

三利谱 (002876.SZ)

新兴应用多点布局，产品均价不断提升

买入

核心观点

1H22 年业绩短期承压，随疫情修复下半年有望环比改善。1H22 公司实现营业收入 10.92 亿元 (YoY-6.5%)，归母净利润 1.37 亿元 (YoY-26.52%)，扣非归母净利润 1.26 亿元 (YoY-31.4%)，毛利率 22.60% (YoY-3.26pct)。2Q22 单季营收 5.40 亿元 (YoY-11.8%，QoQ-2.2%)，归母净利润 0.69 亿元 (YoY-37.0%，QoQ+1.5%)，扣非归母净利润 0.6 亿元 (YoY-44.2%，QoQ-9.1%)，毛利率 24.15% (YoY-3.10pct，QoQ+3.07pct)。

VR 应用抢先布局，Pancake 方案产品已小批量供货。根据 Well senn XR 预计，24 年全球 VR 出货量有望增至 3546 万部 (21-24 CAGR:51%)。随着 VR 向轻薄化、高成像质量方向发展，采用折叠光路设计、可实现模组减重与变焦的 Pancake 方案逐渐成为主流。由于该方案中多层膜材贴合及高精度裁切的工艺难度大，国内仅有包括三利谱在内的少数几家厂商能实现。目前，公司产品已完成研发认证并与国内头部客户合作开始小批量供货。

车载显示量价齐升，公司车载产品明年将逐步起量。车载显示向多屏化发展，根据盖世汽车数据，车均显示屏将从 21 年 1.9 个增至 25 年 2.7 个；此外，由于车载产品耐温等要求高，偏光片单价相比电视约 10 美元/m²增加至约 30 美元/m²。目前，公司车载染料系产品已小批量供货，车载碘系产品正在认证，预计明年将随莆田 1490mm 产线 (600-1000 万 m²/年) 爬坡逐步起量。

手机 OLED 应用提升偏光片附加值，产线 ASP 不断提升。由于 OLED 显示屏通过自发光形式产生画面，偏光片从传统 LCD 上下两片变为一片，其对膜材料及工艺提出了更高要求，对应产品附加值更高。目前，公司 OLED 手机产品已完成部分下游客户认证。预计随下半年龙岗产线爬坡完成，公司 OLED 手机产品出货有望快速增长，成为 23 年业绩的重要增长点之一。

上游原材料广布局，成本与供应链风险有望进一步降低。公司在偏光片原材料国产化持续布局以降低成本和供应链风险。目前，电视偏光片除 PVA 膜和 TAC 膜外，保护膜、表面处理、离型膜、压敏胶等已基本实现一定量的自产和国产。未来，随原材料国产化程度提升，公司成本有望进一步改善。

投资建议：公司新兴应用多点布局，产能稳步增长，维持“买入”评级。

我们看好公司产品产能双升级的成长空间，预计 2022-2024 年公司营收 29.4/40.0/51.4 亿元，归母净利润 3.4/5.1/6.9 亿元，当前股价对应 PE 分别为 29/20/14x，维持“买入”评级。

风险提示：产能爬坡不及预期，下游市场需求不及预期。

| 盈利预测和财务指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,905 | 2,304 | 2,938 | 4,000 | 5,144 |
| (+/-%) | 31.3% | 20.9% | 27.5% | 36.2% | 28.6% |
| 净利润(百万元) | 117 | 338 | 339 | 506 | 693 |
| (+/-%) | 127.9% | 188.9% | 0.3% | 49.4% | 36.9% |
| 每股收益(元) | 0.94 | 1.94 | 1.95 | 2.91 | 3.98 |
| EBIT Margin | 8.3% | 16.2% | 14.1% | 15.5% | 16.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 6.4% | 15.9% | 14.1% | 18.0% | 20.4% |
| 市盈率 (PE) | 60.6 | 29.2 | 29.1 | 19.5 | 14.2 |
| EV/EBITDA | 41.2 | 25.9 | 20.6 | 14.8 | 11.6 |
| 市净率 (PB) | 3.86 | 4.66 | 4.11 | 3.50 | 2.91 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·光学光电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

联系人：詹浏洋

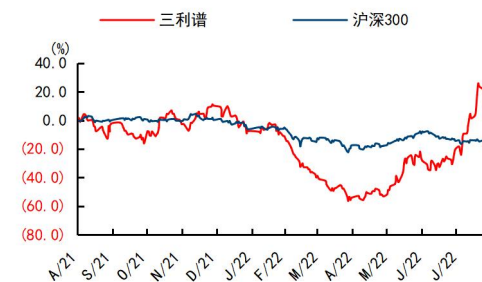
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 56.74 元 |
| 总市值/流通市值 | 9873/8454 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 74.80/23.80 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 389.86 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

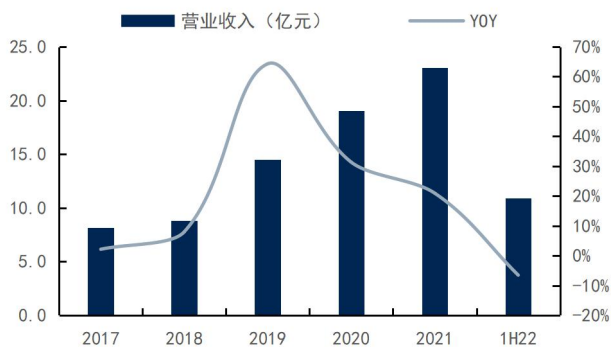
相关研究报告

《三利谱-002876-重大事件快评：国产化替代趋势不变，长期看好偏光片龙头》——2018-02-26

《三利谱-002876-2017 年三季报点评：打破产能瓶颈，偏光片龙头迎高速增长期》——2017-10-30

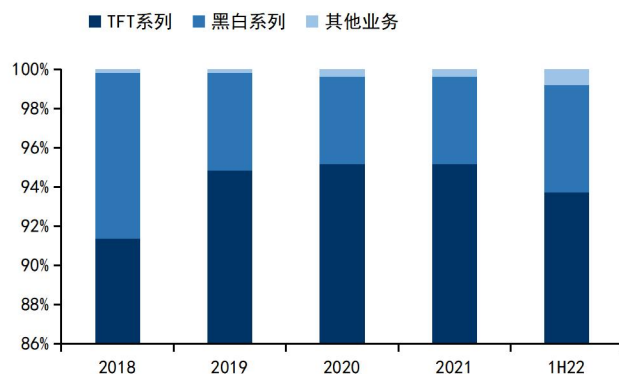
《三利谱-002876-国内偏光片行业龙头，未来三年看得见的高成长》——2017-09-11

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



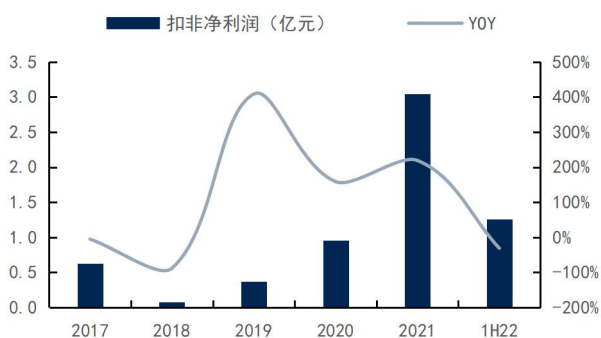
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近五年分产品营收结构 (%)



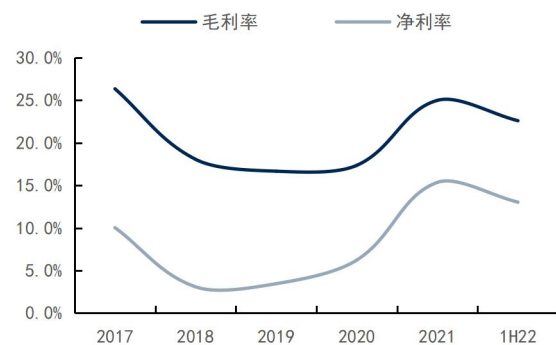
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



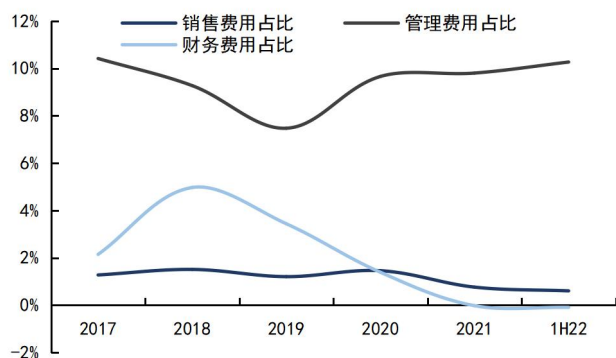
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年综合毛利率、净利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表（百万元） | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 636 | 545 | 453 | 486 | 495 | 营业收入 | 1905 | 2304 | 2938 | 4000 | 5144 |
| 应收款项 | 653 | 906 | 1155 | 1573 | 2023 | 营业成本 | 1574 | 1728 | 2279 | 3066 | 3912 |
| 存货净额 | 412 | 497 | 637 | 863 | 1109 | 营业税金及附加 | 10 | 12 | 16 | 21 | 27 |
| 其他流动资产 | 315 | 493 | 518 | 561 | 607 | 销售费用 | 28 | 18 | 22 | 29 | 38 |
| 流动资产合计 | 2016 | 2441 | 2764 | 3483 | 4234 | 管理费用 | 47 | 70 | 84 | 102 | 130 |
| 固定资产 | 1175 | 1295 | 1419 | 1482 | 1494 | 研发费用 | 87 | 103 | 124 | 160 | 206 |
| 无形资产及其他 | 66 | 64 | 62 | 59 | 57 | 财务费用 | 26 | (0) | (16) | (2) | (3) |
| 其他长期资产 | 37 | 68 | 68 | 68 | 68 | 投资收益 | (6) | (6) | (7) | (6) | (6) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (24) | (19) | (16) | (17) | (16) |
| 资产总计 | 3293 | 3868 | 4312 | 5092 | 5852 | 其他收入 | 26 | 21 | (32) | (39) | (44) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 757 | 980 | 976 | 1074 | 968 | 营业利润 | 128 | 370 | 375 | 561 | 767 |
| 应付款项 | 328 | 353 | 453 | 613 | 788 | 营业外净收支 | (3) | 5 | 1 | 1 | 2 |
| 其他流动负债 | 69 | 141 | 181 | 244 | 313 | 利润总额 | 125 | 375 | 376 | 562 | 770 |
| 流动负债合计 | 1153 | 1475 | 1610 | 1931 | 2070 | 所得税费用 | 6 | 21 | 21 | 32 | 44 |
| 长期借款及应付债券 | 176 | 126 | 126 | 126 | 126 | 少数股东损益 | 2 | 16 | 16 | 24 | 33 |
| 其他长期负债 | 109 | 114 | 112 | 113 | 114 | 归属于母公司净利润 | 117 | 338 | 339 | 506 | 693 |
| 长期负债合计 | 286 | 240 | 239 | 239 | 240 | 现金流量表（百万元） | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 负债合计 | 1439 | 1715 | 1849 | 2170 | 2311 | 净利润 | 119 | 354 | 355 | 530 | 726 |
| 少数股东权益 | 19 | 36 | 52 | 76 | 110 | 资产减值准备 | 27 | 33 | 16 | 17 | 17 |
| 股东权益 | 1835 | 2118 | 2398 | 2818 | 3392 | 折旧摊销 | 48 | 74 | 156 | 191 | 215 |
| 负债和股东权益总计 | 3293 | 3868 | 4299 | 5064 | 5812 | 公允价值变动损失 | 0 | (1) | (0) | (0) | (1) |
| 关键财务与估值指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 财务费用 | 19 | (2) | (16) | (2) | (3) |
| 每股收益 | 0.94 | 1.94 | 1.95 | 2.91 | 3.98 | 营运资本变动 | 124 | (164) | (264) | (447) | (484) |
| 每股红利 | 0.34 | 0.33 | 0.33 | 0.50 | 0.68 | 其它 | (176) | (121) | 0 | (15) | (14) |
| 每股净资产 | 14.70 | 12.18 | 13.79 | 16.20 | 19.51 | 经营活动现金流 | 161 | 173 | 247 | 274 | 457 |
| ROIC | 10% | 16% | 17% | 21% | 25% | 资本开支 | (337) | (143) | (277) | (252) | (224) |
| ROE | 6% | 16% | 14% | 18% | 20% | 其它投资现金流 | (101) | (249) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 17% | 25% | 22% | 23% | 24% | 投资活动现金流 | (438) | (391) | (277) | (252) | (224) |
| EBIT Margin | 8% | 16% | 14% | 16% | 16% | 权益性融资 | 878 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 11% | 19% | 19% | 20% | 20% | 负债净变化 | 5 | (50) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 31% | 21% | 27% | 36% | 29% | 支付股利、利息 | (43) | (58) | (58) | (87) | (118) |
| 净利润增长率 | 128% | 189% | 0% | 49% | 37% | 其它融资现金流 | (199) | 251 | (4) | 98 | (106) |
| 资产负债率 | 44% | 45% | 44% | 44% | 42% | 融资活动现金流 | 640 | 144 | (62) | 11 | (224) |
| 息率 | 0.4% | 0.6% | 0.6% | 0.9% | 1.2% | 现金净变动 | 365 | (71) | (92) | 33 | 9 |
| P/E | 60.6 | 29.2 | 29.1 | 19.5 | 14.2 | 货币资金的期初余额 | 129 | 495 | 424 | 331 | 365 |
| P/B | 3.9 | 4.7 | 4.1 | 3.5 | 2.9 | 货币资金的期末余额 | 495 | 424 | 331 | 365 | 373 |
| EV/EBITDA | 41.2 | 25.9 | 20.6 | 14.8 | 11.6 | 企业自由现金流 | (14) | 120 | 6 | 78 | 291 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | (208) | 321 | (35) | 136 | 145 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032