

零售高增促盈利改善 渠道建设蓄力未来

——三棵树（603737.SH）半年报点评

建筑材料/装修建材

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 2022 年半年度业绩报告：2022 年 H1 主营收入 47.07 亿元，同比增长 0.5%；归母净利润 0.96 亿元，同比下降 15.18%；扣非净利润 0.07 亿元，同比下降 39.91%。实现毛利率 27.8%，同增 2.15pcts；期间费用率 25.7%，同增 3.01pcts；其中销售/管理/研发/财务费用率分别增加 1.55pcts/0.25pcts/0.3pcts/0.91pcts。

投资摘要：

疫情及地产竣工下滑阶段性干扰下，营收增长有所放缓，整体符合预期。公司 Q2 单季度营收 30.09 亿元，同比下降 5.98%，主要受到华东地区疫情及地产竣工阶段性下滑影响，整体符合预期。Q2 单季度盈利 1.35 亿元，实现扭亏为盈，较前期经营困境有明显改善。

零售漆增速亮眼，品牌力明显提升。22H1 家装墙面漆营收 10.86 亿元，同比增长 41.86%，工程漆/胶黏剂/基材与辅材营收分别增长-8.04%/43.38%/9.69%，零售墙面漆增速显著领先。公司通过冬奥营销以及各类动销活动，让更多消费者认可三棵树健康涂料，零售漆增速超越行业内国际巨头。

盈利能力迎来一定改善，定价更高的零售家装漆占比明显提升，多品类价格环比回升，提价战略符合预期。公司 Q2 毛利率回升至 28.63%，同比+3.5pcts，环比+2.3pcts，创近 7 个季度新高。高毛利产品占比提升，家装墙面漆占整体营收比例达 23.1%，同比提升 6.73pcts。提价战略持续兑现，主要产品销售价格同环比均明显回升，家装漆/工程漆 Q2 销售单价分别为 6.66 元/4.54 元，同比+0.23 元/+0.25 元，环比+0.59 元/+0.11 元。

渠道布局稳步推进，综合竞争力得到进一步加强，行业回暖后有望充分受益。零售端公司新进驻 153 家家居卖场，开始艺术漆体验店 81 家，小区服务店 115 家，家装渠道体验店 950 家，新建美丽乡村门店百余家，同时大力发展电商新零售，立体化渠道布局不断增强。工程端公司注重渠道多元化，继续推进小 B 战略，H1 新增小 B 客户 7168 家，累计达 20043 家。行业逆境期公司稳扎稳打修炼内功，渠道建设有效助力触达更多客户，需求回暖期或继续取得高增。

展望涂料行业需求边际回暖，零售与工程均有望迎明显增长，看点仍在下半年。涂料行业需求集中在下半年释放，公司过去三年下半年营收占比分别为 59%/68%/63%，今年存特殊因素干扰，下半年将贡献更重要业绩增量。从地产周期角度来说，本年度地产链重点仍是保交楼，居民购房信心方可修复，从而促进商品房销售回暖进而带动资金链改善，在更长的时间维度里才能展望投资开工修复。因此我们依然战术性看好涂料等竣工端建材作为需求修复的排头兵，此外稳增长重点发力老旧小区改造带动工程涂料需求增长。而零售端二手房销售领先新房回暖，零售家装有望继续保持强劲，存量重涂时代公司仍拥有巨大想象力。

原材料成本亦进入下行通道，下半年盈利能力更为乐观。H1 公司主要原材料成本同比基本持平，但 2 季度环比下行已经开启，钛白粉/颜填料/溶剂/树脂采购价 Q2 环比-0.59%/-12.5%/-21.74%/-4.67%。占比较高的乳液成本虽未降价，但更上游原材料丙烯酸价格已经回落至 8100 元/吨，较上年末下降 42.65%，乳液传导降价只是时间问题，下半年公司盈利能力有望继续边际提升。

投资策略：市场再次进入到悲观时刻，但基本面环比修复的路径依然清晰。预计公司 2022 年~2024 年归母净利润分别为 10.09 亿、16.54 亿、25.22 亿元，对应 EPS 为 2.64 元、3.99 元、6.11 元，继续给予“买入”评级。

评级

买入（维持）

2022 年 08 月 31 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘宇栋

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121110016

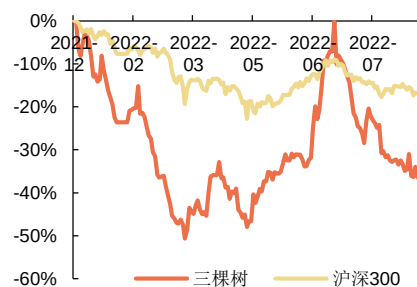
liuyudong@shgsec.com

交易数据

时间 2022.08.30

总市值/流通市值（亿元）	331.11/331.11
总股本（万股）	37,643.75
资产负债率	78.43
每股净资产（元）	6.43
收盘价（元）	87.96
一年内最低价/最高价（元）	64.06/151.8

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《三棵树深度报告：大雪压青松 青松挺且直》2022-5-10

风险提示：地产销售低迷，保交楼推进失利，原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,200.23	11,428.71	13,106.19	16,083.06	18,896.07
增长率（%）	37.31%	39.37%	14.68%	22.71%	17.49%
归母净利润（百万元）	501.77	(416.89)	1,090.00	1,645.05	2,522.01
增长率（%）	23.55%	-183.08%	361.46%	50.92%	53.31%
净资产收益率（%）	20.01%	-21.46%	17.47%	22.74%	28.78%
每股收益(元)	1.91	(1.11)	2.64	3.99	6.11
PE	46.05	(79.24)	33.28	22.05	14.38
PB	9.43	17.04	5.82	5.01	4.14

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8200	11429	13106	16083	18896	流动资产合计	6221	6688	10190	12119	14948
营业成本	5426	8452	8807	10329	11980	货币资金	1324	679	3580	3938	5568
营业税金及附加	70	58	89	109	129	应收账款	2774	3888	4129	5269	6072
营业费用	1380	1877	1847	2448	2770	其他应收款	162	245	281	345	405
管理费用	432	555	605	729	841	预付款项	87	97	180	279	392
研发费用	207	271	320	384	461	存货	492	567	555	664	732
财务费用	38	55	62	12	31	其他流动资产	205	202	194	209	237
资产减值损失	-20.35	-26.33	30.00	-22.00	12.00	非流动资产合计	2873	5691	5809	6221	6321
信用减值损失	-97.56	-813.83	-200.00	-200.00	200.00	长期股权投资	0	0	0	0	0
其他收益	81.17	116.81	92.00	94.00	65.00	固定资产	1331.83	2374.10	3055.29	3460.85	3757.04
投资净收益	0.19	-3.16	2.00	1.00	1.00	无形资产	356	504	521	539	554
营业利润	610	-566	1300	1945	2962	商誉	26	100	100	100	100
营业外收入	1.64	1.16	10.30	10.30	10.30	其他非流动资产	96	449	0	0	0
营业外支出	27.85	8.47	8.23	8.23	8.23	资产总计	9094	12379	15999	18339	21269
利润总额	583	-574	1302	1947	2964	流动负债合计	5808	8360	7211	8128	9211
所得税	48	-177	176	263	400	短期借款	1237	1541	0	0	0
净利润	535	-396	1126	1684	2564	应付账款	2571	3806	4014	4647	5425
少数股东损益	33	21	36	39	42	预收款项	0	181	227	283	349
归属母公司净利润	502	-417	1090	1645	2522	一年内到期的非流动	136	464	464	464	464
EBITDA	772	-329	1658	2319	3385	非流动负债合计	633	1855	2293	2681	2959
EPS（元）	1.91	-1.11	2.64	3.99	6.11	长期借款	395	1369	1956	2344	2622
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	负债合计	6441	10216	9504	10809	12170
成长能力						少数股东权益	145	220	256	295	337
营业收入增长	37.31%	39.37%	14.68%	22.71%	17.49%	实收资本（或股	269	376	412	412	412
营业利润增长	17.23%	-192.88%	329.53%	49.63%	52.32%	资本公积	665	561	4161	4161	4161
归属于母公司净利润增长	23.55%	-183.08%	361.46%	50.92%	53.31%	未分配利润	1457	849	1252	1860	2792
获利能力						归属母公司股东权益	2508	1943	6238	7235	8762
毛利率(%)	33.83%	26.05%	32.80%	35.78%	36.60%	负债和所有者权益	9094	12379	15999	18339	21269
净利率(%)	6.52%	-3.47%	8.59%	10.47%	13.57%						
总资产净利润(%)	5.52%	-3.37%	6.81%	8.97%	11.86%	现金流量表			单位:百万		
ROE(%)	20.01%	-21.46%	17.47%	22.74%	28.78%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
偿债能力						经营活动现金流	457	485	1413	1406	2894
资产负债率(%)	71%	83%	59%	59%	57%	净利润	535	-396	1126	1684	2564
流动比率	1.07	0.80	1.41	1.49	1.62	折旧摊销	124.90	182.31	0.00	354.45	383.81
速动比率	0.99	0.73	1.34	1.41	1.54	财务费用	38	55	62	12	31
营运能力						应付帐款减少	0	0	-241	-1140	-803
总资产周转率	1.11	1.06	0.92	0.94	0.95	预收帐款增加	0	0	46	56	66
应收账款周转率	4	3	3	3	3	投资活动现金流	-801	-2486	-566	-775	-516
应付账款周转率	4.03	3.58	3.35	3.71	3.75	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.91	-1.11	2.64	3.99	6.11	投资收益	0	-3	2	1	1
每股净现金流(最新摊薄)	1.99	-1.82	7.03	0.87	3.95	筹资活动现金流	879	1318	2054	-273	-748
每股净资产(最新摊薄)	9.33	5.16	15.13	17.54	21.24	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	587	388	278
P/E	46.05	-79.24	33.28	22.05	14.38	普通股增加	83	108	36	0	0
P/B	9.43	17.04	5.82	5.01	4.14	资本公积增加	292	-103	3600	0	0
EV/EBITDA	31.20	-108.82	21.18	15.16	9.98	现金净增加额	535	-683	2901	358	1630

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

刘宇栋，西南交通大学本科，美国俄克拉荷马州立大学硕士，具备 3 年美国能源部制造业课题研究经历，3 年国内大型建筑企业工作经验，建筑业与制造业复合背景赋予对建材行业的深度理解，拥有与建材发展高度融合的国际化视角，擅长从产业的角度挖掘建材行业机会。2021 年 11 月加入申港证券，任建材研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上