


2023年03月28日
三利谱(002876.SZ)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

显示零组

新兴领域有望放量，传统业务短期承压

事件：公司发布 2022 年度报告，全年实现营业收入 21.74 亿元，同比减少 5.66%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比减少 38.84%；实现扣非归母净利润 1.69 亿元，同比减少 44.54%。

终端需求疲软+面板库存去化，收入及毛利率短期承压：2022 年公司实现营收 21.74 亿元 (YoY-5.66%)，毛利率 21.31% (YoY-3.53pct)，收入及毛利率有所下滑，主要是受地缘政治、全球通胀等多方面影响。全球经济增长乏力，消费持续疲软，终端消费类电子产品出货量出现整体下滑，造成下游面板厂和模组厂对偏光片需求下降，公司中小尺寸 TFT 产品收入承压。此外，受需求不足及行业竞争加剧影响，TV 等产品价格有所下降。因龙岗厂新投产，产能利用率短期内未达正常水平，生产成本较高，利润率受到一定压制。22Q4 单季度公司实现营收 5.12 亿元 (YoY-5.22%，QoQ-10.23%)，实现归母净利润 0.19 亿元 (YoY-67.44%，QoQ-61.30%)，毛利率为 20.27% (YoY-4.37pct，QoQ+0.07pct)，净利率为 3.79% (YoY-7.94pct，QoQ-5.09pct)。展望 2023 年，随着外部不确定性因素逐渐被消化，下游去库存取得成效，面板需求有望结构性恢复，拉动面板价格反弹，上游偏光片产业景气度有望企稳回升。

研发投入持续加强，积极布局新赛道：公司持续加大研发力度，积极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。2022 年公司研发费用同比增加 2691.08 万元 (YoY+9.11%)，研发费用率达到了 7.25% (YoY+1.99pct)。

1) **车载方面：**目前公司车载碘系偏光片已稳定在 95°C×500H，并在后装车载市场取得量产实绩，更高耐温的产品仍在持续开发中。据年报披露，公司高度重视车载显示业务的发展，已在莆田布局新生产线为未来车载产品生产基地，公司开发车载产品已有 2-3 年时间，目前车载染料系产品已有小批量供货，车载碘系产品正在下游客户端做认证，产品认证通过后将逐步在莆田新生产线生产。

2) **OLED 方面：**公司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。据年报披露，公司目前已成为穿戴市场主要面板客户的主力供应商，OLED 手机产品已完成部分下游客户认证，未来随着客户需求量的增加以及公司龙岗产线的顺利爬坡，公司 OLED 手

投资评级

买入-A**维持评级**

6 个月目标价

55.00 元

股价 (2023-03-28)

43.14 元

交易数据

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
12 个月价格区间	24.6/70.2 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.7	16.0	26.4
绝对收益	-1.1	19.3	22.8

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

相关报告

产能持续释放，业绩符合预期 2022-01-27
期

机产品出货有望持续快速增长，并成为公司业绩的重要增长点之一。

- 3) **VR 方面：**公司 VR 头显折叠光路用偏光片实现量产出货，后续迭代产品持续开发中。据年报披露，公司对 VR 产品的研究开发已有一年多时间，目前正在接受客户的认证。公司看好 VR 产品在未来的发展潜力，并会积极投入，力争通过把握该产品方向上的发展契机，实现公司业务未来的进一步发展。

目 **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 33.10 亿元、44.34 亿元、59.46 亿元，归母净利润分别为 3.86 亿元、5.41 亿元、7.53 亿元，维持“买入-A”投资评级。

目 **风险提示：**下游需求不及预期；产能释放不及预期；行业竞争加剧风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,304.0	2,173.5	3,309.8	4,433.8	5,946.5
净利润	337.5	206.4	386.2	541.1	753.2
每股收益(元)	1.94	1.19	2.22	3.11	4.33
每股净资产(元)	12.18	13.38	15.33	18.16	22.18

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	23.1	37.8	20.2	14.4	10.4
市净率(倍)	3.7	3.4	2.9	2.5	2.0
净利润率	14.6%	9.5%	11.7%	12.2%	12.7%
净资产收益率	15.9%	8.9%	14.5%	17.1%	19.5%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.6%	0.6%	0.7%
ROIC	17.7%	10.4%	18.5%	19.3%	25.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,304.0	2,173.5	3,309.8	4,433.8	5,946.5	成长性					
减:营业成本	1,728.3	1,707.9	2,538.9	3,385.0	4,516.8	营业收入增长率	20.9%	-5.7%	52.3%	34.0%	34.1%
营业税费	11.7	8.1	13.2	17.7	23.2	营业利润增长率	190.1%	-36.4%	90.9%	39.9%	39.5%
销售费用	17.6	15.8	23.2	31.0	41.6	净利润增长率	188.9%	-38.8%	87.1%	40.1%	39.2%
管理费用	69.8	71.2	99.3	128.6	169.5	EBITDA 增长率	106.4%	-21.3%	68.2%	34.3%	34.2%
研发费用	103.3	130.2	165.5	217.3	285.4	EBIT 增长率	121.2%	-32.6%	85.7%	37.9%	38.2%
财务费用	-0.5	29.0	37.4	42.4	50.5	NOPLAT 增长率	137.4%	-32.7%	86.8%	37.9%	38.2%
资产减值损失	-20.2	-23.4	-22.5	-22.0	-22.6	投资资本增长率	14.3%	4.9%	32.6%	6.6%	34.8%
加:公允价值变动收益	1.0	1.7	-	-	-	净资产增长率	16.1%	8.4%	15.4%	19.3%	23.0%
投资和汇兑收益	-5.6	-3.1	-4.9	-4.5	-4.2						
营业利润	370.3	235.6	449.9	629.4	877.9	利润率					
加:营业外净收支	4.8	3.8	1.8	3.5	3.0	毛利率	25.0%	21.4%	23.3%	23.7%	24.0%
利润总额	375.1	239.4	451.7	632.9	880.9	营业利润率	16.1%	10.8%	13.6%	14.2%	14.8%
减:所得税	21.3	27.0	45.2	63.3	88.1	净利润率	14.6%	9.5%	11.7%	12.2%	12.7%
净利润	337.5	206.4	386.2	541.1	753.2	EBITDA/营业收入	20.1%	16.7%	18.5%	18.5%	18.6%
						EBIT/营业收入	16.9%	12.1%	14.7%	15.2%	15.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	116	178	130	109	89
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	143	163	141	136	138
货币资金	545.0	435.1	562.7	753.8	1,010.9	流动资产周转天数	348	382	301	284	277
交易性金融资产	401.0	361.7	361.7	361.7	361.7	应收账款周转天数	118	121	105	105	105
应收账款	872.1	587.2	1,343.5	1,242.9	2,225.9	存货周转天数	71	90	80	80	82
应收票据	34.0	24.7	64.7	55.1	105.6	总资产周转天数	559	634	481	426	388
预付账款	8.7	18.4	13.4	29.4	32.5	投资资本周转天数	330	383	299	263	238
存货	496.7	587.7	876.6	1,083.6	1,612.5						
其他流动资产	83.0	156.9	132.4	124.1	137.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.9%	8.9%	14.5%	17.1%	19.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.1%	5.6%	8.1%	10.5%	10.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	17.7%	10.4%	18.5%	19.3%	25.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,043.1	1,111.4	1,280.2	1,413.0	1,513.2	销售费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
在建工程	252.3	313.5	272.6	242.0	219.0	管理费用率	3.0%	3.3%	3.0%	2.9%	2.9%
无形资产	64.2	61.6	58.7	55.8	52.9	研发费用率	4.5%	6.0%	5.0%	4.9%	4.8%
其他非流动资产	67.9	134.6	82.1	88.0	88.4	财务费用率	0.0%	1.3%	1.1%	1.0%	0.8%
资产总额	3,868.1	3,792.7	5,048.5	5,449.2	7,360.2	四费/营业收入	8.3%	11.3%	9.8%	9.5%	9.2%
短期债务	922.3	768.3	1,086.4	1,169.9	1,556.2	偿债能力					
应付账款	409.5	347.5	740.1	734.7	1,233.6	资产负债率	44.3%	38.4%	46.6%	41.0%	46.3%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	79.6%	62.4%	87.4%	69.5%	86.1%
其他流动负债	143.0	156.5	132.4	143.9	144.4	流动比率	1.65	1.71	1.71	1.78	1.87
长期借款	126.3	86.1	287.3	78.8	366.8	速动比率	1.32	1.24	1.27	1.25	1.32
其他非流动负债	113.9	99.4	107.6	107.0	104.7	利息保障倍数	-840.31	9.04	13.04	15.86	18.38
负债总额	1,714.9	1,457.9	2,353.9	2,234.3	3,405.7	分红指标					
少数股东权益	35.7	9.0	29.3	57.8	97.5	DPS(元)	0.30	-	0.27	0.28	0.31
股本	173.9	173.9	173.9	173.9	173.9	分红比率	15.3%	0.0%	12.1%	9.1%	7.1%
留存收益	2,042.9	2,152.0	2,491.4	2,983.2	3,683.1	股息收益率	0.7%	0.0%	0.6%	0.6%	0.7%
股东权益	2,153.3	2,334.9	2,694.7	3,214.9	3,954.5						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	353.8	212.4	386.2	541.1	753.2
						加:折旧和摊销	77.6	106.4	125.0	150.7	175.7
						资产减值准备	32.8	12.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-1.0	-1.7	-	-	-
						财务费用	-1.5	28.4	37.4	42.4	50.5
						投资收益	-0.5	0.2	4.9	4.5	4.2
						少数股东损益	16.2	5.9	20.3	28.5	39.6
						营运资金的变动	-210.0	-150.1	-593.7	-113.0	-1,088.0
						经营活动产生现金流量	173.4	404.2	-19.9	654.1	-64.7
						投资活动产生现金流量	-391.3	-210.7	-254.9	-254.5	-254.2
						融资活动产生现金流量	143.7	-293.4	402.4	-208.5	576.1
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.94	1.19	2.22	3.11	4.33
						BVPS(元)	12.18	13.38	15.33	18.16	22.18
						PE(X)	23.1	37.8	20.2	14.4	10.4
						PB(X)	3.7	3.4	2.9	2.5	2.0
						P/FCF	34.0	-135.2	76.9	35.8	28.8
						P/S	3.4	3.6	2.4	1.8	1.3
						EV/EBITDA	23.8	17.5	13.5	9.7	7.7
						CAGR(%)	17.2%	55.1%	50.7%	17.2%	55.1%
						PEG	1.3	0.7	0.4	0.8	0.2
						ROIC/WACC	1.9	1.1	2.0	2.1	2.7
						REP	2.6	2.4	1.3	1.2	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034