

Q1 盈利短期承压，偏光片国产化持续推进

- 4月26日，公司发布22年一季报，公司22年Q1实现营收5.52亿元，同比下滑0.7%；归母净利为0.68亿元，同比下滑11.6%，环比提升13.6%；扣非归母净利为0.66，同比下滑13.3%。
- **受疫情和产线爬坡的影响，公司毛利率短期承压。**公司22Q1实现营收5.52亿元，同比-0.7%；归母净利0.68亿元，同比-11.6%，环比+13.6%。公司Q1盈利有一定幅度下滑：国内疫情一定程度影响了公司上游原材料的供应；且公司于21年下半年投产的龙岗产线正处于产能爬坡期，当前对产品毛利有阶段性影响。除此之外，盈利能力较高的手机在Q1营收占比有所降低，公司预计22年全年手机营收占比相比Q1会有一定程度提升，改善公司盈利水平。22Q1经营性现金流主要系子公司三利谱技术产能释放材料采购增加所致。
- **国产化趋势不改，公司有望打开中长期成长空间。**21世纪以来，面板产业经历了多年的产业转移，2017年后我国开始主导面板市场，目前我国的面板产能占比已超六成。随着面板产业转移，国内的偏光片市场需求不断扩大。根据OFweek的数据，2020年全球偏光片的市场规模约为132.1亿美元，其中中国市场占比持续提升。从2015年到2020年，中国市场的占比从21.64%提升到了40.15%，但目前国内偏光片供给仍十分受限。21年下半年以来，虽然面板行业景气度下滑、面板价格持续下跌，但偏光片的价格主要是由供求关系决定的，面板降价对偏光片价格影响较小。**国内面板需求增长将加速偏光片国产化的进程，公司有望打开中长期成长空间。**
- **技术实力保障领军地位，稳步扩产加速国产替代。**经过多年技术研发，公司已完全掌握PVA膜染色、延伸、复合等关键技术，成功打破了日韩的技术垄断，成为国内主要偏光片供应商之一。公司坐拥深圳、合肥、莆田三大生产基地，目前主要有6条产线，其中深圳龙岗新产线于2021年投产，预计其将于2022年二季度末完成爬坡。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：公司在莆田规划一条1490mm的车载偏光片7号线（产能1000万平米/年）；合肥二期规划一条1720mm的产线（产能规划3000万平米/年）主要做高毛利大尺寸TV产品。随着生产规模的不断扩大，公司将不断优化各条战线的产品结构，进一步提升产品盈利水平和公司核心竞争力。截止2021年底公司年产能约2320万平米，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22和23年公司产能达到3320和4000万平米左右，2024年底公司产能合计可达7000多万平方米。**
- **投资建议：**预计公司22-24年实现营收29.3/38.9/48.2亿元，归母净利润4.00/6.03/7.96亿元，对应PE11/7/5倍PE，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**公司技术迭代不及时的风险、疫情风险、上游原材料涨价。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,304	2,932	3,888	4,821
增长率(%)	20.9	27.3	32.6	24.0
归属母公司股东净利润(百万元)	338	400	603	796
增长率(%)	188.9	18.4	50.9	32.1
每股收益(元)	1.94	2.30	3.47	4.58
PE	13	11	7	5
PB	2.0	1.7	1.9	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年04月26日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
24.6元

分析师：方竟

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师：李少青

执业证号：S0100522010001

电话：18616987704

邮箱：lishaoqing@mszq.com

相关研究

- 1.三利谱(002876.SZ)公司深度：偏光片龙头产能扩张，谱写国产化乐章
- 2.【民生电子】三利谱(002876)：Q1业绩大增，国产偏光片龙头量价齐升

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,304	2,932	3,888	4,821
营业成本	1,728	2,168	2,807	3,356
营业税金及附加	12	16	21	25
销售费用	18	22	30	37
管理费用	70	90	122	153
研发费用	103	134	182	230
EBIT	374	501	727	1,019
财务费用	-0	45	79	155
资产减值损失	-20	-21	-20	-22
投资收益	-6	-7	-9	-10
营业利润	370	460	667	893
营业外收支	5	3	2	4
利润总额	375	463	669	897
所得税	21	58	51	77
净利润	354	405	618	819
归属于母公司净利润	338	400	603	796
EBITDA	460	644	908	1,247

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	545	828	1,087	1,337
应收账款及票据	743	1,030	1,307	1,621
预付款项	9	14	15	19
存货	497	666	790	976
其他流动资产	648	599	697	775
流动资产合计	2,441	3,136	3,897	4,729
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,043	1,168	1,333	1,535
无形资产	64	63	62	61
非流动资产合计	1,428	1,511	1,628	1,647
资产合计	3,868	4,647	5,525	6,376
短期借款	922	1,292	2,275	3,256
应付账款及票据	353	467	588	704
其他流动负债	199	175	227	279
流动负债合计	1,475	1,934	3,090	4,239
长期借款	126	126	126	126
其他长期负债	114	114	114	114
非流动负债合计	240	240	240	240
负债合计	1,715	2,175	3,330	4,479
股本	174	174	174	174
少数股东权益	36	41	57	80
股东权益合计	2,153	2,473	2,195	1,897
负债和股东权益合计	3,868	4,647	5,525	6,376

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.94	27.27	32.58	24.01
EBIT 增长率	133.50	33.92	44.91	40.30
净利润增长率	188.91	18.37	50.88	32.12
盈利能力 (%)				
毛利率	24.99	26.07	27.79	30.39
净利润率	15.35	13.81	15.90	17.00
总资产收益率 ROA	8.73	8.60	10.91	12.49
净资产收益率 ROE	15.94	16.43	28.19	43.82
偿债能力				
流动比率	1.65	1.62	1.26	1.12
速动比率	1.31	1.27	1.00	0.88
现金比率	0.37	0.43	0.35	0.32
资产负债率 (%)	44.33	46.79	60.28	70.25
经营效率				
应收账款周转天数	112.25	123.92	119.22	118.46
存货周转天数	104.90	115.61	105.32	108.61
总资产周转率	0.60	0.63	0.70	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	1.94	2.30	3.47	4.58
每股净资产	12.38	14.22	12.62	10.91
每股经营现金流	1.00	1.70	3.47	4.79
每股股利	0.00	0.30	0.35	0.38
估值分析				
PE	13	11	7	5
PB	2.0	1.7	1.9	2.3
EV/EBITDA	10.56	7.67	6.24	5.13
股息收益率 (%)	0.00	1.20	1.41	1.52
现金流量表 (百万元)				
净利润	354	405	618	819
折旧和摊销	86	143	181	228
营运资金变动	-288	-351	-356	-445
经营活动现金流	173	296	603	832
资本开支	-142	-224	-296	-242
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-391	-231	-305	-253
股权募资	0	0	0	0
债务募资	198	370	983	981
筹资活动现金流	144	252	798	722
现金净流量	-71	283	259	250

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受到任何形式的补偿。

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001