

三棵树 (603737.SH)

买入

2023 年报及 2024 一季报点评：减值计提&费用投入拖累业绩，经营质量持续改善

核心观点

减值计提&费用投入拖累全年业绩，政府补助贡献 24Q1 高增。2023 年公司实现营收 124.8 亿元，同比+10.0%，归母净利 1.74 亿元，同比-47.3%，扣非归母净利 0.44 亿元，同比-80.1%，EPS 为 0.33 元/股，并拟 10 派 1.6 元（含税），其中 Q4 营收 30.7 亿元，同比-9.6%，归母净利-3.81 亿元，上年同期 0.29 亿元，业绩承压主因计提减值损失和加大人员投入和市场推广带来费用增加影响，2023 计提各类资产减值 5.1 亿元，其中信用减值 3.6 亿元。2024Q1 营收 20.7 亿元，同比+0.6%，归母净利 0.47 亿元，同比+78.2%，扣非归母净利-0.77 亿元，上年同期-0.43 亿元，主因政府补助同比增加 6654 亿元。

渠道结构调整优化，24Q1 零售同比高增长。分渠道看，2023 年经销/直销收入 101.7/20.6 亿元，同比+18.3%/-10.9%，占比 83.1%/16.9%，加快布局零售及小 B 业务，经销占比进一步提升。分产品看，家装墙面漆/工程墙面漆收入同比+2.6%/+9.5%，销量同比+3.3%/+22.9%，家装漆稳步增长增长主要受益新渠道拓展和推广投入加大；基材辅材/胶黏剂/防水卷材收入同比+41.0%/+29.5%/+26.9%，主要受益加大市场开拓所致，同时公司主动调整施工业务，装饰施工收入同比-39.4%。2024Q1 家装墙面漆/工程墙面漆/基材辅材/防水卷材/胶黏剂收入同比+13.0%/-15.5%/+20.5%/+42.8%/+7.1%，零售同比快速增长，受整体开工偏晚影响，工程同比有所下滑。

原材料下行贡献毛利率提升，投入扩张带来费用率同比增长。2023 年综合毛利率 31.5%，同比+2.6pp，受益原材料价格下行贡献，毛利率同比提升，期间费用率 26.2%，同比+2.7pp，其中销售/管理/财务/费用率分别+1.8/+0.7/+0.2pp，研发费用率同比持平，销售费用率提升主因加大人员投入和市场推广所致，截至 2023 年末员工同比+12.3%，其中销售同比+20.7%。

经营现金流大幅提升，经营质量持续改善。2023 年公司实现经营性净现金流 14.1 亿元，同比 47.3%，其中 Q4 单季净流入 8.1 亿元，同比+94.8%。截至 2023 年末应收账款和票据 35.9 亿元，同比减少 7.6 亿元，资产负债率 80.88%，同比-1.13pp，资债结构持续改善。

风险提示：地产投资恢复不及预期；渠道产品拓展不及预期；回款不及预期

投资建议：减值计提释放风险，渠道潜力有望进一步释放，维持“买入”

公司逆势投入，积极优化渠道结构，看好 C 端、小 B 端进一步发力，减值计提释放风险，经营质量有望持续改善。预计 24-26 年 EPS 分别为 1.30/1.95/2.46 元/股，对应 PE 为 28.1/18.8/14.9x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,338	12,476	14,052	16,074	18,479
(+/-%)	-0.8%	10.0%	12.6%	14.4%	15.0%
净利润(百万元)	330	174	687	1025	1298
(+/-%)	-179.0%	-47.3%	296.0%	49.2%	26.6%
每股收益(元)	0.63	0.33	1.30	1.95	2.46
EBIT Margin	5.9%	5.9%	6.8%	8.3%	8.8%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	7.1%	23.5%	28.1%	28.5%
市盈率 (PE)	58.6	111.4	28.1	18.8	14.9
EV/EBITDA	32.5	27.3	21.9	17.6	15.7
市净率 (PB)	8.51	7.90	6.60	5.30	4.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

证券分析师：陈颖
0755-81981825
chenying4@guosen.com.cn
S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	36.67 元
总市值/流通市值	19326/19326 百万元
52 周最高价/最低价	102.80/29.33 元
近 3 个月日均成交额	177.79 百万元

市场走势



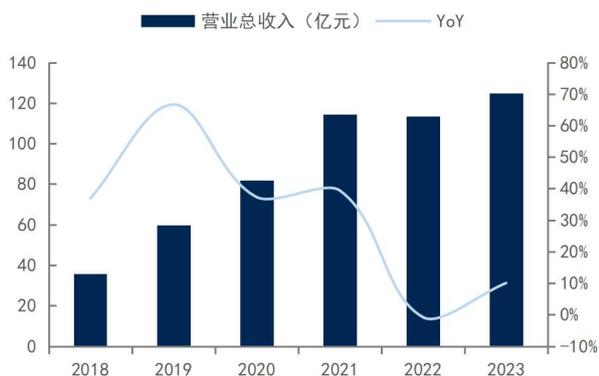
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三棵树 (603737.SH) -2023 年中报点评：盈利能力大幅提升，渠道潜力有望持续释放》——2023-08-01
- 《三棵树 (603737.SH) -2022 年报及 2023 一季报点评：渠道结构调整优化，盈利能力和经营质量持续改善》——2023-05-04
- 《三棵树 (603737.SH) -2022 年中报点评：渠道布局持续优化，零售业务大幅增长》——2022-08-31

减值计提&费用投入拖累全年业绩，政府补助贡献 24Q1 高增。2023 年公司实现营业收入 124.8 亿元，同比+10.0%，归母净利润 1.74 亿元，同比-47.3%，扣非归母净利润 0.44 亿元，同比-80.1%，EPS 为 0.33 元/股，并拟 10 派 1.6 元（含税），其中 Q4 单季度营收 30.7 亿元，同比-9.6%，归母净利润-3.81 亿元，上年同期 0.29 亿元，扣非归母净利润-3.92 亿元，上年同期 0.08 亿元，业绩承压主因计提减值损失和加大人员投入和市场推广带来费用增加影响，2023 计提各类资产减值 5.1 亿元，其中信用减值 3.6 亿元。2024Q1 实现营业收入 20.7 亿元，同比+0.6%，归母净利润 0.47 亿元，同比+78.2%，扣非归母净利润-0.77 亿元，上年同期-0.43 亿元，主因政府补助同比增加 6654 亿元。

图1：三棵树营业收入及增速（单位：亿元、%）



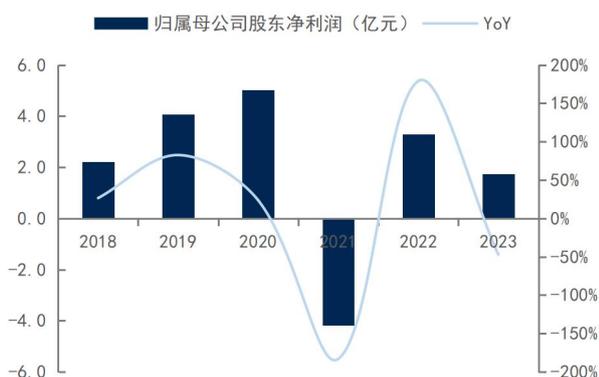
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三棵树单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：三棵树归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：三棵树单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

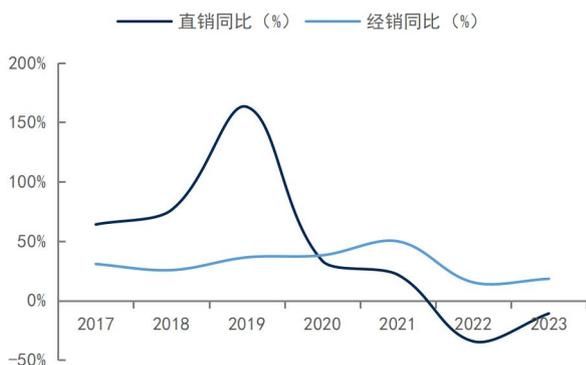


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
(20Q1=-6484%, 22Q3=+518%)

渠道结构调整优化，24Q1 零售同比高增长。分渠道看，2023 年经销/直销收入 101.7/20.6 亿元，同比+18.3%/-10.9%，占比 83.1%/16.9%，渠道结构持续调整优化，加快布局零售及小 B 业务，经销占比进一步提升。分产品看，家装墙面漆/工程墙面漆收入 26.3/46.8 亿元，同比+2.6%/+9.5%，销量同比+3.3%/+22.9%，产品均价 6.06/3.95 元/kg，同比-0.6%/-10.9%，家装漆稳步增长主要受益新渠

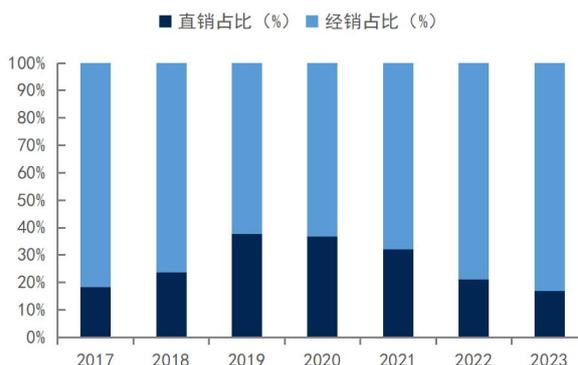
道拓展和推广投入加大；基材辅材/胶黏剂/防水卷材收入同比+41.0%/+29.5%/+26.9%，主要受益加大市场开拓所致，同时公司主动调整施工业务，装饰施工收入同比-39.4%。2024Q1 家装墙面漆/工程墙面漆/基材辅材/防水卷材/胶黏剂收入同比+13.0%/-15.5%/+20.5%/+42.8%/+7.1%，销量同比+14.8%/-8.7%/+57.1%/+22.6%/+11.8%，零售同比快速增长，受整体开工偏晚影响，工程同比有所下滑。

图5: 三棵树分渠道收入增速 (单位: %)



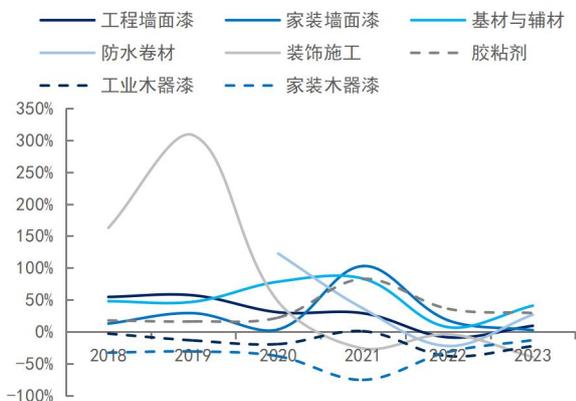
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 三棵树分渠道收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 三棵树分产品收入增速 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 三棵树分产品毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：三棵树分季度工程墙面漆销量及增速（单位：吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：三棵树分季度工程墙面漆单价（单位：元/千克）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：三棵树分季度家装墙面漆销量及增速（单位：吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：三棵树分季度家装墙面漆单价（单位：元/千克）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：三棵树分季度胶黏剂销量及增速（单位：吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：三棵树分季度胶黏剂单价（单位：元/千克）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 三棵树分季度基材与辅材销量及增速 (单位: 吨、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 三棵树分季度基材与辅材单价 (单位: 元/千克)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 三棵树分季度防水卷材销量及增速 (单位: 万平米、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

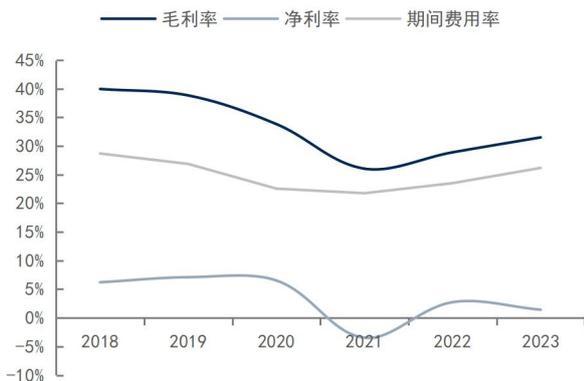
图18: 三棵树分季度防水卷材单价 (单位: 元/m²)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

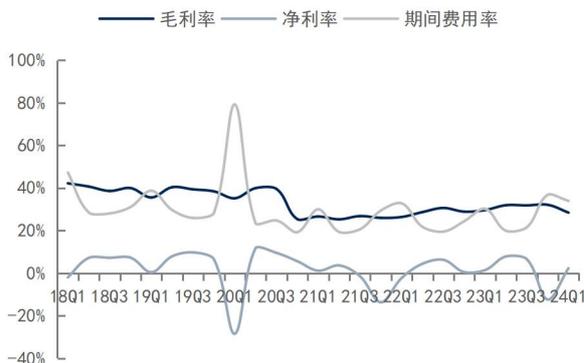
原材料下行贡献毛利率提升, 投入扩张带来费用率同比增长。2023年综合毛利率31.5%，同比+2.6pp，受益原材料价格下行贡献，毛利率同比提升，期间费用率26.2%，同比+2.7pp，其中销售/管理/财务/费用率分别+1.8/+0.7/+0.2pp，研发费用率同比持平，销售费用率提升主因加大人员投入和市场推广所致，截至2023年末员工总数9832人，同比+12.3%，其中销售人员5042人，同比+20.7%；2024Q1毛利率28.4%，同比-1.2pp，环比-3.7pp，期间费用率33.9%，同比+3.7pp，环比-2.8pp。

图19: 三棵树毛利率和净利率及期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 三棵树单季毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



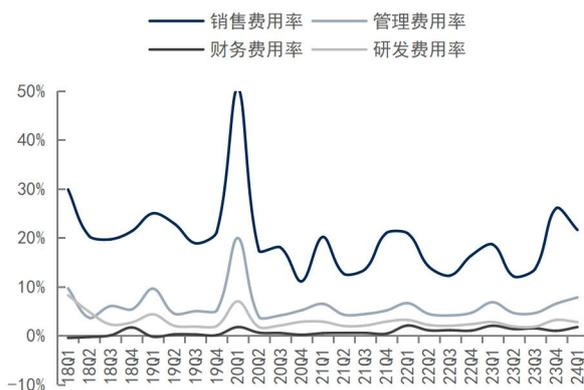
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 三棵树销售/管理/财务/研发费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

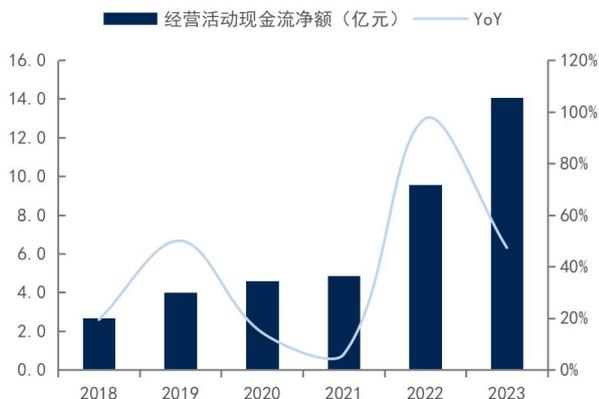
图22: 三棵树单季销售/管理/财务/研发费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

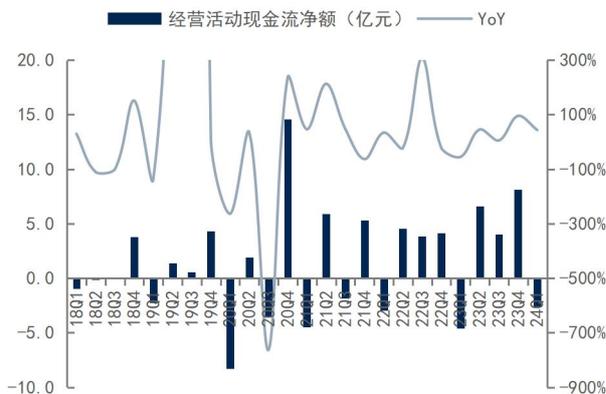
经营现金流大幅提升, 经营质量持续改善。2023 年公司实现经营性净现金流 14.1 亿元, 同比 47.3%, 收现比 1.18/付现比 1.02, 上年同期为 1.11/1.01, 其中 Q4 单季净流入 8.1 亿元, 同比+94.8%, 2024Q1 单季-2.6 亿元, 上年同期为-4.6 亿元。截至 2023 年末应收账款和票据 35.9 亿元, 同比减少 7.6 亿元, 资产负债率 80.88%, 同比-1.13pp, 资债结构持续改善。

图23: 三棵树经营性现金流净额及增速 (单位: 亿元、%)



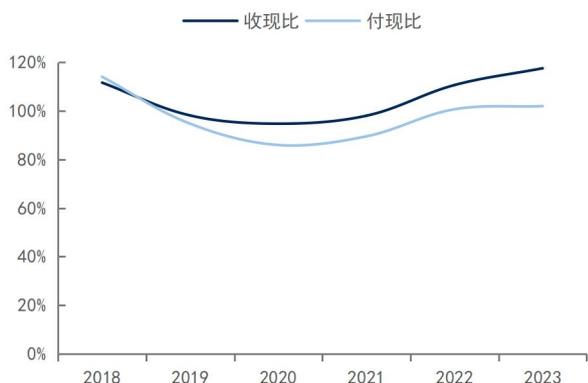
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 三棵树单季度经营性现金流净额及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (19Q2=+1222.4%, 19Q3=+8223%)

图25: 三棵树收现比和付现比 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图26: 三棵树资产负债率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 减值计提释放风险, 渠道潜力有望进一步释放, 维持“买入”评级。公司逆势投入, 积极优化渠道结构, 看好C端、小B端进一步发力, 减值计提释放风险, 经营质量有望持续改善。预计24-26年EPS分别为1.30/1.95/2.46元/股, 对应PE为28.1/18.8/14.9x, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1064	1712	3173	4509	6093	营业收入	11338	12476	14052	16074	18479
应收款项	4675	3989	4627	5029	5781	营业成本	8062	8545	9696	11011	12565
存货净额	657	749	866	936	1071	营业税金及附加	77	106	112	129	148
其他流动资产	873	924	703	804	739	销售费用	1730	2124	2248	2411	2772
流动资产合计	7321	7375	9370	11279	13685	管理费用	536	678	722	823	943
固定资产	4963	5034	5131	5252	5396	研发费用	263	289	323	370	425
无形资产及其他	490	479	509	540	579	财务费用	137	174	149	146	130
投资性房地产	974	1250	1250	1250	1250	投资收益	0	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(88)	(157)	(50)	(50)	(50)
资产总计	13749	14138	16261	18321	20909	其他收入	(375)	(486)	(273)	(320)	(375)
短期借款及交易性金融负债	2214	2087	2500	2625	2756	营业利润	334	205	801	1185	1496
应付款项	5932	6091	6498	7759	8878	营业外净收支	(13)	(15)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	1063	1297	1899	1877	2299	利润总额	321	190	781	1165	1476
流动负债合计	9209	9475	10896	12262	13934	所得税费用	11	13	78	117	148
长期借款及应付债券	1474	1461	1661	1661	1661	少数股东损益	(19)	4	16	24	30
其他长期负债	594	498	505	460	441	归属于母公司净利润	330	174	687	1025	1298
长期负债合计	2067	1960	2166	2121	2102	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	11276	11435	13062	14383	16036	净利润	330	174	687	1025	1298
少数股东权益	201	258	272	293	320	资产减值准备	61	69	13	2	4
股东权益	2272	2446	2927	3644	4553	折旧摊销	272	392	528	583	632
负债和股东权益总计	13749	14138	16261	18321	20909	公允价值变动损失	88	157	50	50	50
						财务费用	137	174	149	146	130
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	732	634	494	626	703
每股收益	0.63	0.33	1.30	1.95	2.46	其它	(71)	(69)	1	19	23
每股红利	0.30	0.36	0.39	0.58	0.74	经营活动现金流	1411	1356	1773	2305	2710
每股净资产	4.31	4.64	5.55	6.92	8.64	资本开支	0	(353)	(719)	(786)	(867)
ROIC	9%	9%	12%	18%	24%	其它投资现金流	27	51	0	0	0
ROE	15%	7%	23%	28%	29%	投资活动现金流	27	(302)	(719)	(786)	(867)
毛利率	29%	32%	31%	31%	32%	权益性融资	(0)	54	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	7%	8%	9%	负债净变化	104	(12)	200	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(158)	(188)	(206)	(308)	(390)
收入增长	-1%	10%	13%	14%	15%	其它融资现金流	(946)	(60)	413	125	131
净利润增长率	-179%	-47%	296%	49%	27%	融资活动现金流	(1053)	(406)	407	(183)	(258)
资产负债率	83%	83%	82%	80%	78%	现金净变动	385	648	1461	1336	1584
股息率	0.8%	1.0%	1.1%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	679	1064	1712	3173	4509
P/E	58.6	111.4	28.1	18.8	14.9	货币资金的期末余额	1064	1712	3173	4509	6093
P/B	8.5	7.9	6.6	5.3	4.2	企业自由现金流	0	1357	1158	1620	1930
EV/EBITDA	32.5	27.3	21.9	17.6	15.7	权益自由现金流	0	1285	1636	1614	1945

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032