

西南证券股份有限公司王谋近期对三利谱进行研究并发布了研究报告《电子：短期价格承压，产能爬坡+VR长期向好》，本报告对三利谱给出买入评级，认为其目标价位为58.24元，当前股价为47.5元，预期上涨幅度为22.61%。

三利谱(002876)

### 投资要点

事件：公司发布2022年年度报告，2022年全年实现营业收入21.7亿元，同比减少5.7%；实现归母净利润2.1亿元，同比减少38.8%；实现扣非后归母净利润1.7亿元，同比减少44.5%。

下游需求减弱导致收入和利润承压，公司坚持加大研发投入。2022年：1) 营收端：公司主营业务实现收入21.7亿元，其中TFT偏光片/黑白偏光片/其他业务分别实现收入20.3/1.2/0.2亿元，分别同比-7.5%/+17.0%/+172.5%。2) 利润端：公司毛利率/净利率分别为21.4%/9.8%，分别同比-3.6pp/-5.6pp，其中TFT偏光片和黑白偏光片毛利率分别为19.9%/44.4%，公司TFT偏光片毛利率下滑主要系需求变弱导致龙岗新线产能利用率较低、生产成本较高所致。3) 费用端：公司销售/管理/研发费用率分别为0.7%/3.3%/6.0%，分别同比-0.03pp/+0.3pp/+1.5pp，公司持续加大研发投入，2022年研发费用为1.3亿元，同比增长26.1%。

面板行业进入上行周期，公司产能释放加速，产线结构灵活有利于迎接下游面板厂商不同需求；黄冈2520mm超宽幅产线处于推进和接洽中。公司22年起产能迎来释放期：龙岗线于22H2完成爬坡；莆田线于23Q1进入爬坡；合肥二期拟于23H2投产，建成达产后将新增3000万平方米TFT偏光片产能。随着新增产线良率和产能利用率的提升，公司实际偏光片出货面积将加速提升。我们测算2025年，公司总产能预计将超过1.5亿平方米，对应23/24/25年公司设计产能面积增速约为16%/38%/44%。公司TFT偏光片可用于TV、IT、手机和车载领域，结构灵活，可根据不同下游需求调整，有在下行周期较好抵御单一下游需求波动、以及在上行周期灵活调整以提升产值的能力。公司22年年报公告与黄冈市政府合作投资100亿用于建设2520mm幅宽及1720mm幅宽的显示器用偏光片，有望在未来在已规划产能稳定生产情况下，进一步提升市占率。

公司率先开发并量产VR Pancake折叠光路方案光学膜，持续优化升级方案，已形成较高技术壁垒。公司抢先在VR领域布局Pancake折叠光路方案的必要光学膜，为大陆首家具有该产品量产能力的厂商。公司在定制化光学膜设计、多层光学膜精密贴合、极小尺寸高精度裁切加工等方向持续打磨迭代、积累经验、提升良率，已形成较高技术壁垒。公司仍在接触更多客户，有望未来导入PICO以外的更多海内外客户，为公司培育出新的收入及利润增长点。

盈利预测与投资建议。预计公司23-25年归母净利润分别为3.6/5.4/8.5亿元，未来三年归母净利润将保持60%的复合增长率。考虑到面板行业价格与需求进入上行周期后将对于上游供应商有较好的利润传导、公司未来偏光片产线的产能扩张带来的规模效应、以及VR业务带来的估值弹性，我们给予公司2023年28倍PE，对应目标价58.24元，维持“买入”评级。

风险提示：偏光片产能爬坡不及预期风险；下游需求不及预期风险；国内竞争加剧风险；日元兑人民币汇率波动风险；VR业务拓展不及预期风险。

证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算，国联证券王晔研究员团队对该股研究较为深入，近三年预测准确度均值为75.86%，其预测2023年度归属净利润为盈利3.42亿，根据现价换算的预测PE为23.68。

最新盈利预测明细如下：