

三利谱 (002876.SZ)

新品产能逐渐释放, 车载&VR 双引擎有望打开增长空间

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,304	2,174	3,626	5,027	6,283
增长率 yoy (%)	20.9	-5.7	66.8	38.6	25.0
归母净利润(百万元)	338	206	361	543	635
增长率 yoy (%)	188.9	-38.8	74.9	50.4	16.9
ROE (%)	16.4	9.1	13.8	17.3	16.9
EPS 最新摊薄(元)	1.94	1.19	2.08	3.12	3.65
P/E(倍)	23.1	37.8	21.6	14.4	12.3
P/B(倍)	3.7	3.4	2.9	2.4	2.0

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为2023年3月28日收盘价

事件: 公司3月27日发布了2022年年度报告, 2022年全年公司实现营业收入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%; 实现扣非净利润1.69亿元, 同比下降44.54%。分季度看, 公司2022年Q4实现营业收入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%; 实现扣非归母净利润0.03亿元, 同比下降93.98%, 环比下降93.06%。

需求疲软叠加产能爬坡, 业绩短期承压: 受经济疲软、通胀高企等影响, 消费电子需求下滑, 公司毛利率短期承压。2022年全年公司毛利率为21.42%, 同比-3.57pcts; 全年公司净利率9.77%, 同比-5.58pcts。2022年公司毛利率、净利率出现同比下滑, 主要原因系: 2022年度, 受需求不足及行业竞争加剧影响, TV等产品销售单价有所下降, 叠加龙岗厂产能爬坡及汇率波动造成的进口材料成本上涨, 公司业绩持续承压。费用方面, 2022年全年公司销售、管理、研发及财务费用率分别为0.73%/3.28%/5.99%/1.34%, 同比变动分别为-0.03/0.25/1.51/1.36pcts。其中, 管理、研发及财务费用率上升, 分别系公司实施员工持股计划计提了股份支付费用、研发投入力度加大及人民币兑美元贬值致使汇兑收益下降所致。2023年, 国家政策积极鼓励经济发展, 终端消费电子及下游面板显示市场预期将逐渐回暖, 液晶显示用偏光片市场有望继续保持增长。

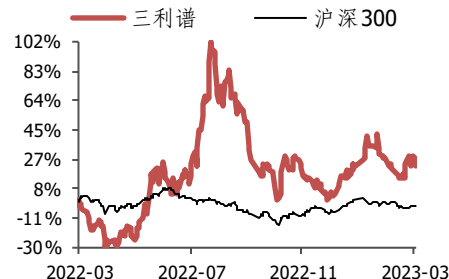
新品导入量产顺利, 扩产加速国产替代: 公司创新产品的客户推广工作进展顺利, 部分产品已实现量产。2022年度, 用于固定曲率柔性手机屏的102微米AMOLED偏光片客户测试基本通过, 将陆续在多个品牌上实现量产; 9微米超薄型PVA产品开发完成, 已经在客户端开始推广。此外, 2022年, 公司莆田年产能600万平方米偏光片生产线项目建成, 进入试产阶段, 该产线规划用于生产车载TFT显示屏用偏光片, 预计今年产能利用率有序释放提升, 相关产品的经济性逐步呈现; 募投项目合肥二期超宽幅偏光片生产线项目按照规划进入土建施工阶段, 预计今年年底建成投产, 公司超宽幅生产线建成达产后, 将新增3,000万平方米TFT偏光片产能, 显著提升公司对国内液晶面板生产企

买入(维持)

股票信息

行业	电子
2023年3月28日收盘价(元)	43.14
总市值(百万元)	7,501.40
流通市值(百万元)	6,417.42
总股本(百万股)	173.88
流通股本(百万股)	148.76
近3月日均成交额(百万元)	214.82

股价走势



作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulanlan@cgws.com

相关研究

- 1、《业绩短期承压, 车载&VR 有望双驱动—三利谱(002876)公司动态点评》2022-11-21

业的供货能力，从而提高公司大尺寸产品市场份额，提升偏光片国产化水平。

车载+VR 新品持续突破，进一步打开盈利空间：根据洛图科技（RUNTO）预测数据，2023年VR出货量将首次突破千万规模，达到1270万台，同比增长40%。公司是国内市场主流VR产品的光学膜供应商，在VR折叠光路用光学膜产品领域已积累了相关的技术储备，目前公司VR产品客户端认证已基本结束，VR头显折叠光路用偏光片已实现量产出货。随着公司持续深化VR领域布局，未来有望充分受益于VR行业放量。车载业务方面，根据乘联会发布的乘用车市场分析报告，2022年新能源乘用车渗透率达到27.6%，较2021年提升12.6pcts，未来新能源车的渗透率仍会快速提升，预计2023年新能源乘用车渗透率将达36%。随着新能源汽车渗透率的不断提高，市场对车载产品的耐高温特性提出了新的要求，目前公司的车载碘系偏光片已稳定在95℃×500H，并在后装车载市场取得量产实绩，更耐高温的产品仍在持续开发中；公司车载染料系产品目前也已实现小批量供货。随着车载产品的持续突破和新能源汽车渗透率的持续提升，公司有望凭借车载业务进一步打开利润增长空间。

维持“买入”评级：公司是国产偏光片领域的龙头厂商，近年来，公司通过不断投建新产线增加产能、提高供货稳定性和产品质量，并扩充产品品类，获得了国内主流液晶面板厂和大型模组厂广泛认可，为公司实现长期业绩增长奠定了坚实基础。2022年，全球虚拟现实产业进入加速发展阶段，公司抢先在VR领域布局Pancake折叠光路方案的必要光学膜，开发并量产折叠光路用偏光片产品并形成技术壁垒，成为中国大陆首家具有VR头显折叠光路用偏光片量产能力的厂商；随着VR产业的快速成长，公司VR产业有望迎来重要发展机遇。此外，公司在汽车电子领域积极进行前瞻性布局，目前部分车载产品已实现小批量供货，2022年下半年公司莆田年产能600万平方米产线已试车投产，预计今年年底合肥二期3000万产线试车投产，预计随着未来车载产品产能逐渐释放，公司车载业务有望打开长线增长空间，未来成长潜力较大。预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.61亿元、5.43亿元、6.35元，EPS分别为2.08元、3.12元、3.65元，PE分别为22X、14X、12X。

风险提示：产品单一风险、原材料供应集中及价格波动风险、主营业务毛利率下降的风险、宏观经济波动与政策变化的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2441	2172	2594	2972	3847
现金	545	435	726	1006	1258
应收票据及应收账款	743	608	0	0	0
其他应收款	164	4	276	112	373
预付账款	9	18	27	36	42
存货	497	588	1047	1299	1655
其他流动资产	484	519	519	519	519
非流动资产	1428	1621	2351	3002	3528
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1043	1111	1672	2175	2618
无形资产	64	62	58	53	49
其他非流动资产	320	448	621	773	861
资产总计	3868	3793	4945	5974	7375
流动负债	1475	1272	2047	2490	3242
短期借款	922	768	1858	2300	2979
应付票据及应付账款	353	319	0	0	0
其他流动负债	199	185	190	190	263
非流动负债	240	186	230	258	253
长期借款	126	86	131	159	154
其他非流动负债	114	99	99	99	99
负债合计	1715	1458	2277	2748	3495
少数股东权益	36	9	15	30	49
股本	174	174	174	174	174
资本公积	1135	1089	1089	1089	1089
留存收益	908	1063	1372	1833	2380
归属母公司股东权益	2118	2326	2652	3195	3830
负债和股东权益	3868	3793	4945	5974	7375

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	173	404	171	628	335
净利润	354	212	367	558	654
折旧摊销	78	106	126	182	238
财务费用	-0	29	52	-4	-1
投资损失	6	3	6	5	5
营运资金变动	-291	20	-375	-105	-555
其他经营现金流	28	33	-5	-9	-7
投资活动现金流	-391	-211	-861	-838	-768
资本支出	143	252	856	833	764
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-249	41	-5	-4	-4
筹资活动现金流	144	-293	-109	48	7
短期借款	208	-154	1089	442	679
长期借款	-50	-40	45	28	-5
普通股增加	49	0	0	0	0
资本公积增加	-46	-46	0	0	0
其他筹资现金流	-17	-53	-1243	-423	-667
现金净增加额	-71	-92	-799	-162	-427

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2304	2174	3626	5027	6283
营业成本	1728	1708	2575	3695	4653
营业税金及附加	12	8	18	24	29
营业费用	18	16	38	50	55
管理费用	70	71	100	145	188
研发费用	103	130	309	296	391
财务费用	-0	29	52	-4	-1
资产减值损失	-20	-23	0	0	0
其他收益	34	38	29	32	33
公允价值变动收益	1	2	1	1	1
投资净收益	-6	-3	-6	-5	-5
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
营业利润	370	236	564	857	1004
营业外收入	6	5	3	4	4
营业外支出	1	1	1	2	1
利润总额	375	239	565	859	1007
所得税	21	27	198	300	352
净利润	354	212	367	558	654
少数股东损益	16	6	6	15	19
归属母公司净利润	338	206	361	543	635
EBITDA	501	385	757	1146	1376
EPS (元/股)	1.94	1.19	2.08	3.12	3.65

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	20.9	-5.7	66.8	38.6	25.0
营业利润 (%)	190.1	-36.4	139.2	52.0	17.2
归属母公司净利润 (%)	188.9	-38.8	74.9	50.4	16.9
获利能力					
毛利率 (%)	25.0	21.4	29.0	26.5	26.0
净利率 (%)	15.4	9.8	10.1	11.1	10.4
ROE (%)	16.4	9.1	13.8	17.3	16.9
ROIC (%)	12.0	7.3	8.6	10.8	10.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.3	38.4	46.1	46.0	47.4
净负债比率 (%)	30.5	25.9	51.8	49.2	52.0
流动比率	1.7	1.7	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.3	1.1	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	3.4	3.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	5.1	16.2	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.94	1.19	2.08	3.12	3.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.00	2.32	0.98	3.61	1.92
每股净资产 (最新摊薄)	12.18	13.38	15.25	18.38	22.03
估值比率					
P/E	23.1	37.8	21.6	14.4	12.3
P/B	3.7	3.4	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	16.2	20.9	11.7	7.9	6.9

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为2023年3月28日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686