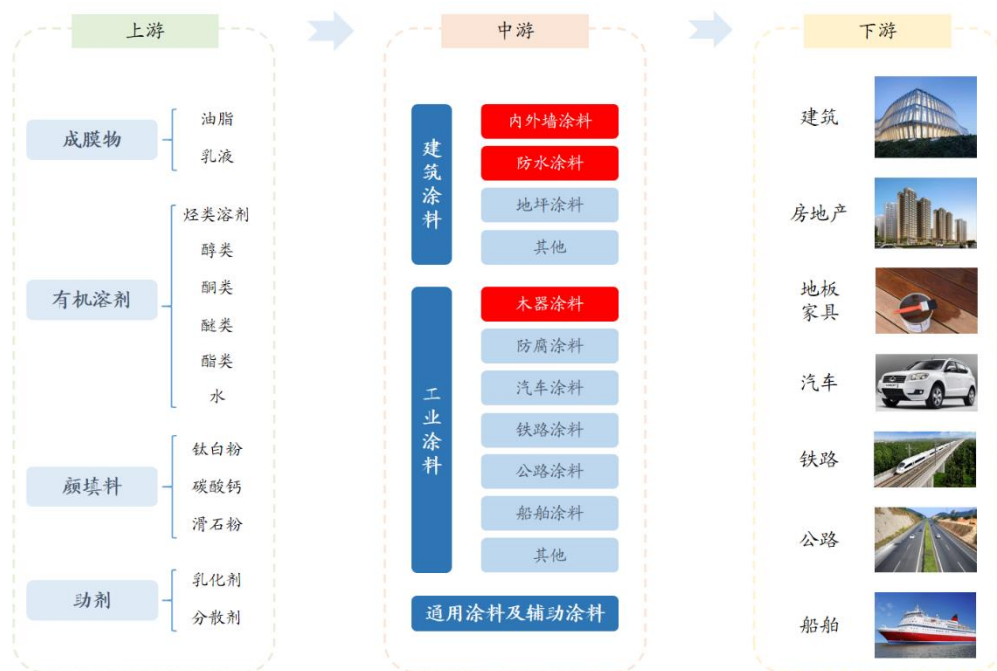


资料来源：公司官网

3、建筑涂料行业：长期优质赛道，内资龙头有望加速超车

涂料是指涂于物体表面能形成具有保护、装饰或特殊性能的固态涂膜的一类液体或固体材料的总称，根据用途分类，涂料包含建筑涂料、工业涂料、通用涂料及辅助材料。建筑涂料可进一步分类为内外墙涂料、防水涂料、地坪涂料和其他功能性涂料，工业涂料分为木器涂料、防腐涂料、汽车涂料等。三棵树深耕建筑涂料业务，墙面涂料（包含内外墙涂料和防水涂料）是公司营收和盈利的主要来源，营收占比保持在 50%-60%之间，毛利占比保持在 70%-80%之间。

图29：涂料下游主要为房地产和基建

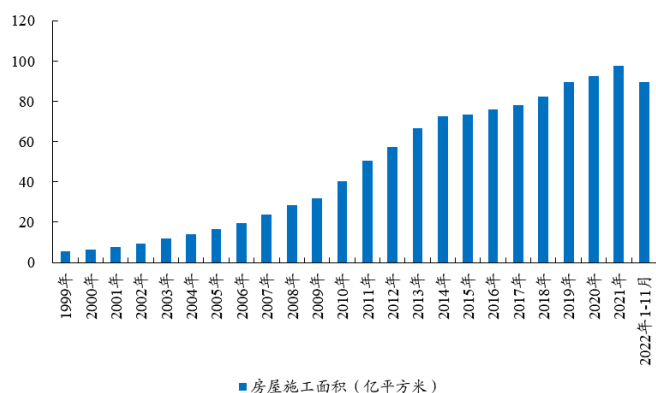


资料来源：三棵树招股说明书、开源证券研究所

3.1、地产存量时代+基建政策红利，潜在增长空间充足

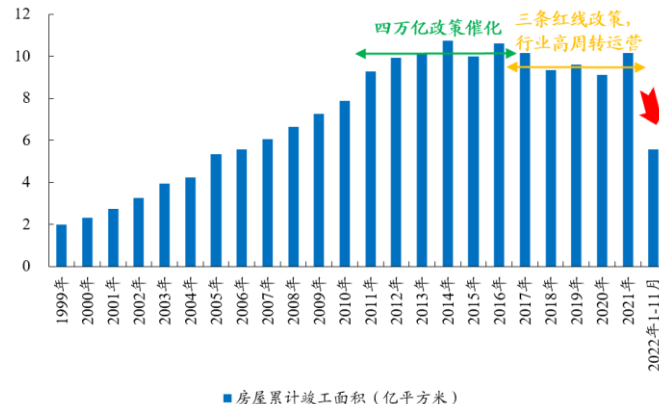
地产步入存量时代，重涂需求有望带来持续增长动力。地产市场已步入存量房时代：（1）住房存量面积基数处于高位，国家统计局发布数据，2021 年城镇居民人均住房建筑面积约 41 平方米，城镇常住人口约 9.14 万，推算得到 2021 年城镇居民住房存量建筑面积约 374.84 亿平方米；（2）从中短期来看，融资政策和施工面积处于高位支撑竣工需求修复，但从长期来看，“房住不炒”仍为主线，竣工面积中枢将逐步下移；（3）受人口老龄化、出生率降低等宏观因素影响，需求动能减弱。存量房高基数催化重涂需求，重涂有望为行业提供新的增长动能。

图30：目前房屋施工面积处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：房屋竣工面积中枢逐步下移



数据来源：Wind、开源证券研究所

重涂+旧改双轮驱动，重涂潜在市场规模可期。目前国内重涂需求主要包含两类：

（1）零售市场，目前国内住房存量基数较高，一方面，国内重涂周期约 10 年，存

量房重涂需求韧性较强；另一方面，在“房住不炒”基调下，竣工面积中枢将持续下移，二手房交易占比将逐步提升，重装有望提升涂料需求；根据测算，重涂零售市场规模约 367.27 亿元。（2）工程市场，住建部加快推进老旧小区改造，预计 2021-2025 年基本完成约 21.9 万个城镇老旧小区改造任务，根据测算，旧改有望拉动约 465 万吨墙面涂料需求，市场总规模约 256 亿元；2021-2022 年已开工 8.08 万个老旧小区改造，占比约 36.89%；旧改政策催化涂料需求加速释放，成为行业新增点。

表6：国内住房建筑面积测算表

	城镇	乡村	总计
居民人均住房建筑面积（平方米）	41.0	50.2	-
常住人口（亿人）	9.1	5.0	-
居民住房建筑总面积（亿平方米）	374.84	250.17	625.01

数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

表7：重涂市场规模测算

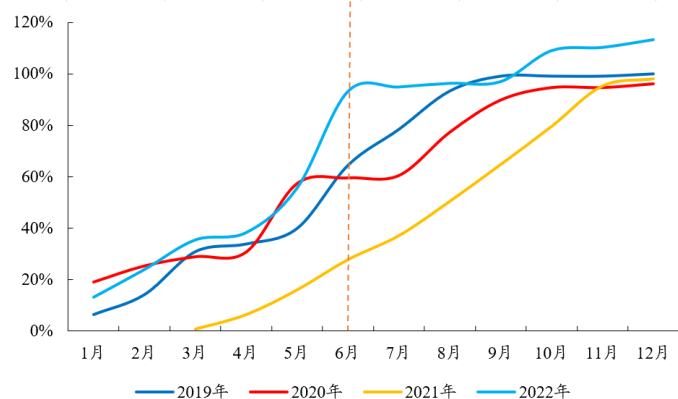
项目	数据
假设信息	
内墙面积系数	2.45
外墙面积系数	0.65
底漆单位面积使用量（1 层，kg/m ² ）	0.13
面漆单位面积使用量（2 层，kg/m ² ）	0.25
涂料单位价格（元/kg）	5.5
零售市场（不含老旧小区）	
住房建筑面积（扣除老旧小区，亿 m ² ）	574.42
内墙面积（亿 m ² ）	1407.33
外墙面积（亿 m ² ）	373.37
涂料需求量（万吨）	6677.64
涂料市场规模（亿元）	3672.70
国内重涂周期（年）	10.00
年均市场规模（亿元）	367.27
工程市场——老旧小区	
老旧小区总面积（亿 m ² ）	50.59
需改造的老旧小区总面积（亿 m ² ）	40.00
内墙面积（亿 m ² ）	98.00
外墙面积（亿 m ² ）	26.00
涂料需求量（万吨）	465.00
涂料市场规模（亿元）	255.75
政策持续期（年）	5
年均市场规模（亿元）	51.15

数据来源：开源证券研究所

基建逆周期调节作用凸显，多点发力助推小 B 端赛道发展提速。除住宅之外，

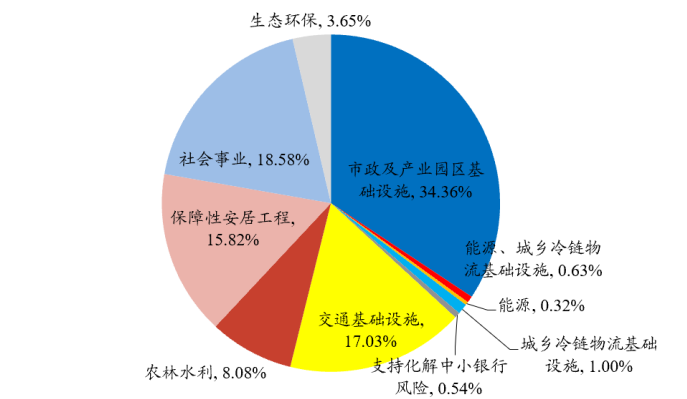
涂料还应用于学校、医院、市政工程、保障性住房等基建领域。地方政府专项债是基建项目投资资金的重要来源，财政前置是基建投资快速增长的重要驱动力。2022 年新增政府专项债主要应用于基建领域，受疫情和季节性因素影响，基建项目落地不及预期。国家以尽快形成实物工作量为目标，将加强对专项债券资金使用的监管，**被延缓的需求将于 2023 年逐步释放**。基建作为逆周期调节工具，**我们认为 2023 年上半年基建仍为稳增长的主要发力点**：（1）地产销售尚未显著回暖；（2）疫情仍存不确定性；（3）2022Q1 的 GDP 基数较高。基建多领域齐发力，助推涂料行业小 B 端需求加速释放。

图32：财政前置是 2022 年基建投资快速增长的重要驱动力



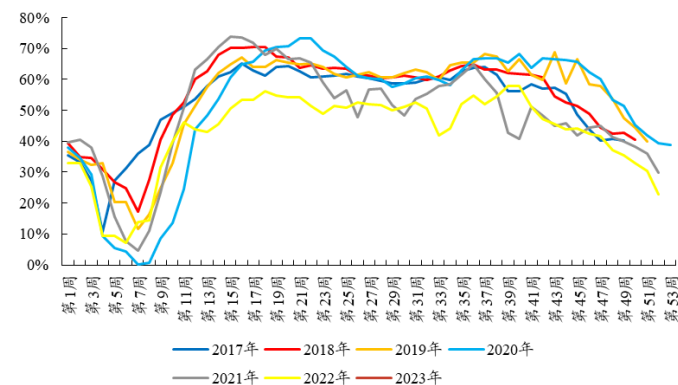
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2022 年 1-11 月新增政府专项债主要应用于基建领域



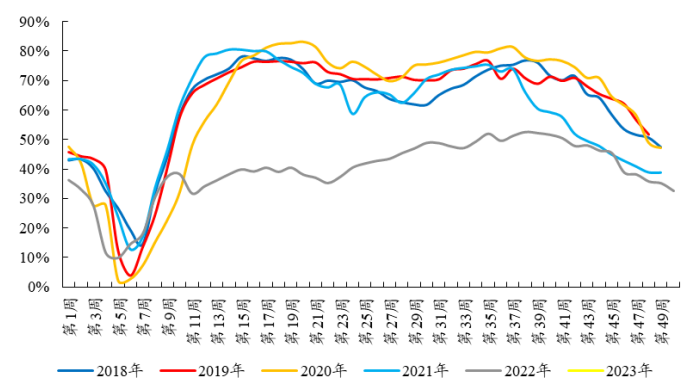
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：水泥低开工率已反映行业对地产开工低预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：水泥发运率数据能侧面反映基建项目开工情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

综上，随着地产步入存量时代，大 B 市场规模将逐步缩小，小 B 市场和零售市场为行业提供新增长动力：（1）住宅重涂翻新为零售市场增速提供支撑；（2）随着旧改和基建的政策红利持续释放，小 B 市场有望持续扩容。

3.2、长期坚守稳增长主线，赛道切换迎来新机遇

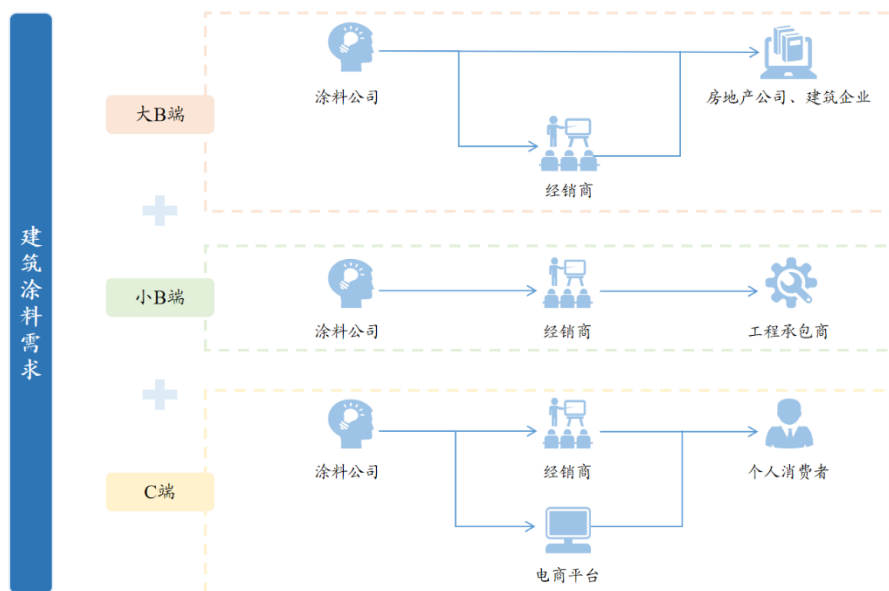
建筑涂料是涂料行业的主要组成部分，产量占比约 30%。建筑涂料的下游主要

为房地产行业 and 建筑工程行业。根据客户类型划分，建筑涂料需求主要包含三类：

(1) B 端，建筑涂料行业集中度较低，同质化竞争激烈，涂料企业定价权较低，采用低价竞争策略提高市占率。B 端主要分为两类：大 B 端，一般采用直销和经销相结合的模式，客户主要为房企和建筑企业，客单价较高；小 B 端，采用经销模式，客户主要为工程承包商、地方房企、地方城投等，客单价低于大 B 端且高于 C 端。B 端客户更加注重性价比。

(2) C 端：主要采用经销模式，客户主要为个人消费者、工长、装饰公司等；客户注重产品质量、环保性、健康性和品牌知名度，因此，针对 C 端客户，具有高端产品的涂料企业具有较高的定价权。

图36：目前国内建筑涂料需求主要包含大 B 端、小 B 端、C 端三类



资料来源：三棵树招股说明书、开源证券研究所

国内建筑涂料行业的发展划分为四个阶段：

第一阶段，2004 年以前，外资完全主导。2004 年之前，国内没有成熟的建筑涂料企业，立邦等外资企业通过精准宣传以及独特的性能优势，迅速扩大品牌知名度。此阶段，国内建筑涂料市场完全由外资企业主导。

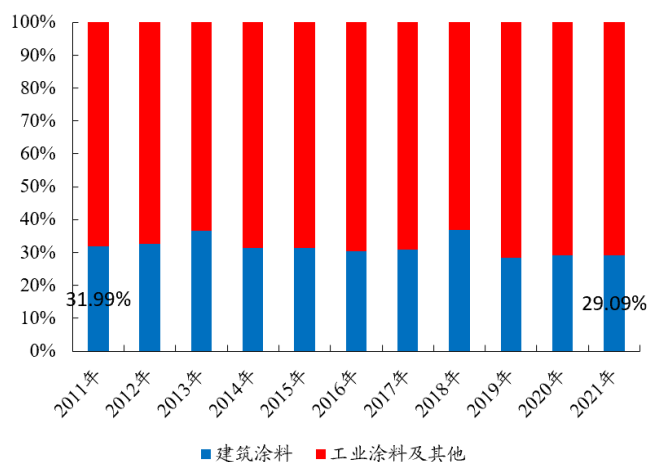
第二阶段，2005-2015 年，内资企业借势赋能品牌初显成效。2005 年、2008 年三棵树成为神州六号和神州七号唯一搭载涂料品牌；2007 年嘉宝莉、亚士漆中标 2008 年北京奥运会涂料工程项目。此阶段，内资涂料品牌借势营销，品牌影响力迅速扩大。

第三阶段，2016-2020 年，内资涂料企业聚焦大 B 端赛道。自 2016 年国家提出加速促进房地产市场稳定发展长效机制，并出台信贷收紧、“三条红线”等紧缩性政策，房地产市场集中度持续提升；同时为有效控制原材料成本、质量和售后服务，房企集采成为主流。针对 B 端客户，涂料企业下游议价能力较弱，受房地产稳增长和房企集采趋势的影响，涂料行业竞争格局持续改善，大 B 端成为涂料企业业绩高

速增长的核心驱动力。

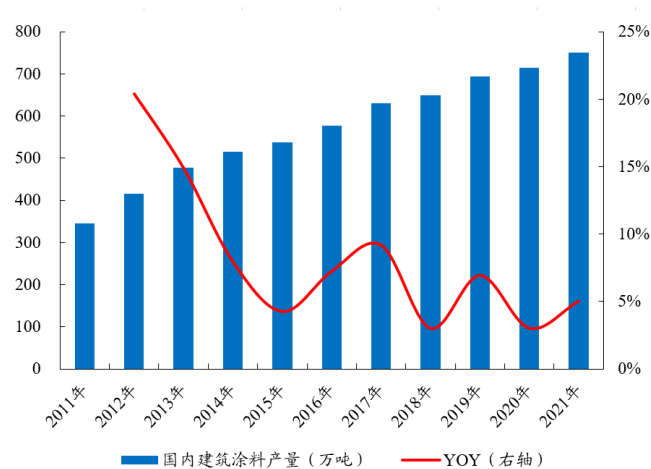
第四阶段，2021年-至今，赛道切换，建筑涂料行业迎来新增长机遇。2021-2022年涂料行业市场竞争格局加速优化，主要系：（1）地产需求较弱；（2）原材料价格处于历史高位；（3）地产客户应收款面临坏账风险。自2021年国家出台政策组合拳稳地产，短期内地产政策主基调为“保交楼”、“控风险”，中长期定调“稳增长”，地产步入存量时代。随着房地产使用年限增加，重涂将成为行业需求新增长点，叠加新型城镇化建设、旧改、城市更新等政策，建筑涂料行业迎来赛道切换新机遇，小B端和C端将成为行业新增长点。

图37：建筑涂料产量约占涂料行业总产量的30%



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图38：中国建筑涂料产量及同比增速



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

3.2.1、中短期仍以保交楼为主基调，长期坚守稳增长主线

地产政策重心由“促需求”、“保项目”转变为“保主体”。建筑涂料主要应用于地产施工后端以及硬装软装阶段，与地产竣工和销售面积的相关性较强。地产基本面供需双弱，自2022年国家持续加大政策支持力度，政策主要分为三个阶段：

第一阶段（2022年上半年）：以“促需求”为主。一城一策，通过政策工具箱激发购房者潜在需求，包含取消限购、降低个人贷款利率、降低首付比例等；

第二阶段（2022年7-10月）：“促需求”和“保项目”齐头并进。自2022年7月发生停贷事件，“保交楼”成为地产政策主基调，各地地产纾困基金陆续落地，盘活问题楼盘。需求端政策主要为降息、降低首套住房贷款利率、个税退税。

第三阶段（2022年11月-至今）：“保主体”与“促需求”共振。2022年11月国家加速出台宽松政策，主要聚焦“保主体”，政策内容包含第二支箭（债务融资）、第三支箭（股权融资）、预售资金监管新规、央行2000亿零成本贷款、16条金融政策。同时，各地持续完善政策工具箱，2023年1月人民银行和银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调节机制。

第三轮政策实施效果有望优于前两轮，有力支撑2023年地产竣工端回暖。“保主体”政策主要针对国内尚未违约的房企，有助于：（1）**提振市场信心**，2022年11月出台的融资端政策是由国家部门以及证监会、央行联合发布，彰显国家稳地产、

保交楼的决心；（2）**缓解房企资金压力**，债券融资立足短期缓释房企资金压力，股权融资周期较长，改善房企资产负债结构，立足中长期防止地产信用风险蔓延。我们认为第三轮政策实施效果有望优于前两轮政策，将有效控制信用风险进一步蔓延，“保主体”与“促需求”政策形成共振，有望提振市场信心。融资政策规定资金优先用于处于施工阶段的项目，部分资金规定禁止用于拿地和新开工，考虑到受高周转模式的影响，目前房屋施工面积处于历史高位，2022 年 11 月融资端政策以及保交楼主基调有力支撑 2023 年地产竣工端回暖。

图39：自 2022 年国家持续出台地产激励政策

激励措施	时间	政策内容
第一阶段		
促需求 降息	2022/1/20	5 年期以上 LPR 为 4.6%，相较于年初下降 0.05pct；1 年期 LPR 为 3.7%，相较于年初下降 0.1pct
投资端 拿地	-	因城施策，部分城市下调土地竞买保证金比例；允许分期付款。
促需求 地方政策工具箱	-	因城施策，相关政策包含：下调契税、土地增值税、发放购房补贴、取消或放松限购、取消或放松限售、下调首付比例、下调公积金首付比例、贷款条件和额度放宽
促需求 降准	2022/4/15	自 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25pct，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%。
房企融资 预售资金	2022/4/29	中央政治局会议提出优化商品房预售资金监管，地方政府通过加快审批效率、放宽资金监管比例、增加拨付节点及比例、银行保函等额度置换等方式提高预售资金的使用效率
促需求 降息	2022/5/20	5 年期以上 LPR 为 4.45%，相较于 4 月下降 0.15pct；1 年期 LPR 为 3.7%，保持不变
房企融资 债券融资	2022/5/27	旭辉、碧桂园、龙湖、美的置业、新城入选“示范房企”名单，截至 2022 年 10 月末，5 家示范房企以及卓越集团已累计发行 83.68 亿元“中债增”全额担保票据
第二阶段		
促需求 降息	2022/8/22	5 年期以上 LPR 为 4.3%，相较于 7 月下降 0.15pct；1 年期 LPR 为 3.65%，相较于 7 月下降 0.05pct
房企融资 纾困基金	2022/8/31	成立政策性银行专项借款，严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付。目前郑州、浙江、湖北、浙江、陕西等地已设立纾困专项基金。
投资端 拿地	2022/9/24	严禁通过举债储备土地，不得通过囤地购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收入，弥补财政收入缺口。进一步规范地方事业单位债务管控，建立严格的举债审批制度，禁止新增各类隐性债务，切实防范事业单位债务风险。
促需求 个税退税	2022/9/30	对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
促需求 下调利率	2022/9/30	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于（相应期限 LPR-20BP）
房企融资 银行融资	2022/10/10	中国建设银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国邮政储蓄银行、交通银行六家国有银行年内至少每家提供 1000 亿元房地产融资支持（包含开发贷和商贷）
第三阶段		
房企融资 债券融资	2022/11/1	召集金辉、新希望地产等 21 家民营房地产企业召开座谈会，中债增建公司正在推进十余家房企的增信发债，涉及金额约 200 亿元。
房企融资 债券融资	2022/11/8	由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持房地产民营企业发债融资，预计可支持规模约 2500 亿元，后续可视情况进一步扩容。
房企融资 16 条房产新政	2022/11/11	稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求；稳定建筑企业信贷投放；支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；保持债券融资基本稳定；保持信托等资管产品融资稳定；支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；鼓励金融机构提供配套融资支持；做好房地产项目并购金融支持；积极探索市场化支持方式；鼓励依法自主协商延期还本付息；切实保护延期贷款的个人民生权益；延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排；阶段性优化房地产项目并购融资政策；优化租房租赁信贷服务；拓宽租房租赁市场多元化融资渠道。
房企融资 预售资金	2022/11/14	指导商业银行参照开发贷款授信标准，向经营稳健、财务状况良好的优质房地产企业出具保函置换预售监管资金，置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 30%。置换的预售监管资金优先用于项目工程建设、偿还项目到期债务等，不得用于购置土地、新增其他投资、偿还股东借款等。
房企融资 纾困基金	2022/11/21	在前期推出的“保交楼”专项借款的基础上，将再推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供低成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。
促需求 降准	2022/11/25	自 2022 年 12 月 5 日下调金融机构存款准备金率 0.25pct
房企融资 股权融资	2022/11/28	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外上市政策，与境内 A 股政策保持一致；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。
促需求 地方政策工具箱	-	因城施策，相关政策包含：降低首付比例、调整公积金政策、提高公积金贷款额度、购房补贴优惠等
促需求 利率政策动态调节机制	2023/1/5	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。

资料来源：中国人民银行官网、住建部官网、上交所官网、财政部官网、开源证券研究所

从中短期来看，保交楼和控风险为地产政策主基调；从长期来看，地产行业坚守稳增长主线。从中短期来看，虽然 2022 年 11 月国家从信贷、债券、股权三方面出台融资激励政策，但融资方案定制、资金落地仍需时间；且 2023 年房企偿债规模达 9579.6 亿元（含国内外），中短期内房企资金端仍面临较大压力，我们认为保交楼和控风险仍为地产政策主基调，在地产销售尚未显著回暖的背景下，宽松政策有望进一步延续。从长期来看，虽然自 2022 年国家加速出台地产宽松政策，但从近期国家会议对地产行业的趋势表述中可以看出，国家对地产行业的定调仍为稳增长。

表8：从长期来看，国家对地产行业定调仍为稳增长

序号	机构	时间	政策/会议	关于地产行业的表述
1	人民银行、银保监会	2023/1/4	2023 年中国人民银行工作会议	落实金融 16 条措施，支持房地产市场平稳健康发展
2	人民银行货币政策委员会	2022/12/28	2022 年第四季度（总第 99 次）扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，因城施策支持刚性和改善性住房需求，确保房地产市场平稳发展	

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

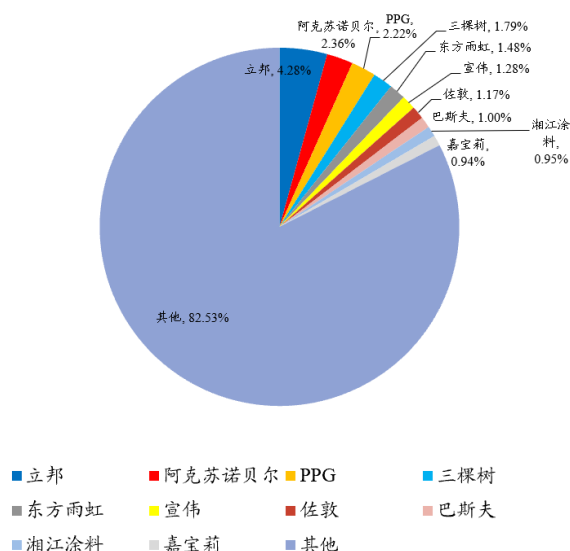
序号	机构	时间	政策/会议	关于地产行业的表述
3	银保监会	2022/12/27	党委（扩大）会议	促进金融与房地产正常循环，做好“保交楼、保民生、保稳定”工作。同时明确 坚持“房住不炒”定位 ，满足刚性和改善性住房需求
4	证监会	2022/12/21	党委会议	大力支持房地产市场平稳发展 。加大力度、加快速度抓好资本市场各项支持政策措施落地见效，助力房地产发展模式转型
5	国务院	2022/12/21	国务院常务会议	支持民营企业提振信心，落实支持刚性和改善性住房需求和相关16条金融政策
6	人民银行	2022/12/20	中国人民银行行长召开会议	坚持“房住不炒”定位 ，支持刚性和改善性住房需求
8	中共中央、国务院	2022/12/15	中央经济工作会议	确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作；因城施策，支持刚性和改善性住房需求。 坚持“房住不炒”定位 ，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
9	人民银行、银保监会	2022/11/21	全国性商业银行信贷工作座谈会	全面落实房地产长效机制，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求；推动保交楼工作加快落实， 促进房地产平稳健康发展

资料来源：中证网、人民银行官网、人民政府官网、中国经济网、人民网、央视财经、中国教育新闻网、新京报、开源证券研究所

3.2.2、积极开展渠道变革的内资龙头有望实现弯道超车

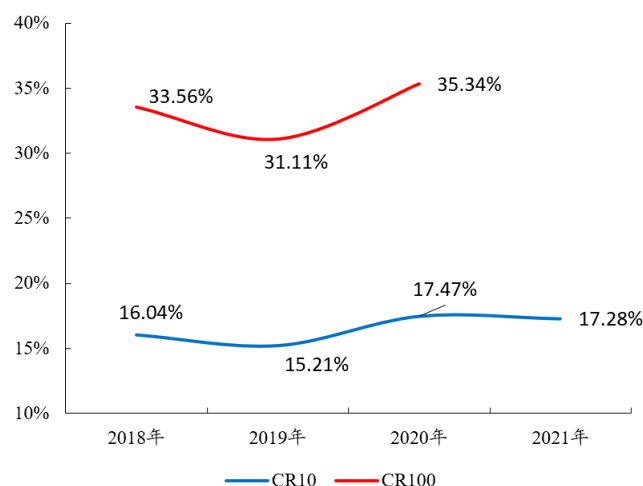
我国涂料市场竞争格局较分散。2021 年我国涂料市场 CR10 仅 17.47%，立邦市占率仅 4.28%，市场集中度较低。涂料企业分为三个梯队：第一个梯队，外资企业立邦、阿克苏诺贝尔、PPG、宣伟，在功能涂料、特种涂料等中高端市场具有显著优势；第二梯队，三棵树、东方雨虹、湘江涂料、嘉宝莉等，在某个细分领域具有较强的竞争力；第三梯队，国内其他中小型涂料企业，产能规模较小，产品同质化严重，缺乏核心竞争力。

图40：2021 年国内涂料市场竞争格局较分散



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图41：国内涂料市场集中度持续上升



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

积极开展渠道变革的内资龙头有望实现弯道超车。2021 年之前，内资企业重点布局工程涂料业务，受益于房地产市场集中度提高以及房企集采渗透率的提升，涂料企业市场竞争格局持续优化，CR10 由 2018 年的 16.04% 上升至 2020 年的 17.47%，

CR100 由 33.56% 上升至 35.34%。受地产信用风险的影响，2021 年涂料市场集中度微降。随着地产步入存量时代，小 B 市场和零售市场为行业提供新增长动力。近几年，三棵树、东方雨虹等内资龙头加速布局零售和工程业务，扩产提速拓展服务半径，同时加大渠道布局力度，品牌影响力持续扩大，驱动零售和工程业务进入快速成长通道，内资龙头企业有望实现弯道超车。

4、未来增长路径清晰，财务状况有望延续改善趋势

4.1、未来增长点一：加速全渠道布局，助力业绩增长

4.1.1、小 B 端：高性价比逐渐凸显，渠道完善助力市占率提升

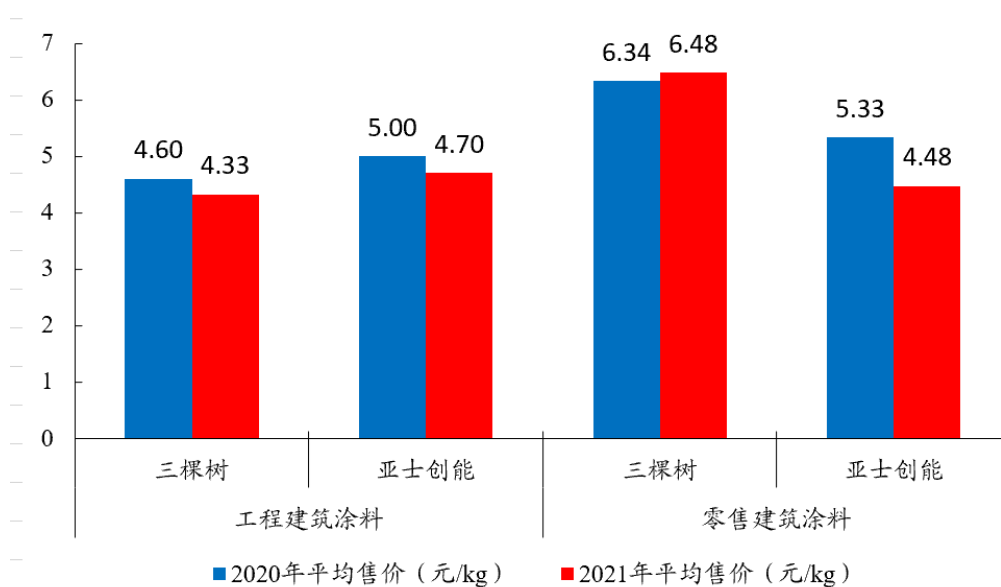
提前布局小 B 端，性价比优势凸显。小 B 端业务采取经销商模式，客户主要为工程承包商，重视产品质量、采购成本和配套售后服务，即重视产品的性价比。公司提前布局小 B 端，性价比优势凸显：

(1) **公司定位中高端市场且产品种类丰富。**公司定位中高端市场，以健康、绿色为核心研发理念，持续加大研发投入，工程涂料产品主要包含质感涂料、外墙弹性涂料、真石漆等，质感涂料和真石漆可选颜色多样、饰纹制作丰富，相对于石材，墙体承重负担大幅降低；外墙弹性涂料在高低温下均具有较强的延展性和可拉伸强度，适用于温差较大的地区。

(2) **完善供应网络布局，交付效率大幅提升。**公司布局涂装一体化和城市焕新重涂业务，正在向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商转型。截至 2022 年 6 月，公司建立 13 个生产基地，产能覆盖华东、华南、华中、华北、西南五大核心需求区域，其中 4 个新建、扩建项目尚未投产。公司持续扩大服务半径，完善多厂多仓全品类供应链网络，提高快速交付能力；同时持续对已有产能进行技改优化，提升精益生产水平，推进供应链转型升级。

(3) **价格优势。**亚士创能聚焦工程建筑涂料领域，零售建筑涂料规模较小，2021 年营收占比仅 5.00%，零售和工程建筑涂料单位售价相差不大，2021 年分别为 4.70、4.48 元/kg。三棵树采取差异化定价策略：工程市场低价抢占市场份额，零售市场凭借中高端产品和品牌效应，采用高价高毛利战略，2021 年单位售价分别为 4.33、6.07 元/kg。此外，三棵树加快扩产节奏，加固规模化优势，单位制造费用和人工成本将有一定的下降空间。因此，三棵树工程建筑涂料具有较强的价格优势。

图42：三棵树采取差异化定价策略



数据来源：三棵树公司公告、亚士创能公司公告、开源证券研究所

综上，三棵树工程建筑涂料采取低价竞争策略，产品定位中高端市场，种类齐全；产能覆盖面不断扩大，持续提升精益生产能力，完善供应链网络，实现快速交付；整体而言，三棵树性价比优势逐渐显现。

政策加持+渠道拓展，小B端有望持续发力。目前房地产行业进入存量阶段，小B端有望成为新的增长点。目前国家大力发展旧改、城市更新、基础设施建设等领域，政策红利加速释放。公司提前布局小B端业务，持续拓展渠道，小B端渠道日益完善。截止2022年6月末，公司小B渠道客户约2万家，同比增长56%。目前工程建筑涂料市场空间较大、集中度低，随着公司渠道持续下沉，小B端业务有望持续发力。

4.1.2、C端：产品+服务+渠道+营销，赋能零售业务高速增长

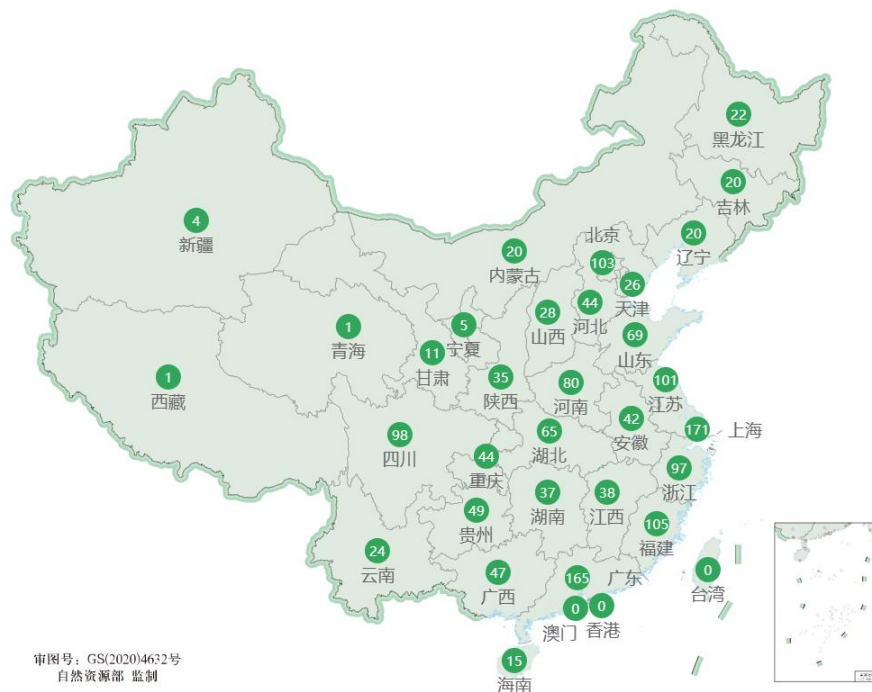
根据前文分析，零售业务终端客户是个人消费者，注重产品质量和服务，涂料企业具有一定的定价权。国内房地产行业进入存量时代，随着中国平均建筑年龄增加，且房地产维持较大的基数，重涂潜在市场规模可期。三棵树零售业务亮点多，将成为公司业绩高速增长的核心驱动力：

(1) 零售产品实现全面水性化。三棵树作为国内“健康漆”概念品牌，研发优势显著，制定高于行业标准的“健康+”标准。随着消费者环保意识不断加强以及碳中和大趋势的催化，2021年公司停售零售渠道的油性木器涂料，实现家装涂料全面水性化，一方面产品结构优化，公司盈利能力提升；另一方面，引领行业转型升级，市场格局持续优化。

(2) 马上住实现全区域覆盖，助力品牌影响力的提升。自2017年公司重点布局马上住涂装一体化解决方案，提供8小时净味入住新家的一站式服务，同时配套三棵树“健康+”全系列产品及辅材。公司建立标准化家装解决方案流程，线上线下同时布局，助力马上住知名度迅速提升：公司布局线上服务模式系统，同时通过官网、小程序、天猫等服务APP引流；线下打造全国服务商专卖店、综合体验店及马上住社区体验店，提供多样化体验模式，截至目前，马上住授权网点达666个门店，

覆盖 31 个省份 263 个城市。

图43：马上住授权网点覆盖面较广



资料来源：公司官网

(3) 渠道赋能，零售业务亮点较多

在全面推进乡村振兴和村改项目大背景下，美丽乡村业务发展势头强劲，稳固公司在三四线城市的领先地位；同时，随着品牌影响力持续提升以及在新型城镇化推动下，公司将加大对一二线城市的市场拓展，零售业务有望持续成为增长亮点，市占率有望将进一步提升。

(4) 渠道赋能品牌升级：前文竞争核心竞争力已提出三棵树采用多元化宣传渠道加固品牌优势，冬奥红利赋能品牌升级。

4.2、未来增长点二：引领行业绿色转型，竞争格局持续优化

公司自觉践行低碳行动，引领行业绿色转型。公司坚持“绿色、环保、健康”的品牌理念，2021 年公司碳排放总量为 47,462.9 吨，单位产值碳排放强度为 0.0585 吨 CO₂/万元，较 2020 年小幅上涨。公司从管理、研发、生产到供应链全流程推动绿色低碳转型：

(1) **管理：**公司将生态战略融入企业管理，构建减碳战略管理体系，自主设定碳排放减排目标：“2021-2025 年减排 15 万吨，2026-2030 年减排 137 万吨”，战略管理体系将确保减碳计划有序高效实施。

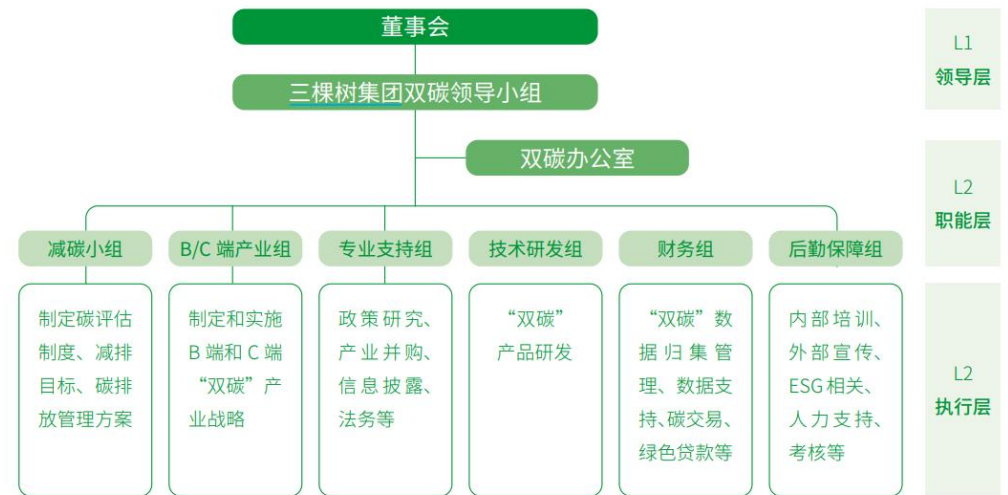
(2) **研发：**公司持续加大研发投入，坚持“极致健康、极致性能、极致应用”的研发理念，创新性推出一系列节能环保产品：仿石涂料减少由天然石材开采导致的环境破坏；气凝胶反射隔热保温涂料有效降低空调制冷能耗，打造绿盾节能装饰系统；轻质抹灰石膏替代传统水泥抹灰砂浆，单吨制造耗能减半且阻热传导系数提

升 5 倍等。

(3) **创建零碳工厂**：公司计划全面创建零碳工厂。安徽生态工业园采用光伏发电，年发电量 103 万千瓦时，降低碳排放 723.88 吨/年。在河北生产基地前期设计中增加升级废气处理工艺，有机废气处理效率高达 90%。

(4) **打造零碳供应链**：公司通过将碳排放纳入招标考核条件、建立绿色合作伙伴机制、回收资源循环利用等方式打造零碳供应链。

图44：三棵树打造减碳战略管理体系



资料来源：公司公告、开源证券研究所

行业标准趋严+碳中和政策驱动，竞争格局持续优化。十四五期间，中国涂料行业经济总量保持稳步增长，2021-2025 年 CAGR 为 4%。在“碳中和”大背景下，中国涂料工业协会提出 2025 年环境友好型涂料占比由 2020 年的 60%增加至 70%。随着墙面涂料有害物质标准趋严以及碳中和政策驱动，行业将加速淘汰落后产能，市场竞争格局优化。三棵树主流产品达到更严格的“健康+”标准，从管理、研发、生产到供应链全流程推动绿色低碳转型，引领行业绿色转型，在行业标准趋严和碳中和政策催化下，三棵树市占率有望加速提升。

表9：墙面涂料行业有害物质上限标准趋严

发布时间	标准名称	标准编号	实施时间	涂料类型	VOC 含量 (g/L)	甲醛含量 (mg/kg)	苯系物总含量 (限苯、甲苯、二甲苯、含乙苯) (mg/kg)	总铅含量 (mg/kg) (限色漆和腻子)	可溶性中重金属-镉含量 (mg/kg)	可溶性中重金属-铬含量 (mg/kg)	可溶性中重金属-汞含量 (mg/kg)	烷基酚聚氧乙烯醚总含量 (mg/kg)
2020/3/4	《建筑用墙面涂料中有害物质限量》	GB 18582-2020	2020/12/1	内墙 外墙	80 含效应颜料类：120 其他：100	50	100	90	75	60	60	1000
2008/4/1	《室内装饰装修材料内墙涂料中有害物质限量》	GB18582-2008	2008/9/1	内墙	120	100	300	90	75	60	60	-
2001/12/10	《室内装饰装修材料内墙涂料中有害物质限量》	GB18582-2001	2002/1/1	内墙	200	100	-	90	75	60	60	-

资料来源：国家标准化管理委员会、开源证券研究所

4.3、未来增长点三：多品类协同发展，打开成长空间

公司通过外延收购实施多品类协同发展策略。2019 年公司收购大禹防漏 70% 的股权，拓展防水业务，大禹防漏拥有广东广州、广东清远、湖北孝感三个生产基地，包含防水卷材产能 3912 万平方米/年和防水涂料产能 0.89 万吨/年。2021 年公司分别收购富达新材、麦格美 7% 的股权，进军保温材料业务，富达新材在河北廊坊拥有岩棉产能 15 万吨/年的生产基地、麦格美在江苏拥有岩棉板产能 6 万吨/年的生产基地。

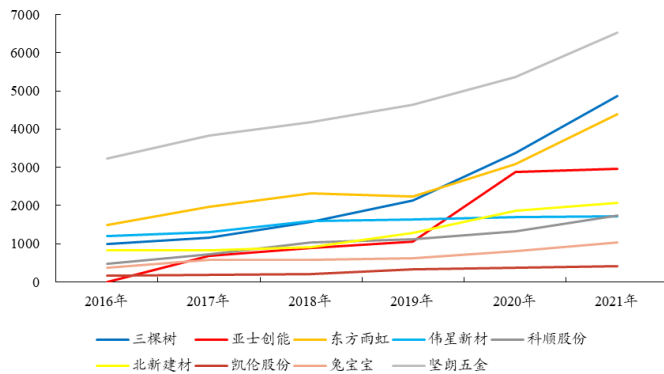
多品类协同发展，打开成长空间：一方面，借鉴东方雨虹，以墙面涂料业务带动其他业务，打造多品类品牌群，提高品牌曝光度。另一方面，公司为实施“涂料、保温、防水、地坪、基材、施工”六位一体化的供应系统奠定良好基础，通过提高客单价拉动收入利润同步增长。再者，在实施外延并购策略前，公司仅在福建省莆田市、天津、河南、四川、安徽建设生产基地，产能仅覆盖华东、华北、华中、西北地区；实施收购策略后，产能有效互补，区位优势逐渐显现；公司在已有工厂基础上新建或扩充墙面涂料、防水卷材、保温材料等产能，夯实规模优势，且渠道协同助力业绩持续高增长。

4.4、未来增长点四：精细管理+盈利修复，财务基本面有望持续改善

精细管理+疫情管控因素削弱，费用率改善可期。相对于 B 端业务，C 端业务现金流表现更好、毛利率更高。C 端和小 B 端业务依赖于渠道铺设，近几年公司大幅扩招销售人员，2017-2021 年 CAGR 约 43%，销售费用率显著高于其他建材企业；由于销售人员业绩存在爬坡期，公司人均创收较低。自 2022 年公司采取精细化管理，

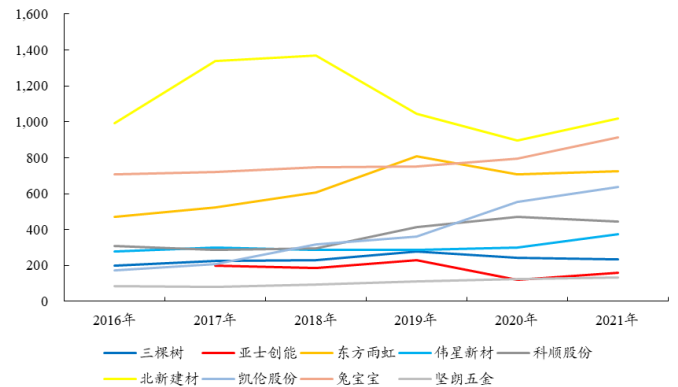
注重人效的提升；同时 C 端和 B 端非房业务潜在市场空间可期，竞争格局分散，受益于疫情管控因素逐渐削弱以及渠道持续拓展，公司 B 端非房和 C 端收入规模有望延续快速增长态势，费用率有望延续改善趋势。

图45：近几年三棵树大幅扩招销售人员



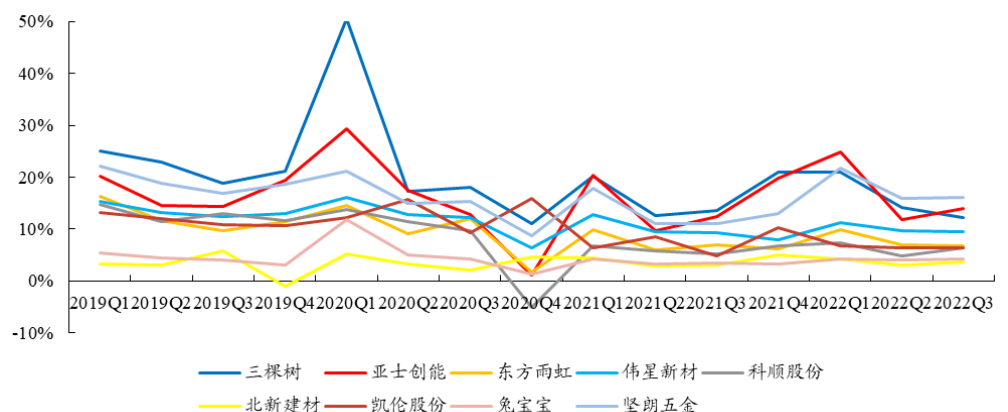
数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：公司人均创收较低，有望改善



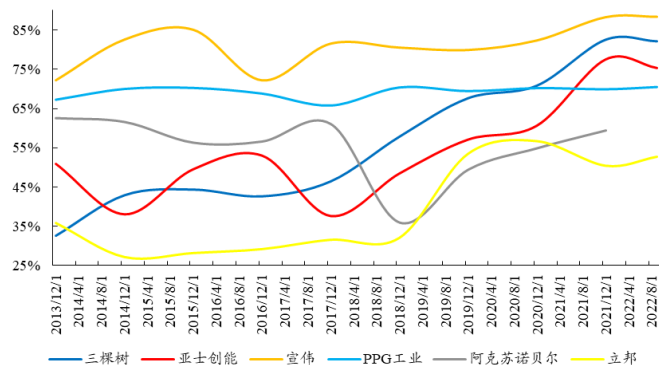
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：三棵树销售费用率高于其他建材企业有望改善

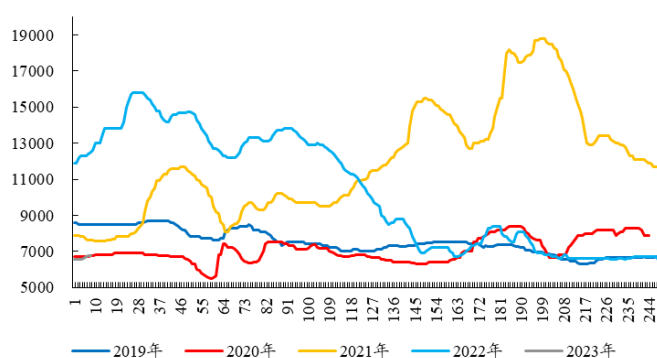


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力持续增强，推动资产负债率逐步改善。受产能大幅扩张以及地产信用风险的影响，资产负债率增速较快，相对于国内外其他涂料企业，公司资产负债率处于较高水平，截至 2022 年 9 月末为 82.15%。公司盈利能力有望持续增强，推动资产负债率逐步改善：（1）**新增信用减值压力较小**，现有应收款项坏账风险已于 2021 年大幅出尽，一方面自 2022 年公司持续缩小地产业务规模，加强与国企等优质地产商的合作；另一方面，随着融资政策逐步落地，地产信用风险有望筑底企稳，公司新增坏账风险压力较小。（2）前文分析，**公司销售费用率有望持续改善**；（3）**原材料价格低位助推毛利同比改善**，目前涂料主要原材料价格位于近五年较低位置，受终端地产需求减弱的影响，预计原材料价格中枢与 2022 年下半年持平，原材料价格低位助推毛利同比改善。（4）**零售业务高速增长有助于利润规模持续扩张**。

图48：三棵树资产负债率高于其他涂料企业有望改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：丙烯酸价格位于近五年较低位置


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测及投资建议

5.1、盈利预测

公司主要业务收入和盈利预测情况如下：

(1) 家装涂料业务：公司产品定位中高端，实施“农村包围城市”的差异化竞争策略，随着积极扩产延伸服务半径、加大渠道布局力度、马上住加速推进，公司产品知名度逐步提高，在三四城市的渗透率加速提升。受益于品牌溢价、重涂需求持续释放，公司家装涂料业务有望呈现量价齐升的趋势。预计 2022-2024 年营收分别为 26.60、33.87、44.03 亿元，同比增速分别为 0.41%、18.97%、20.39%。

(2) 工程涂料业务：公司持续完善供应网络布局，交付效率大幅提升。基建仍为稳增长的重要发力方向，2022 年被延缓的需求以及 2023 年新增基建需求将对小 B 端业务形成较强支撑。预计 2022-2024 年营收分别为 43.88、49.77、57.24 亿元，同比增速分别为 -5.95%、13.43%、15.00%。

(3) 防水卷材、基材与辅材、胶黏剂业务：公司针对 B 端业务推出“供“涂料、保温、防水、地坪、基材、施工”六位一体化解决方案，渠道协同性助推配套业务高速增长。2022-2024 年防水卷材营收分别为 10.40、12.52、15.03 亿元，同比增速分别为 -18.17%、20.37%、20.00%；基材与辅材营收分别为 17.17、20.39、24.46 亿元，同比增速分别为 7.33%、18.75%、20.00%；胶黏剂营收分别为 5.63、6.60、7.78 亿元，同比增速分别为 30.37%、17.20%、18.00%。

综上所述，我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 114.75、136.52、164.37 亿元，同比增速分别为 0.41%、18.97%、20.39%；综合毛利率分别为 30.53%、31.99%、32.70%；归母净利润分别为 5.62、9.25、13.70 亿元，同比增速分别为 234.8%、64.7%、48.1%。

表10：三棵树盈利预测模型

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,200.23	11,428.71	11,475.46	13,652.44	16,436.73
YOY	37.31%	39.37%	0.41%	18.97%	20.39%
毛利率	33.83%	26.05%	30.53%	31.99%	32.70%
工程墙面漆					
营业收入（百万元）	3,612.23	4,665.09	4,387.68	4,977.13	5,723.70
YOY	30.66%	29.15%	-5.95%	13.43%	15.00%
家装墙面漆					
营业收入（百万元）	1069.26	2170.30	2659.97	3387.20	4403.36
YOY	3.78%	102.97%	22.56%	27.34%	30.00%
毛利率	52.28%	44.25%	48.00%	48.50%	49.00%
木器涂料-工程					
营业收入（百万元）	70.96	71.72	55.61	66.44	73.08
YOY	-19.11%	1.07%	-22.46%	19.48%	10.00%
毛利率	32.80%	17.28%	22.00%	24.00%	24.00%
木器涂料-家装					
营业收入（百万元）	61.58	15.32	11.12	13.66	15.71
YOY	-38.15%	-75.13%	-27.38%	22.85%	15.00%
毛利率	51.63%	43.38%	46.00%	48.00%	48.00%
防水卷材					
营业收入（百万元）	930.53	1271.24	1040.26	1252.13	1502.55
YOY	122.51%	36.61%	-18.17%	20.37%	20.00%
毛利率	34.83%	27.26%	29.00%	32.00%	32.00%
基材与辅材					
营业收入（百万元）	872.84	1599.56	1716.74	2038.71	2446.45
YOY	78.51%	83.26%	7.33%	18.75%	20.00%
毛利率	14.50%	13.30%	20.00%	25.00%	25.00%
装饰施工					
营业收入（百万元）	1019.36	755.10	657.09	776.70	916.51
YOY	47.20%	-25.92%	-12.98%	18.20%	18.00%
毛利率	6.23%	7.84%	6.00%	7.00%	7.50%
胶黏剂					
营业收入（百万元）	236.06	431.67	562.76	659.58	778.30
YOY	22.33%	82.87%	30.37%	17.20%	18.00%
毛利率	24.30%	16.17%	19.00%	24.00%	24.00%
其他收入					
营业收入（百万元）	327.40	448.72	384.23	480.88	577.06
YOY	65.93%	37.06%	-14.37%	25.15%	20.00%
毛利率	19.75%	12.81%	15.00%	18.00%	22.00%

数据来源：开源证券研究所

5.2、估值分析

公司深耕建筑涂料行业，地产存量高基数支撑重涂需求逐步释放，且家装涂料市场竞争格局较分散，成长空间较大；公司具备研发、渠道、品牌三大核心竞争优势，未来仍具备一定成长动能。我们选取内资涂料企业亚士创能、其他消费建材龙头企业与公司估值进行比较，以零售业务为主的伟星新材估值要高于以 B 端业务为主的消费建材龙头企业，根据 Wind 一致性预期，2022-2024 年伟星新材 PE 分别为 28.43、23.66、20.48 倍，PB 分别为 6.97、6.28、5.58 倍；以 B 端业务为主的可比公司 PE 平均值分别为 32.03、19.92、14.98 倍，PB 平均值分别为 2.98、2.64、2.29 倍；公司加速全渠道布局，成效显现，B 端非房业务和 C 端成为公司业绩增长核心驱动力，因此给予公司估值溢价。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.62、9.25、13.70 亿元，同比增速分别为 234.8%、64.7%、48.1%；PE 分别为 83.41、50.65、34.20 倍，PB 分别为 17.53、13.22、9.85 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表11：消费建材龙头公司盈利预测

	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速			PE (倍)			PB (倍)		
	2023/1/20	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
三棵树	124.48	5.62	9.25	13.70	234.76%	64.68%	48.11%	83.41	50.65	34.20	17.53	13.22	9.85
B 端业务为主的可比公司													
亚士创能	13.48	1.13	2.36	3.38	124.11%	84.04%	44.15%	44.37	24.11	16.72	3.45	3.05	2.59
东方雨虹	38.14	28.93	42.27	54.14	-30.01%	45.62%	29.82%	32.64	22.41	17.27	3.39	3.01	2.63
科顺股份	13.29	4.12	7.26	10.13	-35.50%	74.68%	36.39%	36.17	20.71	15.19	2.82	2.53	2.21
北新建材	28.62	31.74	37.73	44.04	-7.63%	20.02%	15.86%	14.92	12.43	10.73	2.27	1.99	1.74
平均值								32.03	19.92	14.98	2.98	2.64	2.29
C 端业务为主的可比公司													
伟星新材	23.42	12.98	15.55	18.05	7.22%	20.14%	15.54%	28.43	23.66	20.48	6.97	6.28	5.58

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：亚士创能、东方雨虹、坚朗五金、北新建材、伟星新材的预测数据来源于 Wind 一致性预期。

6、风险提示

地产信用风险进一步蔓延的风险；

应收款项计提大额坏账的风险；

基建项目落地不及预期风险；

疫情反复风险；

经济复苏不及预期风险；

原材料价格大幅上涨的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6220	6688	5513	9555	8153
现金	1324	679	1247	1500	1523
应收票据及应收账款	3466	4287	2479	6206	4164
其他应收款	162	245	15	366	91
预付账款	85	97	57	141	98
存货	492	567	749	680	935
其他流动资产	691	813	966	662	1343
非流动资产	2919	5691	5092	5645	6334
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1332	2374	2541	3033	3585
无形资产	356	504	544	594	650
其他非流动资产	1231	2813	2008	2018	2099
资产总计	9138	12379	10605	15200	14487
流动负债	5820	8360	6513	10448	8597
短期借款	1237	1541	2666	1592	2889
应付票据及应付账款	3549	5188	2355	6872	4078
其他流动负债	1034	1632	1493	1983	1630
非流动负债	665	1855	1338	1179	997
长期借款	395	1369	1055	832	626
其他非流动负债	270	486	283	346	372
负债合计	6485	10216	7851	11626	9594
少数股东权益	145	220	250	299	371
股本	269	376	376	376	376
资本公积	665	561	561	561	561
留存收益	1575	1005	1419	2100	3110
归属母公司股东权益	2508	1943	2504	3275	4523
负债和股东权益	9138	12379	10605	15200	14487

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	457	485	37	2436	33
净利润	535	-396	591	974	1442
折旧摊销	130	193	217	260	313
财务费用	38	55	107	43	38
投资损失	-0	3	10	0	0
营运资金变动	-229	-27	-1262	1044	-1807
其他经营现金流	-17	657	374	115	46
投资活动现金流	-801	-2486	215	-766	-982
资本支出	850	2257	104	710	910
长期投资	90	-80	0	0	0
其他投资现金流	-41	-149	319	-56	-73
筹资活动现金流	879	1318	-1157	-214	-295
短期借款	436	304	1125	-1073	1296
长期借款	179	974	-315	-222	-207
普通股增加	83	108	0	0	0
资本公积增加	292	-103	0	0	0
其他筹资现金流	-111	36	-1967	1082	-1385
现金净增加额	535	-684	-905	1456	-1244

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8200	11429	11475	13652	16437
营业成本	5426	8452	7972	9284	11062
营业税金及附加	70	58	69	109	131
营业费用	1380	1877	1721	1980	2301
管理费用	432	555	539	635	756
研发费用	207	271	266	321	386
财务费用	38	55	107	43	38
资产减值损失	-20	-26	20	30	30
其他收益	81	117	110	70	70
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-3	-10	0	0
资产处置收益	-1	-0	1	-1	-1
营业利润	610	-566	681	1170	1721
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	28	8	25	25	25
利润总额	583	-574	657	1146	1697
所得税	48	-177	66	172	255
净利润	535	-396	591	974	1442
少数股东损益	33	21	30	49	72
归属母公司净利润	502	-417	562	925	1370
EBITDA	775	-217	1017	1530	2129
EPS(元)	1.33	-1.11	1.49	2.46	3.64

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	37.3	39.4	0.4	19.0	20.4
营业利润(%)	17.2	-192.9	220.3	71.7	47.1
归属于母公司净利润(%)	23.5	-183.1	234.8	64.7	48.1
获利能力					
毛利率(%)	33.8	26.0	30.5	32.0	32.7
净利率(%)	6.1	-3.6	4.9	6.8	8.3
ROE(%)	20.2	-18.3	21.5	27.2	29.5
ROIC(%)	13.1	-4.9	10.7	17.1	17.8
偿债能力					
资产负债率(%)	71.0	82.5	74.0	76.5	66.2
净负债比率(%)	26.0	144.3	108.8	42.4	53.6
流动比率	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	3.8	3.4	4.2	3.8	3.8
应付账款周转率	2.7	2.7	2.9	2.7	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.33	-1.11	1.49	2.46	3.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.29	0.10	6.47	0.09
每股净资产(最新摊薄)	6.66	5.16	6.65	8.70	12.01
估值比率					
P/E	93.4	-112.4	83.4	50.6	34.2
P/B	18.7	24.1	18.7	14.3	10.4
EV/EBITDA	61.6	-230.6	49.2	31.8	23.4

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