



买入（维持）

所属行业：建筑材料/装修建材
当前价格(元)：34.65

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

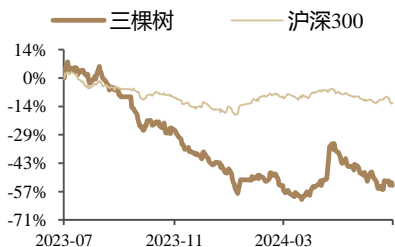
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.47	-27.57	5.82
相对涨幅(%)	-8.43	-22.23	10.70

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《三棵树(603737.SH)：费用上涨及计提减值影响全年业绩，24Q1高基数下维持增长》，2024.4.20
- 《三棵树(603737.SZ)：民族涂料龙头轻装上阵，多渠道发力再续高成长》，2023.11.22

三棵树(603737.SH)：价格下行叠加减值拖累业绩表现，零售维持韧性销量持续增长

投资要点

- 事件：**2024年7月26日，公司发布2024年半年度报告，24年上半年公司实现营业收入约57.60亿元，同比+0.42%，实现归母净利润约2.10亿元，同比-32.38%，实现扣非归母净利润约0.79亿元，同比-64.36%；单季度来看，24Q2公司实现营业收入约36.94亿元，同比+0.32%，环比+78.83%，实现归母净利润约1.63亿元，同比-42.66%，环比+246.04%，实现扣非归母净利润约1.57亿元，同比-158.98%，环比增长2.34亿元。
- 零售销量增长带动整体收入微增，零售及工程价格下降影响毛利率表现。**24年上半年公司营收占比较大的家装/工程墙面漆分别实现收入14.52/18.37亿元，同比+20.12%/-10.72%，胶黏剂/基辅材/防水卷材实现收入4.17/11.34/6.45亿元，同比+29.35%/+6.71%/+16.36%，零售业务体现出较强韧性。
- 1) 销量方面，24H1零售量增、工程承压：**24H1公司家装/工程墙面漆实现销量25.23/50.17万吨，同比+24.04%/-0.95%，胶黏剂/基辅材实现销量3.42/107.70万吨，同比+28.02%/+34.81%，防水卷材实现销量4350.88万平，同比+22.92%。以家装墙面漆为主的零售业务销量逆势增长，主要受益于艺术漆、乳胶漆等产品出新，以及渠道持续拓展，乡镇市场需求释放；工程业务持续优化渠道结构，聚焦央企控制经营风险，旧改、学校、医院等小B渠道客户数量持续增加，但受需求疲软影响工程墙面漆销量小幅下降。
- 2) 单价方面，零售及工程价格延续下降趋势：**我们测算，24H1公司家装/工程墙面漆单价为5.76/3.66元/千克，同比-3.16%/-9.87%，胶黏剂/基辅材单价为12.21/1.05元/千克，同比+1.04%/-20.84%，防水卷材单价约14.82元/平，同比-5.34%，除胶黏剂因为产品结构调整引导价格小幅上升以外，其余产品价格同比均下降。单二季度来看，24Q2主要产品环比24Q1单价依然延续下降趋势。
- 3) 部分原材料价格上升叠加终端降价影响毛利率表现：**24H1公司毛利率约28.64%，同比下降2.40pct，或主要系公司零售及工程业务价格持续下降且部分原材料价格同比上升所致，24H1主要原材料乳液、钛白粉、溶剂采购单价同比+3.85%/+0.76%/+10.00%，而颜填料、助剂、树脂采购单价同比+0.00%/-6.45%/-8.86%。
- 费用率增长+计提减值影响业绩，剔除政府补助后经营进一步承压。**1) 费用率方面，公司24H1费用率约25.24%，同比+1.68pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为15.84%/5.78%/2.20%/1.43%，分别同比+1.42%/+0.39%/+0.02%/-0.15pct，销售及管理费用率同比有所上升。2) 利润率方面，24H1公司毛利率下降、费用率上升，叠加计提各类减值1.59亿元（其中应收账款计提减值1.51亿元），综合导致公司归母净利润同比下降32.38%至2.10亿元，其中24H1政府补助约1.70亿元，剔除各类非经常性损益后公司扣非归母净利润同比进一步承压。24年中公司应收款项较23年末上升18.35%至42.17亿元，或导致公司应收账款计提较多减值，且影响公司经营性现金流，24H1公司经营性现金流净额为-0.42亿元，同比-121.41%。
- 投资建议：**我们认为，公司作为民族涂料龙头，渠道持续优化下C端+小B端稳步增长，大B端地产风险缓释，长期成长性有望逐步显现。考虑到上半年公司零售及工程各产品价格持续下降，以及应收款项规模上升导致计提减值增加，我们

略微下调公司盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润约 6.17、8.15 和 10.82 亿元(原值为 7.07、8.60 和 11.10 亿元)，现价对应 PE 分别为 29.60、22.40 和 16.87 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**经济景气度下降；原材料价格大幅波动；新业务整合不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	527.01		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	527.01	营业收入(百万元)	11,338	12,476	14,081	16,443	19,389
52 周内股价区间(元):	29.30-81.51	(+/-)YOY(%)	-0.8%	10.0%	12.9%	16.8%	17.9%
总市值(百万元):	18,260.98	净利润(百万元)	330	174	617	815	1,082
总资产(百万元):	14,800.75	(+/-)YOY(%)	179.0%	-47.3%	255.5%	32.1%	32.8%
每股净资产(元):	4.88	全面摊薄 EPS(元)	0.63	0.33	1.17	1.55	2.05
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	28.9%	31.5%	30.6%	30.6%	31.0%
		净资产收益率(%)	14.5%	7.1%	21.8%	24.5%	27.2%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.33	1.17	1.55	2.05
每股净资产	4.64	5.36	6.31	7.56
每股经营现金流	2.67	5.71	5.86	7.55
每股股利	0.16	0.47	0.62	0.82
价值评估(倍)				
P/E	144.27	29.60	22.40	16.87
P/B	10.26	6.46	5.49	4.58
P/S	1.46	1.30	1.11	0.94
EV/EBITDA	27.84	11.93	9.02	6.47
股息率%	0.3%	1.4%	1.8%	2.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.5%	30.6%	30.6%	31.0%
净利润率	1.4%	4.4%	5.0%	5.6%
净资产收益率	7.1%	21.8%	24.5%	27.2%
资产回报率	1.2%	3.8%	4.5%	5.2%
投资回报率	7.9%	10.6%	12.6%	14.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.0%	12.9%	16.8%	17.9%
EBIT 增长率	-2.7%	61.8%	27.7%	27.4%
净利润增长率	-47.3%	255.5%	32.1%	32.8%
偿债能力指标				
资产负债率	80.9%	81.0%	80.3%	79.4%
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7
现金比率	0.2	0.3	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	104.3	80.0	60.0	40.0
存货周转天数	32.0	32.0	32.0	32.0
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	2.7	2.7	3.0	3.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	174	617	815	1,082
少数股东损益	4	3	4	5
非现金支出	949	891	949	1,036
非经营收益	48	173	184	188
营运资金变动	234	1,325	1,138	1,668
经营活动现金流	1,408	3,009	3,089	3,980
资产	-609	-1,307	-1,101	-1,101
投资	7	-12	0	0
其他	0	2	0	0
投资活动现金流	-601	-1,317	-1,101	-1,101
债权募资	-96	647	50	100
股权募资	54	0	0	0
其他	-452	-413	-509	-621
融资活动现金流	-495	234	-459	-521
现金净流量	312	1,926	1,529	2,358

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月26日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,476	14,081	16,443	19,389
营业成本	8,545	9,776	11,406	13,387
毛利率%	31.5%	30.6%	30.6%	31.0%
营业税金及附加	106	99	115	136
营业税金率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	2,124	2,394	2,795	3,296
营业费用率%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
管理费用	678	774	904	1,066
管理费用率%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	289	282	329	388
研发费用率%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
EBIT	531	859	1,097	1,398
财务费用	174	173	191	195
财务费用率%	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%
资产减值损失	-157	-20	-20	-20
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	205	690	911	1,209
营业外收支	-15	-1	-1	-1
利润总额	190	689	910	1,208
EBITDA	968	1,580	1,926	2,334
所得税	13	69	91	121
有效所得税率%	6.7%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	4	3	4	5
归属母公司所有者净利润	174	617	815	1,082

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,712	3,638	5,168	7,526
应收账款及应收票据	3,593	2,969	2,783	2,310
存货	749	847	989	1,163
其它流动资产	1,321	1,418	1,614	1,858
流动资产合计	7,375	8,872	10,554	12,857
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,612	5,184	5,447	5,604
在建工程	422	452	482	512
无形资产	479	456	434	412
非流动资产合计	6,763	7,353	7,624	7,789
资产总计	14,138	16,225	18,179	20,646
短期借款	1,310	2,000	2,000	2,000
应付票据及应付账款	6,091	6,968	8,130	9,542
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,074	2,253	2,492	2,783
流动负债合计	9,475	11,221	12,622	14,325
长期借款	1,461	1,408	1,458	1,558
其它长期负债	498	509	509	509
非流动负债合计	1,960	1,917	1,967	2,067
负债总计	11,435	13,139	14,589	16,392
实收资本	527	527	527	527
普通股股东权益	2,446	2,826	3,325	3,984
少数股东权益	258	260	264	269
负债和所有者权益合计	14,138	16,225	18,179	20,646

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明	
	股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
			增持	相对强于市场表现 5%~20%；
			中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
			减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
			中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。