

2024年07月12日

三棵树 (603737.SH)

——渠道结构进一步优化，盈利质量改善明显

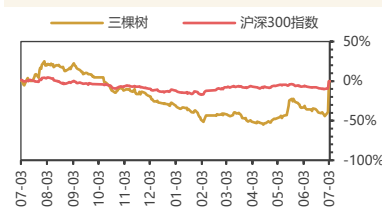
增持 (维持)

投资要点:

证券分析师

戴铭余
S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季度报告, 1) 年报: 公司实现营业收入 124.76 亿元, 同比增长 10.0%, 实现归母净利润 1.74 亿元, 同比下降 47.3%。其中四季度, 公司实现营业收入 30.65 亿元, 同比下降 9.6%, 实现归母净利润-3.81 亿元, 同比减少 4.1 亿元; 2) 一季度: 公司实现营业收入 20.7 亿元, 同比上升 0.6%, 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比上升 78.2%。
- **渠道持续优化, 毛利率整体改善。** 分产品来看, 2023 年公司家装墙面漆收入为 26.32 亿元, 同比增长 2.58%, 均价同比下降 0.65%; 工程墙面漆收入 46.76 亿元, 同比增长 9.52%, 均价同比下降 10.84%; 基材与辅材收入 24.24 亿元, 同比增长 41.02%, 均价同比下降 13.48%; 防水卷材收入 12.57 亿元, 同比增长 26.91%, 均价同比下降 2.48%。分渠道来看, 2023 年公司经销和直销模式收入分别为 101.7 和 20.6 亿元, 同比增长 18.3%和下降 10.9%, 渠道结构逐步优化。成本端, 公司主要原材料乳液、钛白粉、树脂采购单价分别同比-17.74%、-10.67%、-17.89%, 带动整体毛利率回升。23 年公司整体毛利率 31.51%, 同比+2.61pct; 23Q4 毛利率为 32.06%, 同比+3.22pct, 环比+0.28pct。2024 年一季度公司收入端延续改善, 归母净利润同比上升 78.2%, 主要系政府补助增加及坏账准备转回所致, 但毛利率同比下滑 1.2pct 至 28.4%, 我们判断主要因成本端压力导致, 其中乳液和钛白粉采购均价分别同比增长 1.9% 和 11.2%。
- **费用率小幅提升, 现金流改善明显。** 2023 年公司期间费用率为 26.18%, 同比增长 2.66Pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 17.0%、5.4%、2.3%、1.4%, 分别同比+1.8、+0.7、-0.002、+0.2Pct, 销售和管理费用率增长较多主因职工薪酬、广告宣传费、折旧摊销增长较多导致。23 年公司经营性净现金流 14.08 亿元, 同比增长 47.29%, 主要系收现同比增长, 其中第四季度经营性现金流 8.10 亿元, 同比增长 94.8%。2024 年第一季度, 现金流延续改善态势, 经营性现金流为-2.64 亿元, 同比增长 2.0 亿元。
- **全渠道竞争崭露头角, 切换引擎再出发。** 三棵树的墙面涂料下游客户可分为大 B、小 B 和零售三种类型, 近年大 B 直销业务营收增速承压, 小 B、零售业务已成为公司新增长引擎。不同下游的诉求亦不尽相同, 公司根据不同下游的诉求正在建立起愈发清晰的竞争优势: 1) 大 B: 地产集采以外墙漆为主, 品牌权重相对弱化, 三棵树依托价格+服务优势保持稳定, 2023 年地产商首选率仅低于立邦 1pct; 2) 小 B: 小 B 业务兼具 C 端零售和大 B 业务的特点, 终端极其分散且定制化服务要求高, 与大 B 市场相比, 小 B 终端需求表现为小批量、不连续, 三棵树依靠“高薪+考核”保障小 B 渠道高效运转, 并持续布局下沉市场, 有望开启二次成长; 3) 零售: 零售市场的第一竞争力量是品牌, 三棵树以健康漆产品为内核, 多元化营销, 持续树立品牌形象, 并利用扁平化经销体系+让利战略深入三四线市场, 从“农村”包围“城市”。
- **盈利预测与估值:** 考虑今年地产端下行压力仍大, 我们下调公司 2024-2025 年归母净利润至 6.20 亿元、8.64 亿元 (前值为 9.88 亿元、12.06 亿元) 并新增 2026 年预测 10.95 亿元, 对应 EPS 为 1.18、1.64、2.08 元, 目前股价对应 24-26 年 PE 分别为 28、20、16 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产品推广速度下降、原材料涨价超预期、房地产行业恢复不及预期

股票数据: 2024年07月10日

收盘价 (元)	33.52
一年内最高/最低 (元)	280.29/29.22
总市值 (百万元)	17665
市净率 PB	7.09
基础数据: 2023年12月31日	
总股本 (百万股)	527
总资产 (百万元)	14138
净资产 (百万元)	2703
每股净资产 (元)	4.64

资料来源: 公司公告, ifind

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	11,338	12,476	13,539	15,822	18,187
同比增长率 (%)	-0.8	10.0	8.5	16.9	14.9
归母净利润 (百万元人民币)	330	174	620	864	1,095
同比增长率 (%)	179.0	-47.3	257.4	39.4	26.7
每股收益 (元人民币/股)	0.88	0.33	1.18	1.64	2.08
毛利率 (%)	28.9	31.5	29.6	29.5	29.6
ROE (%)	10.2	15.6	20.2	22.0	21.8
市盈率	45	24	28	20	16

表 1：公司利润表预测（百万元）

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,338	12,476	13,539	15,822	18,187
营业收入	11,338	12,476	13,539	15,822	18,187
营业总成本	10,805	11,916	13,007	15,034	17,138
营业成本	8,062	8,545	9,535	11,148	12,798
税金及附加	77	106	115	134	154
销售费用	1730	2124	2234	2532	2874
管理费用	536	678	663	696	746
研发费用	263	289	298	348	400
财务费用	137	174	162	176	166
其他收益	105	159	159	159	159
投资收益	0	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-218	-355	-14	-7	-7
资产减值损失	-88	-157	4	8	0
资产处置收益	1	-2	-2	-2	-2
营业利润	334	205	679	947	1199
营业外收支	-13	-15	0	0	0
利润总额	321	190	679	947	1199
所得税	11	13	45	63	80
净利润	310	177	634	884	1119
少数股东损益	-19	4	14	19	24
归母净利润	330	174	620	864	1095

资料来源：Wind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数