

涂料行业黄金赛道，内资龙头有望超车 买入（首次）

2020 年 09 月 16 日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

021-60199793

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,972	8,031	11,106	15,626
同比（%）	66.6%	34.5%	38.3%	40.7%
归母净利润（百万元）	406	703	1,042	1,255
同比（%）	82.5%	73.0%	48.2%	20.5%
每股收益（元/股）	1.56	2.69	3.99	4.81
P/E（倍）	97.59	56.42	38.06	31.58

投资要点

■ **立足涂料，多元布局，国内领先涂料企业：**三棵树涂料股份有限公司成立于 2003 年 7 月 17 日，总部位于福建莆田，是一家以墙面涂料为核心产品，致力于打造内外墙涂料、防水、保温、地坪、辅材、施工“六位一体”的绿色建材一站式集成系统的企业。2019 年品牌价值达到 239.85 亿元，2020 年跻身全球涂料上市公司市值全球排行榜 10 强截至 2019 年，公司共有 16 家全资子公司、4 家控股公司以及 1 家参股公司，涉及产品研发、生产、包装及仓储多个领域。

■ **集采重塑行业格局，内资龙头有望超车：**国内涂料行业企业众多，市场集中度低，行业竞争激烈。近几年全国商品房比例不断提升，这种趋势使得装修建筑需求不断向 B 端集中，进而导致国内头部大型地产商对涂料的集采需求不断加大。出于大型地产商对涂料产品品质的把控以及全国范围保供能力的重视，全国性的大型建筑涂料企业有望率先获利。内外资企业对比来看，本土企业的销售规模在稳步提升，二者的收入规模差距在未来有望不断缩小，内资企业赶超外资企业的趋势将延续。

■ **产能有望翻倍，支持公司业绩增长：**目前公司建有福建、四川等大型生产基地，已具备年产 119.88 万吨的涂料产能。现阶段公司在建、拟建河北、福建三棵树生产项目，建成后新增产能 127.5 万吨/年，产能翻倍，并将完全覆盖华东、华南、华北、华中、西南五大市场区域。

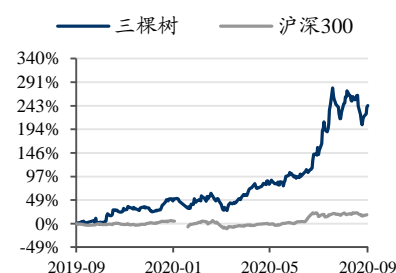
■ **B 端：高性价比、保质保供造就涂料新贵：**在 B 端工程墙面涂料集中采购需求不断增大的背景下，公司凭借自身产能全国布局的保供优势以及高性价比的产品服务战略，积极扩展集采业务。目前公司已经与 44 家百强地产企业成为战略合作伙伴，公司也连续多年成为工程建筑涂料首选率第二的企业，2019 年首选率达到 19%。

■ **C 端：中高端定位叠加渠道优势提升家庭漆竞争力：**在 C 端业务方面，公司主打中高端的环保墙面漆，通过在广告和渠道方面的加大投入，逐步提升自身在 C 端的影响力与竞争力。目前公司推出的八项“健康+”新标准远高于国际要求，另外，公司产品的原材料多为进口采购，其出色的环保性更容易受到 C 端消费者的青睐。公司的“马上住”涂刷包工包料全方位服务以及扁平化的经销模式形成 C 端业务的渠道优势。

■ **盈利预测与投资建议：**假设公司 B 端高性价比产品服务、C 端中高端路线发展战略符合市场需求，且公司未来新增产能情况符合预期，实现翻倍。预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 80.31 亿元、111.06 亿元、156.26 亿元，对应 PE 分别为 56.42，38.06，31.58。考虑到环保涂料赛道优良，未来公司产能及市场份额的进一步扩张，公司具有高成长性，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情影响持续，旧改进程不及预期、产品推广速度下降等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	152.03
一年最低/最高价	42.41/174.68
市净率(倍)	23.01
流通 A 股市值(百万元)	39275.70

基础数据

每股净资产(元)	6.61
资产负债率(%)	70.72
总股本(百万股)	260.72
流通 A 股(百万股)	258.34

相关研究

内容目录

1. 国内领先的涂料企业	5
1.1. 立足涂料，升级体系	5
1.2. “六位一体”多元产品布局	6
1.3. 业绩稳健，毛利领先	7
2. 涂料行业黄金赛道，内资龙头有望超车	8
2.1. 涂料行业概述	8
2.2. 建筑涂料产业链	10
2.3. 涂料需求推动力：竣工+精装房+旧改	11
2.4. 涂料市场规模在 3500 亿左右	14
2.5. 集采重塑行业格局，内资龙头有望超车	15
3. 战略剑指全球十大涂企，产能翻倍支持业绩释放	16
3.1. 产品、服务、市场战略打造国内优质涂料品牌	16
3.2. 完善全国布局，产能规模翻倍	17
4. B 端：高性价比、保质保供造就涂料新贵	19
4.1. 加强大型地产商合作，市场份额快速扩张	19
4.2. 全国布局，保障供给	20
4.3. 优质产品服务满足客户需求	22
5. C 端：中高端定位叠加渠道优势保证家庭漆竞争力	23
5.1. 中高端环保墙面漆成家庭首选	23
5.2. “马上住”服务解决行业痛点，扁平化渠道塑造 2C 体系优势	24
6. 盈利预测与投资建议	26
7. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司下属子公司	5
图 3: 家装产品体系	6
图 4: 工装产品体系	6
图 5: 三棵树近五年来主营收入及增速	7
图 6: 三棵树近五年来归母净利润及增速	7
图 7: 涂料行业公司毛利率对比	7
图 8: 公司 2019 主营分业务占比	7
图 9: 涂料四大类物质	8
图 10: 墙面涂料生产流程	9
图 11: 木器涂料生产流程	9
图 12: 建筑涂料产业链	10
图 13: 国内涂料行业规模以上企业产量 (万吨)	11
图 14: 2020 年 1-2 月中国涂料产量区域分布	11
图 15: 国内规模以上涂料企业营业收入 (亿元)	12
图 16: 国内规模以上涂料企业利润总额 (亿元)	12
图 17: 国内房屋新开工与竣工面积及同比增速	12
图 18: 国内精装房渗透率	13
图 19: 2018 年各国精装房渗透率对比	13
图 20: 房地产开发本年完成投资额	14
图 21: 商品房待售面积	14
图 22: 行业梯队	15
图 23: 内外资企业对比	16
图 24: 公司产品研发实验室	17
图 25: 截至 2020 年公司门店服务覆盖范围	17
图 26: 工程墙面涂料业务收入及增长	19
图 27: 行业 TOP3 企业工程建筑涂料市场占有率	19
图 28: 三棵树的中国百强地产战略合作伙伴	20
图 29: 工程墙面漆定价及毛利率	20
图 30: 品牌首选率	20
图 31: 截至 2020 年公司产能全国布局	21
图 32: 公司主营业务收入分地区情况 (亿元)	21
图 33: 公司运输费 (万元) 及运输费率	21
图 34: 361 度服务体系	22
图 35: 公司技术人员及本科以上学历人员情况	23
图 36: 公司研发费用 (万元) 及增长	23
图 37: 公司广告及宣传费 (万元)	23
图 38: “马上住”服务流程	25
图 39: 家装漆销售模式	25
图 40: 工程漆销售模式	25

表 1: 公司主要产品	6
表 2: 涂料相关政策	9
表 3: 老旧小区改造相关政策	13
表 4: CR5 建筑涂料集采市场份额	16
表 5: 公司未来涂料产能及利用率	18
表 6: 公司产能分布、品种情况	18
表 7: “健康+”新标准	24
表 8: 公司细分业务盈利预测	26
表 9: 可比公司估值（截至 2020 年 9 月 16 日）	27

1. 国内领先的涂料企业

1.1. 立足涂料，升级体系

三棵树涂料股份有限公司成立于 2003 年 7 月 17 日，总部位于福建莆田，是一家以墙面涂料为核心产品，致力于为消费者提供健康产品的国内领先的涂料生产企业。公司于 2016 年登陆上海证券交易所 A 股主板上市，2019 年品牌价值达到 239.85 亿元，成上榜中国民营企业 500 强中，2020 年跻身全球涂料上市公司市值全球排行榜 10 强。现有员工 6000 名，在全球范围内拥有 5000 余家合作伙伴。

图 1：公司发展历程

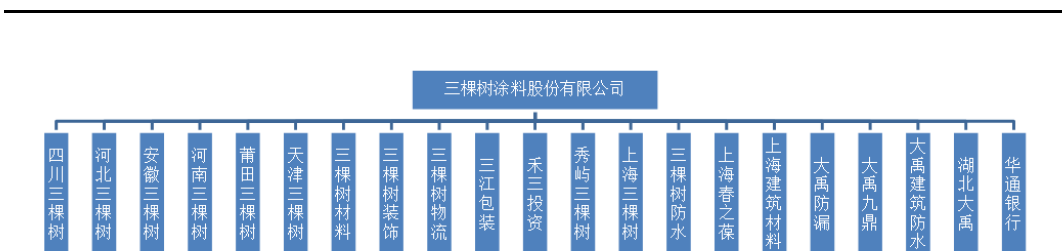


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

从股权结构上来看，公司为自然人控股，公司董事长兼总裁洪杰为公司实际控制人。洪杰担任中国涂料工业协会副会长，专业的背景支持和集中的股权结构，有利于公司做出正确决策并保有较高行动力。

截至 2019 年，公司共有 16 家全资子公司、4 家控股公司以及 1 家参股公司，涉及产品研发、生产、包装及仓储多个领域，帮助公司构建“多、快、好、省”的智能生态供应链，提高服务品质。

图 2：公司下属子公司



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2. “六位一体”多元产品布局

公司致力于打造内外墙涂料、防水、保温、地坪、辅材、施工“六位一体”的绿色建材一站式集成系统,打造以高品质涂料为主和家居新材料为辅、基辅材全配套、健康、色彩、品位、服务一体的美好生活解决方案。主要业务为建筑涂料(墙面涂料)、木器涂料及保温一体化板、防水材料、地坪材料、基辅材的研发、生产和销售。

图 3: 家装产品体系



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 4: 工装产品体系



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

多元化的产品体系,能够为消费者提供以环保、健康墙面涂料为核心的“产品一站式”服务,为地产商和工程项目建设方提供“涂料、保温、防水、地坪、基材、施工”一体化的绿色建筑解决方案。

表 1: 公司主要产品

产品分类	应用	具体产品
墙面涂料	可分为面向以家庭消费者为主的家装。家装墙面涂料主要产品有三棵树 BB 漆、儿童墙面涂料和面向以地产公司、建筑工程公司等企业为主的工程墙面涂料	健康宝、鲜呼吸抗甲醛净味全效、鲜呼吸净味、360 抗甲醛、净味 360 抗菌、净味防霉等系列。
工程墙面涂料	主要产品有花岗岩涂料、质感涂料、外墙弹性涂料、真石漆等类别。	家装木器涂料主要产品有鲜呼吸臻钻 2KPU 水性、净味 360 多功能水性、清味竹炭、木净丽等系列;工业木器涂料主要产品有水性木器涂料、优威 (UV)涂料、PE、PU 等系列。
外墙外保温集成系统	是一种置于建筑物外墙外侧,与基层墙体采用粘结及锚固方式固定的保温系统,能够实现对建筑物的节能、防护和装饰等功能。	公司目前主要经营有(石墨)苯聚板外墙外保温系统、岩棉外墙外保温系统。

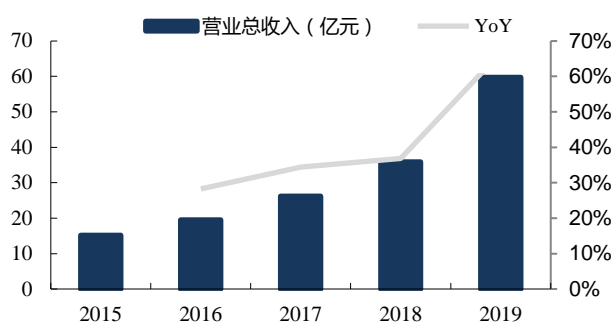
坪材料	主要用于各类高洁净度、无尘、无菌及高机械性能等场所地面以及户外球场、体育场看台等。	地公司的地坪材料主要有环氧地坪体系、聚氨酯地坪体系、无机地坪体系、功能地坪体系四大系列。
基辅材		鲜呼吸卓越型白胶、生态白胶、鲜呼吸氯丁强力胶、三棵树健康氯丁胶、康家净味腻子粉、美缝剂等系列及施工辅助工具。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 业绩稳健，毛利领先

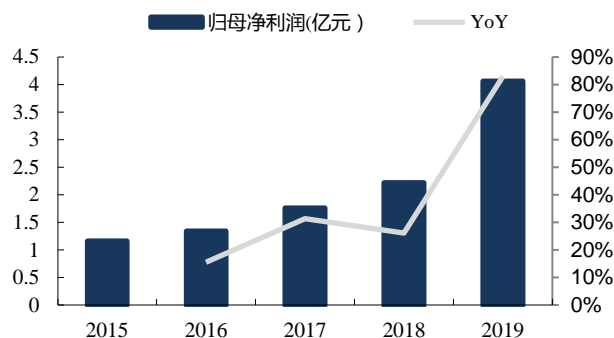
上市以来三棵树的收入和盈利水平均取得了快速增长。2019 年公司主营收入达到了 59.72 亿元，同比增速为 66.64%，归母净利润达到了 4.06 亿元，同比增速为 82.55%，均创下了历史新高。

图 5：三棵树近五年来主营收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：三棵树近五年来归母净利润及增速

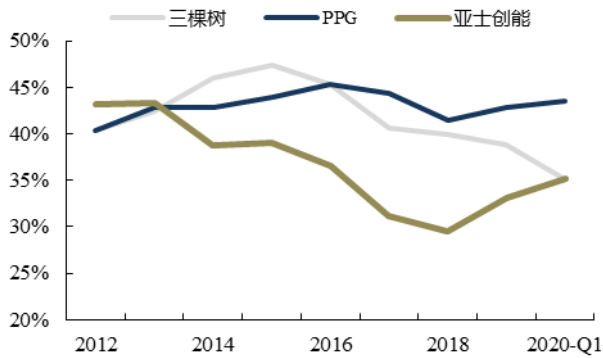


数据来源：Wind，东吴证券研究所

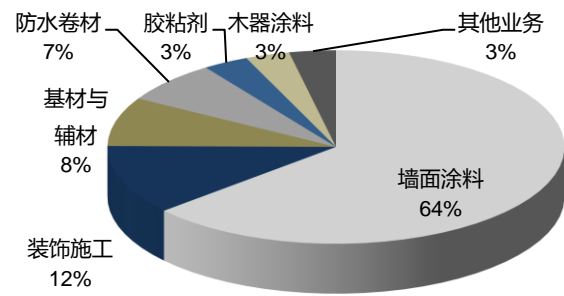
公司产品毛利率保持相对稳定，成本传导能力较强。与同行业公司 PPG，亚士创能相比，公司盈利能力相当且较为稳定。2019 年公司工程墙面漆毛利率达到 44.75%，而家庭墙面漆由于具备消费属性，具有更高的品牌附加值，毛利率达到 54.06%。原材料成本是公司主要的生产成本，占比约九成，钛白粉是其重要的原材料。从历史变化情况来看，公司毛利率水平受原材料价格波动影响较小。

图 7：涂料行业公司毛利率对比

图 8：公司 2019 主营分业务占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Choice，Wind，东吴证券研究所

2. 涂料行业黄金赛道，内资龙头有望超车

2.1. 涂料行业概述

在我国，涂料传统上被称为油漆，国家标准将涂料定义为：涂于物体表面能形成具有保护、装饰或特殊性能（如绝缘、防腐、标志等）的固态涂膜的一类液体或固体材料之总称。

涂料一般由成膜物质、颜料/填料、分散介质和助剂四大类物质经过一定工艺生产加工而成，按分散介质的不同，涂料可分为水性涂料、溶剂性涂料等。按照涂装物和用途的不同，涂料可以分为建筑涂料、功能涂料、防腐涂料、木器涂料等门类。三棵树的主要经营的产品主要包括墙面涂料、木器涂料和胶粘剂，主要面向地产公司、建筑公司等企业以及家庭消费者。

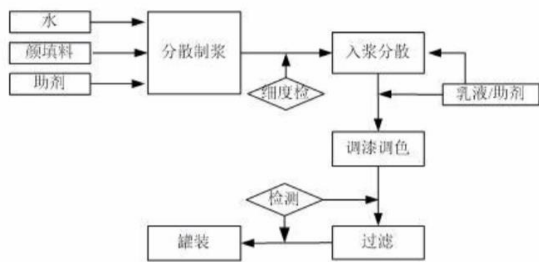
图 9：涂料四大类物质

类别	作用
成膜物质	成膜物质是使涂料牢固附着于被涂物面上形成连续薄膜的主要物质，是构成涂料的基础，决定着涂料的基本特性。主要类别包括油脂、油脂加工产品、纤维素衍生物、天然树脂和合成树脂等，还包括部分不挥发的活性稀释剂。
颜料/填料	颜料/填料主要用于着色和改善涂膜性能，增强涂膜的保护、装饰和防锈等功能。主要有着色颜料（如大红粉、钛白粉、炭黑等），防锈颜料（如铁红、锌粉、铝粉、磷酸锌等），体质颜料（又称填充料，常用的有滑石粉、硫酸钡、碳酸钙、二氧化硅等）。
分散介质	分散介质包括溶剂和水，是挥发的物料，成膜后不留在涂膜中，其作用在确保分散体系的稳定性和流变性，同时在施工和成膜过程中起重要作用。其中溶剂包括烃类溶剂（矿物油精、煤油、汽油、苯、甲苯、二甲苯等）、醇类、醚类、酮类和酯类物质。
助剂	助剂一般用量少，但在涂料的制备，贮运和涂装过程中对保证涂料和涂装性能起到重要作用，不能成膜，但对基料形成涂膜的过程与耐久性起着相当重要的作用，如消泡剂、流平剂等，还有一些特殊的功能助剂，如底材润湿剂等。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

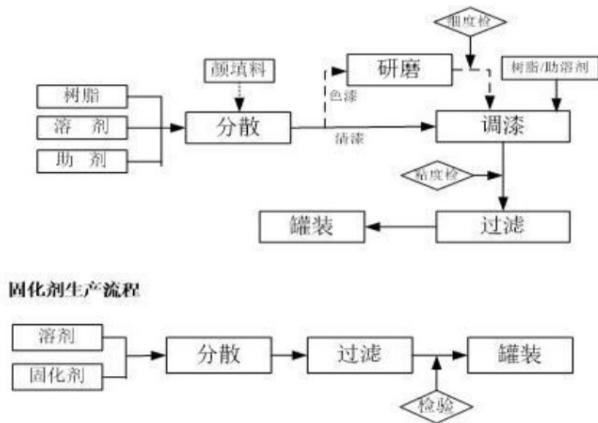
涂料行业作为石油和化工企业的细分领域，其发展直接影响石化行业的产业升级、结构调整、战略转型的实现，关系到我国“节能减排”国家战略的实施和建筑、家具等相关行业的健康发展，更关系到广大人民群众的生活水平、健康水平。

图 10：墙面涂料生产流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：木器涂料生产流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来，国家相关部门和行业协会制定出台了诸多法律法规和政策，强调涂料行业应向绿色、环保方向发展，明确鼓励水性涂料等环境友好型产品的生产和销售，因此生产具有高质量、环境友好型产品的涂料公司将具有更为广阔的发展空间。

表 2：涂料相关政策

法律法规和政策名称	颁布单位	相关内容
《中国涂料行业“十二五”规划》	中国涂料工业协会	鼓励水性木器、高固体分、无溶剂、辐射固化、功能性外墙保温涂料等环境友好型、资源节约型涂料的生产；全面推进涂料水性化，研发性能达到工业涂装要求的水性工业涂料
《产业结构调整指导目录（2011 版）》	国家发改委	将“水性木器、高固体分、无溶剂、辐射固化、功能性外墙保温涂料等环境友好型、资源节约型涂料生产”列为鼓励类
《建筑业“十二五”发展规划》	工信部	将“安全环保、经济适用的高性能防火保温材料；烧结空心制品、蒸压加气混凝土等轻质、高强、隔热、环保型墙体材料；环保型涂料、防水、密封、隔音等装饰装修材料”等新型建筑材料列为“十二五”重点发展产品
《工业转型升级规划（2011-2015 年）》	国务院	提出“加快发展工程塑料、特种橡胶、高性能硅氟材料、功能性膜材料和复合功能高分子材料，加强改性及加工应用技术开发，大力发展环保型高性能涂料，防水材料 and 胶粘剂等材料。”

《外商投资产业指导 目录（2015 年修订）》	国家发改委 商务部	将“高性能涂料，高固体分、无溶剂涂料，水性工业涂料及配 套水性树脂生产”等列入鼓励外商投资产业目录
----------------------------	--------------	--

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

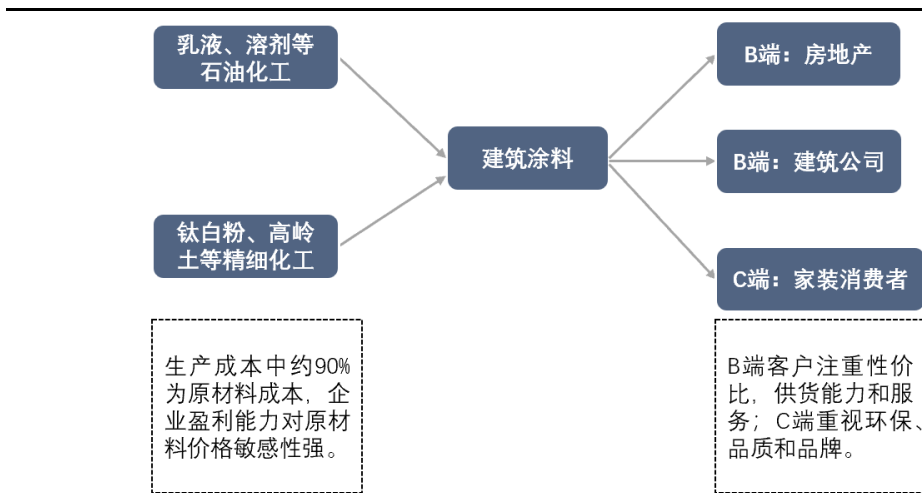
我国的涂料行业进入壁垒主要为品牌壁垒、渠道壁垒、环保壁垒、技术壁垒和人才壁垒。1) 品牌壁垒：建筑行业、装饰装修行业的工程客户需要使用知名涂料产品凸显自身楼盘的质量及档次，家装客户更倾向于选购知名品牌、有质量保证的涂料产品；2) 渠道壁垒：涂料产品终端店面数量、产品区域覆盖能力是决定涂料企业销售的基础，而维护渠道稳定性、提升终端店面服务质量是一项长期复杂的工作，新进入者难以在短时间内建立强大的营销网络；3) 技术壁垒：涂料的生产不仅需要先进的设备，还需要掌握包括原料选购、产品配方、生产过程控制、分析检验等较高的技术和生产工艺。随着国家对节能、环保要求的日益提高，和行业向节能、环保、水性化发展趋势的加快，行业内企业必须提高自身的技术研发能力，具备持续的产品开发能力。

2.2. 建筑涂料产业链

建筑涂料上游主要为乳液、树脂、钛白粉、有机溶剂等化工产品，其中乳液用量最大，占原材料成本约 30-40%，其次为钛白粉等颜填料以及增稠剂、成膜助剂等助剂，原材料成本占企业总生产成本的比例高达约 90%，因此企业盈利能力对原材料价格敏感性强。各类成膜物质和溶剂，如乳液、甲苯、二甲苯基本都属于石油化工产品，其价格受石油价格影响较为明显；而决定涂料颜色和功能的各种颜填料和特殊添加物质，如钛白粉、高岭土等则属于精细化工产品，其价格波动也将传导至涂料行业的终端产品。

涂料的下游涉及建筑、机械等众多行业，其销售情况受国家宏观经济状况影响较为明显。在宏观经济尤其是固定资产投资增速较高的情况下，涂料行业的下游扩张速度和利润增长速度都较快。而随着宏观经济增速的放缓，涂料行业的利润水平也将呈下降趋势。在今年一季度全国宏观经济受疫情重大影响的情况下，涂料行业的利润水平普遍出现了不同程度的下滑。

图 12：建筑涂料产业链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 涂料需求推动力：竣工+精装房+旧改

根据中国涂料工业协会的统计，2019 年我国规模以上企业涂料产量为 2439 万吨，其中建筑涂料产量 694 万吨，同比增长 7%，按当年产量口径统计，2019 年涂料产量同比增长 38.59%。

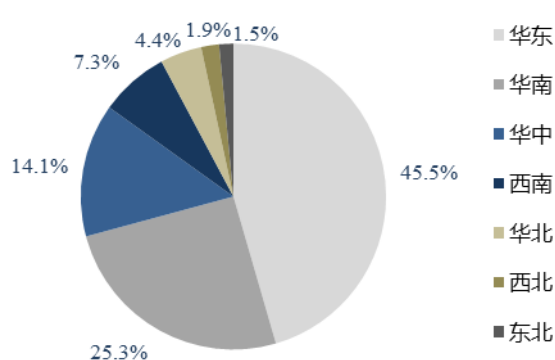
中国涂料产量主要集中与华东和中南地区。根据行业网站广州化工的统计，2020 年 1-2 月，华东、华南、华中三个地区涂料产量占比分别为 45.5%、25.3%和 14.1%；产量排名前三的是广东、上海、江苏地区，总计占全国产量的 49%左右。

图 13：国内涂料行业规模以上企业产量（万吨）



数据来源：中国涂料工业协会，东吴证券研究所

图 14：2020 年 1-2 月中国涂料产量区域分布

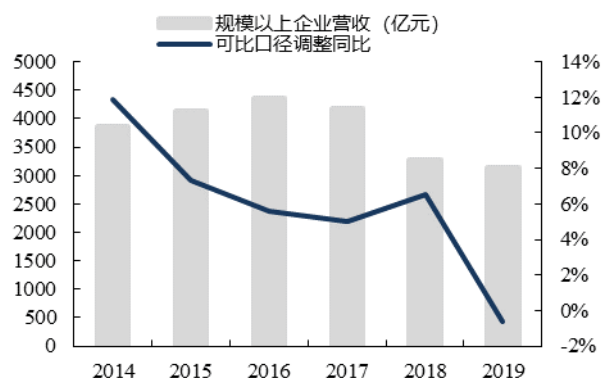


数据来源：广州化工，东吴证券研究所

根据中国涂料工业协会的统计，2015-2019 年中国规模以上涂料企业营收规模总量呈下滑趋势，2019 年我国规模以上涂料企业营业收入为 3132.32 亿元，按照可比口径调整后实际营收同比下降 0.6%，主要系行业处于发展整合期，价格竞争激烈。当年统计

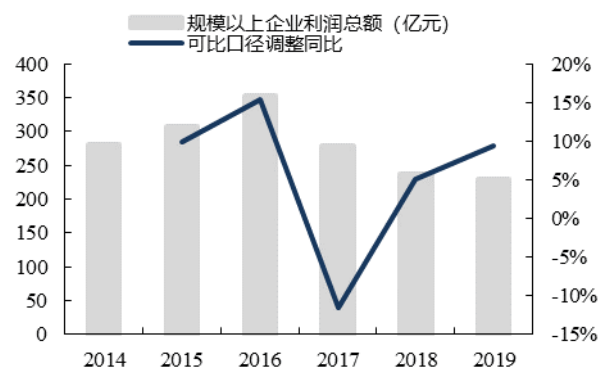
的规模以上涂料企业来看，近几年其营收同比总体呈上升趋势，这反映了中国涂料行业正在逐步向头部企业集中。2019 年中国涂料行业规模以上企业实现利润总额为 229.53 亿元，同比增长 9.4%，即企业的利润表现明显好于收入。

图 15: 国内规模以上涂料企业营业收入 (亿元)



数据来源：中国涂料工业协会，东吴证券研究所

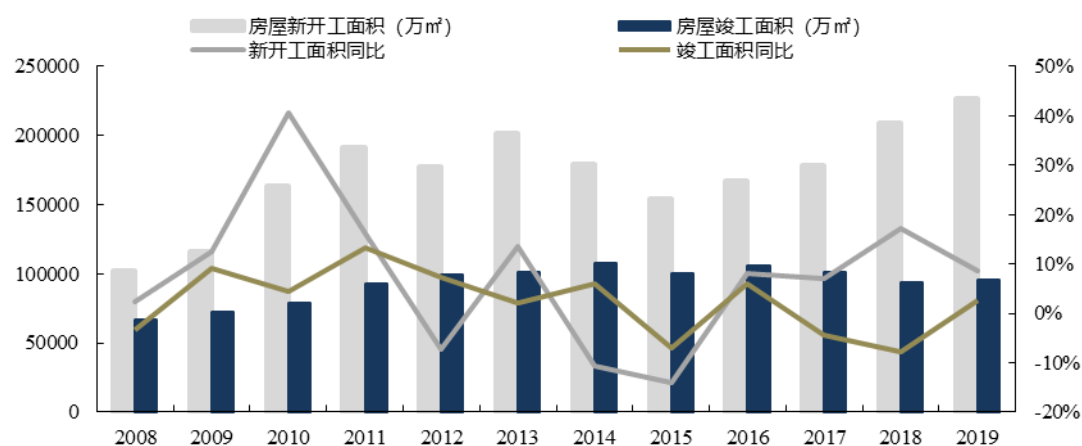
图 16: 国内规模以上涂料企业利润总额 (亿元)



数据来源：中国涂料工业协会，东吴证券研究所

涂料主要用于竣工阶段的外墙，以及精装房和毛坯房内墙，故需求和地产竣工面积相关度较高。我国房屋新开工面积与竣工面积自 2017 年开始出现剪刀差，竣工面积累计同比增速在 2019 年 6 月触底 (-12.7%) 反弹，之前的新开工与施工面积逐步转为竣工面积。2020 年年初由于疫情原因减弱了的竣工改善的情况，但是随着疫情控制，竣工面积反弹的趋势不变。

图 17: 国内房屋新开工与竣工面积及同比增速

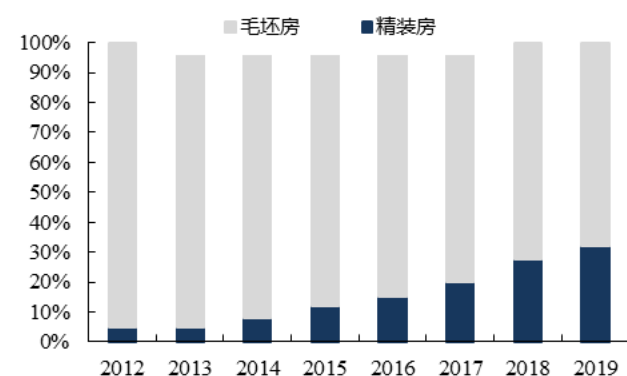


数据来源：Wind，东吴证券研究所

此外，我国精装商品房的渗透率也在稳步提升。2016 年后国家陆续出台相关政策推

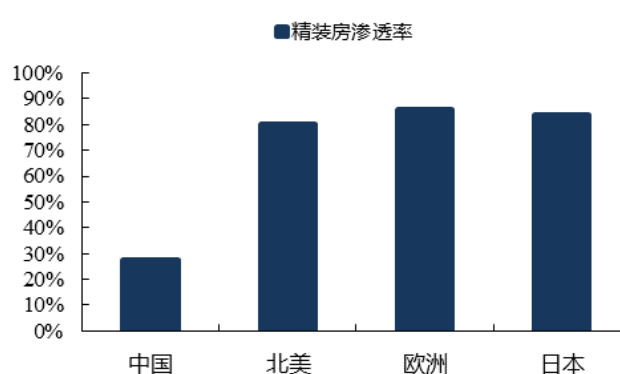
动精装房普及。2019 年全国精装商品房渗透率达到 32%，同比增速为 16%，但对标国外欧美等发达国家，其精装房渗透率均达到 80%以上，长期来看我国精装房市场仍有较大发展空间。相对于毛坯房，质量标准统一、环保要求高的精装房对涂料需求的单耗更高，随着未来精装商品房渗透率的提升，涂料需求仍将有较强支撑。

图 18: 国内精装房渗透率



数据来源：观研天下，东吴证券研究所整理

图 19: 2018 年各国精装房渗透率对比



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

2017 年，我国各地开始进行老旧小区整治改造项目，在 15 个城市（广州、韶关、柳州、秦皇岛、张家口、许昌、厦门、宜昌、长沙、淄博、呼和浩特、沈阳、鞍山、攀枝花、宁波）开展老旧小区的改造试点，2018 年老旧小区改造规划相继进入实施阶段。根据住建部的最新数据显示，截至 2019 年，全国需改造的老旧小区约 16 万个，涉及建筑面积约 40 亿平方米，涉及居民共 4200 万户。估算涉及外墙面积为 25 亿平方米，涉及内墙面积为 100 亿平方米。按照 20% 比例估算同时进行二次装修的用户数量，则需重新涂漆的墙面面积为 25 亿平方米，按每平米使用两公斤涂料测算，则老旧小区改造总共可以带来 500 万吨的涂料需求，占目前国内需求的两成以上。2020 年是决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚之年，也是“十三五”计划的收官之年。今年的政府工作报告提出，新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。老旧小区改造进程的加快有望加速涂料需求的释放。

表 3: 老旧小区改造相关政策

时间	部门	文件、会议	主要内容
2019 年 3 月	国务院	《政府工作报告》	城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯、便利店等生活服务设施

2019 年 4 月	住建部、发改委、财政部	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	全面推进城镇老旧小区改造，主要开展的工作：一是摸排全国城镇老旧小区基本情况；二是指导地方因地制宜提出当地城镇老旧小区改造的内容和标准；三是部署自上而下，合理确定 2019 年改造计划；四是推动地方创新改造方式和资金筹措机制等。
2019 年 6 月	国务院	国务院常务会议	要推进城镇老旧小区改造，顺应群众期盼改善居住条件。加快改造城镇老旧小区，群众愿望强烈，是重大民生工程和发展工程。
2019 年 7 月	中央政治局	中央政治局会议	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链设施物流短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。
2019 年 7 月	中国城市科学研究会	《城市旧居住区综合改造技术标准》	提出了旧居住区综合改造应遵守的基本准则和应进行的改造项目及技术标准。具体内容涵盖室外环境、道路与停车、配套设施、房屋、建筑结构、借助设备 6 大类 20 项改造内容，并以“优选项目+拓展项目”的菜单式选择模式，分类引导规范各类改造内容

数据来源：公开资料整理，东吴证券研究所

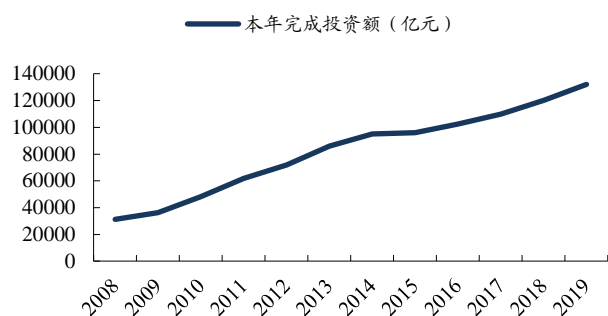
2.4. 涂料市场规模在 3500 亿左右

“老基建托底，新基建加力”，需求端增长有力，涂料市场规模或将迎来爆发。建筑涂料增长来自于房地产投资与工程建设的共同驱动。2019 年我国房地产开发投资完成额达 132194.3 亿元，增速为 9.92%。近十年来，房地产投资持续增加，库存逐年减少，需求端相对稳定，对涂料市场形成有力支撑。此外，政府近年来不断加大公共基础建设投入，如公租房建设、城乡改造、美丽乡村建设等工程均成为涂料市场的新增长点。且于 2020 年 3 月 4 日中共中央政治局常务委员会会议中提到，为扩大需求、稳增长、稳就业，要加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设。新基建的工程建设，对高质量涂料的需求大增，将进一步促进涂料市场规模扩张。

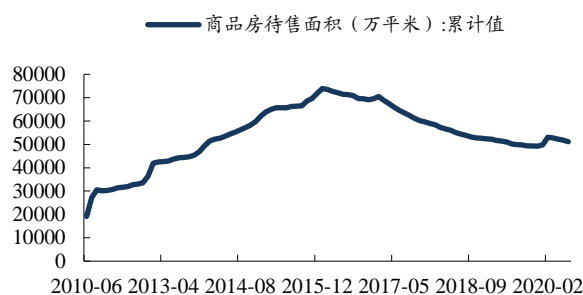
据中国涂料工业协会的数据显示，2019 年全年涂料行业产量 2438.80 万吨，主营业务收入 3132.32 亿元，产销率在 96.1%-102%之间。据 2020 中国国际涂料大会披露，2019 年全国涂料行业百家企业中，近两成企业的主营业务增速超过 20%，近四成企业的主营业务增速在 0-20%，近四成企业的主营业务收入出现下滑。在 2020 年行业需求端向好的前提下，我们预计行业营收综合增长率可达 10%左右，市场规模有望扩张至 3500 亿元左右。

图 20: 房地产开发本年完成投资额

图 21: 商品房待售面积



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2.5. 集采重塑行业格局，内资龙头有望超车

我国建筑墙面涂料及木器涂料行业中，参与市场竞争的企业众多，市场集中度较低，行业竞争较为激烈。在充分的市场竞争下，行业市场份额逐渐向品牌行业集中，并呈现出较为明显的梯队层次：1）处在行业第一梯队的企业，是诸如立邦（Nippon Paint）、阿克苏诺贝尔（AkzoNobel）等跨国涂料集团；2）第二梯队为三棵树、广东华润、嘉宝莉、叶氏化工、美涂士、巴德士等以专注于国内市场并逐步做大做强的国内品牌企业；3）第三梯队则由大量的小型涂料生产企业构成。这些企业往往投资较少，设备简陋，一般在生产规模、技术实力方面均处于劣势地位，竞争力较弱。

图 22：行业梯队

第一梯队品牌	 
第二梯队品牌	      

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

精装房渗透率提升下，B 端集采市场容量逐步扩大。近几年全国特别是一二线城市商品房比例不断提升，这种趋势使得装修建筑需求不断向 B 端市场集中，进而导致国内头部大型地产商对涂料的集采需求不断加大。出于大型地产商对涂料产品品质的把控以及全国范围保供能力的重视，全国性的大型建筑涂料企业有望率先获利。目前来看，具

有全国保供能力的只有立邦、三棵树、亚士创能等少数企业。近年来，以三棵树、亚士创能为代表的第二梯队企业发展迅猛，有望实现弯道超车。在集采市场，立邦多以求稳为主，市占率出现小幅下滑，三棵树等第二梯队企业有望凭借在集采市场的发力，实现弯道超车。

表 4: CR5 建筑涂料集采市场份额

品牌	2017 年		2019 年	
	销售额（亿元）	市占率（%）	销售额（亿元）	市占率（%）
立邦	28.7	23.0%	30.0	18.8%
三棵树	8.9	7.2%	17.6	11.0%
亚士漆	7.4	5.9%	11.5	7.2%
富思特	4.0	3.2%	5.3	3.3%
嘉宝莉	4.8	3.8%	4.8	3.0%

数据来源：涂界，东吴证券研究所

从内外资企业对比来看，2019 年涂料百强企业中 30 家为外资企业，累计销售收入为 756.1 亿元，占累计销售额比重同比下滑 5.11 个百分点；其余 70 家为本土企业，累计销售收入为 614.9 亿元，占累计销售额比重同比上升 5.11 个百分点。外资企业表现依然强势，但本土企业的销售规模在稳步提升，二者的收入规模差距不断缩小，内资企业赶超外资企业的趋势明显。

图 23: 内外资企业对比

2019年中国涂料100强企业排行榜外资与本土企业对比				
	上榜数量	累计销售总额	占榜单比	平均销售收入
本土企业	70家	614.923亿元	44.85%	8.785亿元
外资企业	30家	756.141亿元	55.15%	25.205亿元

数据来源：涂界，东吴证券研究所

3. 战略剑指全球十大涂企，产能翻倍支持业绩释放

3.1. 产品、服务、市场战略打造国内优质涂料品牌

三棵树战略定位：奉行“健康、自然、绿色”的品牌理念，坚持以创造健康生活为己任，不断开拓创新，奉献给每个家庭更为健康、环保的涂装产品。加强与科研机构 and 院校的合作，提高研发实力，进行产品优化；以用户为中心，创新产品和模式，将公司打造成国内最具有竞争力的涂料品牌。中长期坚持“以用户为中心，与合作者共赢，与奋斗者共享”，坚持“人才×文化×品牌×资本”战略；通过资本纽带，走向产业和资本运营，逐步形成纵向一体化、横向多元化的生态产业链投资控股型企业公司，成为“全球十大涂料品牌”。

产品方面，公司将继续提升产品品质，打造绿色品牌。公司将不断丰富品牌内涵，从“健康+”立足点出发，向“绿色”“生活”“责任”延展、丰富和升级，打造“极致健康、极致性能、极致应用”的标准体系。

服务方面，公司将进一步完善“产品一站式”、“涂装一体化”的产品服务体系。公司将补齐产品线，提升消费者产品一站式购物体验；培育战略性新型产品，包括植物基系列、蓝天使系列、高性能涂料、墙体保温配套产品体系、UV 无醛生态板等产品。

市场方面，公司将继续巩固三、四线城市及广大乡镇市场领先地位，同时向省会及一、二线城市寻求突破，并积极向海外拓展业务。推进合作伙伴共赢模式，构筑百强地产及千强经销商渠道，形成省市县镇村及线上线下全渠道立体营销火力网；升级渠道，从“腾笼换鸟”向“门当户对、志同道合”“专业化、年轻化、公司化”的合作伙伴转型，并构建消费者、设计师、工艺师、美装顾问、合作伙伴的三棵树的终端生活圈。

图 24：公司产品研发实验室



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 25：截至 2020 年公司门店服务覆盖范围



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 完善全国布局，产能规模翻倍

据 2019 年年报数据统计，公司建有福建、四川、河南、天津、安徽大型生产基地，已具备年产 119.88 万吨的涂料产能，其中墙面涂料产能达到 111.1 万吨。公司在建、拟建河北、福建三棵树生产基地，建成后产能将完全覆盖华东、华南、华北、华中、西南

五大市场区域。

2019 年对河南生产基地部分车间进行了产能升级和技术改造,其中墙面涂料产能由 2018 年的 13.9 万吨/年增加至 20 万吨/年; 2019 年完成四川生产基地防水卷材 5200 平方米/年、保温一体化板 300 万 m²/年项目建设; 2019 年完成安徽工厂墙面涂料 31.5 万吨/年、腻子粉 16 万吨/年、胶粘剂及界面剂 4.25 万吨/年、防水涂料 0.75 万吨/年、防水卷材 2000 万平米/年、包装罐 1500 万个/年、生态板 180000 万张/年项目主体建设。

表 5: 公司未来涂料产能及利用率

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
墙面涂料产能(万吨)	11.5	24.5	47.7	73.5	111.1	144.1	228.6
墙面涂料产能利用率	130.13%	87.12%	64.14%	61.34%	64.12%	—	—
木器涂料产能(万吨)	3.0	3.0	6.1	6.1	6.1	6.1	16.1
木器涂料产能利用率	60.89%	64.60%	29.05%	21.01%	16.12%	—	—

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

目前公司在建河北三棵树生产基地, 拟建福建秀屿基地一期项目, 项目建成后预计实现 127.5 万吨/年的新增涂料产能, 其中新增墙面涂料产能达到 124.5 万吨/年。公司产能将实现翻倍, 进一步支持公司 B 端, C 端业务, 为公司提供更强的保供能力以及更完善的全国产能布局。

表 6: 公司产能分布、品种情况

	基地	设计产能	备注
在产产能	福建三棵树	墙面涂料 21.6 万吨/年 木器涂料 3 万吨/年	上市前投产
	天津三棵树	墙面涂料 5 万吨/年	上市前投产
	河南三棵树	墙面涂料 20 万吨/年	2019 年技改完成
	四川三棵树	墙面涂料 33 万吨/年 木器涂料 3.14 万吨/年 防水涂料 1 万吨/年	2017 年 3 月投产
	安徽三棵树	墙面涂料 31.5 万吨/年 防水涂料 0.75 万吨/年	2019 年 8 月投产
	大禹防漏	防水涂料 0.89 万吨/年	2019 年收购
	合计	119.88 万吨/年涂料产能, 其中墙面涂料产能 111.1 万吨/年	
在建产能	河北三棵树	乳胶漆 10 万吨/年 多彩漆 1.5 万吨/年	2020 年投产

拟建产能		真石质感漆 20 万吨/年	
		防水涂料 1.5 万吨/年	
	福建秀屿基地（一期）	乳胶漆 50 万吨/年	近两年陆续投产
		多彩漆 3 万吨/年	
		真石质感漆 20 万吨/年	
		防水涂料 1.5 万吨/年	
		PU 漆 5 万吨/年	
		UV 光固化漆 5 万吨/年	
		水性木器涂料 10 万吨/年	
	合计	127.5 万吨/年新建涂料产能，其中 124.5 万吨/年新建墙面涂料产能	

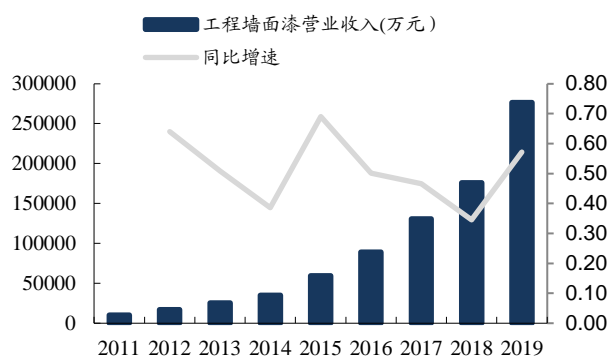
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. B 端：高性价比、保质保供造就涂料新贵

4.1. 加强大型地产商合作，市场份额快速扩张

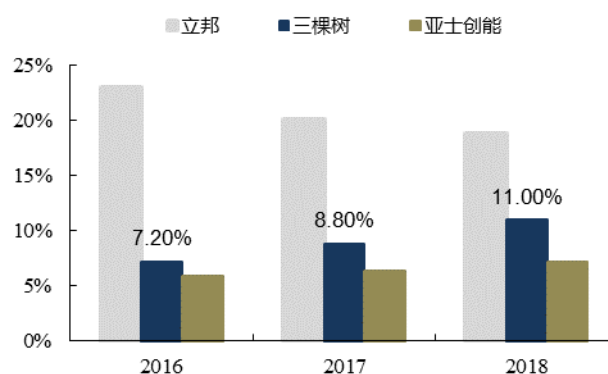
工程墙面涂料在公司主营业务中占据 4 成以上比例。近几年，受益于下游房地产行业景气向好，公司 B 端收入水平保持 30% 左右的高速增长，2019 年增速达到 48.49%。目前公司在工程建筑涂料领域已经处于行业领先水平，市场占有率连年增加，2019 年达到 11%，并以 17.59 亿元的销售额位居行业第二，与行业第一的立邦差距逐步缩小。

图 26：工程墙面涂料业务收入及增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27：行业 TOP3 企业工程建筑涂料市场占有率



数据来源：涂界，东吴证券研究所

加之房地产企业集中化趋势的不断加剧，使得工程墙面涂料的集中采购需求逐步增多。这为具有高性价比且品牌知名度较高的涂料产品带来了重大契机，三棵树的发展战略中提到，未来将在 B 端市场凭借公司的产品服务优势以及全国保供能力，进一步提升

在集采市场中的份额。

图 28：三棵树的中国百强地产战略合作伙伴

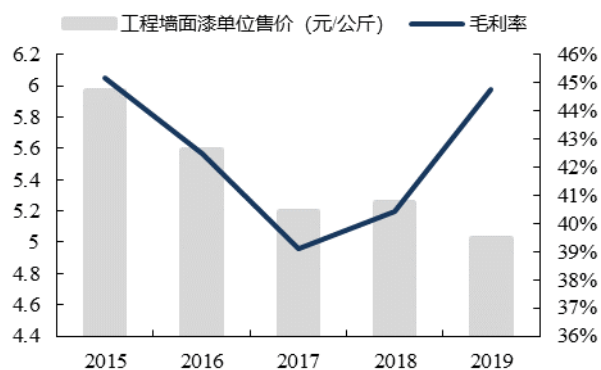


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

注：虚线内为地产十强企业

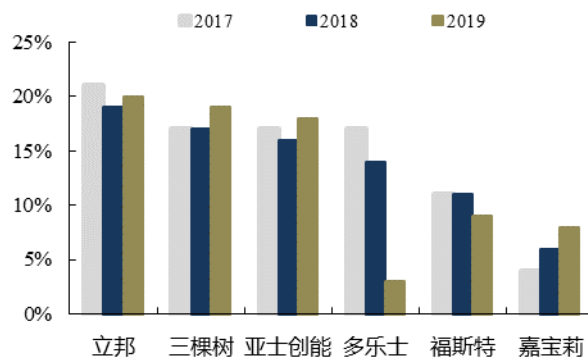
截至 2020 年，中国百强地产企业中，已有 44 家成为三棵树的战略合作伙伴，其中十强地产企业中有万科、恒大等 8 家与公司有深度合作。公司不断提升产品竞争力，抢占市场份额，连续多年成为工程建筑涂料首选率第二的企业，2019 年达到 19%。

图 29：工程墙面漆定价及毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 30：品牌首选率



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

4.2. 全国布局，保障供给

由于工程漆具有较强的定制化属性，需要经历确定技术方案、打样等前置工序，较为考验涂企的生产管理能力，另外，大型地产商的集中采购也对涂料企业在全国范围内的保供能力提出较高要求，因此产能布局广的企业在集采中优势更明显。公司是行业内少数可以实现全国产能布局的涂企之一，可在短时间内响应客户需求，保证交付能力。

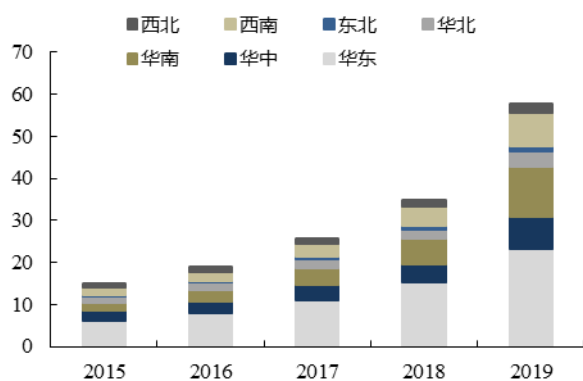
图 31：截至 2020 年公司产能全国布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

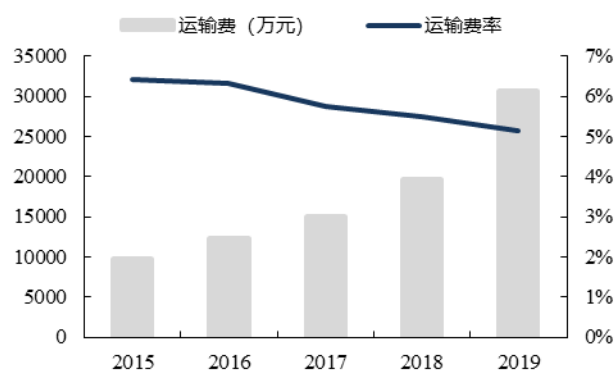
公司上市后以构建“多、快、好、省”的智能生态供应链为宗旨，已在天津、河南、四川、河北、安徽等多个生产基地，43 家联营厂。受益于全国产能布局的逐步成型，近年公司西南及东北地区业务快速扩张，超过公司整体，如 2019 年西南地区营业收入增速达到 70.34%。另一方面，涂料行业具有短腿属性，不易长途运输，而产能全国布局使得公司有效的缩短原材料及产成品物流运送半径，降低其运输成本。2015 年至今，公司运输费率持续下降，2019 年运输费率仅为 5.14%，较去年下降 6.5 个百分点。

图 32：公司主营业务收入分地区情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 33：公司运输费（万元）及运输费率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 优质产品服务满足客户需求

产品方面，公司将真石漆、多彩漆、质感漆、岩片漆为代表的“四大金刚”系列作为自己的核心产品，并逐步丰富自身的产品种类。公司不断将新技术、新材料、新工艺应用到产品创新和迭代优化，开发极致性能创新产品，优化产品极致应用测试标准体系，加大产品施工工艺和工具研究，提升涂装体验性、宽容性和稳定性，解决用户涂装痛点。

同时，公司不断丰富产品线、完善产品服务体系，为用户提供“六位一体”的绿色建筑美好生活解决方案。2019年，公司积极践行“极致健康、极致性能、极致应用”的理念，始终坚持研发健康产品，打造匠心品质。从发布高端墙面漆食品接触级的 BB 漆到国内行业率先通过德国蓝天使认证的 Fresh Air 墙面漆，再到耐擦 10 万次的高性能国潮风十万擦墙面漆，以及部分产品通过美国 UL 金级和法国 A+ 认证。2019 年，公司开发 102 支新品，优化 159 支产品，并完成绿色建材一站式集成系统的上市。

服务方面，公司秉持“极致产品、极致服务”的理念，针对工程漆大客户设计了 361 度服务体系，建立了职能服务、订单生产、物流支持、技术服务、研发支持和市场推广六大服务系统。公司全资子公司三棵树装饰利用创新产品和工艺，集结众多合作伙伴团队，构建工程涂装平台，扩展服务外延，搭建精细化专业施工管理体系。

图 34: 361 度服务体系

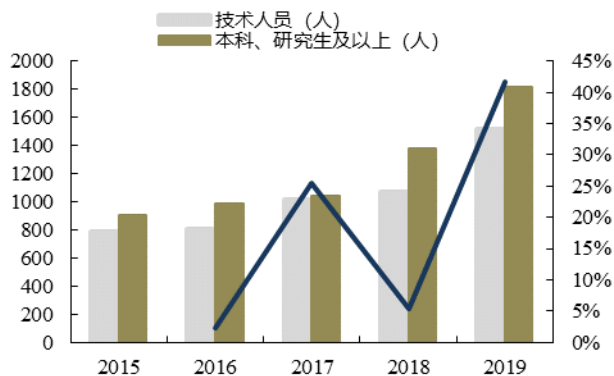


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司注重研发能力的培养和提升，形成了以市场为导向、立足自主创新、产学研相结合的研发模式。2019 年，公司技术研发中心引进各类高校化工、化学专业及相关专业的优秀毕业生 27 人，拥有不同层次的研发及技术人员 1512 名，同比增长 41.57%，本科生、研究生及以上学历 1816 人。公司目前拥有世界领先的实验分析测试设备，如扫描电子显微镜、等离子耦合光谱仪、红外光谱仪等，并拥有恒温恒湿实验室、微生物检测实验室。同时，公司拥有国家认定企业技术中心、博士后科研工作站、中科院院士专

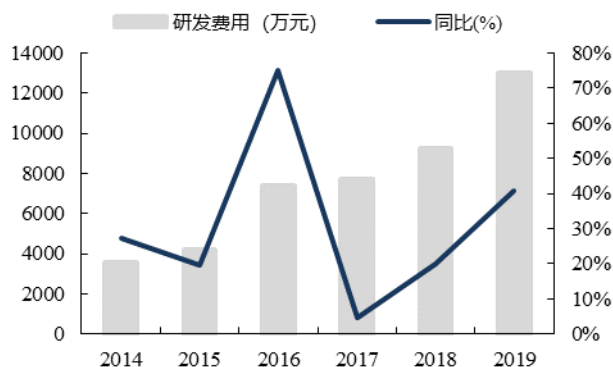
家工作站。公司产品研发上的投入逐年增多。2019 年研发支出高达 1.3 亿元，同比增长 40.76%。

图 35: 公司技术人员及本科以上学历人员情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 36: 公司研发费用（万元）及增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

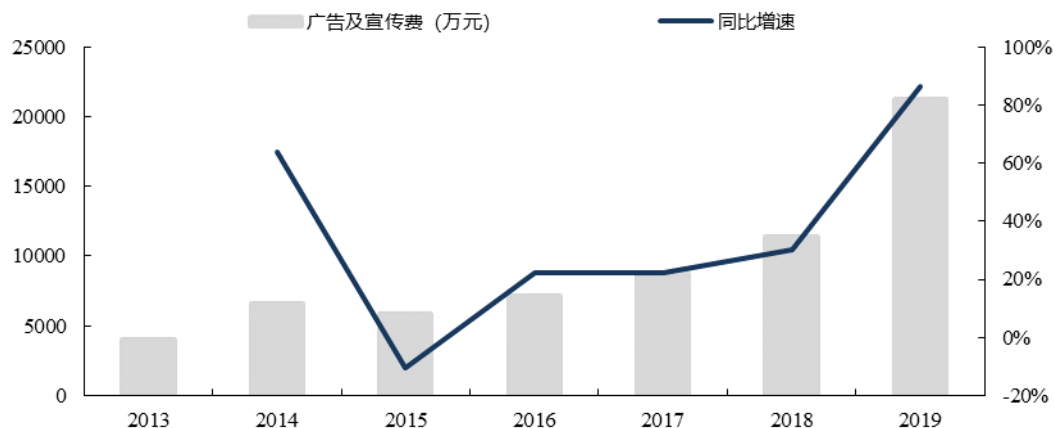
5. C 端：中高端定位叠加渠道优势保证家庭漆竞争力

5.1. 中高端环保墙面漆成家庭首选

家庭墙面漆的 C 端消费者最关注的是产品的环保水平以及品牌知名度，为此公司未来将主打中高端的环保墙面漆，通过在广告和渠道方面的加大投入，逐步提升自身在 C 端的影响力与竞争力。

三棵树长期注重品牌的建设与宣传，持续在中央电视台、中央人民广播电台、主流网站、社交媒体 APP、高铁动车站、建材商圈投放以健康环保为主题的系列广告，着力塑造“大国品牌，高端涂料引领者”的品牌形象。“三棵树”品牌连续第十三年入选由世界品牌实验室评选的“中国 500 最具价值品牌”，居参选的涂料行业的前列。2019 年公司的广告及宣传费用达到 2.13 亿元，占总营收比重达到 3.56%。目前，公司在三四线城市的 C 端宣传推广网络几经比较完善，但是对于一二线城市还比较空白。未来公司将计划在一二线城市的电梯、高铁、建材市场等多个场景加大投入，增设广告位，提升品牌知名度。

图 37: 公司广告及宣传费（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主打中高端路线，相比于同业公司的产品，具备更高的环保性。目前公司推出的八项“健康+”新标准，远高于国际要求；另一方面，公司产品的原材料多为进口采购，而行业其他头部企业多使用国产材料，这虽然给公司带来了较高的原材料成本，但出色的高环保性更容易受到 C 端消费者的青睐。

表 7：“健康+”新标准

指标	三棵树健康乳胶漆新标准	国际标准	说明
VOC	≤ 7g/L	≤ 100g/L	大幅优于国际要求
TVOC	≤ 0.8mg/m ³	——	优于中国绿标要求，达到美国 UL 和法国 A+标准
游离甲醛	≤ 5mg/kg	≤ 100mg/L	达到食品接触级标准约为中国绿标和法国 A+标准的 1/2
苯、甲苯、二甲苯、乙苯	未检测出	≤ 300mg/L	未检测出苯类物质
重金属（铅、镉、汞等）	≤ 10mg/L	≤ 60mg/L 至 ≤ 90mg/L 不等	国家仅对 4 类重金属进行管控，而“健康+”新标准对 9 类重金属实施优于国标的限制
气味消散时间	≤ 8h	——	根据美国 ASTM E544 规范，参照汽车内饰零部件材料气味检测方法，制定了目前行业内还没有的气味判定标准
醛、苯类等挥发性物质	有效控制		根据美国 UL 和法国 A+标准，对 27 种挥发性物质的排放量进行了限制
其他			根据中国绿标和欧盟标准的规定，三棵树“健康+”新标准禁止添加危害环境和人体健康的 17 类有害物质。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5.2. “马上住”服务解决行业痛点，扁平化渠道塑造 2C 体系优势

目前来看，C 端家庭客户在装修、旧房翻新过程中普遍存在与油工的合作、沟通问题，如：部分工序粗糙、额外费用、售后体验差等。特别在一二线城市，客户对服务效率、产品质量有着更高的要求，但对价格敏感度较低。

公司秉承着“1 小时接单响应受理，8 小时健康入住”的服务理念为消费者提供了“马上住”的一体化家装解决方案，为消费者新房装修、旧房翻新提供涂刷包工包料全方位的服务。公司在全国推广和部署“马上住”服务，建立“马上住”标准化报价和施工服务体系及 APP 工具，并对服务商和施工商进行标准化培训，严格服务步骤，为消费者提供了在线可交互的标准化服务。截至 2020 年，“马上住”已覆盖了 31 个省、295 个城市，拥有 476 家门店。

图 38: “马上住”服务流程

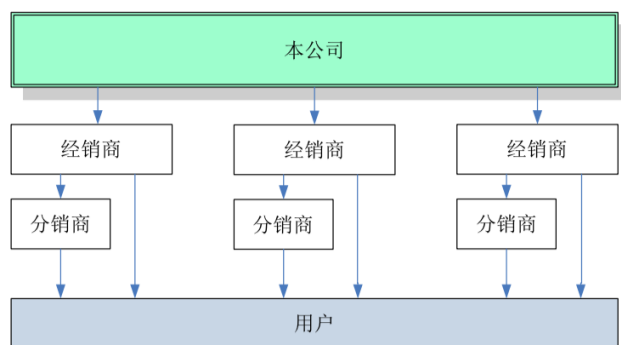


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

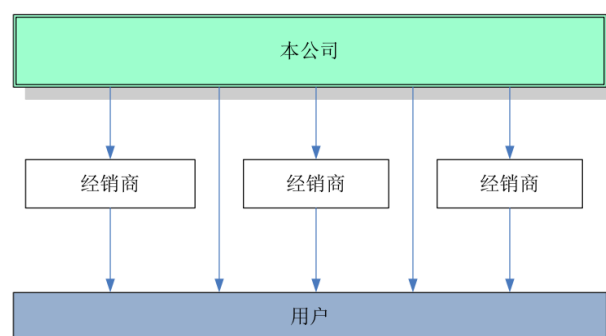
公司采用“扁平化”销售的渠道策略，取消了传统模式下的省级总代，直接面向地市级、县级市场发展一级经销商，且在县、镇区域采用独家代理制，以“分销到镇”的原则将分销网络推广至各乡镇级市场，这种方式使得单级经销商的利润最大化。目前公司的渠道经销商加价空间约 100-150%，远高于同业公司立邦约 40%的加价率，激发了经销商的销售动力，实现公司与经销商共同发展。

图 39: 家装漆销售模式

图 40: 工程漆销售模式



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

受疫情影响三棵树 2020 年一季度业绩出现了一定幅度的下滑，但公司长期内保持高速增长的态势将不会改变。在地产竣工面积回暖以及老旧小区改造，新基建工程投资不断落地实施的条件下，国内涂料行业未来市场规模有望达到 3500 亿元。在此背景下，假设公司 B 端高性价比产品服务、C 端中高端路线发展战略符合市场需求，且公司未来新增产能情况符合预期，实现翻倍。预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 80.30 亿元、111.06 亿元、156.26 亿元，同比增长 34.46%、38.30%、40.69%；实现归母净利润 7.03 亿元、10.42 亿元、12.55 亿元，同比增长 73.0%、48.2%、20.5%，对应每股收益 2.69 元、3.99 元、4.81 元。

表 8：公司细分业务盈利预测

业务细分	(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
精细化工	营业收入	4664.26	6364.49	8841.21	12172.89
	毛利率	44.02%	45.03%	46.40%	47.55%
	增长率	41.38%	36.45%	38.91%	37.68%
建筑装饰	营业收入	692.50	927.42	1341.68	2252.45
	毛利率	7.41%	6.37%	6.89%	6.63%
	增长率	307.57%	33.92%	44.67%	67.88%
防水卷材	营业收入	418.19	522.74	684.94	876.83
	毛利率	34.74%	33.00%	33.87%	33.43%
	增长率		25.00%	31.03%	28.02%
其他业务	营业收入	197.31	215.90	238.31	323.45
	增长率		9.42%	10.38%	35.72%

	营业收入	5,972	8,030	11,106	15,626
总计	毛利率	38.83%	41.00%	41.50%	40.00%
	增长率	66.64%	34.46%	38.30%	40.69%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所测算

公司 2019 年主营业务收入较上年同期增加 66.64%，主要系工程墙面漆、基材和辅材、家装墙面漆销售收入较上年分别增长了 57.19%、47.12%、29.28%，以及并入广州大禹防漏技术开发有限公司销售收入的影响。同时 2019 年受益于公司在各地区市场开拓力度不断的加强，以及市场份额与销量的逐步提升，公司华南、华中、西北、华北销售收入较上年同期分别增长 92.02%、80.44%、79.79%、72.66%。在销售渠道拓展以及研发上的持续投入，有助于公司不断发掘新的市场并巩固公司竞争力，同时随着市场规模的增长，公司积极进行技术改造提升产能以满足市场需求。公司 2020-2022 年对应 PE 分别为 56.42 倍，38.06 倍，31.58 倍，鉴于环保涂料赛道优良且前景广阔，以及公司成长潜力巨大，故公司作为行业龙头，虽然 PE 水平略高于可比公司均值，但业绩高速增长作为核心推动力，高成长性对 PE 水平形成有力支撑，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 9：可比公司估值（截至 2020 年 9 月 16 日）

证券简称	股价（元）	PE			PB
		2020E	2021E	2022E	
三棵树	152.03	56.42	38.06	31.58	23.01
凯伦股份	69.00	48.26	31.18	21.11	10.38
亚士创能	74.35	50.44	33.84	23.63	10.04
可比公司均值		49.35	32.51	22.37	10.21

数据来源：Wind 一致预期，东吴证券研究所测算

注：三棵树估值由东吴证券研究所测算，其余公司估值来自 Wind 一致预测

7. 风险提示

1) 疫情影响持续：新冠疫情持续影响国内经济，若未来国内疫情发展出现二次爆发或持续影响，将进一步影响实体经济，进而减少涂料行业新涂需求，造成公司业绩不及预期。

2) 老旧小区改造对需求端的提振不及预期：旧改等重涂需求占涂料行业总需求接近 50% 的份额，未来若国家老旧小区改造相关政策落实不到位，其对涂料行业的存量市

场需求拉动不及预期，将对公司业绩造成影响。

3) 新增产能不及预期：若未来公司河北、福建三棵树项目新增产能不及预期或投产不及时，将影响公司全国范围内的供给能力，延缓公司市占率的扩张速度，并对公司业绩上涨形成制约。

三棵树三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,536	3,311	5,620	6,644	营业收入	5,972	8,031	11,106	15,626
现金	628	560	748	1,090	减:营业成本	3,653	4,738	6,497	9,375
应收账款	1,925	1,775	3,441	3,852	营业税金及附加	52	85	107	158
存货	504	493	875	1,100	营业费用	1,276	1,722	2,380	3,348
其他流动资产	479	483	556	603	管理费用	452	653	882	1,251
非流动资产	2,139	2,576	3,221	4,156	财务费用	8	11	-3	-10
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	0	0	0
固定资产	1,098	1,486	2,029	2,807	加:投资净收益	2	2	2	2
在建工程	374	404	488	619	其他收益	53	42	44	46
无形资产	324	344	364	390	营业利润	520	865	1,289	1,552
其他非流动资产	342	341	339	340	加:营业外净收支	-18	-2	-10	-11
资产总计	5,675	5,887	8,841	10,800	利润总额	502	863	1,279	1,542
流动负债	3,530	3,167	5,204	6,025	减:所得税费用	78	129	192	231
短期借款	800	680	790	856	少数股东损益	18	31	46	55
应付账款	1,914	1,750	3,401	4,022	归属母公司净利润	406	703	1,042	1,255
其他流动负债	816	737	1,014	1,148	EBIT	546	896	1,309	1,568
非流动负债	309	273	241	215	EBITDA	631	1,012	1,468	1,786
长期借款	216	180	148	122					
其他非流动负债	93	93	93	93					
负债合计	3,839	3,440	5,445	6,241	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	112	142	188	243	每股收益(元)	1.56	2.69	3.99	4.81
归属母公司股东权益	1,725	2,304	3,208	4,316	每股净资产(元)	6.62	8.84	12.30	16.56
负债和股东权益	5,675	5,887	8,841	10,800	发行在外股份(百万股)	186	261	261	261
					ROIC(%)	23.5%	31.7%	34.8%	33.2%
					ROE(%)	23.1%	30.0%	32.0%	28.7%
					毛利率(%)	38.8%	41.0%	41.5%	40.0%
					销售净利率(%)	6.8%	8.7%	9.4%	8.0%
					资产负债率(%)	67.6%	58.4%	61.6%	57.8%
					收入增长率(%)	66.6%	34.5%	38.3%	40.7%
					净利润增长率(%)	90.6%	73.0%	48.2%	20.5%
					P/E	97.59	56.42	38.06	31.58
					P/B	22.98	17.20	12.36	9.18
					EV/EBITDA	63.84	39.70	27.32	22.31
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	400	823	1,044	1,584					
投资活动现金流	-675	-550	-802	-1,151					
筹资活动现金流	622	-341	-54	-91					
现金净增加额	347	-68	189	342					
折旧和摊销	84	115	158	218					
资本开支	689	437	645	935					
营运资本变动	-265	-35	-197	68					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>