

# 三利谱 (002876) \ 电子

## 22Q4 业绩承压，车载及 VR 产品实现量产

### 事件：

公司发布了2022年年报，2022年实现营业收入21.74亿元，同比增速-5.66%；实现归母净利润2.06亿元，同比增速-38.84%；实现扣非后归母净利润1.69亿元，同比增速-44.54%。

#### ➤ 2022Q4单季度收入略有收窄，利润压力较大

从2022年Q4单季度来看，收入为5.12亿元，同比增速-5.22%；归母净利润为0.19亿元，同比增速-67.44%；毛利率和净利率分别为20.27%、3.79%，同比变化分别为-4.37、-7.93个百分点，环比变化分别为0.06、-5.08个百分点；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为0.78%/3.63%/7.25%，同比变化分别为0.01/0.12/0.95个百分点。

#### ➤ 车载及VR产品逐步量产，新产能有序释放

2022年受到地缘政治、全球通胀等多方面影响，公司偏光片产品销售出现回落，产品价格也面临较大压力，公司通过加强产品创新、增强产线运营能力来降低行业需求不振的影响。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。目前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；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。公司莆田年产能600万平米车载偏光片生产线项目进入试产阶段，预计2023年产能有序释放；募投项目合肥二期超宽幅偏光片生产线项目进入土建施工阶段，预计2023年底建成投产，达产后将新增3000万平方米TFT偏光片产能。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为32.72/45.15/60.30亿元（23-24年原值40.91/51.18亿元），同比增速分别为50.54%/37.99%/33.55%；归母净利润分别为3.84/5.58/7.67亿元（23-24年原值5.07/6.15亿元），同比增速分别为86.22%/45.23%/37.42%；3年CAGR为54.90%，EPS分别为2.21/3.21/4.41元，对应PE分别为20/14/10倍。建议持续关注。

**风险提示：**偏光片行业竞争加剧、原材料供应集中等风险。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2304	2174	3272	4515	6030
增长率（%）	20.94%	-5.66%	50.54%	37.99%	33.55%
EBITDA（百万元）	452	375	724	1031	1362
净利润（百万元）	338	206	384	558	767
增长率（%）	188.91%	-38.84%	86.22%	45.23%	37.42%
EPS（元/股）	1.94	1.19	2.21	3.21	4.41
市盈率（P/E）	23	38	20	14	10
市净率（P/B）	3.7	3.4	2.9	2.5	2.0
EV/EBITDA	24.9	17.7	11.5	8.4	6.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年3月27日收盘价

投资评级：

行业：

光学光电子

投资建议：

当前价格：

44.88元

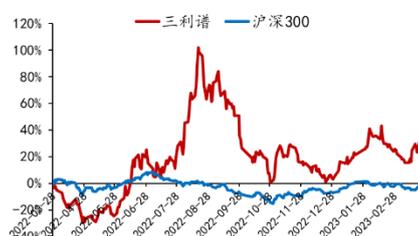
目标价格：

元

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	174/143
流通A股市值（百万元）	6,675
每股净资产（元）	12.87
资产负债率（%）	38.70
一年内最高/最低（元）	74.80/23.80

### 股价相对走势



分析师：熊军

执业证书编号：S0590522040001

邮箱：xiongjun@glsc.com.cn

分析师：王晔

执业证书编号：S0590521070004

邮箱：wye@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《三利谱(002876)\电子行业业绩短期承压，降本增效拓宽业务线》2022.08.25
- 2、《三利谱(002876)\电子行业业绩预告符合预期，产能建设持续推进》2022.01.25
- 3、《三利谱(002876)\电子行业偏光片国产化先锋，产能扩张助力业绩高成长》2021.12.01

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	545	435	327	451	603	营业收入	2304	2174	3272	4515	6030
应收账款+票据	782	627	1107	1528	2041	营业成本	1728	1708	2510	3454	4589
预付账款	9	18	18	25	33	税金及附加	12	8	15	21	28
存货	497	588	747	1028	1366	营业费用	18	16	23	31	41
其他	608	504	572	652	749	管理费用	173	201	272	334	440
<b>流动资产合计</b>	<b>2441</b>	<b>2172</b>	<b>2772</b>	<b>3684</b>	<b>4792</b>	财务费用	0	29	37	44	53
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-20	-23	-3	-5	-6
固定资产	1066	1131	1211	1455	1613	公允价值变动收益	1	2	0	0	0
在建工程	252	313	261	209	157	投资净收益	-6	-3	-5	-5	-5
无形资产	64	62	51	41	31	其他	21	49	31	31	30
其他非流动资产	45	115	104	93	93	<b>营业利润</b>	<b>370</b>	<b>236</b>	<b>438</b>	<b>652</b>	<b>897</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1428</b>	<b>1621</b>	<b>1627</b>	<b>1798</b>	<b>1893</b>	营业外净收益	5	4	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>3868</b>	<b>3793</b>	<b>4399</b>	<b>5482</b>	<b>6685</b>	<b>利润总额</b>	<b>375</b>	<b>239</b>	<b>440</b>	<b>654</b>	<b>899</b>
短期借款	922	768	800	1103	1287	所得税	21	27	44	78	108
应付账款+票据	353	319	501	690	917	<b>净利润</b>	<b>354</b>	<b>212</b>	<b>396</b>	<b>575</b>	<b>791</b>
其他	199	185	246	338	449	少数股东损益	16	6	12	17	24
<b>流动负债合计</b>	<b>1475</b>	<b>1272</b>	<b>1548</b>	<b>2131</b>	<b>2652</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>338</b>	<b>206</b>	<b>384</b>	<b>558</b>	<b>767</b>
长期带息负债	142	97	78	72	57	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	98	88	88	88	88	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>240</b>	<b>186</b>	<b>167</b>	<b>161</b>	<b>145</b>	营业收入	20.94%	-5.66%	50.54%	37.99%	33.55%
<b>负债合计</b>	<b>1715</b>	<b>1458</b>	<b>1715</b>	<b>2291</b>	<b>2797</b>	EBIT	148.08%	-28.35%	77.84%	46.16%	36.45%
少数股东权益	36	9	21	38	62	EBITDA	123.63%	-17.12%	93.10%	42.50%	32.03%
股本	174	174	174	174	174	归母净利润	188.91%	-38.84%	86.22%	45.23%	37.42%
资本公积	1135	1089	1089	1089	1089	<b>获利能力</b>					
留存收益	809	1063	1400	1890	2564	毛利率	24.99%	21.42%	23.29%	23.50%	23.89%
<b>股东权益合计</b>	<b>2153</b>	<b>2335</b>	<b>2684</b>	<b>3191</b>	<b>3888</b>	净利率	15.35%	9.77%	12.11%	12.75%	13.12%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3868</b>	<b>3793</b>	<b>4399</b>	<b>5482</b>	<b>6685</b>	ROE	15.94%	8.88%	14.43%	17.70%	20.05%
						ROIC	16.18%	9.32%	16.33%	19.13%	20.87%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债	44.33%	38.44%	38.98%	41.79%	41.84%
						流动比率	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8
						速动比率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.1	3.6	3.0	3.0	3.0
						存货周转率	3.5	2.9	3.4	3.4	3.4
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.9	1.2	2.2	3.2	4.4
						每股经营现金流	1.0	2.3	1.3	2.6	3.7
						每股净资产	12.2	13.4	15.3	18.1	22.0
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	23	38	20	14	10
						市净率	3.7	3.4	2.9	2.5	2.0
						EV/EBITDA	24.9	17.7	11.5	8.4	6.5
						EV/EBIT	30.0	24.7	17.5	12.4	9.3

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 3 月 27 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695