

三利谱 (002876)

业绩有望触底回暖，复苏展望乐观

事件：2023年8月25日，三利谱发布2023年半年报。公司2023年H1实现营业收入9.72亿元，同比下降10.98%；归母净利润2,394.64万元，同比下降82.53%；扣非归母净利润1139.74万元，同比下降90.96%。

点评：公司2023年上半年业绩承压，受宏观经济走势的影响，公司部分偏光片产品价格出现不同幅度的下跌，产品毛利率下降，导致2023H1盈利能力下降。第二季度，随着消费市场信心回升，市场高库存逐步去化至相对合理水位，公司营业收入和扣非归母净利润环比增长显著。我们看好公司的扩产速度，全部产线投产后有望增大业绩弹性，带来业绩增长。

1. 受全球通胀和消费不振等影响，公司业绩短期承压。

2023上半年，由于部分产品价格下跌，导致短期内业绩承压，但第二季度公司营业收入和扣非归母净利润环比增长显著，整体趋势向好。第二季度，公司实现营业收入5.46亿元，环比一季度上升28.39%，实现扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润772.4万元，环比一季度上升110.27%。随下游终端消费需求逐步回暖，公司各产品线产能利用率呈现上行趋势，订单量快速提升。从盈利水平来看，23年上半年毛利率为13.70%，同比下降8.9pct，净利率为2.50%，同比下降10.54pct。盈利能力下降，主要系行业竞争加剧，公司部分偏光片产品价格相比上年同期出现不同幅度的下跌，产品毛利率下降所导致。

2. 扩产持续进行，产品种类不断优化。

公司坐拥深圳光明、深圳龙岗、安徽合肥、福建莆田四大生产基地。合肥三利谱二期TFT-LCD用偏光片生产线项目（预计产能规划3000万平方米/年）进入土建施工阶段，预计2023年底建成投产。伴随着未来龙岗线爬坡完成、莆田偏光片生产线及合肥偏光片生产基地二期工程陆续投产，产能的大幅度释放有望带来业绩的高增长。公司已具备满足下游众多应用领域要求所需偏光片的生产能力，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，产品有效厚度最薄已达到79μm。公司下游客户包括京东方、天马、华星光电等面板龙头企业，有望通过下游优质客户绑定实现销量稳定增长。

3. 国产替代加速进行，未来有望降低材料成本。

公司生产成本中材料占比较大，22年偏光片直接材料成本占比69%，公司所需PVA膜、TAC膜和压敏胶水等原材料主要向日本、韩国等地区采购。目前公司已经成立“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；鉴于合肥三利谱的产线处于满负荷状态及龙岗工厂的量产，公司原材料采购数量增加，基于对单一供应商采购量的上升，议价能力也逐步提升。并优化流程管理，推行“阿米巴”经营模式，降低生产成本。

4. 投资建议

公司扩产弹性大，我们看好产能逐步落地带来公司业绩增长提速。在LCD行业产能向大陆转移背景下，公司持续受益于偏光片国产化机遇。考虑到业绩短期承压，我们调整盈利预期，预计公司23-24年归母净利润1.2/3.7亿元（原值5.9/7.1亿元），新增2025年归母净利润预测为4.4亿元。公司目标价调整为46.28元（原值60.5元，对应24年PE22X），维持“买入”评级。

风险提示：面板价格波动；下游需求不及预期；扩产项目进展不及预期等。

证券研究报告
2023年09月20日

投资评级

行业	电子/光学光电子
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.59元
目标价格	46.28元

基本数据

A股总股本(百万股)	173.88
流通A股股本(百万股)	148.73
A股总市值(百万元)	5,145.26
流通A股市值(百万元)	4,401.02
每股净资产(元)	13.31
资产负债率(%)	38.59
一年内最高/最低(元)	57.90/28.38

作者

潘暕 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《三利谱-年报点评报告:2021业绩高增，研发扩产持续提升业绩弹性》
2022-03-20
- 2 《三利谱-季报点评:21H1业绩持续超预期，产能落地增强公司业绩弹性》
2021-04-25
- 3 《三利谱-年报点评报告:21Q1业绩再提速，步入五年持续增长周期》
2021-03-18

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,303.96	2,173.52	2,442.48	3,284.67	4,278.26
增长率(%)	20.94	(5.66)	12.37	34.48	30.25
EBITDA(百万元)	565.97	494.10	202.24	499.73	556.84
归属母公司净利润(百万元)	337.52	206.42	121.24	366.00	440.55
增长率(%)	188.91	(38.84)	(41.27)	201.88	20.37
EPS(元/股)	1.94	1.19	0.70	2.10	2.53
市盈率(P/E)	15.53	25.40	43.24	14.32	11.90
市净率(P/B)	2.48	2.25	2.16	1.92	1.69
市销率(P/S)	2.28	2.41	2.15	1.60	1.23
EV/EBITDA	19.44	12.89	30.27	11.58	11.05

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	545.03	435.05	195.40	262.77	342.26	营业收入	2,303.96	2,173.52	2,442.48	3,284.67	4,278.26
应收票据及应收账款	742.55	607.66	1,331.73	1,276.38	2,120.67	营业成本	1,728.28	1,707.93	1,984.04	2,610.19	3,405.38
预付账款	8.68	18.44	27.89	29.52	39.98	营业税金及附加	11.65	8.07	14.91	19.40	25.27
存货	496.70	587.68	1,094.42	1,075.16	1,246.75	销售费用	17.58	15.78	17.59	23.65	30.80
其他	647.59	522.76	438.29	428.90	551.63	管理费用	69.84	71.23	78.16	105.11	136.90
流动资产合计	2,440.56	2,171.59	3,087.74	3,072.73	4,301.29	研发费用	103.26	130.17	134.34	112.29	213.91
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(0.46)	29.02	33.31	37.19	38.84
固定资产	1,043.14	1,111.41	1,201.18	1,257.10	1,279.72	资产/信用减值损失	(20.21)	(23.40)	(22.45)	(22.02)	(22.63)
在建工程	252.34	313.47	224.08	182.45	139.47	公允价值变动收益	0.97	1.66	(89.66)	0.00	0.00
无形资产	64.21	61.62	58.70	55.78	52.87	投资净收益	(5.55)	(3.07)	(6.53)	(4.94)	(5.05)
其他	67.88	134.64	56.38	51.66	67.73	其他	28.33	0.55	192.38	9.89	10.10
非流动资产合计	1,427.58	1,621.14	1,540.34	1,546.99	1,539.79	营业利润	370.27	235.60	106.39	393.92	444.73
资产总计	3,868.14	3,792.73	4,628.07	4,619.72	5,841.08	营业外收入	5.93	5.07	25.00	2.25	30.00
短期借款	922.27	768.26	1,176.22	1,010.18	1,375.60	营业外支出	1.13	1.29	1.21	1.25	1.23
应付票据及应付账款	353.03	318.59	660.41	585.24	962.95	利润总额	375.07	239.38	130.18	394.91	473.49
其他	199.43	185.49	77.85	120.29	156.93	所得税	21.31	27.01	5.21	15.80	18.94
流动负债合计	1,474.73	1,272.34	1,914.49	1,715.71	2,495.48	净利润	353.76	212.37	124.97	379.12	454.55
长期借款	126.26	86.10	160.97	34.44	100.63	少数股东损益	16.24	5.94	3.73	13.11	14.01
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	337.52	206.42	121.24	366.00	440.55
其他	113.89	99.43	114.26	112.88	108.86	每股收益(元)	1.94	1.19	0.70	2.10	2.53
非流动负债合计	240.15	185.54	275.23	147.33	209.49						
负债合计	1,714.88	1,457.88	2,189.72	1,863.04	2,704.97						
少数股东权益	35.71	9.01	12.75	25.86	39.87						
股本	173.88	173.88	173.88	173.88	173.88						
资本公积	1,134.94	1,089.11	1,089.11	1,089.11	1,089.11						
留存收益	2,042.90	2,151.95	2,251.72	2,556.94	2,922.35						
其他	(1,234.18)	(1,089.11)	(1,089.11)	(1,089.11)	(1,089.11)						
股东权益合计	2,153.25	2,334.85	2,438.36	2,756.68	3,136.10						
负债和股东权益总计	3,868.14	3,792.73	4,628.07	4,619.72	5,841.08						
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	353.76	212.37	121.24	366.00	440.55	成长能力					
折旧摊销	77.56	106.37	62.54	68.63	73.27	营业收入	20.94%	-5.66%	12.37%	34.48%	30.25%
财务费用	(1.52)	28.35	33.31	37.19	38.84	营业利润	190.13%	-36.37%	-54.84%	270.24%	12.90%
投资损失	(0.46)	0.19	6.53	4.94	5.05	归属于母公司净利润	188.91%	-38.84%	-41.27%	201.88%	20.37%
营运资金变动	(210.02)	(150.11)	(864.46)	46.09	(768.12)	获利能力					
其它	(45.97)	207.08	(85.93)	13.11	14.01	毛利率	24.99%	21.42%	18.77%	20.53%	20.40%
经营活动现金流	173.35	404.25	(726.78)	535.97	(196.41)	净利率	14.65%	9.50%	4.96%	11.14%	10.30%
资本支出	188.20	242.85	45.17	81.38	54.02	ROE	15.94%	8.88%	5.00%	13.40%	14.23%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	17.68%	10.41%	14.72%	36.68%	21.14%
其他	(579.53)	(453.57)	67.63	(166.32)	(109.07)	偿债能力					
投资活动现金流	(391.33)	(210.72)	112.80	(84.94)	(55.05)	资产负债率	44.33%	38.44%	47.31%	40.33%	46.31%
债权融资	1,106.74	953.81	1,382.91	1,097.24	1,542.16	净负债率	26.09%	22.22%	48.70%	30.27%	38.26%
股权融资	(29.64)	24.40	(33.31)	(37.19)	(38.84)	流动比率	1.65	1.71	1.61	1.79	1.72
其他	(933.42)	(1,271.59)	(975.28)	(1,443.70)	(1,172.38)	速动比率	1.32	1.24	1.04	1.16	1.22
筹资活动现金流	143.68	(293.38)	374.32	(383.65)	330.94	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	3.32	3.22	2.52	2.52	2.52
现金净增加额	(74.30)	(99.86)	(239.66)	67.38	79.49	存货周转率	5.07	4.01	2.90	3.03	3.69
						总资产周转率	0.64	0.57	0.58	0.71	0.82
						每股指标(元)					
						每股收益	1.94	1.19	0.70	2.10	2.53
						每股经营现金流	1.00	2.32	-4.18	3.08	-1.13
						每股净资产	12.18	13.38	13.95	15.70	17.81
						估值比率					
						市盈率	15.53	25.40	43.24	14.32	11.90
						市净率	2.48	2.25	2.16	1.92	1.69
						EV/EBITDA	19.44	12.89	30.27	11.58	11.05
						EV/EBIT	22.35	16.23	43.83	13.42	12.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com