

# 三利谱 (002876)

证券研究报告

2021年04月25日

## 21H1 业绩持续超预期，产能落地增强公司业绩弹性

**事件：**三利谱发布 2021 年第一季度报告：(1) 21Q1 公司实现营业收入 5.6 亿元，同比增长 74%；归母净利润 0.77 亿元，同比增长 570%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比增长 1067%。(2) 公司预告 21 年 1-6 月归母净利润预计为 1.6-2.0 亿元，同比增长 456.5%-595.6%。

**点评：**公司 21Q1 业绩大增，扣非归母净利润同比增长超 10 倍，毛利率大幅提升；21H1 预计受益于合肥产能释放+部分产品提价，业绩保持高增长，单季业绩持续超预期。合肥工厂产能充分释放带动业绩增长；我们看好扩产逐步落地，带来公司业绩增长提速；同时，LCD 行业高景气+产能向大陆转移，偏光片国产化大势所趋，公司作为国产偏光片龙头，持续受益。

### 1. 公司 21Q1 业绩大增，毛利率提升；21H1 预计高增长，单季业绩持续超预期

(1) 21Q1 业绩大增，扣非归母净利润增长超 10 倍、创历史新高：报告期内公司实现营业收入 5.6 亿元，同比增长 74%；归母净利润 0.77 亿元，同比增长 570%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比增长 1067%。(2) 公司产品价量齐升，毛利率大幅提升：21Q1 公司单季毛利率 25.08%，为 17Q2 以来最高水平。(3) 受益于合肥产能释放+部分产品提价，预计 21Q2 高景气持续、21H1 业绩倍增：公司预告 21 年 1-6 月归母净利润预计为 1.6-2.0 亿元，同比增长 456.5%-595.6%。21Q2 单季归母净利润预计为 0.83-1.23 亿元，环比增长 9%-61%，预计再创新高。

### 2. 合肥工厂产能充分释放带动业绩增长；扩产逐步落地，业绩释放弹性大

**合肥产线产能充分释放，公司业绩持续超预期：**合肥子公司 1490mm 宽幅产线（产能 1000 万平方米）、1330mm 宽幅产线（产能 600 万平方米）自 20 年下半年实现满产，带动公司业绩持续增长。

公司在建产能包括：(1) 深圳龙岗 1490mm 宽幅产线，产能 1000 万平米，预计 2021 年投产；(2) 福建莆田 1490mm 宽幅产线（二手，主攻车载显示），2022 年投产，(3) 定增项目合肥 2500mm 超宽幅产线，产能 3000 万平米，预计 2023-24 年投产。现有在建产线全部投产后，公司产能将大幅增加，随扩产逐步落地，公司步入业绩高速增长期，业绩释放弹性大。

### 3. LCD 行业高景气+产能向大陆转移，偏光片国产化大势所趋，持续受益。

TV 面板价格自 2020 年 6 月底以来持续上涨，涨价幅度和速度远远超过 16-17 年周期，LCD 行业有望持续高景气。随着海外产能持续退出，LCD 产能向国内转移，大陆面板厂商占据 LCD 行业主导地位，但大陆面板产业链上游材料、设备配套产业与中游面板产业地位并不一致。目前我国偏光片的自给率仍然很低，供应存在较大缺口，国产替代空间较大。我们预计，LCD 行业高景气持续，随中游面板产能向大陆聚集，偏光片为代表的面板产业链上游进口替代逻辑将得到强化，公司作为国内偏光片领军企业，将迎来快速成长期。

### 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 行业高景气+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。考虑到公司现有产能充分释放+部分产品提价，我们上调公司盈利预期；预计公司 21-23 年净利润 3.5/4.8/6.8 亿元（原值 3.1/4.2/6.5 亿元）。因公司送转影响股本，公司目标价调整为 83.1 元（对应 22 年 PE 30X），维持买入评级。

**风险提示：**TV 面板价格涨价不及预期；新冠疫情控制不及预期；深圳龙岗项目进展不及预期；下游需求不及预期等

### 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	58.04 元
目标价格	83.1 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	173.88
流通 A 股股本(百万股)	133.31
A 股总市值(百万元)	10,092.28
流通 A 股市值(百万元)	7,737.13
每股净资产(元)	15.05
资产负债率(%)	41.59
一年内最高/最低(元)	83.50/39.60

### 作者

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

**张健** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518010002  
zjian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《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
- 2 《三利谱-公司点评:业绩超预期，产能弹性大，步入业绩释放周期》 2021-01-21
- 3 《三利谱-年报点评报告:业绩环比同比持续高增长，持续享受国产替代红利》 2020-05-10

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,450.67	1,905.10	3,015.07	3,859.24	5,670.01
增长率(%)	64.30	31.33	58.26	28.00	46.92
EBITDA(百万元)	226.89	311.58	464.03	622.45	872.61
净利润(百万元)	51.25	116.82	349.65	482.31	677.19
增长率(%)	85.04	127.94	199.30	37.94	40.40
EPS(元/股)	0.29	0.67	2.01	2.77	3.89
市盈率(P/E)	196.91	86.39	28.86	20.92	14.90
市净率(P/B)	10.86	5.50	4.49	3.79	3.13
市销率(P/S)	6.96	5.30	3.35	2.62	1.78
EV/EBITDA	25.51	20.06	25.14	16.68	14.46

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	310.44	636.07	241.21	471.94	453.60
应收票据及应收账款	581.86	643.89	1,750.15	1,314.19	3,187.95
预付账款	11.45	7.83	47.09	19.54	66.45
存货	485.08	411.75	1,582.10	936.02	2,616.10
其他	157.25	316.19	282.37	257.37	297.45
<b>流动资产合计</b>	<b>1,546.08</b>	<b>2,015.74</b>	<b>3,902.91</b>	<b>2,999.06</b>	<b>6,621.55</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	392.98	439.09	721.71	897.91	997.26
在建工程	375.52	735.43	477.26	334.35	230.61
无形资产	65.45	66.21	63.49	60.78	58.06
其他	57.31	36.83	45.89	45.05	37.27
<b>非流动资产合计</b>	<b>891.25</b>	<b>1,277.56</b>	<b>1,308.35</b>	<b>1,338.09</b>	<b>1,323.20</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,437.34</b>	<b>3,293.29</b>	<b>5,211.26</b>	<b>4,337.14</b>	<b>7,944.76</b>
短期借款	831.38	714.57	1,517.33	758.66	2,567.08
应付票据及应付账款	282.61	328.10	832.33	613.43	1,415.04
其他	108.53	110.75	98.52	107.35	136.83
<b>流动负债合计</b>	<b>1,222.53</b>	<b>1,153.42</b>	<b>2,448.18</b>	<b>1,479.44</b>	<b>4,118.95</b>
长期借款	171.46	176.34	381.82	70.54	474.90
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	110.74	109.39	114.26	112.88	112.18
<b>非流动负债合计</b>	<b>282.20</b>	<b>285.72</b>	<b>496.08</b>	<b>183.42</b>	<b>587.07</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,504.72</b>	<b>1,439.15</b>	<b>2,944.25</b>	<b>1,662.86</b>	<b>4,706.03</b>
少数股东权益	3.00	19.48	16.99	14.93	15.90
股本	104.00	124.80	173.88	173.88	173.88
资本公积	342.25	1,181.27	1,181.27	1,181.27	1,181.27
留存收益	825.61	1,776.25	2,076.13	2,485.47	3,048.95
其他	(342.25)	(1,247.65)	(1,181.27)	(1,181.27)	(1,181.27)
<b>股东权益合计</b>	<b>932.61</b>	<b>1,854.14</b>	<b>2,267.01</b>	<b>2,674.28</b>	<b>3,238.73</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,437.34</b>	<b>3,293.29</b>	<b>5,211.26</b>	<b>4,337.14</b>	<b>7,944.76</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	50.17	118.69	349.65	482.31	677.19
折旧摊销	43.32	51.19	38.27	49.42	57.10
财务费用	44.96	19.33	50.20	49.97	71.43
投资损失	0.00	0.87	2.71	4.67	5.58
营运资金变动	(284.44)	(22.50)	(1,837.91)	902.08	(2,796.84)
其它	85.75	(6.14)	(42.48)	(17.07)	0.97
<b>经营活动现金流</b>	<b>(60.24)</b>	<b>161.44</b>	<b>(1,439.55)</b>	<b>1,471.39</b>	<b>(1,984.57)</b>
资本支出	321.07	456.44	55.12	81.38	50.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(720.83)	(894.44)	(37.83)	(136.05)	(106.28)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(399.76)</b>	<b>(437.99)</b>	<b>17.29</b>	<b>(54.67)</b>	<b>(55.58)</b>
债权融资	1,069.46	932.96	1,944.86	881.82	3,088.78
股权融资	(49.89)	766.94	65.27	(49.97)	(71.43)
其他	(701.70)	(1,059.77)	(982.74)	(2,017.83)	(995.53)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>317.87</b>	<b>640.12</b>	<b>1,027.39</b>	<b>(1,185.99)</b>	<b>2,021.81</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(142.12)</b>	<b>363.57</b>	<b>(394.87)</b>	<b>230.73</b>	<b>(18.34)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,450.67</b>	<b>1,905.10</b>	<b>3,015.07</b>	<b>3,859.24</b>	<b>5,670.01</b>
营业成本	1,208.87	1,574.42	2,351.75	3,029.50	4,479.31
营业税金及附加	8.86	10.06	18.41	22.79	33.49
营业费用	17.49	27.75	36.18	46.31	68.04
管理费用	33.51	47.13	57.79	70.15	113.40
研发费用	50.05	87.39	90.45	112.29	170.10
财务费用	49.89	26.49	50.20	49.97	71.43
资产减值损失	(11.83)	(23.74)	(7.99)	(14.52)	(15.41)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(40.00)	(15.00)	0.00
投资净收益	(7.81)	(6.21)	(2.71)	(4.67)	(5.58)
其他	33.70	34.18	85.41	39.35	11.15
<b>营业利润</b>	<b>67.94</b>	<b>127.62</b>	<b>375.56</b>	<b>523.06</b>	<b>744.08</b>
营业外收入	1.47	0.01	2.20	2.25	1.60
营业外支出	0.45	3.13	0.40	0.45	0.45
<b>利润总额</b>	<b>68.97</b>	<b>124.51</b>	<b>377.36</b>	<b>524.86</b>	<b>745.23</b>
所得税	18.79	5.82	30.19	44.61	67.07
<b>净利润</b>	<b>50.17</b>	<b>118.69</b>	<b>347.17</b>	<b>480.25</b>	<b>678.16</b>
少数股东损益	(1.08)	1.87	(2.48)	(2.07)	0.97
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>51.25</b>	<b>116.82</b>	<b>349.65</b>	<b>482.31</b>	<b>677.19</b>
每股收益(元)	0.29	0.67	2.01	2.77	3.89

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	64.30%	31.33%	58.26%	28.00%	46.92%
营业利润	136.36%	87.85%	194.27%	39.27%	42.25%
归属于母公司净利润	85.04%	127.94%	199.30%	37.94%	40.40%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.67%	17.36%	22.00%	21.50%	21.00%
净利率	3.53%	6.13%	11.60%	12.50%	11.94%
ROE	5.51%	6.37%	15.54%	18.14%	21.01%
ROIC	7.09%	8.94%	39.66%	32.12%	62.05%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.74%	43.70%	56.50%	38.34%	59.23%
净负债率	81.39%	16.01%	75.15%	15.33%	81.36%
流动比率	1.26	1.75	1.59	2.03	1.61
速动比率	0.87	1.39	0.95	1.39	0.97
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.73	3.11	2.52	2.52	2.52
存货周转率	3.22	4.25	3.02	3.07	3.19
总资产周转率	0.65	0.66	0.71	0.81	0.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.29	0.67	2.01	2.77	3.89
每股经营现金流	-0.35	0.93	-8.28	8.46	-11.41
每股净资产	5.35	10.55	12.94	15.29	18.53
<b>估值比率</b>					
市盈率	196.91	86.39	28.86	20.92	14.90
市净率	10.86	5.50	4.49	3.79	3.13
EV/EBITDA	25.51	20.06	25.14	16.68	14.46
EV/EBIT	31.13	23.75	27.40	18.12	15.47

### 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com