

三棵树 (603737.SH)

部分产品均价有所回升，现金流大幅改善

2024年11月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

日期	2024/10/31
当前股价(元)	44.60
一年最高最低(元)	61.45/26.30
总市值(亿元)	235.05
流通市值(亿元)	235.05
总股本(亿股)	5.27
流通股本(亿股)	5.27
近3个月换手率(%)	71.81

● 部分产品均价有所回升，现金流大幅改善，维持“买入”评级

公司发布三季报：公司2024年Q1-Q3实现营收91.46亿元，同比-2.81%，归母净利润4.10亿元，同比-26.00%，扣非归母净利润2.49亿元，同比-42.82%；其中Q3营收33.85亿元，环比-8.37%，归母净利润2.00亿元，环比+22.96%，扣非归母净利润1.70亿元，环比+8.66%。考虑到公司地产销售下滑，行业竞争加剧，我们下调2024-2025年的盈利预测并新增2026年盈利预测，我们预计2024-2026年公司实现归母净利润6.4/7.2/8.4亿元（2024-2025前值为12.17/16.16亿元），同比+271.0%/+12.5%/+16.5%；EPS分别为1.22/1.37/1.60元；对应当前股价PE为26.9/23.9/20.5倍。考虑到政策支持房地产企稳回升，公司渠道持续优化，C端+小B端稳步增长，大B端地产风险逐步缓释，具有长期成长性。维持“买入”评级。

● 家装墙面漆、胶黏剂销售均价回升

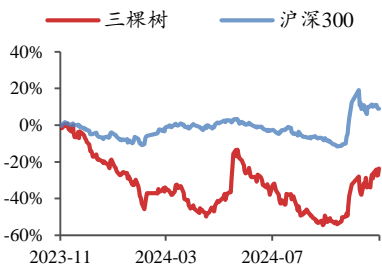
分产品看：2024Q1-Q3公司家装墙面漆/工程墙面漆/胶黏剂/基材与辅材/防水卷材，分别实现收入22.28/29.79/6.51/18.79/10.02亿元，分别同比+14.14%/-12.51%/+16.17%/+4.18%/+13.02%；平均单价分别同比+0.34%/-10.03%/-0.89%/-21.09%/-5.87%，单Q3家装墙面漆/工程墙面漆/胶黏剂/基材与辅材/防水卷材均价分别环比+10.62%/-3.32%/+11.10%/-8.57%/-3.80%，其中家装墙面漆和胶黏剂销售均价环比提升较高，两类别收入共占营收31.49%，对稳定毛利率有较高贡献。家装木器漆/工业木器漆分别实现收入0.06/0.23亿元，分别同比-11.55%/-4.23%。原材料价格方面：2024Q1-Q3家装、工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材原材料采购均价分别同比+4.69%/-20.00%/-1.43%，单Q3分别环比-10.60%/-8.16%/+9.03%，原材料价格环比持续下降，利润空间有望改善。

● 费用率有所上升，现金流大幅改善

2024年Q1-Q3毛利率为28.66%，同比-2.67pct；Q3毛利率为28.68%，环比下降-0.11pct，毛利率略降主要系工程墙面漆和基材与辅材的平均单价下滑。期间费用率方面，2024年Q1-Q3期间费用率为24.01%，同比+1.26pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为15.10%/5.43%/2.13%/1.37%，分别同比+1.00pct/+0.34pct/+0.09pct/-0.17pct。2024年Q1-Q3公司经营性现金流量净额为9.16亿元，同比+53.24%；收现比为104.43%。

● **风险提示：**原材料价格波动，房地产回落风险，经销商开拓及管理风险。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,338	12,476	13,744	15,470	17,270
YOY(%)	-0.8	10.0	10.2	12.6	11.6
归母净利润(百万元)	330	174	644	724	844
YOY(%)	179.0	-47.3	271.0	12.5	16.5
毛利率(%)	28.9	31.5	29.5	29.5	29.7
净利率(%)	2.9	1.4	4.7	4.7	4.9
ROE(%)	12.5	6.6	20.0	18.4	17.7
EPS(摊薄/元)	0.63	0.33	1.22	1.37	1.60
P/E(倍)	52.6	99.8	26.9	23.9	20.5
P/B(倍)	7.6	7.1	5.6	4.5	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7321	7375	8853	10087	10819
现金	1064	1712	1331	2438	1977
应收票据及应收账款	4348	3593	5496	4978	6352
其他应收款	327	396	237	552	332
预付账款	84	147	83	180	120
存货	657	749	658	1014	855
其他流动资产	841	779	1049	925	1183
非流动资产	6437	6763	6838	7144	7528
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3853	4612	4735	4980	5254
无形资产	490	479	514	529	545
其他非流动资产	2094	1672	1589	1635	1729
资产总计	13759	14138	15691	17231	18348
流动负债	9209	9475	10575	11591	12082
短期借款	1525	1310	3012	1431	2860
应付票据及应付账款	5932	6091	5953	8591	7456
其他流动负债	1752	2074	1610	1568	1766
非流动负债	2077	1960	1735	1496	1233
长期借款	1474	1461	1206	953	709
其他非流动负债	603	498	529	544	524
负债合计	11285	11435	12310	13088	13315
少数股东权益	201	258	292	330	374
股本	376	527	527	527	527
资本公积	561	411	411	411	411
留存收益	1334	1508	2186	2948	3837
归属母公司股东权益	2272	2446	3090	3814	4658
负债和股东权益	13759	14138	15691	17231	18348

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	956	1408	-625	3688	-756
净利润	310	177	678	763	889
折旧摊销	282	400	344	381	417
财务费用	137	174	152	136	114
投资损失	-0	0	1	0	1
营运资金变动	-78	234	-1634	2771	-1836
其他经营现金流	305	422	-166	-362	-340
投资活动现金流	-1093	-601	-616	-635	-773
资本支出	935	609	538	698	755
长期投资	-58	33	0	0	0
其他投资现金流	-100	-26	-78	63	-19
筹资活动现金流	194	-495	-695	-393	-392
短期借款	-15	-215	1702	-1581	1429
长期借款	104	-12	-255	-253	-244
普通股增加	0	151	0	0	0
资本公积增加	0	-151	0	0	0
其他筹资现金流	105	-267	-2141	1441	-1577
现金净增加额	57	312	-1935	2660	-1921

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11338	12476	13744	15470	17270
营业成本	8062	8545	9687	10899	12137
营业税金及附加	77	106	110	126	140
营业费用	1730	2124	2336	2631	2937
管理费用	536	678	715	817	907
研发费用	263	289	316	356	397
财务费用	137	174	152	136	114
资产减值损失	-88	-157	134	141	139
其他收益	105	159	134	138	140
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-0
投资净收益	0	-0	-1	-0	-1
资产处置收益	1	-2	-0	-0	-1
营业利润	334	205	736	825	957
营业外收入	3	4	3	3	3
营业外支出	16	19	25	25	25
利润总额	321	190	713	803	936
所得税	11	13	36	40	47
净利润	310	177	678	763	889
少数股东损益	-19	4	34	38	44
归属母公司净利润	330	174	644	724	844
EBITDA	761	714	1190	1300	1447
EPS(元)	0.63	0.33	1.22	1.37	1.60

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-0.8	10.0	10.2	12.6	11.6
营业利润(%)	159.0	-38.5	258.6	12.1	16.1
归属于母公司净利润(%)	179.0	-47.3	271.0	12.5	16.5
获利能力					
毛利率(%)	28.9	31.5	29.5	29.5	29.7
净利率(%)	2.9	1.4	4.7	4.7	4.9
ROE(%)	12.5	6.6	20.0	18.4	17.7
ROIC(%)	7.1	4.6	9.9	12.5	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	82.0	80.9	78.5	76.0	72.6
净负债比率(%)	127.9	84.4	108.2	18.0	47.5
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	2.8	3.2	3.1	3.0	3.1
应付账款周转率	2.0	2.1	2.3	2.1	2.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.33	1.22	1.37	1.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	2.67	-1.19	7.00	-1.43
每股净资产(最新摊薄)	4.31	4.64	5.86	7.24	8.84
估值比率					
P/E	52.6	99.8	26.9	23.9	20.5
P/B	7.6	7.1	5.6	4.5	3.7
EV/EBITDA	27.1	27.8	17.8	14.1	13.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn