

投资评级：买入（首次）
报告日期：2022年11月16日
市场数据

目前股价	44.48
总市值(亿元)	77.34
流通市值(亿元)	66.16
总股本(万股)	17,388
流通股本(万股)	14,873
12个月最高/最低	74.80/23.55

分析师

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

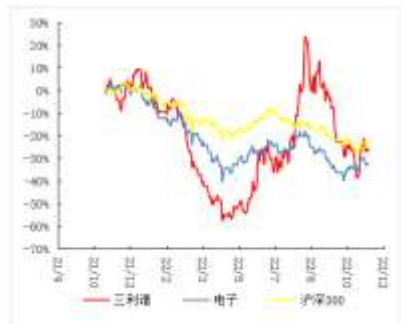
✉ zoulanlan@cgws.com

联系人(研究助理)：张元默

S1070120110006

☎ 021-31829736

✉ zhangyuanmo@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

业绩短期承压，车载&VR有望双驱动

——三利谱(002876)公司动态点评

盈利预测

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1905.10	2303.96	2208.81	3406.20	4471.66
(+/-)%	31.33%	20.94%	-4.13%	54.21%	31.28%
归母净利润	116.82	337.52	302.65	475.08	599.79
(+/-)%	127.94%	188.91%	-10.33%	56.97%	26.25%
摊薄 EPS	1.01	1.94	1.74	2.73	3.45
PE	44.04	22.93	25.56	16.28	12.90

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件：**公司公布2022年三季报，公司2022年前三季度实现营业收入16.62亿元，同比下降5.80%；归母净利润1.87亿元，同比下降32.71%；扣非净利润1.66亿元，同比下降35.62%。2022年Q3实现营业收入5.70亿元，同比下降4.35%，环比增长5.57%；归母净利润5011.45万元，同比下降45.30%，环比下降27.29%；扣非净利润4034.95万元，同比下降45.95%，环比下降32.78%。
- 毛利率短期承压，静待需求反弹：**受疫情反复影响，消费电子需求疲软，公司业绩短期继续承压。毛利率和净利率方面，2022年Q3公司毛利率为20.20%，同比下降3.38pct，环比下降3.95pct；净利率为8.88%，同比下降7.17pct，环比下降4.22pct。毛利率、净利率同比环比皆有下滑，主要系受下游面板厂稼动率低，叠加龙岗子公司产能爬坡，公司产品结构有所调整，部分产品价格下降所致。费用方面，Q3公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.93%/3.90%/5.26%/3.10%，同比变动分别为0.46pct/-0.03pct/1.69pct/1.80pct，环比变动分别为0.45pct/-0.46pct/-0.65pct/3.74pct。前三季度研发费用同比增长34.38%，主要系本期研发项目增加。前三季度财务费用同比增长4265.72%，主要系去年同期汇兑收益致财务费用减少。
- 长期扩张趋势不改，传统领域优势持续强化：**偏光片国内供需缺口较大，国产化趋势明显。基于战略发展的需要，公司在深圳光明，龙岗，松岗、安徽合肥、福建莆田均设有生产基地，目前光明厂、合肥厂持续满载，龙岗厂产能爬坡中，莆田厂2022年下半年试产，合肥厂二期预期2023年下半年投产。同时，公司近期与广水市人民政府合作投资建设液晶显示用光学膜与高分子聚合物生产线项目。项目预计总投资为5.2亿元人民币，光学膜设计产能为1.3亿m²/年，高分子聚合物设计产能为6万吨/年，预计总年产值22亿元。此外，公司还拟与黄冈市人民政府合作投资建设2520mm幅宽与1720mm幅宽的显示器用偏光片生产线项目。项目预计总投资为

100 亿元，设计产能为 1.4 亿 m^2 /年，预计年产值 100 亿元。新项目的投产将进一步拓宽公司传统偏光片业务布局并提升产能，扩大在大尺寸偏光片的市占率，巩固公司在偏光片市场的龙头优势地位。

- **持续推进产品多维化布局，奠定业绩高增长基础：**11 月 01 日，工信部等五部门联合发布《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》。提出到 2026 年，我国虚拟现实产业总体规模超过 3500 亿元，虚拟现实终端销量超过 2500 万台。公司是国内市场主流 VR 产品的光学膜供应商，具有对多种膜材贴合和极小尺寸裁切的丰富经验，在 VR 用 pancake 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，今年下半年已实现小批量出货。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，公司车载染料系产品目前已有小批量供货，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厂试产，预计 2023 年开始起量。OLED 产品方面，公司 OLED 智能穿戴产品出货量持续增长，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，随着后续 OLED 手机需求持续提升以及公司龙岗厂产能顺利爬坡，OLED 手机产品出货有望持续快速增长，并成为明年公司业绩的重要增长点之一。
- **首次覆盖，给与“买入”评级：**公司主要从事偏光片产品的研发、生产和销售，主要产品包括 TFT 系列和黑白系列偏光片两类。公司是国产偏光片领域的龙头厂商，通过扩产降本增效，持续提升产品良率有助于强化自身竞争优势，传统偏光片盈利水平有望改善。目前受下游面板需求疲软影响，业绩短期承压。VR 产业在政策催化作用下，将会迎来高速的发展阶段，公司 VR 产业有望迎来重要发展机遇。此外，公司在汽车电子等新兴领域提前布局，未来成长潜力巨大。我们预估公司 2022-2024 年归母净利润为 3.03 亿元、4.75 亿元、6.00 亿元，EPS 分别为 1.74 元、2.73 元、3.45 元，对应 PE 分别为 26X、16X、13X。
- **风险提示：**下游需求不及预期，产能扩张不及预期，产品单一，原材料供应集中及价格波动风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,905.10	2,303.96	2,208.81	3,406.20	4,471.66	成长性					
营业成本	1,574.42	1,728.28	1,540.20	2,491.98	3,283.10	营业收入增长	31.33%	20.94%	-4.13%	54.21%	31.28%
销售费用	27.75	17.58	20.54	35.76	40.89	营业成本增长	30.24%	9.77%	-10.88%	61.80%	31.75%
管理费用	47.13	69.84	86.14	106.79	150.05	营业利润增长	87.85%	190.13%	-2.43%	48.52%	27.81%
研发费用	87.39	103.26	116.18	162.69	216.40	利润总额增长	80.54%	201.23%	-3.30%	48.63%	27.61%
财务费用	26.49	-0.46	68.47	50.76	68.12	归母净利润增长	127.94%	188.91%	-10.33%	56.97%	26.25%
其他收益	28.52	33.87	31.20	32.53	31.87	盈利能力					
投资净收益	-6.21	-5.55	-5.88	-5.72	-5.80	毛利率	17.36%	24.99%	30.27%	26.84%	26.58%
营业利润	127.62	370.27	361.27	536.55	685.75	销售净利率	6.70%	16.07%	16.36%	15.75%	15.34%
营业外收支	-3.11	4.80	1.40	2.51	2.16	ROE	6.40%	16.43%	12.57%	14.87%	16.19%
利润总额	124.51	375.07	362.67	539.06	687.91	ROIC	8.94%	17.68%	16.67%	24.15%	19.46%
所得税	5.82	21.31	45.46	41.13	59.26	营运效率					
少数股东损益	1.87	16.24	14.56	22.85	28.85	销售费用/营业收入	1.46%	0.76%	0.93%	1.05%	0.91%
归母净利润	116.82	337.52	302.65	475.08	599.79	管理费用/营业收入	2.47%	3.03%	3.90%	3.14%	3.36%
资产负债表						研发费用/营业收入	4.59%	4.48%	5.26%	4.78%	4.84%
流动资产	2,015.74	2,440.56	1,731.15	3,233.16	3,054.62	财务费用/营业收入	1.39%	-0.02%	3.10%	1.49%	1.52%
货币资金	636.07	545.03	136.28	210.16	367.01	投资收益/营业利润	-4.87%	-1.50%	-1.63%	-1.07%	-0.85%
应收票据及应收账款合计	643.89	742.55	632.62	1,452.57	1,308.14	所得税/利润总额	4.67%	5.68%	12.53%	7.63%	8.61%
其他应收款	8.97	163.61	86.29	60.00	61.00	应收账款周转率	3.22	3.43	3.32	3.38	3.35
存货	411.75	496.70	346.76	990.51	789.36	存货周转率	4.25	5.07	5.24	5.09	5.02
非流动资产	1,277.56	1,427.58	1,599.61	1,685.76	1,772.35	流动资产周转率	1.07	1.03	1.06	1.37	1.42
固定资产	439.09	1,043.14	1,355.86	1,673.36	1,856.77	总资产周转率	0.66	0.64	0.61	0.83	0.92
资产总计	3,293.29	3,868.14	3,330.77	4,918.92	4,826.98	偿债能力					
流动负债	1,153.42	1,474.73	696.25	1,456.49	832.42	资产负债率	43.70%	44.33%	24.26%	31.90%	19.57%
短期借款	714.57	922.27	252.05	791.53	-	流动比率	1.75	1.65	2.49	2.22	3.67
应付款项	343.10	409.51	324.19	533.55	706.42	速动比率	1.39	1.32	1.99	1.54	2.72
非流动负债	285.72	240.15	111.64	112.77	112.20	每股指标 (元)					
长期借款	176.34	126.26	-	-	-	EPS	1.01	1.94	1.74	2.73	3.45
负债合计	1,439.15	1,714.88	807.89	1,569.26	944.62	每股净资产	10.55	12.18	14.22	18.84	21.74
股东权益	1,854.14	2,153.25	2,522.88	3,349.67	3,882.35	每股经营现金流	0.93	1.00	3.92	-3.17	7.75
股本	124.80	173.88	173.88	173.88	173.88	每股经营现金/EPS	0.92	0.51	2.25	-1.16	2.25
留存收益	1,776.25	2,042.90	2,298.72	3,102.65	3,606.49	估值					
少数股东权益	19.48	35.71	50.27	73.13	101.98	PE	44.04	22.93	25.56	16.28	12.90
负债和权益总计	3,293.29	3,868.14	3,330.77	4,918.92	4,826.98	PEG	0.72	1.09	0.30	0.27	0.61
现金流量表						PB	4.22	3.65	3.13	2.36	2.05
经营活动现金流	161.44	173.35	681.12	-550.37	1,347.79	EV/EBITDA	30.46	24.55	14.73	11.33	7.89
其中营运资本减少	-22.50	-210.02	216.66	-1,213.78	509.60	EV/SALES	3.28	4.77	3.40	2.35	1.58
投资活动现金流	-437.99	-391.33	-269.24	-197.37	-233.31	EV/IC	3.17	4.88	3.34	2.26	2.26
其中资本支出	456.44	180.14	265.13	189.80	227.46	ROIC/WACC	0.69	1.37	1.29	1.87	1.51
融资活动现金流	640.12	143.68	-820.63	821.62	-957.63	REP	4.56	3.55	2.58	1.21	1.50
净现金总变化	363.57	-74.30	-408.75	73.88	156.85						

研究员承诺

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。

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。

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。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
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；
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；
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：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

北京办公地址：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

上海办公地址：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>