

## 计提影响当期业绩，产品价格继续承压

2024 年 07 月 28 日

► **公司披露 2024 年半年报：**24H1 实现营收 57.60 亿元，同比+0.42%，归母净利润 2.10 亿元，同比-32.38%，扣非归母净利润 0.79 亿元，同比-64.36%。其中，24Q2 实现营收 36.94 亿元，同比+0.32%，归母净利润 1.63 亿元，同比-42.66%，扣非归母净利润 1.57 亿元，同比-41.02%。24H1 实现毛利率 28.64%，同比-2.40pct，净利率 3.61%，同比-1.90pct；其中，Q2 毛利率 28.79%，同比-3.08pct、环比+0.41pct；Q2 净利率 4.35%，同比-3.45pct、环比+2.06pct。

► **销量维稳、结构优化，零售业务稳步提升**

24H1 收入维稳，同比上升 0.42%，主因公司持续优化业务结构、拓宽渠道布局，零售板块业务规模增长、占比提升。

**从产品单价看**，除胶黏剂 24H1 同比+1.08%外，其他产品单价同比均下降，除工业木器漆 24Q2 环比+2.80%、基辅材环比持平外，其他产品单价环比均有下降，单价下降主因据原材料价格变化调整价格及产品结构变化。**从产品营收看**，销售量增弥补降价影响，家装墙面漆、胶黏剂、基辅材、防水卷材 24H1 的销售重量同比均有提升。其中，24H1 家装墙面漆/防水卷材销售重量同比+24.04%/+22.92%，分别实现销售收入同比+20.12%/+16.36%，此外防水涂料销售收入 5.37 亿元，同比+31.92%，体现家装零售、防水业务稳步发展，销量、收入规模持续扩大。

► **发力广宣，新品新渠道快速扩张**

24H1 期间费用率合计 25.24%，同比+1.68pct，其中，销售费用同增 9.8%，销售费用率 15.84%、同比+1.42pct，主因增加了职工薪酬与差旅费（分别同增 6.05%、11.15%），加大推广宣传力度（广告及宣传费同增 24.42%）；管理费用同比+7.60%，费用率 5.78%、同比+0.39pct。零售销售支持力度加大，推动新招商量、质发展，家居新材料、国际事业部销量大幅增长，工业涂料、制罐销量初具规模。

► **持续计提，影响当期利润**

经营性现金流净额-0.42 亿元，其中 Q2 净额 2.22 亿元（24Q1 为-2.64 亿元），主因支付其他与经营活动有关的现金同比增加 5.06 亿元。24H1 计提资产和信用减值合计 1.59 亿元，期末应收账款及票据 42.29 亿元，同比-12.05%。期末货币资金 15.57 亿元，上年同期为 14.94 亿元。

► **投资建议：**我们看好公司①应对趋势调整业务模式，零售业务占比提升，持续创新产品、优化渠道结构；②应用场景拓展，发力旧改、公建、学校、医院等小 B 业务。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.12、6.21 和 8.26 亿元，现价对应 PE 分别为 44、29、22 倍，考虑到公司仍面临一定减值计提和原材料价格波动等风险，调整为“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动的风险；行业竞争趋于激烈的风险；应收账款无法及时回收的坏账风险；新领域适应期较长的风险。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 12,476 | 13,086 | 14,047 | 15,133 |
| 增长率 (%)          | 10.0   | 4.9    | 7.3    | 7.7    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 174    | 412    | 621    | 826    |
| 增长率 (%)          | -47.3  | 137.3  | 50.9   | 32.9   |
| 每股收益 (元)         | 0.33   | 0.78   | 1.18   | 1.57   |
| PE               | 105    | 44     | 29     | 22     |
| PB               | 7.5    | 6.6    | 5.7    | 4.9    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 7 月 26 日收盘价）

谨慎推荐

下调评级

当前价格：

34.65 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyong\_yj@mszq.com

研究助理 易智娴

执业证书：S0100123070114

邮箱：yizhixian@mszq.com

## 相关研究

1.三棵树 (603737.SH) 2023 年三季报点评：经营质量维持在较好水平-2023/10/16

2.三棵树 (603737.SH) 2022 年业绩预告点评：计提充分，渠道优化+原料降价继续释放弹性-2023/02/01

3.三棵树 (603737.SZ) 2022 年三季报预告点评：Q3 同比扭亏并大幅增长，民族涂料品牌零售发力-2022/10/17

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 12,476 | 13,086 | 14,047 | 15,133 |
| 营业成本      | 8,545  | 8,967  | 9,624  | 10,363 |
| 营业税金及附加   | 106    | 96     | 105    | 106    |
| 销售费用      | 2,124  | 2,185  | 2,318  | 2,459  |
| 管理费用      | 678    | 680    | 702    | 757    |
| 研发费用      | 289    | 320    | 323    | 340    |
| EBIT      | 531    | 661    | 913    | 1,126  |
| 财务费用      | 174    | 159    | 180    | 174    |
| 资产减值损失    | -157   | -44    | -40    | -34    |
| 投资收益      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润      | 205    | 457    | 693    | 916    |
| 营业外收支     | -15    | -10    | -15    | -15    |
| 利润总额      | 190    | 447    | 678    | 901    |
| 所得税       | 13     | 31     | 47     | 63     |
| 净利润       | 177    | 416    | 631    | 838    |
| 归属于母公司净利润 | 174    | 412    | 621    | 826    |
| EBITDA    | 968    | 1,104  | 1,368  | 1,583  |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 1,712  | 1,911  | 2,351  | 2,937  |
| 应收账款及票据     | 3,593  | 3,481  | 3,746  | 4,119  |
| 预付款项        | 147    | 125    | 135    | 145    |
| 存货          | 749    | 692    | 751    | 817    |
| 其他流动资产      | 1,174  | 1,273  | 1,377  | 1,498  |
| 流动资产合计      | 7,375  | 7,482  | 8,359  | 9,516  |
| 长期股权投资      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产        | 4,612  | 4,978  | 5,190  | 5,265  |
| 无形资产        | 479    | 479    | 479    | 479    |
| 非流动资产合计     | 6,763  | 7,400  | 7,514  | 7,530  |
| 资产合计        | 14,138 | 14,882 | 15,874 | 17,046 |
| 短期借款        | 1,310  | 1,941  | 1,941  | 1,941  |
| 应付账款及票据     | 6,091  | 6,078  | 6,523  | 7,024  |
| 其他流动负债      | 2,074  | 1,952  | 2,068  | 2,203  |
| 流动负债合计      | 9,475  | 9,971  | 10,531 | 11,167 |
| 长期借款        | 1,461  | 1,408  | 1,408  | 1,408  |
| 其他长期负债      | 498    | 469    | 469    | 469    |
| 非流动负债合计     | 1,960  | 1,877  | 1,877  | 1,877  |
| 负债合计        | 11,435 | 11,847 | 12,408 | 13,044 |
| 股本          | 527    | 527    | 527    | 527    |
| 少数股东权益      | 258    | 262    | 271    | 284    |
| 股东权益合计      | 2,703  | 3,035  | 3,465  | 4,002  |
| 负债和股东权益合计   | 14,138 | 14,882 | 15,874 | 17,046 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |       |       |
| 营业收入增长率         | 10.03  | 4.89   | 7.35  | 7.73  |
| EBIT 增长率        | -2.69  | 24.43  | 38.20 | 23.27 |
| 净利润增长率          | -47.33 | 137.26 | 50.85 | 32.92 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |       |       |
| 毛利率             | 31.51  | 31.47  | 31.49 | 31.52 |
| 净利润率            | 1.39   | 3.15   | 4.42  | 5.46  |
| 总资产收益率 ROA      | 1.23   | 2.77   | 3.91  | 4.84  |
| 净资产收益率 ROE      | 7.10   | 14.85  | 19.45 | 22.21 |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |
| 流动比率            | 0.78   | 0.75   | 0.79  | 0.85  |
| 速动比率            | 0.60   | 0.58   | 0.62  | 0.68  |
| 现金比率            | 0.18   | 0.19   | 0.22  | 0.26  |
| 资产负债率 (%)       | 80.88  | 79.61  | 78.17 | 76.52 |
| <b>经营效率</b>     |        |        |       |       |
| 应收账款周转天数        | 112.59 | 96.40  | 91.64 | 92.59 |
| 存货周转天数          | 29.61  | 28.93  | 27.00 | 27.24 |
| 总资产周转率          | 0.89   | 0.90   | 0.91  | 0.92  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |
| 每股收益            | 0.33   | 0.78   | 1.18  | 1.57  |
| 每股净资产           | 4.64   | 5.26   | 6.06  | 7.05  |
| 每股经营现金流         | 2.67   | 2.08   | 2.69  | 2.97  |
| 每股股利            | 0.16   | 0.38   | 0.57  | 0.76  |
| <b>估值分析</b>     |        |        |       |       |
| PE              | 105    | 44     | 29    | 22    |
| PB              | 7.5    | 6.6    | 5.7   | 4.9   |
| EV/EBITDA       | 21.68  | 19.01  | 15.34 | 13.26 |
| 股息收益率 (%)       | 0.46   | 1.10   | 1.65  | 2.20  |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 177   | 416   | 631   | 838   |
| 折旧和摊销       | 437   | 444   | 455   | 457   |
| 营运资金变动      | 234   | -193  | -111  | -95   |
| 经营活动现金流     | 1,408 | 1,099 | 1,416 | 1,567 |
| 资本开支        | -609  | -640  | -547  | -451  |
| 投资          | 7     | -12   | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -601  | -973  | -547  | -451  |
| 股权募资        | 54    | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | -96   | 379   | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -495  | 73    | -429  | -531  |
| 现金净流量       | 312   | 199   | 440   | 586   |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026