

毛利率环比改善，期待VR光学膜放量

核心观点：

- **受下游消费需求影响，公司上半年业绩承压。**公司发布2022年上半年报，上半年实现营收10.92亿元，同比-6.53%，归属上市公司股东净利润1.37亿元，同比-26.52%，扣非归母净利润1.26亿元，同比-31.43%。经营活动现金流1.12亿元，同比-15%。业绩符合市场预期，上半年受到下游消费电子及TV需求下降影响，公司业绩承压，积极关注下游去库存情况以及新产品放量进展。
- **毛利率环比改善，期待VR光学膜放量。**公司单二季度实现归母净利润0.69亿元，单二季度毛利率24.15%，环比提升3pct，单二季度净利率13.1%，环比提升0.12pct。毛利率改善明显，也从侧面印证了面板周期对偏光片价格影响有限，公司的偏光片产品价格保持稳定。随着手机OLED偏光片的验证通过放量，以及VR光学膜的放量，公司的毛利率有望持续改善。
- **偏光片国产替代，公司积极扩充产能。**随着国内面板企业在全球市占率的持续提升，偏光片的国产化需求持续增长。公司已具备满足下游众多应用领域所需偏光片的生产能力。产品类型包括TN偏光片、STN偏光片、TFT偏光片、OLED偏光片、3D眼镜用偏光片等，随着龙岗产线的爬坡，以及未来产能的持续扩张，公司有望成为全球偏光片龙头。
- **短期业绩下滑不改公司长期成长性。**公司上半年受到下游消费需求放缓的影响，短期业绩下滑，但考虑到公司手机OLED偏光片、VR光学膜、车载显示偏光片等产品的逐步放量，以及消费电子去库存后的回暖。从长期来看，公司的成长空间依然较大，短期业绩承压不改公司长期成长性。
- **投资建议** 公司作为国内偏光片及光学膜领域的头部公司，产能持续增长，新产品陆续放量，伴随着下游阶段性去库存进入尾声，公司业绩有望重回增长。我们预计公司2022-2024年EPS为2.16/3.43/4.73，对应2022-2024年PE分别为27.19X/17.13X/12.42X。首次评级，给予“推荐”评级。
- **风险提示** 偏光片产能释放不及预期，VR光学膜等新品放量不及预期，下游消费需求不及预期

三利谱 (002876.SZ)

推荐 首次评级

分析师

高峰

■：010-80927671

✉：gaofeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040001

王子路

■：010-80927632

✉：wangzilu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522050001

市场数据

2022-08-25

A股收盘价(元)	58.78
股票代码	002876
A股一年内最高价(元)	70.20
A股一年内最低价(元)	24.60
上证指数	3,215.20
市盈率	4.57
总股本(万股)	17,388
实际流通A股(万股)	14,339
流通A股市值(亿元)	84

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

相对沪深300表现图

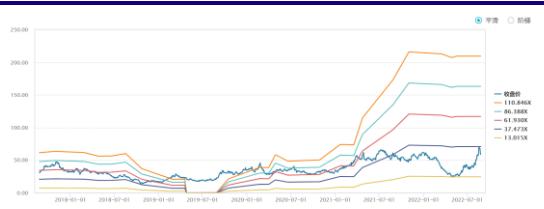


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

盈利预测与财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	23.04	29.35	39.90	50.84
收入增长率%	20.94	27.39	35.94	27.43
净利润(亿元)	3.38	3.76	5.97	8.23
净利润增速	188.91	11.39	58.67	38.00
毛利率	24.99	24.66	27.17	28.71
摊薄EPS(元)	1.94	2.16	3.43	4.73
PE	32.21	27.19	17.13	12.42
PB	5.13	4.10	3.31	2.61

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

公司整体估值情况
图: PE—Bands


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图: PB—Bands


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

附表：财务预测表

利润表		单位：亿元				现金流量表		单位：亿元			
		2021A	2022E	2023E	2024E			2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入		23.04	29.35	39.90	50.84	经营活动现金流		1.73	1.97	4.58	6.25
营业成本		17.28	22.11	29.06	36.24	净利润		3.54	3.96	6.28	8.67
营业税金及附加		0.12	0.08	0.11	0.14	折旧摊销		0.86	1.46	1.85	2.32
营业费用		0.18	0.21	0.28	0.36	财务费用		-0.02	0.00	0.00	0.00
管理费用		0.70	0.88	1.20	1.53	投资损失		0.00	0.11	0.12	0.16
财务费用		0.00	0.00	0.00	0.00	营运资金变动		-2.88	-3.55	-3.67	-4.89
资产减值损失		-0.20	0.00	0.00	0.00	其它		0.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益		0.01	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流		-3.91	-2.37	-3.11	-2.62
投资净收益		-0.06	-0.11	-0.12	-0.16	资本支出		-1.42	-2.27	-2.98	-2.46
营业利润		3.70	4.66	7.39	10.19	长期投资		0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入		0.06	0.00	0.00	0.00	其他		-2.50	-0.11	-0.12	-0.16
营业外支出		0.01	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流		1.44	-9.22	0.00	0.00
利润总额		3.75	4.66	7.39	10.19	短期借款		2.08	-9.22	0.00	0.00
所得税		0.21	0.70	1.11	1.53	长期借款		-0.50	0.00	0.00	0.00
净利润		3.54	3.96	6.28	8.67	其他		-0.14	0.00	0.00	0.00
少数股东损益		0.16	0.20	0.31	0.43	现金净增加额		-0.71	-9.63	1.47	3.63
归属母公司净利润		3.38	3.76	5.97	8.23						

资产负债表		单位：亿元				主要财务比率					
		2021A	2022E	2023E	2024E			2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产		24.41	19.34	26.37	37.04	盈利能力					
现金		5.45	-4.18	-2.71	0.93	毛利率		24.99%	24.66%	27.17%	28.71%
应收账款		7.09	9.96	13.03	16.50	净利率		14.65%	12.81%	14.95%	16.19%
其它应收款		1.64	0.82	1.38	2.26	ROE		15.94%	15.08%	19.30%	21.04%
预付账款		0.09	0.14	0.16	0.21	ROIC		10.78%	13.50%	17.46%	19.28%
存货		4.97	7.00	8.39	10.78	成长能力					
其他		5.18	5.59	6.12	6.36	营业收入增长率		20.94%	27.39%	35.94%	27.43%
非流动资产		14.28	15.08	16.22	16.36	营业利润增长率		190.13%	25.74%	58.67%	38.00%
长期投资		0.00	0.00	0.00	0.00	归母净利润增长率		188.91%	11.39%	58.67%	38.00%
固定资产		10.43	11.68	13.33	15.35	偿债能力					
无形资产		0.64	0.63	0.62	0.61	资产负债率		44.33%	25.96%	25.40%	24.28%
其他		3.20	2.77	2.27	0.40	流动比率		79.64%	35.07%	34.05%	32.06%
资产总计		38.68	34.43	42.59	53.40	速动比率		1.65	2.96	3.13	3.51
流动负债		14.75	6.54	8.42	10.56	总资产周转率		1.31	1.87	2.12	2.47
短期借款		9.22	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率		0.60	0.85	0.94	0.95
应付账款		3.53	4.76	6.08	7.60	应付帐款周转率		3.25	2.95	3.06	3.08
其他		1.99	1.77	2.33	2.96	每股指标					
非流动负债		2.40	2.40	2.40	2.40	每股收益		1.94	2.16	3.43	4.73
长期借款		1.26	1.26	1.26	1.26	每股经营现金		1.00	1.13	2.63	3.60
其他		1.14	1.14	1.14	1.14	每股净资产		12.18	14.34	17.77	22.50
负债合计		17.15	8.94	10.82	12.96	估值					
少数股东权益		0.36	0.56	0.87	1.30	P/E		32.21	27.19	17.13	12.42
归属母公司股东权益		21.18	24.94	30.90	39.13	P/B		5.13	4.10	3.31	2.61
负债和股东权益		38.68	34.43	42.59	53.40	P/S		4.44	3.48	2.56	2.01

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

高峰，北京邮电大学电子与通信工程硕士，吉林大学工学学士。2年电子实业工作经验，6年证券从业经验，曾就职于渤海证券、国信证券、北京信托证券部。2022年加入中国银河证券研究院，担任电子团队组长，主要从事硬科技方向研究。

王子路，英国布里斯托大学金融与投资硕士，山东大学经济学学士，2年科技产业研究经验，2020年加入中国银河证券研究院，从事电子行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其实内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn