

三棵树 (603737.SH)

2021 年报及 2022 一季报点评：减值计提拖累业绩，资债结构有待优化

买入

核心观点

收入逆势增长，信用减值计提+原材料涨价拖累全年业绩。2021 年公司实现营业收入 114.29 亿元，同比+39.4%，归母净利润-4.17 亿元，同比-183.1%，扣非归母净利润-5.62 亿元，同比-233%，EPS 为-1.11 元/股，符合此前业绩预告，业绩大幅下滑主因原材料价格大幅上涨以及大幅计提信用减值损失 8.14 亿元，同比增加 7.16 亿元所致。2022Q1 实现营业收入 16.98 亿元，同比+14.5%，归母净利润-0.39 亿元，同比-580.2%，扣非归母净利润-0.99 亿元，同比-40.7%。

渠道和业务持续拓展，销量增长带动各业务收入大幅提升。受益于渠道和业务持续拓展，2021 年工程墙面漆/家装墙面漆收入 46.7/21.7 亿元，同比+29.1%/+103.0%，销量同比+37.4%/+98.4%，产品均价 4.33/6.48 元/kg，同比-6.0%/+2.3%，工程墙面漆单价因 2020 年下半年策略性定价延续同比下降；基材与辅材收入 16.0 亿元，同比+83.3%，销量同比+56.4%，产品均价 1.45 元/kg，同比+17.2%；防水卷材收入 12.7 亿元，同比+36.6%，销量同比+41.8%，产品均价 16.38 元/m²，同比-3.6%，单价下降主因产品结构变化影响。2022Q1 工程墙面漆/家装墙面漆/基材与辅材/防水卷材收入同比+5.8%/+79.9%/+21.0%/-13.3%，销量同比+7.2%/+88.9%/+6.7%/-15.3%，产品均价同比-1.3%/-4.8%/+13.4%/+2.3%，主因产品结构变化影响。

成本上涨压制毛利率，现金流总体稳健，负债率明显提升。2021 年实现综合毛利率 26.05%，同比-7.79pp，主因原材料价格大幅上涨而产品涨价滞后影响，期间费用率 24.13%，同比-0.96pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.41/-0.42/+0.02/-0.15pp；2022Q1 毛利率 26.3%，同比-0.22pp，环比+0.4pp，期间费用率 32.75%，同比+2.82pp，环比+3.43pp。2021 年公司实现经营活动现金流净额 4.85 亿元，同比+5.95%；截至 2021 年末资产负债率 82.53%，同比+11.7pp，2022Q1 提升至 83.46%。

风险提示：地产投资继续承压；原材料价格大幅上涨；债务风险。

投资建议：多渠道助力成长，多品类布局长远，维持“买入”评级

国内涂料领军企业，C 端和 B 端精耕布局优质渠道、优化渠道结构，稳步提升市占率，小 B 端建设逐步发力，截止 2021 小 B 渠道客户约 14848 家，其中 2021 新增 9850 家；同时涂料、保温、防水、地坪、基材、施工“六位一体”协同发展，布局持续完善，看好长期发展空间。预计 22-24 年 EPS 分别为 2.02/2.82/3.85 元/股，对应 PE 为 36.8/26.3/19.3x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,200	11,429	15,028	19,288	24,483
(+/-%)	37.3%	39.4%	31.5%	28.3%	26.9%
净利润(百万元)	502	-417	759	1062	1449
(+/-%)	23.5%	-183.1%	282.1%	39.9%	36.5%
每股收益(元)	1.87	-1.11	2.02	2.82	3.85
EBIT Margin	10.9%	4.3%	7.7%	8.4%	8.9%
净资产收益率 (ROE)	20.0%	-21.5%	31.7%	35.0%	37.1%
市盈率 (PE)	39.8	-67.0	36.8	26.3	19.3
EV/EBITDA	25.9	56.7	27.4	20.5	16.7
市净率 (PB)	7.96	14.39	11.65	9.21	7.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	74.24 元
总市值/流通市值	27914/27914 百万元
52 周最高价/最低价	251.00/64.06 元
近 3 个月日均成交额	202.05 百万元

市场走势



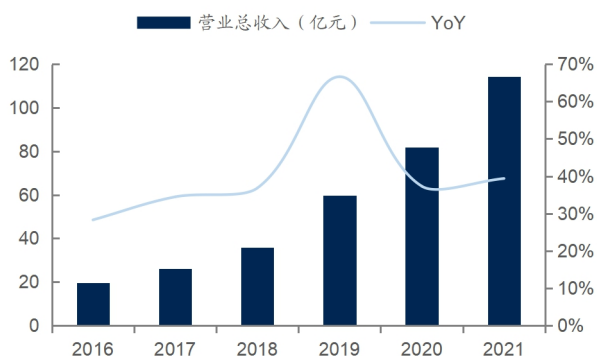
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三棵树-603737-2021 年中报点评：盈利短期承压，中长期成长可期》——2021-08-10
- 《三棵树-603737-2020 年中报点评：渠道升级赋能，多品类协同布局长远》——2020-08-31
- 《三棵树-603737-19 年年报及 20 年一季报点评：疫情冲击有限，定增提升发展潜力》——2020-04-15
- 《三棵树-603737-2019 年中报点评：收入、利润增长提速，维持买入评级》——2019-09-02
- 《三棵树-603737-2018 年年报点评：业绩持续高增长，产能扩张+优质赛道助力未来发展》——2019-04-26

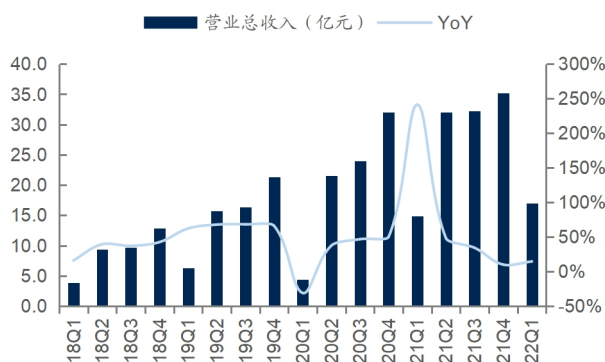
收入逆势增长，信用减值计提+原材料涨价拖累全年业绩。2021 年公司实现营业收入 114.29 亿元，同比+39.4%，归母净利润-4.17 亿元，同比-183.1%，扣非归母净利润-5.62 亿元，同比-233%，EPS 为-1.11 元/股，符合此前业绩预告，业绩大幅下滑主因原材料价格大幅上涨而产品涨价滞后拖累，同时基于谨慎性原则，结合房地产行业情况调增了应收账款坏账的信用损失率，并对财务状况困难的部分地产客户进行了单项计提，信用减值损失计提合计 8.14 亿元，同比增加 7.16 亿元。2022Q1 实现营业收入 16.98 亿元，同比+14.5%，归母净利润-0.39 亿元，同比-580.2%，扣非归母净利润-0.99 亿元，同比-40.7%。

图1：三棵树营业收入及增速（单位：亿元、%）



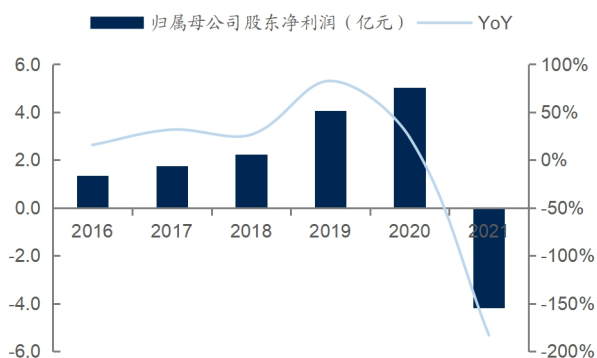
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三棵树单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



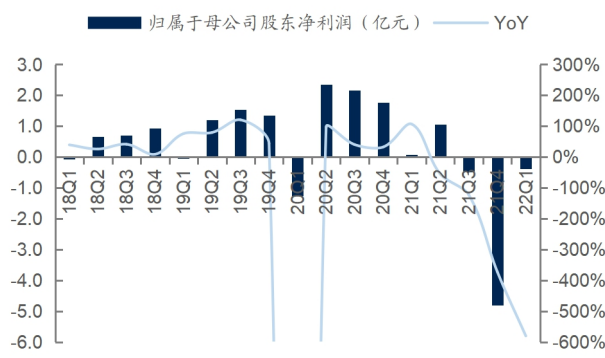
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：三棵树归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：三棵树单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

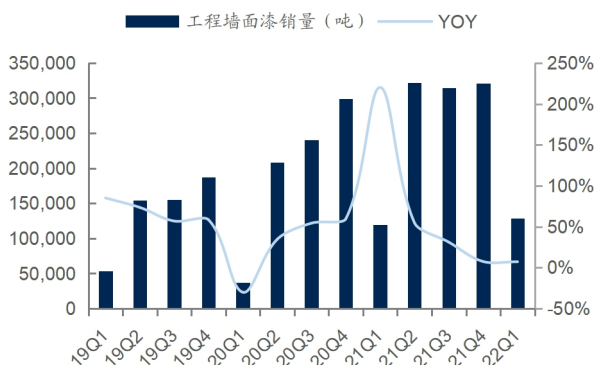


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (20Q1=-6484%)

渠道和业务持续拓展，销量增长带动各业务收入大幅提升。受益于渠道和业务持续拓展，2021 年工程墙面漆/家装墙面漆收入 46.7/21.7 亿元，同比+29.1%/+103.0%，销量同比+37.4%/+98.4%，产品均价 4.33/6.48 元/kg，同比-6.0%/+2.3%，工程墙面漆单价因 2020 年下半年策略性定价延续同比下降；基材与辅材收入 16.0 亿元，同比+83.3%，销量同比+56.4%，产品均价 1.45 元/kg，同比+17.2%，主因腻子、辅助材料、接缝大师、界面剂、保温板材等产品市场开拓力度加大；防水卷材收入 12.7 亿元，同比+36.6%，销量同比+41.8%，产品均价 16.38 元/m²，同比-3.6%，单价下降主因产品结构变化影响。2022Q1 工程墙面漆/家装墙面漆/基材与辅材/防水卷材收入同比+5.8%/+79.9%/+21.0%/-13.3%，销量同比+7.2%/+88.9%/+6.7%/-15.3%，产品均价同比-1.3%/-4.8%/+13.4%/+2.3%，环

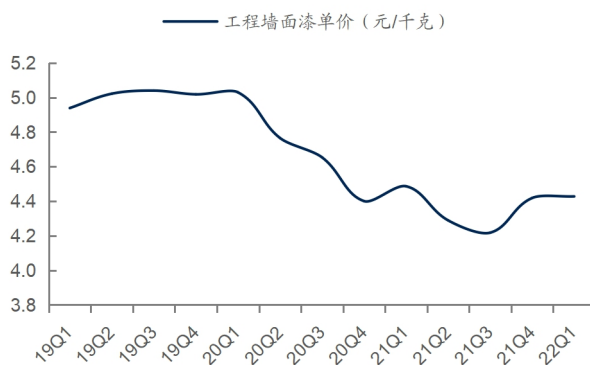
比+0.2%/-12.1%/+5.41%/+0.43%，主因产品结构变化影响。

图5：三棵树分季度工程墙面漆销量及增速（单位：吨、%）



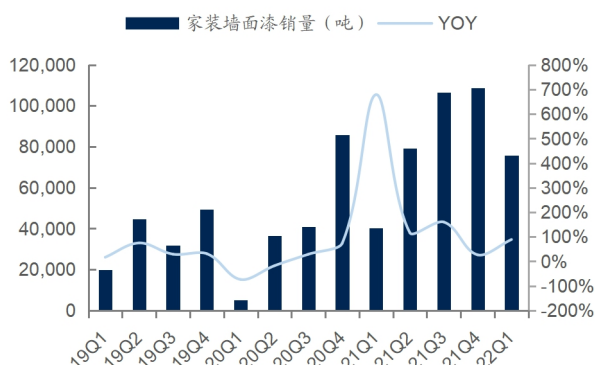
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：三棵树分季度工程墙面漆单价（单位：元/千克）



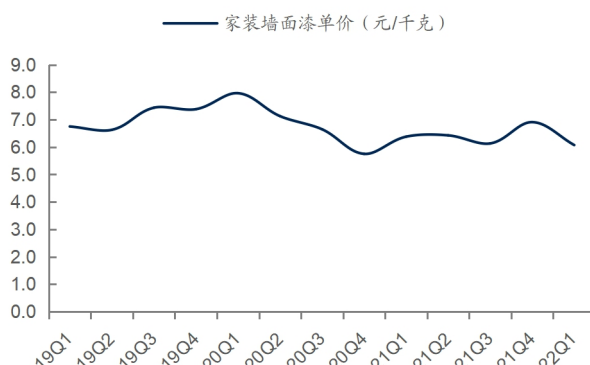
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：三棵树分季度家装墙面漆销量及增速（单位：吨、%）



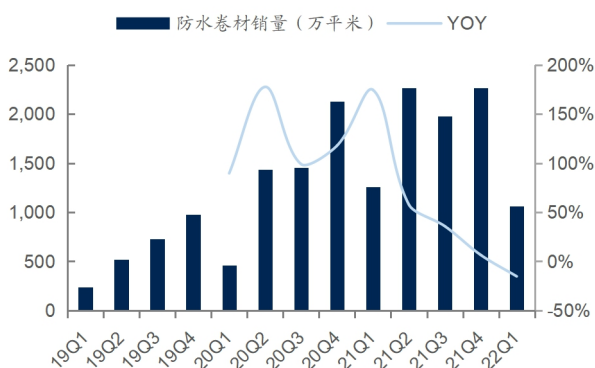
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：三棵树分季度家装墙面漆单价（单位：元/千克）



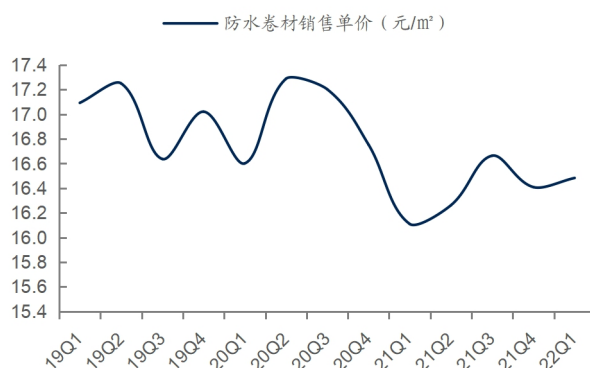
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：三棵树分季度防水卷材销量及增速（单位：万平米、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

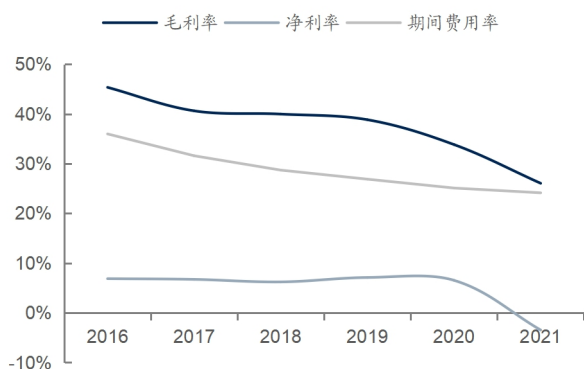
图10：三棵树分季度防水卷材单价（单位：元/㎡）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

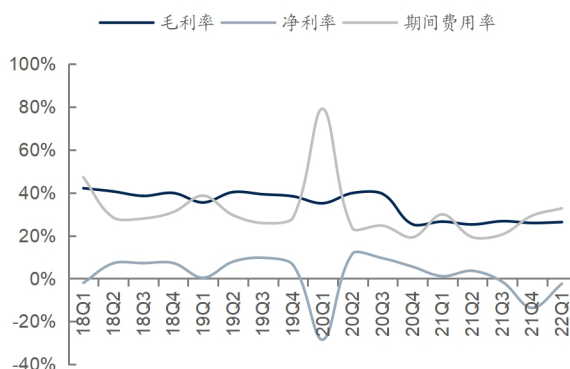
成本上涨压制毛利率，现金流总体稳健，负债率明显提升。2021 年公司实现综合毛利率 26.05%，同比-7.79pp，其中工程墙面漆/家装墙面漆/基材与辅材/防水卷材毛利率分别为 26.83%/44.25%/13.3%/27.26%，同比-15.36/-8.04/-1.2/-7.57pp，主因原材料价格大幅上涨而产品涨价滞后影响，期间费用率 24.13%，同比-0.96pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.41/-0.42/+0.02/-0.15pp；2022Q1 毛利率 26.3%，同比-0.22pp，环比+0.4pp，期间费用率 32.75%，同比+2.82pp，环比+3.43pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.75/+0.15/+1.57/+0.36pp，主因人员费用及借款利息费用增加所致。2021 年公司实现经营活动现金流净额 4.85 亿元，同比+5.95%；截至 2021 年末资产负债率 82.53%，同比+11.7pp，2022Q1 提升至 83.46%，后续随着定增落地，预计有望改善资债结构，降低负债水平。

图 11：三棵树毛利率和净利率及期间费用率（单位：%）



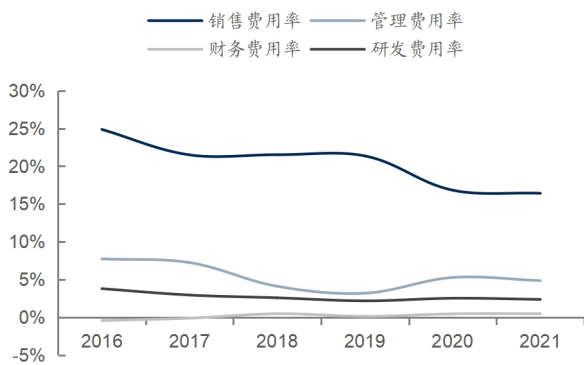
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：三棵树单季毛利率、净利率及期间费用率（单位：%）



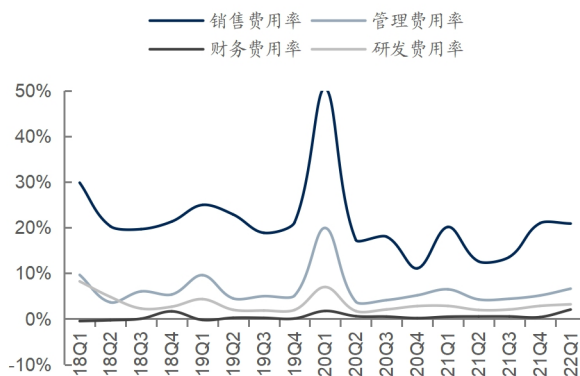
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：三棵树销售/管理/财务/研发费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：三棵树单季销售/管理/财务/研发费用率（单位：%）



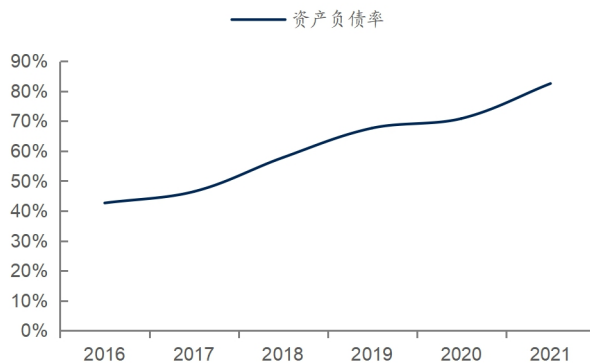
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 三棵树经营性现金流净额及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 三棵树资产负债率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

多渠道助力成长，多品类布局长远，维持“买入”评级。国内涂料领军企业，C端和B端精耕布局优质渠道、优化渠道结构，稳步提升市占率，小B端建设逐步发力，截止2021年公司小B渠道客户数量约14848家，其中2021年新增客户9850家；同时涂料、保温、防水、地坪、基材、施工“六位一体”协同发展，布局持续完善，看好长期发展空间。预计22-24年EPS分别为2.02/2.82/3.85元/股，对应PE为36.8/26.3/19.3x，维持“买入”评级

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1324	679	1400	1470	1544	营业收入	8200	11429	15028	19288	24483
应收款项	3627	4532	5364	6196	7864	营业成本	5426	8452	10700	13695	17260
存货净额	492	567	637	833	1078	营业税金及附加	70	58	75	96	122
其他流动资产	778	830	1259	1508	1982	销售费用	1380	1877	2405	2990	3795
流动资产合计	6221	6688	8739	10087	12548	管理费用	432	555	696	888	1122
固定资产	2107	4013	6148	8572	11393	财务费用	38	55	105	131	157
无形资产及其他	356	504	484	464	444	投资收益	0	(3)	0	0	0
投资性房地产	410	1174	1174	1174	1174	资产减值及公允价值变动	20	26	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(265)	(1021)	(200)	(300)	(400)
资产总计	9094	12379	16544	20297	25559	营业利润	610	(566)	867	1208	1646
短期借款及交易性金融负债	1372	2005	3056	2852	3098	营业外净收支	(26)	(7)	(10)	(10)	(10)
应付款项	3549	5188	6670	8640	11075	利润总额	583	(574)	857	1198	1636
其他流动负债	886	1168	1566	1919	2457	所得税费用	48	(177)	129	180	245
流动负债合计	5808	8360	11293	13412	16629	少数股东损益	33	21	(31)	(43)	(59)
长期借款及应付债券	395	1369	1969	2769	3769	归属于母公司净利润	502	(417)	759	1062	1449
其他长期负债	238	486	683	905	1114						
长期负债合计	633	1855	2652	3674	4883	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	6441	10216	13944	17086	21513	净利润	502	(417)	759	1062	1449
少数股东权益	145	220	202	176	141	资产减值准备	19	6	10	14	17
股东权益	2508	1943	2398	3035	3905	折旧摊销	127	186	378	581	778
负债和股东权益总计	9094	12379	16544	20297	25559	公允价值变动损失	(20)	(26)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	38	55	105	131	157
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(180)	378	757	1281	811
每股收益	1.87	(1.11)	2.02	2.82	3.85	其它	2	28	(29)	(39)	(52)
每股红利	0.74	0.70	0.81	1.13	1.54	经营活动现金流	449	155	1856	2878	2983
每股净资产	9.33	5.16	6.37	8.06	10.37	资本开支	0	(2103)	(2483)	(2979)	(3575)
ROIC	23%	7%	15%	17%	19%	其它投资现金流	90	(80)	0	0	0
ROE	20%	-21%	32%	35%	37%	投资活动现金流	90	(2183)	(2483)	(2979)	(3575)
毛利率	34%	26%	29%	29%	30%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	4%	8%	8%	9%	负债净变化	179	974	600	800	1000
EBITDA Margin	12%	6%	10%	11%	12%	支付股利、利息	(198)	(265)	(304)	(425)	(580)
收入增长	37%	39%	31%	28%	27%	其它融资现金流	195	(35)	1052	(204)	246
净利润增长率	24%	-183%		40%	37%	融资活动现金流	158	1383	1348	172	666
资产负债率	72%	84%	86%	85%	85%	现金净变动	696	(645)	721	70	73
息率	0.7%	0.9%	1.1%	1.5%	2.1%	货币资金的期初余额	628	1324	679	1400	1470
P/E	39.8	(67.0)	36.8	26.3	19.3	货币资金的期末余额	1324	679	1400	1470	1543
P/B	8.0	14.4	11.7	9.2	7.2	企业自由现金流	(53)	(1203)	(369)	259	(131)
EV/EBITDA	25.9	56.7	27.4	20.5	16.7	权益自由现金流	321	(264)	1194	744	981

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032