

计提充分，渠道优化+原料降价继续释放弹性

2023 年 02 月 01 日

► **公司发布 2022 年业绩预告公告：**预计 2022 年归母净利润 3.00-4.10 亿元，去年同期-4.17 亿元，扣非归母净利润 2.0-3.0 亿元，去年同期-5.62 亿元，实现扭亏为盈，主因 1) 持续优化渠道结构，高端产品销售占比和零售渠道销售占比稳步提升，以及原材料价格下降，实现毛利率同比上升；2) 信用损失计提的绝对金额较去年减少。取预告中值，22Q4 归母净利润 0.54 亿元，环比减少 73.66%，扣非归母净利润 0.36 亿元，环比减少 82.52%。

► **收入端：持续优化渠道结构，工程端发力小 B，零售端进军一二线**

工程端：发力小 B，渠道下沉以拓展应用场景。2022 年前三季度公司应收账款规模达 44.64 亿元，应收账款周转天数达 141.88 天。2021 年以来，地产强管控背景下，房企现金流吃紧，导致公司的信用减值损失从 2020 年的 0.98 亿元增至 8.14 亿元。公司在评估地产客户回款风险后，战略性调整业务结构，工程端发力小 B，大力发展拥有地方项目资源的工程经销商，逐步拓展旧改、城市更新、公建、学校、医院及厂房等小 B 端应用场景。截至 2022H1，公司小 B 渠道客户数量约 20043 家，其中 2022 年上半年新增客户 7168 家。

零售端：随着低线城市布局逐渐成熟，公司在打破独家代理，拓展美丽乡村业务等精耕三四线业务基础上，有序启动一二线城市渠道铺设。

► **成本端：受益原材料价格下降，毛利率触底回升**

涂料可变成成本占比高，2021 年公司原材料占总成本的比重为 86.73%，其中，成膜物质中的乳液占比原材料成本 33.87%，属支出大头，与丙烯酸价格变动密切相关；钛白粉占比 11.79%，为主要原材料。继 2020 年涂料行业价格战后，2021 年大宗商品价格大幅上涨，导致毛利率下降至 26.05%，创上市以来最低值。2022Q1-Q3 主要原材料价格回落，乳液同比-4.35%，钛白粉同比-7.56%，叠加公司持续优化渠道结构，C+小 B 渠道占比提升，毛利率回升至 28.92%。但考虑到 4 季度疫情影响显著，零售毛利率环比预计回落。

► **投资建议：**公司作为民族涂料龙头企业，零售渠道占比提升+原材料压力缓解，带动盈利能力修复。但考虑到 4 季度疫情影响显著，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.58、9.20 和 13.59 亿元，现价对应 PE 分别为 130、51、34 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料涨价风险；地产宽松政策推进不及预期；宏观经济波动风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11429	11543	14429	18036
增长率 (%)	39.4	1.0	25.0	25.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-417	358	920	1359
增长率 (%)	-183.1	186.0	156.7	47.6
每股收益 (元)	-1.11	0.95	2.44	3.61
PE	-	130	51	34
PB	24.0	21.7	16.0	11.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 1 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

123.94 元


分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1.三棵树 (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)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11429	11543	14429	18036
营业成本	8452	8380	10216	12697
营业税金及附加	58	58	65	76
销售费用	1877	1674	2020	2453
管理费用	555	543	649	794
研发费用	271	260	317	397
EBIT	-485	545	1226	1720
财务费用	55	108	155	155
资产减值损失	-26	-26	-28	-30
投资收益	-3	0	0	0
营业利润	-566	411	1042	1535
营业外收支	-7	-9	-9	-10
利润总额	-574	402	1033	1525
所得税	-177	40	103	153
净利润	-396	362	930	1373
归属于母公司净利润	-417	358	920	1359
EBITDA	-265	918	1704	2284

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	679	-1631	-2850	-3336
应收账款及票据	4287	4225	5451	6834
预付款项	97	96	117	145
存货	567	556	681	852
其他流动资产	1059	1009	1189	1415
流动资产合计	6688	4255	4588	5910
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2374	3876	5211	6224
无形资产	504	514	524	534
非流动资产合计	5691	8060	9323	10001
资产合计	12379	12314	13911	15911
短期借款	1541	1541	1041	541
应付账款及票据	5188	4912	5987	7442
其他流动负债	1632	1631	1878	2211
流动负债合计	8360	8084	8906	10193
长期借款	1369	1369	1369	869
其他长期负债	486	486	486	486
非流动负债合计	1855	1855	1855	1355
负债合计	10216	9939	10761	11549
股本	376	376	376	376
少数股东权益	220	224	233	247
股东权益合计	2163	2375	3150	4362
负债和股东权益合计	12379	12314	13911	15911

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	39.37	1.00	25.00	25.00
EBIT 增长率	-172.75	212.31	125.11	40.32
净利润增长率	-183.08	185.99	156.74	47.64
盈利能力 (%)				
毛利率	26.05	27.40	29.20	29.60
净利率	-3.65	3.11	6.38	7.53
总资产收益率 ROA	-3.37	2.91	6.62	8.54
净资产收益率 ROE	-21.46	16.66	31.56	33.02
偿债能力				
流动比率	0.80	0.53	0.52	0.58
速动比率	0.63	0.36	0.33	0.38
现金比率	0.08	-0.20	-0.32	-0.33
资产负债率 (%)	82.53	80.71	77.36	72.58
经营效率				
应收账款周转天数	122.48	120.00	120.00	120.00
存货周转天数	24.13	25.00	25.00	25.00
总资产周转率	1.06	0.93	1.10	1.21
每股指标 (元)				
每股收益	-1.11	0.95	2.44	3.61
每股净资产	5.16	5.71	7.75	10.93
每股经营现金流	1.29	1.90	3.46	5.34
每股股利	0.41	0.40	0.41	0.43
估值分析				
PE	-	130	51	34
PB	24.0	21.7	16.0	11.3
EV/EBITDA	-173.72	52.62	29.05	21.89
股息收益率 (%)	0.33	0.32	0.33	0.34

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-396	362	930	1373
折旧和摊销	220	373	479	564
营运资金变动	-65	-379	-338	-130
经营活动现金流	485	715	1302	2010
资本开支	-2257	-2739	-1739	-1240
投资	-229	0	0	0
投资活动现金流	-2486	-2751	-1751	-1252
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1510	0	-500	-1000
筹资活动现金流	1318	-275	-770	-1243
现金净流量	-684	-2310	-1219	-486

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。	公司评级	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