

下游需求影响持续，等候新产品改善盈利

事件：2022 年 10 月 26 日，公司发布 2022 年三季报，22 年 Q3 单季度实现收入 5.70 亿元，同比减少 4.35%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比减少 45.30%；实现扣非归母净利润 0.40 亿元，同比减少 45.95%。公司前三季度总体实现收入 16.62 亿元，同比下滑 5.80%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比下滑 32.71%；实现扣非归母净利润 1.66 亿元，同比下降 35.63%。

➤ **受疫情和产线爬坡的影响，公司毛利率短期承压。**公司 22 年 Q3 实现营收 5.70 亿元，同比下滑 4.35%；归母净利 0.50 亿元，同比下滑 45.30%。从盈利水平来看，单三季度毛利率为 20.20%，环比减少 3.94pct；单三季度净利率为 8.79%，环比减少 4.03pct，均有一定幅度下滑，我们认为主要系市场需求下降，部分产品降价，同时龙岗子公司处于产能爬坡阶段，单位成本较高，导致毛利率下降。

➤ **国产化趋势不改，新品助力成长。**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。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（预计产能 1000 万平米/年）；合肥二期规划一条 1720mm 的产线（预计产能规划 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。截至 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 多万平米。除传统业务，公司还提供 VR 眼镜 pancake 方案中偏光片模组，持续为大客户出货，且在下游持续验证，有望突破新客户。

➤ **公司成立“原材料国产化”小组，未来有望降低材料成本。**公司生产成本中占比较大的核心原材料 PVA 膜主要从日本可乐丽采购，TAC 膜主要从富士胶片购买。虽然目前需求能够满足，但公司已经成立“原材料国产化”小组，在国内寻找及培育关键原材料的供应商，以减少从日本购入原材料的比重，目前已导入长春化工、皖维高新、中国乐凯集团等关键材料的供应商，从而逐步分散原材料采购地。

➤ **投资建议：**考虑到下游手机等消费电子出货节奏放缓，对公司短期业绩存在一定影响，我们下调公司盈利预测，预计公司 22-24 年实现营收 27.90/39.42/47.74 亿元，归母净利润 2.58/4.82/6.13 亿元，对应 PE 25/14/11 倍 PE，公司为国产偏光片稀缺标的，且不断布局新兴下游领域，竞争优势较强，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**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）	2304	2790	3942	4774
增长率（%）	20.9	21.1	41.3	21.1
归属母公司股东净利润（百万元）	338	258	482	613
增长率（%）	188.9	-23.6	87.1	27.2
每股收益（元）	1.94	1.48	2.77	3.53
PE	19	25	14	11
PB	3.1	2.8	3.5	4.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
37.50 元

分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

相关研究

1.三利谱 (002876.SZ) 22Q1 季报点评：Q1 盈利短期承压，偏光片国产化持续推进-2022/04/27

2.三利谱 (002876.SZ) 公司深度：偏光片龙头产能扩张，谱写国产化乐章-2022/04/23

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	2304	2790	3942	4774
营业成本	1728	2201	2989	3512
营业税金及附加	12	15	21	25
销售费用	18	21	30	36
管理费用	70	86	123	152
研发费用	103	128	184	228
EBIT	374	339	594	821
财务费用	0	45	81	162
资产减值损失	-20	-21	-20	-22
投资收益	-6	-7	-9	-10
营业利润	370	296	533	687
营业外收支	5	3	2	4
利润总额	375	299	535	691
所得税	21	37	41	60
净利润	354	261	495	631
归属于母公司净利润	338	258	482	613
EBITDA	460	484	779	1054

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	545	742	798	905
应收账款及票据	743	979	1325	1606
预付款项	9	14	16	20
存货	497	676	843	1023
其他流动资产	648	591	701	772
流动资产合计	2441	3003	3683	4325
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1043	1168	1333	1535
无形资产	64	63	62	61
非流动资产合计	1428	1508	1622	1636
资产合计	3868	4511	5305	5961
短期借款	922	1292	2275	3256
应付账款及票据	353	474	626	736
其他流动负债	199	176	237	287
流动负债合计	1475	1942	3137	4279
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	1715	2182	3378	4520
股本	174	174	174	174
少数股东权益	36	39	52	69
股东权益合计	2153	2329	1927	1441
负债和股东权益合计	3868	4511	5305	5961

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	21.09	41.31	21.11
EBIT 增长率	133.50	-9.53	75.41	38.20
净利润增长率	188.91	-23.62	87.07	27.21
盈利能力 (%)				
毛利率	24.99	21.11	24.17	26.45
净利润率	15.35	9.37	12.55	13.22
总资产收益率 ROA	8.73	5.71	9.09	10.29
净资产收益率 ROE	15.94	11.26	25.71	44.71
偿债能力				
流动比率	1.65	1.55	1.17	1.01
速动比率	1.31	1.19	0.90	0.77
现金比率	0.37	0.38	0.25	0.21
资产负债率 (%)	44.33	48.37	63.67	75.82
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	0.62	0.74	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	1.94	1.48	2.77	3.53
每股净资产	12.18	13.17	10.79	7.89
每股经营现金流	1.00	1.20	2.30	3.96
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	19	25	14	11
PB	3.1	2.8	3.5	4.8
EV/EBITDA	15.43	15.01	10.52	8.61
股息收益率 (%)	0.79	0.00	0.00	0.00
现金流量表 (百万元)				
净利润	354	261	495	631
折旧和摊销	86	146	185	232
营运资金变动	-288	-297	-439	-404
经营活动现金流	173	209	400	689
资本开支	-142	-224	-296	-242
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-391	-230	-306	-252
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	197	56	107

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026