

短期业绩承压，车载+VR 新品助力成长

2023 年 04 月 02 日

► **事件：**3 月 27 日，三利谱发布 2022 年年报，2022 年全年公司实现营收 21.74 亿元，同比下降 5.66%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比下降 38.84%；实现扣非归母净利润 1.69 亿元，同比下降 44.54%。

► **受全球通胀和产线爬坡等影响，公司业绩短期承压。**4Q22 单季度公司实现营收 5.12 亿元，同比下降 5.22%，环比下降 10.23%；实现归母净利润 0.19 亿元，同比下降 67.44%，环比下降 61.30%。从盈利水平来看，22 年毛利率为 21.42%，同比下降 3.57pct；净利率为 9.77%，同比下降 5.58pct，其中 4Q22 毛利率为 20.27%，环比增加 0.07pct；净利率为 3.79%，环比减少 5.00pct，其中净利率下滑较多，我们认为主要系市场需求下降，以及龙岗产线投产，产能利用率未达到正常水平，同时公司进口材料成本和人民币贬值下汇兑损失增加。

► **扩产持续进行，车载+VR 新品助力成长。**公司坐拥深圳光明、深圳龙岗、安徽合肥、福建莆田四大生产基地。长期来看，偏光片国产化是必然趋势，而充沛的产能是国产替代的前提。公司莆田、合肥二期等新项目进展顺利，莆田 1490mm 车载偏光片 7 号线（产能 600 万平方米/年）项目建成，进入试产阶段，预计 2023 年产能利用率有序释放提升；合肥二期超宽幅偏光片生产线（预计产能规划 3000 万平米/年）进入土建施工阶段，预计 2023 年底建成投产。伴随着未来龙岗 6 号线爬坡完成、莆田 7 号车载线及合肥二期 TV 产线陆续投产，我们预计 23 年公司产能达到 4000 万平方米左右，24 年底公司产能合计可达 7000 多万平米。除传统业务，公司推进车载碘系偏光片、柔性 AMOLED 用偏光片、超高透过率 LCD 偏光片、组合厚度 150um 的 LCD 偏光片、9 微米超薄 PVA 偏光片、VR 头显折叠光路用偏光片等多个创新产品的研发工作，持续为大客户出货，且在下游持续验证，有望成为新的利润增长点。

► **国产替代加速进行，未来有望降低材料成本。**公司生产成本中材料占比较大，22 年偏光片直接材料成本占比 69%，公司核心原材料 PVA 膜主要从日本可乐丽采购，TAC 膜主要从富士胶片购买。虽然目前需求能够满足，但公司已经成立“原材料国产化”小组，加大国产原材料导入项目进度，以减少从日本购入原材料的比重，已导入长春化工、皖维高新、中国乐凯集团等关键材料的供应商，长期来看有助于降低公司材料成本，盈利能力持续提高。

► **投资建议：**我们看好公司龙岗 6 号线爬坡、莆田 7 号车载线及合肥二期 TV 产线扩产贡献产能，同时叠加车载及 VR Pancake、柔性 AMOLED 等新品放量，公司长期成长可期，预计公司 23-25 年实现营收 31.90/39.42/54.74 亿元，归母净利润 3.45/5.01/6.59 亿元，对应 PE 24/16/13 倍 PE，公司为国产偏光片稀缺标的，且不断布局新兴下游领域，竞争优势较强，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期、产线爬坡不及预期、上游原材料涨价。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2174	3190	3942	5474
增长率 (%)	-5.7	46.8	23.6	38.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	206	345	501	659
增长率 (%)	-38.8	67.1	45.2	31.5
每股收益 (元)	1.19	1.98	2.88	3.79
PE	40	24	16	13
PB	3.5	3.2	2.7	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

47.37 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

相关研究

- 1.三利谱 (002876.SZ) 2022 年三季报点评：下游需求影响持续，等候新产品改善盈利-2022/10/28
- 2.三利谱 (002876.SZ) 22Q1 季报点评：Q1 盈利短期承压，偏光片国产化持续推进-2022/04/27
- 3.三利谱 (002876.SZ) 公司深度：偏光片龙头产能扩张，谱写国产化乐章-2022/04/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2174	3190	3942	5474
营业成本	1708	2501	2989	4212
营业税金及附加	8	15	18	23
销售费用	16	24	30	41
管理费用	71	98	123	172
研发费用	130	146	184	262
EBIT	266	405	597	764
财务费用	29	39	62	70
资产减值损失	-23	-21	-20	-22
投资收益	-3	-8	-9	-11
营业利润	236	380	562	741
营业外收支	4	3	2	4
利润总额	239	383	564	745
所得税	27	28	45	66
净利润	212	356	519	679
归属于母公司净利润	206	345	501	659
EBITDA	381	576	808	989

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	435	667	748	993
应收账款及票据	608	992	1195	1630
预付款项	18	17	23	36
存货	588	723	906	1314
其他流动资产	523	662	696	703
流动资产合计	2172	3062	3568	4676
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1111	1262	1448	1524
无形资产	62	60	58	56
非流动资产合计	1621	1636	1632	1613
资产合计	3793	4697	5200	6289
短期借款	768	1138	1060	1262
应付账款及票据	319	500	588	819
其他流动负债	185	245	289	341
流动负债合计	1272	1883	1937	2421
长期借款	86	86	86	86
其他长期负债	99	99	99	99
非流动负债合计	186	186	186	186
负债合计	1458	2068	2123	2607
股本	174	174	174	174
少数股东权益	9	20	38	59
股东权益合计	2335	2629	3077	3682
负债和股东权益合计	3793	4697	5200	6289

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.66	46.76	23.59	38.86
EBIT 增长率	-28.94	52.39	47.33	27.93
净利润增长率	-38.84	67.10	45.18	31.51
盈利能力 (%)				
毛利率	21.42	21.60	24.17	23.07
净利润率	9.77	11.15	13.16	12.41
总资产收益率 ROA	5.44	7.34	9.63	10.47
净资产收益率 ROE	8.88	13.22	16.47	18.18
偿债能力				
流动比率	1.71	1.63	1.84	1.93
速动比率	1.23	1.23	1.36	1.37
现金比率	0.34	0.35	0.39	0.41
资产负债率 (%)	38.44	44.03	40.82	41.45
经营效率				
应收账款周转天数	97.90	110.54	106.90	105.11
存货周转天数	125.59	108.65	113.05	115.76
总资产周转率	0.57	0.68	0.76	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	1.19	1.98	2.88	3.79
每股净资产	13.38	15.01	17.48	20.84
每股经营现金流	2.32	0.98	2.99	2.37
每股股利	0.30	0.30	0.35	0.38
估值分析				
PE	40	24	16	13
PB	3.5	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	22.99	15.46	10.82	8.80
股息收益率 (%)	0.63	0.63	0.73	0.79

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	212	356	519	679
折旧和摊销	115	171	211	225
营运资金变动	37	-446	-320	-611
经营活动现金流	404	171	521	412
资本开支	-252	-182	-206	-201
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-211	-190	-215	-213
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-156	370	-78	202
筹资活动现金流	-293	261	-215	56
现金净流量	-92	232	81	245

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。	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