

三棵树 (603737)

证券研究报告
2024年04月21日

渠道结构继续优化，中长期盈利弹性较高

公司23年实现归母净利润1.74亿元，同比-47.33%

公司近期公布23年年报及24年一季度报，23年实现收入124.76亿元，同比+10.03%，归母净利润/扣非归母净利润1.74/0.44亿元，同比分别-47.33%/-80.13%。其中23Q4收入30.65亿元，同比-9.62%，归母净利润/扣非归母净利润-3.81/-3.92亿元，利润转亏。24年一季度实现收入20.66亿元，同比+0.62%，归母净利润/扣非归母净利润0.47/-0.77亿元，非经常性损益主要系计入当期损益的政府补助。

家装墙面漆业务持续增长，渠道结构继续优化

23年实现家装墙面漆/工程墙面漆收入26.32/46.76亿元，同比+2.58%/+9.52%，销量分别43.5/118.5万吨，同比分别+3.3%/+22.9%，在工程领域，公司持续拓展优质赛道，聚焦央企、城建城投工业、厂房等新赛道，小B渠道客户数量持续增加，在零售端，公司坚持高端零售转型，预计艺术漆实现较快增长，同时乡村振兴及村改、电商新零售等多点开花，23年C端墙面漆收入占比达36%。公司23年实现防水卷材/基辅材业务收入12.6/24.2亿元，同比分别增长27%/41%，品类多元化扩张步伐加速。24Q1家装墙面漆/工程墙面漆收入分别为6.06/5.42亿元，同比分别+13%/-16%，销量同比分别+14.8%/-8.7%，C端（家装）继续保持较高增速，家装/工程漆价格同比-1.6%/-7.5%，环比-9.8%/-0.7%，主要系产品结构变化及公司价格策略调整所致。

23年毛利率提升，现金流运营良好

23年公司整体毛利率31.51%，同比+2.61pct，其中家装漆/工程漆/防水卷材毛利率分别47.69%/38.12%/15.25%，同比分别+3.74%/+2.58%/+1.32pct，主要受原材料价格变动影响，公司乳液/钛白粉/树脂/溶剂等原材料采购均价同比分别-17.74%/-10.67%/-17.89%/-10.53%。24Q1原材料价格环比未出现明显波动，公司24Q1整体毛利率达28.38%，同比/环比分别-1.2/-3.7pct。23年期间费用率26.18%，同比+2.66pct，主要系销售费用提升较多，最终实现净利率1.42%，同比-1.31pct，公司23年资产减值/信用减值损失-1.6/-3.5亿元，剔除减值影响后实际净利率约5.5%，同比基本稳定。23年经营性现金流净流入14.08亿元，同比+4.52亿元，主要系收现比同比提升6.90pct达117.52%所致。

看好公司盈利弹性，维持“买入”评级

我们认为存量需求有望逐渐释放，提振C端涂料需求，公司C端品牌、渠道优势明显，有望继续维持较好增长，B端通过结构调整也有望逐步消除新房下滑影响。考虑到23年业绩下滑较多，下调公司24-25年归母净利润预测7.0/11.7亿元（前值12.5/16.0亿元），新增26年归母净利润预测13.4亿元，对应24-26年PE分别为23/14/12倍，维持“买入”评级。

风险提示：地产景气度下行超预期，原材料价格上涨超预期，产能投放进度不及预期等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,338.37	12,475.68	14,927.42	17,167.33	19,658.78
增长率(%)	(0.79)	10.03	19.65	15.01	14.51
EBITDA(百万元)	1,292.61	1,540.80	1,429.19	2,006.26	2,318.90
归属母公司净利润(百万元)	329.51	173.54	700.43	1,172.80	1,344.20
增长率(%)	(179.04)	(47.33)	303.61	67.44	14.61
EPS(元/股)	0.63	0.33	1.33	2.23	2.55
市盈率(P/E)	49.08	93.20	23.09	13.79	12.03
市净率(P/B)	7.12	6.61	5.14	3.74	2.86
市销率(P/S)	1.43	1.30	1.08	0.94	0.82
EV/EBITDA	34.62	16.89	13.00	6.76	6.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.69元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	527.01
流通A股股本(百万股)	527.01
A股总市值(百万元)	16,174.01
流通A股市值(百万元)	16,174.01
每股净资产(元)	4.73
资产负债率(%)	79.53
一年内最高/最低(元)	110.02/29.33

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙 分析师
SAC执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



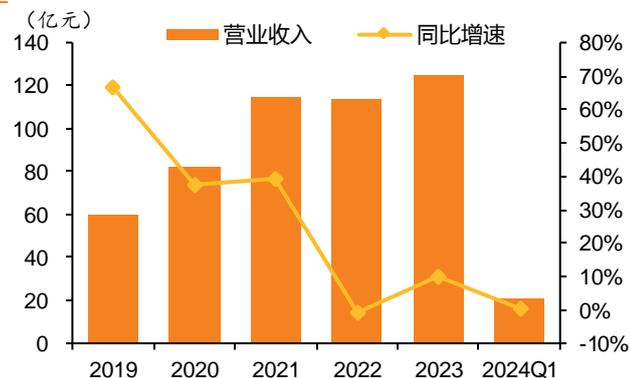
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三棵树-季报点评:渠道优化+结构升级，业绩弹性值得期待》2023-10-15
- 《三棵树-半年报点评:渠道优势带动营收高增，盈利弹性逐渐释放》2023-07-31
- 《三棵树-季报点评:渠道结构继续优化，盈利弹性或开始显现》2023-05-03

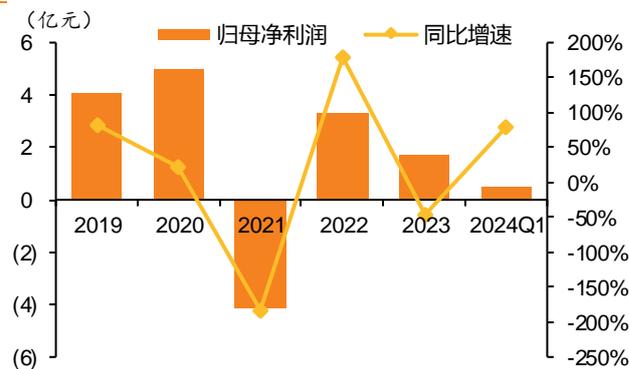
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019–2024Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019–2024Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23A/E	24E	25E	22A	23A/E	24E	25E
002271.SZ	东方雨虹	341	13.54	0.85	0.91	1.60	1.96	15.93	14.88	8.48	6.92
002791.SZ	坚朗五金	98	30.34	0.20	1.01	1.57	2.04	151.70	30.04	19.37	14.89
603378	亚士创能	24	5.64	0.25	0.31	0.56	0.75	22.56	18.07	10.10	7.56
	平均值							63.40	20.99	12.65	9.79
603737.SH	三棵树	162	30.69	0.63	0.33	1.33	2.23	49.08	93.20	23.09	13.79

注：数据截至 20240419 收盘，除金晶科技为天风预测外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预测，亚士创能 23 年为预测值，其他公司为实际值。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,064.14	1,712.25	1,194.19	3,864.16	1,572.70
应收票据及应收账款	4,347.66	3,592.85	6,841.60	4,621.81	8,505.26
预付账款	84.21	146.89	97.05	178.74	142.94
存货	656.92	748.74	763.43	771.37	1,088.12
其他	552.36	697.79	1,564.02	1,541.09	1,997.14
流动资产合计	6,705.29	6,898.52	10,460.30	10,977.18	13,306.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,853.02	4,612.21	4,399.90	4,215.22	3,885.03
在建工程	1,110.39	422.14	301.28	210.77	210.77
无形资产	490.09	478.58	456.75	434.92	413.10
其他	974.31	1,250.07	1,115.25	1,097.10	1,146.72
非流动资产合计	6,427.80	6,763.00	6,273.18	5,958.01	5,655.61
资产总计	13,748.91	14,138.19	16,733.48	16,935.19	18,961.77
短期借款	1,525.22	1,310.10	2,241.51	1,000.00	983.98
应付票据及应付账款	5,931.77	6,090.67	6,994.46	8,294.94	8,960.43
其他	1,578.78	1,769.09	1,998.05	2,125.99	2,249.90
流动负债合计	9,035.76	9,169.86	11,234.03	11,420.92	12,194.30
长期借款	1,473.68	1,461.43	1,607.70	500.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	593.56	498.33	525.96	539.28	521.19
非流动负债合计	2,067.24	1,959.76	2,133.66	1,039.28	1,021.19
负债合计	11,275.79	11,434.83	13,367.69	12,460.21	13,215.49
少数股东权益	201.00	257.69	219.70	156.09	83.19
股本	376.44	527.01	527.01	527.01	527.01
资本公积	561.32	410.74	410.74	410.74	410.74
留存收益	1,334.23	1,507.77	2,208.20	3,380.99	4,725.19
其他	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15
股东权益合计	2,473.12	2,703.36	3,365.79	4,474.99	5,746.28
负债和股东权益总计	13,748.91	14,138.19	16,733.48	16,935.19	18,961.77

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	310.03	177.39	700.43	1,172.80	1,344.20
折旧摊销	282.40	399.60	434.99	447.02	452.02
财务费用	181.90	211.52	212.39	197.14	230.94
投资损失	4.18	1.51	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	174.67	(101.80)	(2,390.77)	3,563.18	(3,903.53)
其它	2.80	719.85	50.50	(53.61)	(72.90)
经营活动现金流	955.99	1,408.06	(992.46)	5,326.53	(1,949.27)
资本支出	1,101.04	535.68	52.37	136.67	118.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,194.09)	(1,136.84)	(309.34)	(306.67)	(218.09)
投资活动现金流	(1,093.05)	(601.17)	(256.97)	(170.00)	(100.00)
债权融资	176.69	(313.26)	731.38	(2,486.56)	(242.19)
股权融资	(0.01)	0.00	(0.00)	(0.00)	0.00
其他	17.46	(181.30)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	194.15	(494.55)	731.37	(2,486.56)	(242.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	57.09	312.35	(518.05)	2,669.97	(2,291.46)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,338.37	12,475.68	14,927.42	17,167.33	19,658.78
营业成本	8,061.73	8,544.73	10,276.16	11,298.50	12,833.81
营业税金及附加	77.34	105.95	126.77	145.79	166.95
销售费用	1,730.05	2,123.66	2,541.01	2,922.29	3,346.40
管理费用	535.97	678.30	811.60	933.38	1,068.84
研发费用	263.21	289.35	346.21	398.16	455.94
财务费用	137.07	174.34	212.39	197.14	230.94
资产/信用减值损失	(305.21)	(480.89)	(180.04)	(180.04)	(180.04)
公允价值变动收益	(0.33)	0.01	88.48	10.00	0.00
投资净收益	0.31	(0.48)	0.00	0.00	0.00
其他	504.37	835.53	(200.00)	(100.00)	0.00
营业利润	333.86	205.20	721.74	1,202.03	1,375.87
营业外收入	2.59	3.98	2.58	3.05	3.20
营业外支出	15.53	19.07	14.35	16.32	16.58
利润总额	320.92	190.11	709.96	1,188.76	1,362.49
所得税	10.89	12.73	47.52	79.57	91.20
净利润	310.03	177.39	662.44	1,109.19	1,271.29
少数股东损益	(19.48)	3.84	(37.99)	(63.61)	(72.90)
归属于母公司净利润	329.51	173.54	700.43	1,172.80	1,344.20
每股收益(元)	0.63	0.33	1.33	2.23	2.55

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-0.79%	10.03%	19.65%	15.01%	14.51%
营业利润	-158.96%	-38.54%	251.73%	66.55%	14.46%
归属于母公司净利润	-179.04%	-47.33%	303.61%	67.44%	14.61%
获利能力					
毛利率	28.90%	31.51%	31.16%	34.19%	34.72%
净利率	2.91%	1.39%	4.69%	6.83%	6.84%
ROE	14.50%	7.10%	22.26%	27.16%	23.74%
ROIC	12.28%	8.49%	25.81%	23.53%	87.90%
偿债能力					
资产负债率	82.01%	80.88%	79.89%	73.58%	69.70%
净负债率	106.08%	67.93%	97.99%	-37.12%	10.77%
流动比率	0.80	0.78	0.93	0.96	1.09
速动比率	0.72	0.70	0.86	0.89	1.00
营运能力					
应收账款周转率	2.63	3.14	2.86	3.00	3.00
存货周转率	18.53	17.75	19.74	22.37	21.14
总资产周转率	0.87	0.89	0.97	1.02	1.10
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.33	1.33	2.23	2.55
每股经营现金流	1.81	2.67	-1.88	10.11	-3.70
每股净资产	4.31	4.64	5.97	8.20	10.75
估值比率					
市盈率	49.08	93.20	23.09	13.79	12.03
市净率	7.12	6.61	5.14	3.74	2.86
EV/EBITDA	34.62	16.89	13.00	6.76	6.78
EV/EBIT	43.83	22.65	18.68	8.70	8.42

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com