



买入（维持）

所属行业：建筑材料/装修建材
当前价格(元)：30.69

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

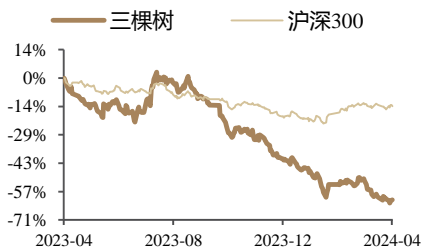
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-21.69	-16.90	-27.48
相对涨幅(%)	-19.97	-22.15	-35.63

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《三棵树(603737.SZ)：民族涂料龙头轻装上阵，多渠道发力再续高成长》，2023.11.22

三棵树(603737.SH)：费用上涨及计提减值影响全年业绩，24Q1高基数下维持增长

投资要点

● **事件**：2024年4月19日，公司发布2023年年度报告及24年第一季度报告：

1) 全年来看：2023年公司实现营收约124.76亿元，同比+10.03%，实现归母净利润约1.74亿元，同比-47.33%，实现扣非归母净利润约0.44亿元，同比-80.13%。公司拟每10股派发现金红利1.60元(含税)，合计现金分红约0.84亿元，占23年归母净利润比例约48.59%。

2) 分季度来看：23Q4公司实现营收约30.65亿元，同比-9.62%(同比增速较上季度收窄23.03pct)，环比-16.58%，实现归母净利润约-3.81亿元，同比减少4.10亿元，环比减少6.25亿元，实现扣非归母净利润约-3.92亿元，同比减少4.00亿元，环比减少6.06亿元。

3) 24Q1公司实现营收约20.66亿元，同比+0.62%，实现归母净利润约0.47亿元，同比+78.20%，实现扣非归母净利润约-0.77亿元，同比减少0.34亿元。

● **渠道拓展支撑收入增长，原材料成本下行引导毛利率改善**。1) **主要产品销量实现增长**：23年公司家装/工程墙面漆分别实现收入26.32/46.76亿元，同比+2.58%/+9.52%，胶黏剂/基辅材/防水卷材实现收入7.61/24.24/12.57亿元，同比+29.49%/+41.02%/+26.91%，主要得益于销量增长。23年公司家装/工程墙面漆实现销量43.46/118.50万吨，同比+3.25%/+22.88%，胶黏剂/基辅材实现销量4.39/40.78万吨，同比+33.55%/+63.22%，防水卷材实现销量9225.77万平，同比+30.09%。销量增长主要受益于零售及工程渠道拓展，零售端坚持高端定位，稳固三、四线优势地位并向一、二线市场全面进驻，且乡村仿石漆业务及线上电商新零售成长迅速，工程端优化渠道结构、严控地产风险，布局旧改、学校、医院等小B应用场景，并下沉县级渠道，小B渠道客户数量持续增加。

2) **主要产品单价同比下降**：我们测算，23年家装/工程墙面漆单价为6.06/3.95元/千克，同比-0.65%/-10.87%，胶黏剂/基辅材单价为12.43/1.22元/千克，同比-3.04%/-13.60%，防水卷材单价约15.31元/平，同比-2.44%，主要系根据原材料价格变化进行的产品价格策略调整和产品结构变化。

3) **原材料成本下降对冲销售价格下降影响**：23年乳液、钛白粉、颜填料、助剂、树脂等主要原材料采购单价均有超10%以上的降幅，助力公司23年整体毛利率提升2.61pct至31.51%。公司主要产品23年毛利率均呈现改善趋势，其中家装墙面漆/工程墙面漆/胶黏剂/基辅材/防水卷材23年毛利率分别为47.69%/38.12%/23.39%/16.73%/15.25%，提升3.74/2.58/0.29/2.53/1.32pct。

● **23Q4费用率上升及计提减值影响四季度及全年业绩**。1) 费用率方面，公司23年费用率约26.18%，同比+2.66pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为17.02%/5.44%/2.32%/1.40%，分别同比+1.76/+0.71/+0.00/+0.19pct。23Q4单季度费用率提升15.20pct，我们认为主要系销售费用率提升12.43pct以及管理费用率提升1.90pct所致，公司人员投入及市场推广活动增加，导致职工薪酬、广告及宣传费、差旅费等费用支出显著增加。2) 利润率方面，公司23年归母净利润率约1.39%，同比-1.52pct，净利润率进一步降低除了有费用率上升的影响外，主要系公司谨慎性计提信用及资产减值损失所致。公司23年共计提信用及资产减值损失5.11亿元，同比+67.55%，其中减值主要发生在四季度，单季度公司计提3.29亿元，同比+135.15%，占全年减值的64.34%。我们认为，公司23年在谨慎性原

则下进一步对应收账款、合同资产以及其他非流动资产（主要为预付购房款）进行减值处理，有利于充分释放减值压力。随着公司零售及小 B 占比进一步提升，公司经营质量有望持续优化，且部分已经在 23 年业绩中有所体现，23 年公司应收票据、应收账款及合同资产合计 40.70 亿元，同比-18.01%，经营性现金流约 14.08 亿元，同比+47.29%，为近十年来的高点。

- 24Q1 高基数下维持增长,有望奠定全年基础。**24Q1 公司收入同比+0.62%至 20.66 亿元，在 23Q1 防控措施优化调整后的高基数下保持微增势头，依然主要受益于销量的增长。24Q1 公司家装/工程墙面漆实现销量 10.25/14.29 万吨，同比+14.84%/-8.70%，胶黏剂/基辅材实现销量 1.21/36.29 万吨，同比+22.56%/+57.06%，防水卷材实现销量 1486.23 万平，同比+11.83%。价格方面，家装/工程墙面漆及基辅材单价环比 23Q4 下降，胶黏剂及防水卷材小幅上升主要系产品结构影响。成本方面，24Q1 乳液、单体采购成本环比小幅提升，钛白粉、助剂、树脂、溶剂等环比小幅下降，成本端预计低位波动。24Q1 公司收到政府补助 1.47 亿及部分坏账准备转回增厚公司业绩，24Q1 归母净利润约 0.47 亿元，同比+78.20%。
- 投资建议：**我们认为，公司作为民族涂料龙头，渠道持续优化下 C 端+小 B 端稳步增长，大 B 端地产风险缓释，长期成长性有望逐步显现。我们预计公司 24-26 年归母净利润约 7.07、8.60 和 11.10 亿元，现价对应 PE 分别为 22.89、18.80 和 14.57 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**经济景气度下降；原材料价格大幅波动；新业务整合不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	527.01		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	527.01	营业收入(百万元)	11,338	12,476	14,081	16,443	19,389
52 周内股价区间(元):	29.41-81.82	(+/-)YOY(%)	-0.8%	10.0%	12.9%	16.8%	17.9%
总市值(百万元):	16,174.01	净利润(百万元)	330	174	707	860	1,110
总资产(百万元):	13,436.24	(+/-)YOY(%)	179.0%	-47.3%	307.2%	21.7%	29.0%
每股净资产(元):	4.73	全面摊薄 EPS(元)	0.63	0.33	1.34	1.63	2.11
资料来源:公司公告		毛利率(%)	28.9%	31.5%	30.6%	30.6%	31.0%
		净资产收益率(%)	14.5%	7.1%	24.5%	25.3%	27.2%

资料来源:公司年报(2022-2023),德邦研究所
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.33	1.34	1.63	2.11
每股净资产	4.64	5.46	6.46	7.74
每股经营现金流	2.67	5.77	6.04	7.64
每股股利	0.16	0.54	0.65	0.84
价值评估(倍)				
P/E	144.27	22.89	18.80	14.57
P/B	10.26	5.62	4.75	3.96
P/S	1.30	1.15	0.98	0.83
EV/EBITDA	27.84	9.98	7.70	5.46
股息率%	0.3%	1.7%	2.1%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.5%	30.6%	30.6%	31.0%
净利润率	1.4%	5.0%	5.2%	5.7%
净资产收益率	7.1%	24.5%	25.3%	27.2%
资产回报率	1.2%	4.3%	4.7%	5.3%
投资回报率	7.9%	11.7%	13.0%	14.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.0%	12.9%	16.8%	17.9%
EBIT 增长率	-2.7%	80.6%	19.6%	24.5%
净利润增长率	-47.3%	307.2%	21.7%	29.0%
偿债能力指标				
资产负债率	80.9%	80.8%	79.9%	79.1%
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.8
现金比率	0.2	0.3	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	104.3	80.0	60.0	40.0
存货周转天数	32.0	32.0	32.0	32.0
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	2.7	2.7	3.0	3.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	174	707	860	1,110
少数股东损益	4	3	4	5
非现金支出	949	791	899	1,006
非经营收益	48	173	184	188
营运资金变动	234	1,369	1,238	1,718
经营活动现金流	1,408	3,043	3,184	4,027
资产	-609	-1,307	-1,101	-1,101
投资	7	-12	0	0
其他	0	1	0	0
投资活动现金流	-601	-1,318	-1,101	-1,101
债权募资	-96	642	50	100
股权募资	54	0	0	0
其他	-452	-449	-527	-631
融资活动现金流	-495	193	-477	-531
现金净流量	312	1,918	1,607	2,395

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 19 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,476	14,081	16,443	19,389
营业成本	8,545	9,776	11,406	13,387
毛利率%	31.5%	30.6%	30.6%	31.0%
营业税金及附加	106	99	115	136
营业税金率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	2,124	2,394	2,795	3,296
营业费用率%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
管理费用	678	774	904	1,066
管理费用率%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	289	282	329	388
研发费用率%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
EBIT	531	959	1,147	1,428
财务费用	174	173	191	194
财务费用率%	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%
资产减值损失	-157	-20	-20	-20
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	205	790	961	1,240
营业外收支	-15	-1	-1	-1
利润总额	190	789	960	1,239
EBITDA	968	1,679	1,975	2,363
所得税	13	79	96	124
有效所得税率%	6.7%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	4	3	4	5
归属母公司所有者净利润	174	707	860	1,110

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,712	3,630	5,237	7,632
应收账款及应收票据	3,593	3,069	2,833	2,340
存货	749	847	989	1,163
其它流动资产	1,321	1,418	1,614	1,858
流动资产合计	7,375	8,964	10,674	12,993
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,612	5,184	5,447	5,604
在建工程	422	452	482	512
无形资产	479	456	434	412
非流动资产合计	6,763	7,354	7,625	7,790
资产总计	14,138	16,318	18,299	20,783
短期借款	1,310	2,000	2,000	2,000
应付票据及应付账款	6,091	6,968	8,130	9,542
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,074	2,297	2,536	2,827
流动负债合计	9,475	11,265	12,666	14,369
长期借款	1,461	1,408	1,458	1,558
其它长期负债	498	504	504	504
非流动负债合计	1,960	1,912	1,962	2,062
负债总计	11,435	13,177	14,628	16,431
实收资本	527	527	527	527
普通股股东权益	2,446	2,880	3,406	4,082
少数股东权益	258	261	265	270
负债和所有者权益合计	14,138	16,318	18,299	20,783

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。