

2024年04月22日
三棵树(603737.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

涂料油墨颜料

2023 年营收增长稳健，毛利率/现金流改善显著，费用率/减值增加拖累业绩

事件：公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年，公司实现营业收入 124.76 亿元 (yoy+10.03%)，归母净利润 1.74 亿元 (yoy-47.33%)，扣非归母净利润 0.44 亿元 (yoy-80.13)。2024 年一季度，公司实现营业收入 20.66 亿元 (yoy+0.62%)，归母净利润 0.47 亿元 (yoy+78.20%)，扣非归母净利润-0.77 亿元。

家装/工程涂料销量同比增加，新产品营收成长迅速，渠道结构持续优化。

2023 年公司实现营收 124.76 亿元 (yoy+10.03%)，其中 Q1-Q4 公司各季度营收分别同比+20.92%、+22.39%、+13.41%和-9.62%。

分产品看，2023 年，家装墙面漆营收 26.32 亿元 (yoy+2.58%)，销量 yoy+3.25%，均价 yoy-0.66%；工程墙面漆营收 46.76 亿元 (yoy+9.52%)，销量 yoy+22.88%，均价 yoy-10.84%；胶黏剂营收 7.61 亿元 (yoy+29.49%)，销量 yoy+33.55%，均价 yoy-3.04%；基辅材营收 24.24 亿元 (yoy+41.02%)，销量 yoy+63.22%，均价 yoy-13.48%；防水卷材营收 12.57 亿元 (yoy+26.91%)，销量 yoy+30.09%，均价 yoy-2.48%；装饰施工营收 4.39 亿元 (yoy-39.42%)。期内，公司主营家装/工程墙面漆营收增长稳健，同时加大非涂料业务市场开拓力度，基辅材、胶黏剂、防水卷材营收均实现快速增长；此外，公司主动收缩装饰施工业务，营收结构持续优化。

从渠道看，2023 年，公司经销模式营收 101.69 亿元 (yoy+18.29%)，直销模式营收 20.64 亿元 (yoy-10.87%)，公司渠道结构持续优化，经销业务营收快速增长，直销业务营收持续收缩。

毛利率/现金流改善显著，费用率/减值同比增加拖累业绩。

从毛利率来看，2023 年公司综合毛利率为 31.51%，同比提升 2.61pct，主要系公司主要原材料采购价格下降叠加产品结构持续优化，其中乳液/钛白粉/树脂采购价格分别同比-17.74%/-10.67%/-17.89%。**分产品看**，家装墙面漆毛利率 47.69% (同比+3.74pct)、工程墙面漆毛利率 38.12% (同比+2.58pct)、胶黏剂毛利率 23.39% (同比+0.29pct)、基辅材毛利率 16.73% (同比+2.53pct)、防水卷材毛利率 15.25% (同比+1.32pct)、装饰施工毛利率 9.32% (同比+7.15pct)。**分渠道看**，经销模式毛利率 34.02% (同比+0.85pct)、直销模式毛利率 19.70% (同比+4.88pct)。从**费用率看**，2023 年公司期间费用率为 26.18% (同比+2.66pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

36.3 元

股价 (2024-04-19)

30.69 元

交易数据

总市值(百万元)	16,174.01
流通市值(百万元)	16,174.01
总股本(百万股)	527.01
流通股本(百万股)	527.01
12 个月价格区间	29.41/111.15 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-19.1	-34.8	-58.3
绝对收益	-20.1	-26.5	-72.4

董文静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

陈依凡

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122070023

chenyf4@essence.com.cn

相关报告

涂料龙头主营增长稳健，配套业务成长迅速，现金流表现出色	2023-10-16
Q2 盈利能力改善显著，坚持高端零售和小 B 成长可期	2023-07-31
营业收入稳健增长，盈利能力显著提升	2023-07-10
盈利水平和现金流明显改	2023-05-03

+1.76pct/+0.71pct/+0.19pct/+0.00pct。从减值看，2023 年公司资产减值和信用减值损失共计 5.11 亿元（同比+2.06 亿元），占营业利润的 249.22%。在上述综合因素影响下，2023 年公司归母净利润大幅下滑，为 1.74 亿元(yoy-47.33%)，销售净利率为 1.42%（同比-1.31pct）。从现金流来看，2023 年公司经营性现金流净额为 14.08 亿元，同比高增 47.29%，或由于回款周期短的经销业务大幅增加所致。

■ **2024Q1 营收增速放缓，政府补贴致业绩高增。**2024Q1，公司实现营业收入 20.66 亿元（yoy+0.62%），营收增速为近几年同期低位水平，主要受工程漆营收下滑影响。期内，公司毛利率为 28.38%（同比-1.19pct），毛利率下滑或因公司主要原材料采购价格上升叠加公司价格策略调整和产品结构变化所致。期内，公司期间费用率为 33.86%（同比+3.67pct），其中销售/管理费用率分别同比+2.97pct/+0.98pct。由于主营业务营收增速放缓、毛利率同比下滑及费用率同比增加多因素影响，公司扣非归母净利润为-0.77 亿元，但期内受公司收到政府补助（1.47 亿元）大幅增加及部分信用减值准备冲回（0.27 亿元）影响，公司整体归母净利润为 0.47 亿元，同比高增 78.20%。

■ **民族涂料龙头持续发力 C 端和小 B 端，或将受益“三大工程”带来涂料需求释放。**公司为国内涂料优质龙头品牌，涂料产品性能、产品种类、经营规模、渠道覆盖范围位居行业前列，在坚持涂料优势低位基础上，不断丰富产品线、完善产品服务体系，胶黏剂、基辅材、防水材料等新产品成长迅速。在零售业务方面，公司持续推行高端零售战略，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，在稳固三、四线城市优势地位和向一、二线城市全面进驻的基础上，大力进军乡村市场，乡村仿石漆门店数量大幅增加。在工程业务方面，公司持续优化渠道结构，聚焦央国企、城建城投、工业厂房新赛道，布局旧改、学校、医院等小 B 端应用场景，并下沉县级渠道，小 B 渠道客户数量持续增加，随“三大工程”建设提速带来涂料需求释放，公司作为优质涂料龙头或将率先受益。

■ **盈利预测和投资建议：**预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 141.03 亿元、159.90 亿元和 181.50 亿元，分别同比增长 13.04%、13.39%和 13.50%，归母净利润分别为 6.39 亿元、7.95 亿元和 9.98 亿元，分别同比增长 249.26%、25.33%和 27.16%，动态 PE 分别为 25.3 倍、20.3 倍和 16.2 倍。给予“买入-A”评级，6 个月目标价 36.3 元，对应 2024 年 PE 为 30 倍。

■ **风险提示：**下游需求不及预期；渠道转型不及预期，新业务拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨等。

善，加强高端零售布局发力
小 B 成长可期
2022 年净利润扭亏为盈，疫
情影响 Q4 业绩表现，国民涂
料龙头成长可期

2023-02-01

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	11,338.4	12,475.7	14,102.7	15,990.4	18,149.6
净利润	329.5	173.5	638.8	795.2	998.4
每股收益(元)	0.63	0.33	1.21	1.51	1.89
每股净资产(元)	4.31	4.64	5.85	7.36	9.26

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	49.1	93.2	25.3	20.3	16.2
市净率(倍)	7.1	6.6	5.2	4.2	3.3
净利润率	2.9%	1.4%	4.5%	5.0%	5.5%
净资产收益率	14.5%	7.1%	20.7%	20.5%	20.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	12.3%	8.5%	21.7%	24.9%	35.9%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,338.4	12,475.7	14,102.7	15,990.4	18,149.6	成长性					
减: 营业成本	8,061.7	8,544.7	9,953.4	11,392.8	12,962.7	营业收入增长率	-0.8%	10.0%	13.0%	13.4%	13.5%
营业税费	77.3	105.9	96.0	117.9	137.2	营业利润增长率	-159.0%	-38.5%	233.5%	25.0%	27.3%
销售费用	1,730.0	2,123.7	2,235.3	2,446.5	2,737.0	净利润增长率	-179.0%	-47.3%	268.1%	24.5%	25.6%
管理费用	536.0	678.3	691.0	727.6	813.1	EBITDA 增长率	-244.1%	-3.6%	96.9%	10.5%	14.6%
研发费用	263.2	289.3	324.4	367.8	417.4	EBIT 增长率	-158.1%	-39.2%	258.2%	10.2%	17.0%
财务费用	137.1	174.3	110.4	20.2	-64.2	NOPLAT 增长率	-228.7%	-22.2%	106.6%	10.3%	16.5%
加: 资产/信用减值损失	-305.2	-511.4	-50.0	-50.0	-50.0	投资资本增长率	12.6%	-19.0%	-3.8%	-19.4%	-32.6%
公允价值变动收益	-0.3	-	43.3	-11.7	-6.6	净资产增长率	14.3%	9.3%	22.9%	23.4%	24.1%
投资和汇兑收益	0.3	-0.5	-1.1	-0.4	-0.7						
营业利润	333.9	205.2	684.4	855.4	1,089.1	利润率					
加: 营业外净收支	-12.9	-15.1	-11.5	-13.2	-13.3	毛利率	28.9%	31.5%	29.4%	28.8%	28.6%
利润总额	320.9	190.1	672.9	842.2	1,075.8	营业利润率	2.9%	1.6%	4.9%	5.3%	6.0%
减: 所得税	10.9	12.7	53.3	65.7	88.4	净利润率	2.9%	1.4%	4.5%	5.0%	5.5%
净利润	329.5	173.5	638.8	795.2	998.4	EBITDA/营业收入	5.6%	4.9%	8.6%	8.4%	8.4%
						EBIT/营业收入	3.2%	1.8%	5.6%	5.5%	5.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	99	122	121	110	98
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-19	-36	-47	-51	-60
货币资金	1,064.1	1,712.2	1,128.2	1,279.2	2,947.5	流动资产周转天数	222	212	201	192	199
交易性金融资产	53.0	1.5	44.8	33.1	26.5	应收帐款周转天数	138	123	120	121	117
应收帐款	4,566.7	3,959.3	5,476.4	5,257.4	6,496.2	存货周转天数	19	20	19	19	19
应收票据	107.9	29.2	183.8	80.3	177.5	总资产周转天数	415	402	374	344	333
预付帐款	84.2	146.9	89.4	188.7	120.0	投资资本周转天数	125	109	85	66	43
存货	656.9	748.7	715.9	1,008.8	892.0						
其他流动资产	788.3	777.3	766.3	777.3	773.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.5%	7.1%	20.7%	20.5%	20.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.3%	1.3%	4.1%	5.1%	5.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	12.3%	8.5%	21.7%	24.9%	35.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,853.0	4,612.2	4,851.4	4,944.7	4,986.4	销售费用率	15.3%	17.0%	15.9%	15.3%	15.1%
在建工程	1,110.4	422.1	337.7	270.2	216.1	管理费用率	4.7%	5.4%	4.9%	4.6%	4.5%
无形资产	490.1	478.6	456.8	434.9	413.1	研发费用率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	974.3	1,250.1	1,115.2	1,097.1	1,146.7	财务费用率	1.2%	1.4%	0.8%	0.1%	-0.4%
资产总额	13,748.9	14,138.2	15,166.1	15,371.7	18,195.6	四费/营业收入	23.5%	26.2%	23.8%	22.3%	21.5%
短期债务	1,525.2	1,310.1	1,480.2	135.7	-	偿债能力					
应付帐款	4,696.9	3,933.3	6,511.4	5,814.1	8,388.4	资产负债率	82.0%	80.9%	78.1%	73.3%	72.0%
应付票据	1,582.8	2,430.2	1,830.5	3,215.7	2,577.1	负债权益比	455.9%	423.0%	356.3%	274.9%	257.6%
其他流动负债	1,403.6	1,801.4	1,494.3	1,566.4	1,620.7	流动比率	0.80	0.78	0.74	0.80	0.91
长期借款	1,473.7	1,461.4	-	-	-	速动比率	0.72	0.70	0.68	0.71	0.84
其他非流动负债	593.6	498.3	526.0	539.3	521.2	利息保障倍数	2.66	1.27	7.20	43.33	-15.96
负债总额	11,275.8	11,434.8	11,842.4	11,271.2	13,107.5	分红指标					
少数股东权益	201.0	257.7	239.4	221.1	210.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	376.4	527.0	527.0	527.0	527.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,895.5	1,918.5	2,557.3	3,352.4	4,350.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,473.1	2,703.4	3,323.7	4,100.5	5,088.2						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	310.0	177.4	638.8	795.2	998.4
						加: 折旧和摊销	282.4	399.6	413.8	460.2	506.2
						资产减值准备	87.6	156.7	-	-	-
						公允价值变动损失	0.3	-	43.3	-11.7	-6.6
						财务费用	181.9	211.5	110.4	20.2	-64.2
						投资收益	4.2	1.5	1.1	0.4	0.7
						少数股东损益	-19.5	3.8	-19.2	-18.7	-11.0
						营运资金的变动	70.0	169.8	397.2	651.1	770.7
						经营活动产生现金流量	956.0	1,408.1	1,585.3	1,896.7	2,194.1
						投资活动产生现金流量	-1,093.0	-601.2	-634.5	-441.1	-459.4
						融资活动产生现金流量	194.1	-494.5	-1,534.9	-1,304.6	-66.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.63	0.33	1.21	1.51	1.89
						BVPS(元)	4.31	4.64	5.85	7.36	9.26
						PE(X)	49.1	93.2	25.3	20.3	16.2
						PB(X)	7.1	6.6	5.2	4.2	3.3
						P/FCF	91.0	19.6	-24.6	115.9	9.4
						P/S	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	70.3	42.4	13.5	11.2	8.5
						CAGR(%)	35.8%	77.2%	-216.1%	35.8%	77.2%
						PEG	1.4	1.2	-0.1	0.6	0.2
						ROIC/WACC	1.2	0.8	2.2	2.5	3.6
						REP	8.8	9.1	2.3	2.3	2.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034