

三棵树 (603737.SH) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2024年8月1日

评级: 增持 (维持)

市场价格: 31.00元

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师: 刘铭政

执业证书编号: S0740524070003

Email: liumz01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

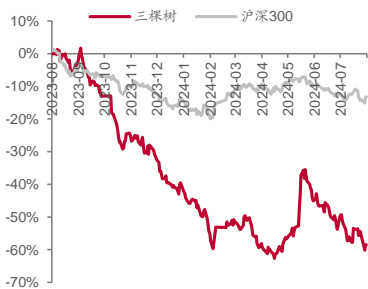
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,338	12,476	13,006	14,695	16,747
增长率 yoy%	-0.8%	10.0%	4.3%	13.0%	14.0%
归母净利润 (百万元)	330	174	440	604	791
增长率 yoy%	179.0%	-47.3%	153.5%	37.4%	30.9%
每股收益 (元)	0.63	0.33	0.83	1.15	1.50
每股现金流量	1.81	2.67	1.78	1.67	1.81
净资产收益率	13%	6%	15%	17%	19%
P/E	49.6	94.1	37.1	27.0	20.7
P/B	7.2	6.7	5.9	5.1	4.2

备注: 股价截取至 2024 年 8 月 1 日

基本状况

总股本(百万股)	527
流通股本(百万股)	527
市价(元)	31.00
市值(百万元)	16,337
流通市值(百万元)	16,337

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】经营质量显著改善; 新品类收入持续快增 (20240502)

【公司点评】业绩增长领先行业, 龙头 α 优势显著 (20231016)

【公司点评】产品定价力彰显; 经营性净现金创历史新高 (20230803)

【公司点评】渠道转型持续显效, 业绩复苏超预期 (20230712)

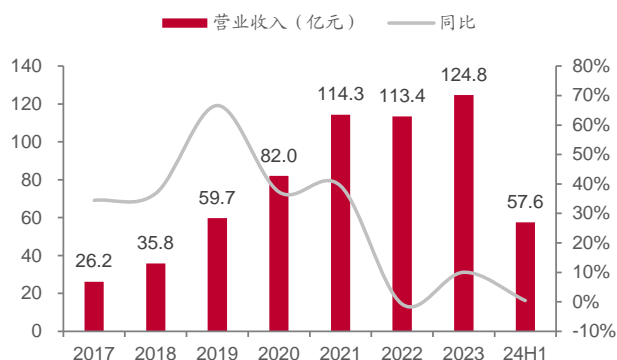
【公司点评】计提影响 Q4 业绩释放, 拐点已至龙头再起航 (20230131)

【公司点评】Q3 盈利延续改善趋势, 龙头调整发力望迎业绩拐点 (20221018)

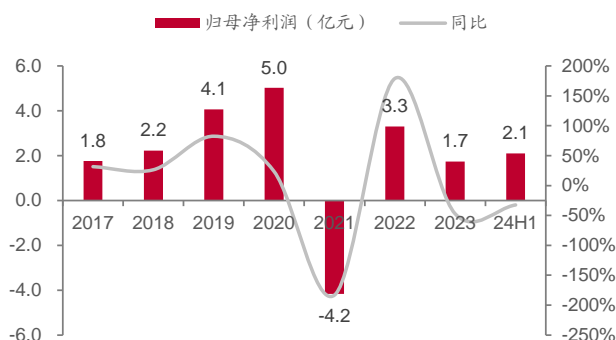
【公司点评】渠道优化持续发力, 毛利率逐季回升 (20220901)

投资要点

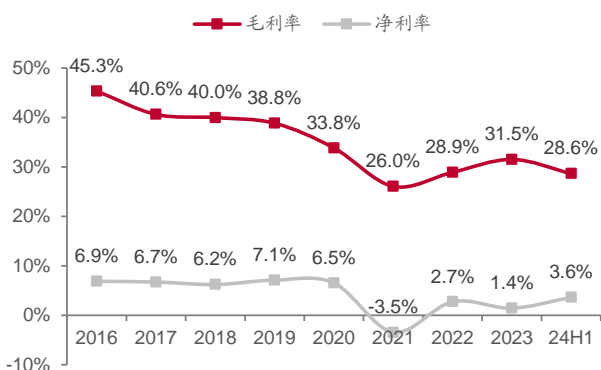
- **事件:** 公司发布24年中报, 报告期实现营收、归母净利和扣非归母净利分别为57.6、2.1、0.8亿, 同比+0.4%/-32.4%/-64.4%; 单二季度实现营收、归母净利和扣非归母净利分别为36.9、1.6、1.6亿, 同比+0.3%/-42.7%/-41.0%
- **零售业务收入保持增长, 新品类拓展持续推进。** 24H1公司家装墙面漆、工程墙面漆和基辅材分别实现收入14.5、18.4、11.3亿元, 同比+20.1%/-10.7%/+6.7%; 占收入分别为25.2%/31.9%/19.7%, 同比+3.1pcts/-5.8pcts/+0.2pcts, 销量来看, 24H1公司家装墙面漆、工程墙面漆和基辅材销售量同比+24.0%/-0.9%/+34.8%, 家装墙面漆保持快速增长背后一方面源于重涂需求, 另一方面公司坚持以家居卖场体验店、艺术涂料体验店等抓手来拉动高端化转型, 同时深耕美丽乡村和线上渠道。除家装墙面漆持续增长对冲工程墙面漆收入下滑影响外, 公司胶黏剂、防水卷材收入分别同比+29.4%、+16.4%, 销量同比+28.0%、+22.9%, 也均保持较快增长。
- **产品价格承压, 24H1毛利率同比略有下滑。** 24H1公司家装墙面漆、工程墙面漆、家装木器漆、工业木器漆、胶黏剂、基辅材、防水卷材价格分别同比-3.0%/-9.9%/-1.3%/-4.8%/+1.1%/-21.1%/-5.4%, 24Q2产品价格环比-4.4%/-4.8%/-7.9%/+2.8%/-20.7%/+0%/-2.0%, 同环比来看均有所承压, 且工程端下滑相对更明显。成本端, 24H1公司采购乳液、钛白粉、颜填料、助剂、树脂、溶剂、单体、沥青价格分别同比+3.9%/+0.8%/+0%/-6.5%/-8.9%/+10.0%/+3.8%/-5.6%, 价格涨跌不一。受产品价格下滑影响, 24H1公司综合毛利率同比-2.4pcts, 单Q2毛利率同比-3.1pcts, 环比+0.4pcts。
- **减值进一步提出清风险, 净利率水平略有下滑。** 24H1公司销售、管理、财务及研发费用率分别为15.8%、5.8%、1.4%、2.2%, 分别同比+1.4pcts/+0.4pcts/-0.1pcts/+0.02pcts, 其中销售费用率相对上升明显, 主要系职工薪酬、广告及宣传费、差旅费等增加所致, 24H1公司期间费用率25.2%, 同比+1.7pcts。24H1公司信用减值达1.6亿, 同比增加0.8亿, 其中24Q2计提减值1.8亿。受毛利率下滑、费用上升及减值影响, 24H1公司综合净利率3.6%, 同比-1.9pcts。
- **投资建议:** 涂料行业发展前景广阔 (新房与二手存量房), 且目前格局分散, 在环保趋严、人力成本增加等诸多因素的催化下, 行业加速洗牌、中小产能不断出清。面对行业产业结构调整和产业集中度不断提高的有利时机, 公司具备规模、资金等优势, 在渠道和品牌建设方面持续发力。另外, 公司产品类扩张进展迅速, 基材与辅材、防水材料 and 保温业务等也处于快速拓展中, 伴随减值风险逐步出尽, 公司盈利已至拐点。
- **盈利预测:** 由于公司产品价格波动略超预期, 我们下调公司产品单价假设, 预计24-26年公司归母净利润为4.4、6.0、7.9亿元 (原预测值为6.5、8.6、11.0亿), 当前股价对应PE为37、27、21倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期; 地产政策效果不及预期; 渠道开拓不及预期; 工程端应收账款减值风险; 原材料价格大幅上涨; 行业竞争加剧; 信息更新不及时风险。

图表 1：公司 2017-24H1 营业收入情况 (亿元)


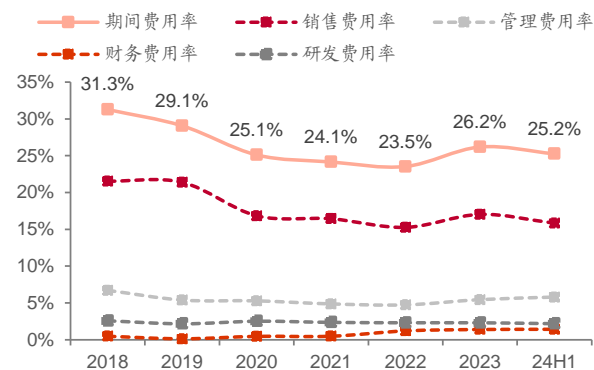
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：公司 2017-24H1 归母净利润情况 (亿元)


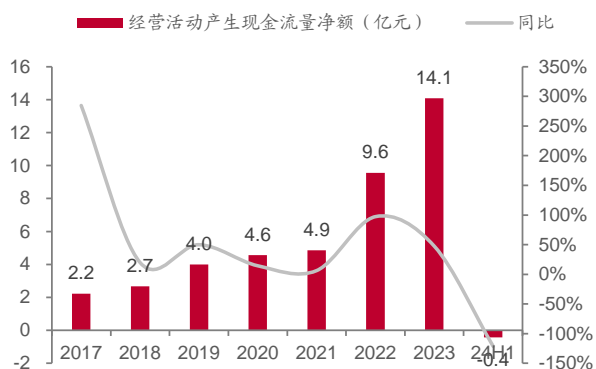
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：公司 2016-24H1 毛利率及净利率


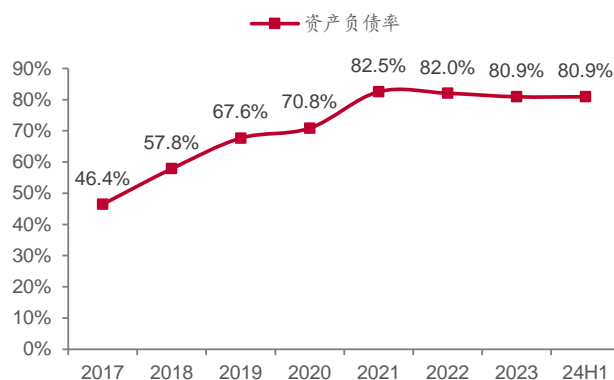
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：公司 2018-24H1 期间费用率水平


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：公司 2017-24H1 经营现金流净额 (亿元)


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：公司 2017-24H1 末资产负债率


来源：Wind，中泰证券研究所

图表7：盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,712	1,800	2,053	1,628	营业收入	12,476	13,006	14,695	16,747
应收票据	29	30	34	39	营业成本	8,545	9,381	10,606	11,991
应收账款	3,564	3,611	3,962	4,466	税金及附加	106	94	103	124
预付账款	147	122	144	175	销售费用	2,124	1,998	2,139	2,363
存货	749	931	1,052	1,190	管理费用	678	707	796	903
合同资产	477	390	588	837	研发费用	289	261	292	330
其他流动资产	1,174	1,022	1,331	1,686	财务费用	174	83	88	98
流动资产合计	7,375	7,516	8,576	9,184	信用减值损失	-355	-50	-60	-70
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-157	-25	-15	-20
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,612	4,619	4,615	4,662	投资收益	0	0	2	1
在建工程	422	222	72	72	其他收益	159	90	80	60
无形资产	479	529	569	552	营业利润	205	496	678	909
其他非流动资产	1,250	1,250	1,250	1,255	营业外收入	4	4	4	3
非流动资产合计	6,763	6,620	6,506	6,541	营业外支出	19	3	3	5
资产合计	14,138	14,136	15,082	15,725	利润总额	190	497	679	907
短期借款	1,310	1,100	900	200	所得税	13	53	71	118
应付票据	2,430	1,501	1,591	1,679	净利润	177	444	608	789
应付账款	3,660	4,221	4,773	5,396	少数股东损益	4	4	3	-2
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	174	440	604	791
合同负债	305	234	265	317	NOPLAT	340	519	686	875
其他应付款	273	500	300	200	EPS (按最新股本摊薄)	0.33	0.83	1.15	1.50
一年内到期的非流动负债	777	500	400	300					
其他流动负债	719	973	1,071	1,042					
流动负债合计	9,475	9,029	9,299	9,134					
长期借款	1,461	1,661	1,861	2,061					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	498	430	430	380					
非流动负债合计	1,960	2,091	2,291	2,441					
负债合计	11,435	11,120	11,590	11,575					
归属母公司所有者权益	2,446	2,754	3,226	3,885					
少数股东权益	258	262	266	264					
所有者权益合计	2,703	3,016	3,492	4,150					
负债和股东权益	14,138	14,136	15,082	15,725					

现金流量表				
会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,408	937	880	953
现金收益	751	951	1,119	1,351
存货影响	-92	-182	-122	-137
经营性应收影响	849	1	-362	-519
经营性应付影响	84	-141	441	611
其他影响	-184	309	-197	-352
投资活动现金流	-601	-280	-308	-497
资本支出	-459	-280	-310	-493
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-142	0	2	-4
融资活动现金流	-495	-570	-319	-880
借款增加	-139	-287	-100	-600
股利及利息支付	-188	-430	-573	-673
股东融资	54	0	0	0
其他影响	-222	147	354	393

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	10.0%	4.3%	13.0%	14.0%
EBIT增长率	-20.4%	59.0%	32.3%	31.1%
归母公司净利润增长率	-47.3%	153.5%	37.4%	30.9%
获利能力				
毛利率	31.5%	27.9%	27.8%	28.4%
净利率	1.4%	3.4%	4.1%	4.7%
ROE	6.4%	14.6%	17.3%	19.1%
ROIC	6.9%	10.6%	13.1%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	80.9%	78.7%	76.8%	73.6%
债务权益比	149.7%	122.4%	102.9%	70.9%
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转天数	113	99	93	91
应付账款周转天数	169	151	153	153
存货周转天数	30	32	34	34
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.83	1.15	1.50
每股经营现金流	2.67	1.78	1.67	1.81
每股净资产	4.64	5.23	6.12	7.37
估值比率				
P/E	94.1	37.1	27.0	20.7
P/B	6.7	5.9	5.1	4.2
EV/EBITDA	69.5	53.0	44.6	36.2

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。