

三利谱 (002876. SZ)

22 年净利润承压，车载、VR Pancake 等偏光片新品量产

买入

核心观点

2022 年营收同比下降 5.7%，归母净利润同比下降 38.8%。公司 2022 年营收 21.74 亿元 (YoY -5.7%)，归母净利润 2.06 亿元 (YoY -38.8%)；其中 4Q22 营收 5.12 亿元 (YoY -5.2%，QoQ -10.2%)，归母净利润 0.19 亿元 (YoY -67.4%，QoQ -61.3%)。22 年净利润下滑原因有：1) 俄乌冲突、海外通胀等因素造成手机、PC、TV 等终端出货量下滑，偏光片需求下滑，同时受竞争加剧影响 TV 偏光片价格有所下调；2) 龙岗厂新投产，产能利用率短期未达到正常水平，公司毛利率同比下降；3) 公司进口材料占比高，人民币贬值造成汇兑损失。

22 年毛利率同比下降 3.6pct，净利率同比下降 5.2pct。2022 年公司毛利率 21.4% (YoY -3.6pct)，其中 4Q22 毛利率 20.3% (YoY -4.4pct，QoQ +0.1pct)，毛利率下滑主要系：1) TV 偏光片行业竞争加剧导致销售价格下降；2) 龙岗厂新投产并处于产能爬坡过程中，产能利用率短期未达正常水平。2022 年公司期间费用率同比提升 3.1pct 至 11.3%，其中研发费用率同比提升 1.5pct 至 6.0%，财务费用率同比提升 1.4pct 至 1.3%。公司进口材料占原材料比重较高，人民币兑美元汇率贬值导致 22 年汇兑收益同比减少 3176 万元。

莆田、合肥二期等新项目稳步推进，产能持续扩增。2022 年公司莆田年产能 600 万平米偏光片生产线建成并进入试生产阶段，该产线规划用于生产车载显示屏偏光片，预计 2023 年产能利用率稳步提升。此外，合肥二期超宽幅偏光片生产线进入土建施工阶段，预计 2023 年底建成投产，达产后将新增 3000 万平米偏光片产能，有助于提升公司 TV 等大尺寸产品市场份额。

VR Pancake 用偏光片、柔性 AMOLED 用偏光片等新产品陆续通过验证或量产。22 年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 Pancake 用偏光片等新产品的研发工作。其中：车载碘系偏光片已在后装车载市场实现量产；柔性 AMOLED 偏光片客户测试基本通过，将陆续在多个品牌量产；VR Pancake 用偏光片实现量产出货，后续迭代产品持续开发中。

投资建议：我们预计 23 年面板厂稼动率回升带动偏光片订单回暖，同时看好公司龙岗、莆田新产线产能爬坡及 VR Pancake、柔性 AMOLED 用偏光片等新品放量贡献业绩增量。我们预计公司 23/24/25 年营收 32.62/45.28/56.51 亿元 (YoY +50.1%/38.8%/24.8%)，归母净利润 3.38/5.01/6.50 亿元 (YoY +63.8%/48.2%/29.6%)，对应 PE 为 22.1/14.9/11.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能爬坡不及预期，下游需求不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,304	2,174	3,262	4,528	5,651
(+/-%)	20.9%	-5.7%	50.1%	38.8%	24.8%
净利润(百万元)	338	206	338	501	650
(+/-%)	188.9%	-38.8%	63.8%	48.2%	29.6%
每股收益(元)	1.94	1.19	1.95	2.88	3.74
EBIT Margin	16.2%	11.1%	12.9%	13.7%	14.2%
净资产收益率(ROE)	15.9%	8.9%	13.2%	17.2%	19.5%
市盈率(PE)	22.2	36.3	22.1	14.9	11.5
EV/EBITDA	20.6	26.2	17.5	12.8	10.5
市净率(PB)	3.54	3.22	2.93	2.58	2.25

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

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

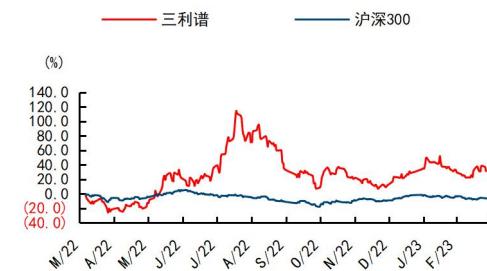
证券分析师：李梓澎
0755-81981181
lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

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	43.06 元
总市值/流通市值	7487/6406 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	213.54 百万元

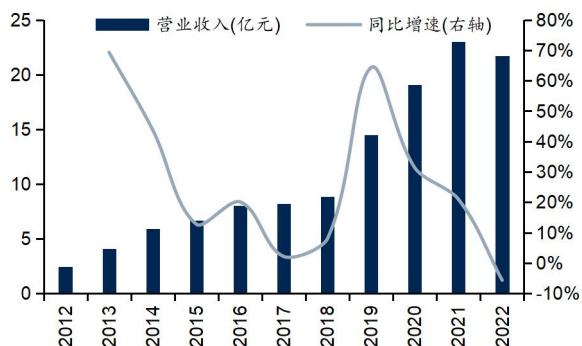
市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

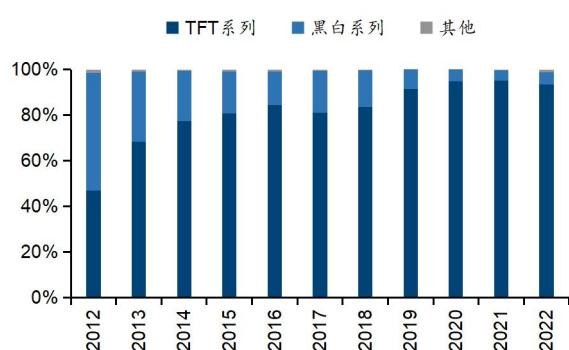
- 《三利谱 (002876. SZ) -3Q22 单季度营收环比增长 5.6%，产能扩充稳步推进》——2022-11-11
《三利谱 (002876. SZ) -新兴应用多点布局，产品均价不断提升》——2022-08-29

图1：公司营业收入及同比增速


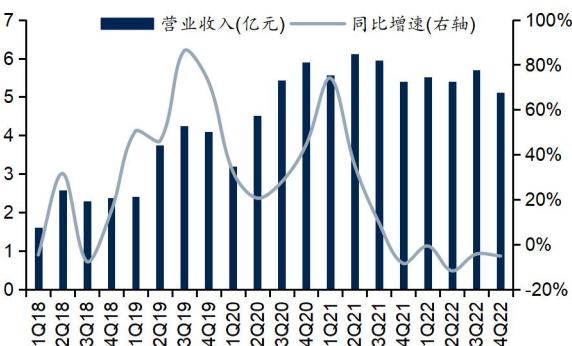
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速

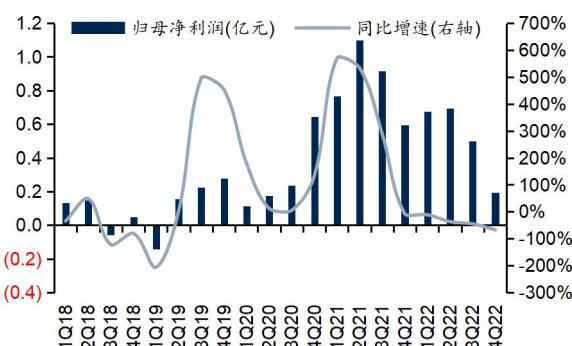

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司分产品营收结构


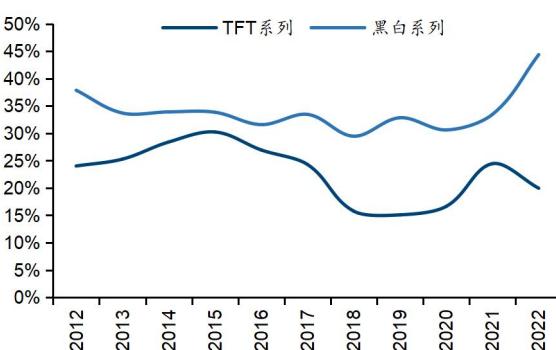
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速


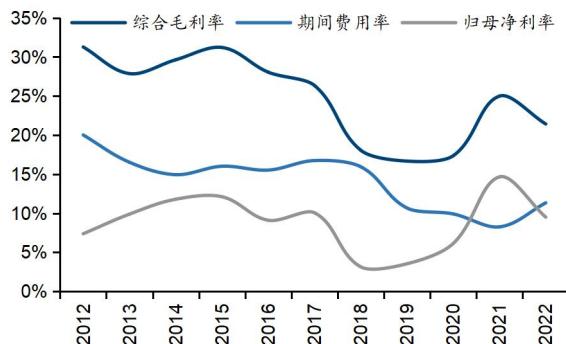
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速


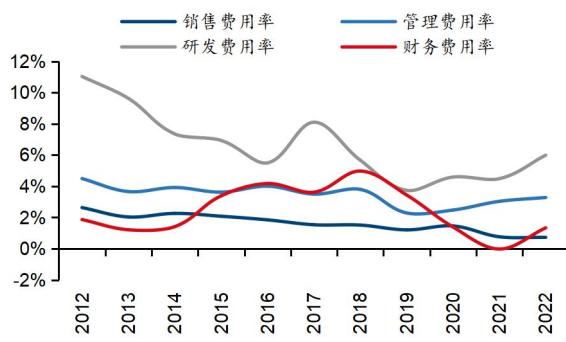
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司分产品毛利率


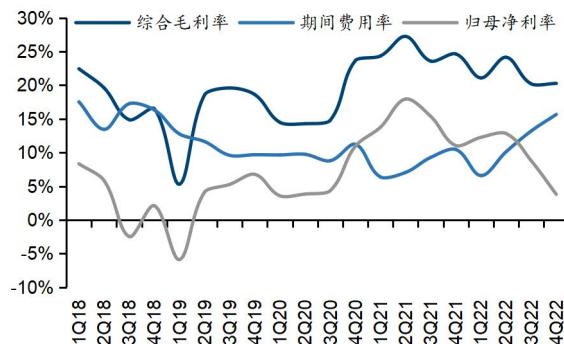
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率


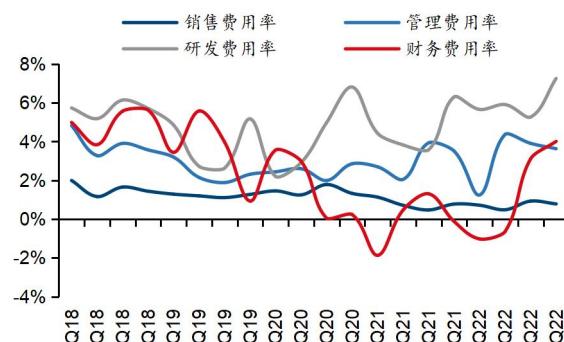
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司销售、管理、研发、财务费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	545	435	539	572	558	营业收入	2304	2174	3262	4528	5651
应收款项	906	612	804	1116	1393	营业成本	1728	1708	2493	3420	4235
存货净额	497	588	742	1067	1360	营业税金及附加	12	8	15	20	24
其他流动资产	493	537	588	650	766	销售费用	18	16	24	34	43
流动资产合计	2441	2172	2672	3405	4077	管理费用	70	71	111	155	195
固定资产	1295	1425	1598	1710	1830	研发费用	103	130	197	277	349
无形资产及其他	64	62	59	57	54	财务费用	(0)	29	26	32	38
其他长期资产	68	135	135	135	135	投资收益	(6)	(3)	(5)	(5)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(19)	(22)	(33)	(44)	(57)
资产总计	3868	3793	4464	5306	6096	其他	21	49	33	37	45
短期借款及交易性金融负债	980	868	1064	1292	1463	营业利润	370	236	390	578	750
应付款项	353	319	497	677	832	营业外净收支	5	4	2	3	3
其他流动负债	141	86	146	220	247	利润总额	375	239	392	581	753
流动负债合计	1475	1272	1707	2188	2542	所得税费用	21	27	44	66	85
长期借款及应付债券	126	86	86	86	86	少数股东损益	16	6	10	14	19
其他长期负债	114	99	96	91	83	归属于母公司净利润	338	206	338	501	650
长期负债合计	240	186	182	177	170	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1715	1458	1888	2366	2711	净利润	354	212	348	516	668
少数股东权益	36	9	19	33	52	资产减值准备	33	12	34	45	58
股东权益	2118	2326	2557	2907	3333	折旧摊销	74	102	114	146	168
负债和股东权益总计	3868	3793	4464	5306	6096	公允价值变动损失	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
						财务费用	(2)	28	26	32	38
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(181)	(62)	(162)	(449)	(510)
每股收益	1.94	1.19	1.95	2.88	3.74	其它	(103)	114	(60)	(77)	(96)
每股红利	0.33	0.49	0.62	0.87	1.29	经营活动现金流	173	404	300	211	325
每股净资产	12.18	13.38	14.70	16.72	19.17	资本开支	(143)	(252)	(284)	(255)	(286)
ROIC	16%	11%	17%	22%	24%	其它投资现金流	(249)	41	0	0	0
ROE	16%	9%	13%	17%	19%	投资活动现金流	(391)	(211)	(284)	(255)	(286)
毛利率	25%	21%	24%	24%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	11%	13%	14%	14%	负债净变化	(50)	(40)	0	0	0
EBITDA Margin	19%	16%	16%	17%	17%	支付股利、利息	(58)	(86)	(107)	(151)	(224)
收入增长	21%	-6%	50%	39%	25%	其它融资现金流	251	(167)	196	229	170
净利润增长率	189%	-39%	64%	48%	30%	融资活动现金流	144	(293)	88	77	(54)
资产负债率	45%	39%	43%	45%	45%	现金净变动	(71)	(92)	104	33	(14)
息率	0.8%	1.1%	1.4%	2.0%	3.0%	货币资金的期初余额	495	424	331	435	468
P/E	22.2	36.3	22.1	14.9	11.5	货币资金的期末余额	424	331	435	468	454
P/B	3.5	3.2	2.9	2.6	2.2	企业自由现金流	102	1	42	(8)	87
EV/EBITDA	20.6	26.2	17.5	12.8	10.5	权益自由现金流	303	(207)	215	193	223

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 ±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 ±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提供。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