

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年04月22日

➤ **国内偏光片领军者，21年稳步扩产享景气周期。**三利谱是国内偏光片行业领军企业，公司主要产品包括TFT系列和黑白系列偏光片，主要客户包括国内面板双巨头京东方及华星光电。2021年随着合肥产线的产能完全释放和龙岗新产线正式投产，公司收入规模迅速增长，2018-2021年营收分别为8.83、14.51、19.05和23.04亿元，CAGR为37.7%。**2021年面板市场需求旺盛带动产品售价提升，且合肥、光明和莆田老产线都处于饱和状态降低了单位成本，公司21年盈利水平得到提升：**公司毛利率从20年17.36%提升至21年24.99%，净利率从20年6.23%提升至21年15.35%。新产线建设结合产品结构不断优化，为公司打开长期成长空间。

➤ **面板配套产业国产化渐成趋势，偏光片国产替代势在必行。**21世纪以来，面板产业经历了多年的产业转移，2017年后我国开始主导面板市场，目前我国的面板产能占比已超六成。随着面板产业转移，国内的偏光片市场需求不断扩大。根据OFweek的数据，2020年全球偏光片的市场规模约为132.1亿美元，其中中国市场占比持续提升。2015年到2020年，中国市场的占比从21.64%提升到了40.15%。不过，目前国内偏光片供给仍十分受限。偏光片是面板产业中的重要原材料，其制造工艺繁杂，核心的PVA层处理技术长期被日韩垄断。根据IHS的数据，2020年中国大陆企业的市占率仅10%，但国内面板需求增长使得偏光片国产化需求提升，同时疫情也加速了韩厂的退出，2020年LG化学将公司部分产能出售给杉杉股份。

➤ **技术实力保障领军地位，稳步扩产加速国产替代。**经过多年技术研发，公司已完全掌握PVA膜染色、延伸、复合等关键技术，成功打破了日韩的技术垄断，成为国内主要偏光片供应商之一。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，其中深圳龙岗新产线于2021年投产，预计其2022年底爬坡完成后公司总产能约3200万平米/年。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：莆田规划一条1490mm的车载偏光片7号线（产能1000万平米/年）；合肥二期规划一条1720mm的产线（产能规划3000万平米/年）主要做高毛利大尺寸TV产品，未来两条新产线有望改善公司产品结构，提升产品盈利水平。截止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；预计2024年底公司产能合计可达7000多平米。

➤ **投资建议：**公司是国内偏光片龙头，偏光片国产化替代势在必行。我们预计三利谱22/23/24年归母净利润分别为4.00/6.03/7.96亿元，当前股价对应22/23/24年PE为13x/9x/6x。**估值方面，对比可比公司，考虑公司产能不断扩张及产品结构优化，给予2022年16倍PE，2022年EPS为2.30元/股，对应目标价36.8元。**首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**公司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)	2,304	2,932	3,888	4,821
增长率(%)	20.9	27.3	32.6	24.0
归属母公司股东净利润(百万元)	338	400	603	796
增长率(%)	188.9	18.4	50.9	32.1
每股收益(元)	1.94	2.30	3.47	4.58
PE	15	13	9	6
PB	2.4	2.1	2.3	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年4月21日收盘价)

### 推荐

首次评级

当前价格：

29.5元

目标价：

36.8元



分析师：方竞

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

# 目录

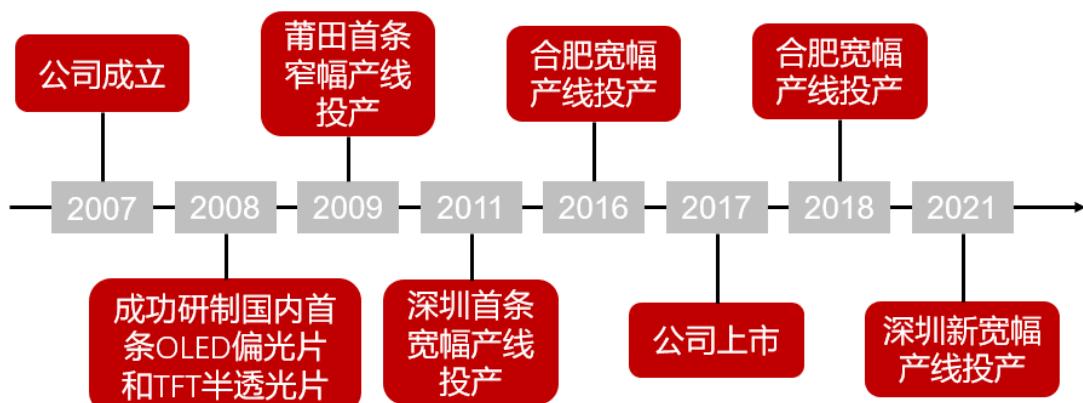
<b>1 国内偏光片领军者，顺应推动国产化趋势 .....</b>	<b>3</b>
1.1 公司主营偏光片，客户覆盖主流面板厂 .....	3
1.2 股东持股较集中，实控人为行业专家 .....	4
1.3 产能带动营收增长，产线爬坡助力利润率提升 .....	4
<b>2 面板配套产业国产渐成趋势，上游偏光片国产化势在必行 .....</b>	<b>6</b>
2.1 面板核心原材料，产业化要求较高 .....	6
2.2 中国主导下游市场，配套国产化机遇来临 .....	8
2.3 国产化市场广阔，下游场景带动量价齐升 .....	11
<b>3 技术实力保障地位，稳步扩产加速发展 .....</b>	<b>17</b>
3.1 关键工艺自主化，产品研发优化结构 .....	17
3.2 顺应产业转移趋势，产能稳步拓展国产化进程 .....	18
<b>4 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>20</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分 .....	20
4.2 费用假设 .....	21
4.3 估值分析和投资建议 .....	22
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>23</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>25</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>25</b>

# 1 国内偏光片领军者，顺应推动国产化趋势

## 1.1 公司主营偏光片，客户覆盖主流面板厂

公司在偏光片行业深耕，为国内偏光片行业领军企业。公司于2007年成立，专注研制偏光片产品多年，是国内偏光片行业优秀的解决方案供应商之一。三利谱初期主要做黑白偏光片，2011年深圳光明3号产线投产，公司切入TFT偏光片领域。2009年至今公司已在深圳光明、安徽合肥、福建莆田、深圳龙岗、深圳松岗等级都拥有生产基地，建立了多条产线。

图 1：三利谱成长历史



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**公司起家于黑白偏光片，拓展到 TFT 偏光片领域。**公司攻关偏光片核心技术多年，坚持创新研发，初期产品是以黑白偏光片为主，之后成功研发出小尺寸 TFT 偏光片。基于下游领域的不同需求，公司开发出的偏光片可应用于不同产品，其中黑白系列产品可以应用于设备仪器、计算器、传统的车载显示器、电子手表、MP3 等产品，受益于原材料国产化，下游客户稳定，黑白偏光片的毛利略高于部分 TFT 偏光片，对公司营收有着稳定贡献。公司的 TFT 系列偏光片目前聚焦小尺寸，主要应用于手机、TV、平板、IT、3D 眼镜等，未来加码中大尺寸及车载端产品。**客户涵盖国内面板产业链的主要厂商。**公司经过多年发展，其客户已涵盖国内行业主要企业，其中包括国内面板双巨头京东方、华星光电，惠科、同兴达、天马、星源电子、合力泰等行业翘楚也都是公司合作伙伴。

图 2：公司产品的主要应用



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 3：公司的下游厂商



资料来源：公司年报，民生证券研究院

## 1.2 股东持股较集中，实控人为行业专家

**公司股权架构清晰，张建军先生与公司利益深度绑定。**公司实控人张建军先生是公司的实际控制人，控制公司 18.92%的股权。周振清和汤际瑜皆为公司创始人，分别控制公司 4.63%和 7.56%的股权。公司主要有 6 个子公司，分别控制莆田、合肥、深圳三地的产线。

**公司创始人及高管为行业专家，产业经验丰富。**董事长兼总经理张建军先生是行业资深专家，曾多次主持国内偏光片生产线的投产，制定了行业的国家标准：GB/T4619-1996《液晶显示器件的测试方法》，曾荣获“2010 年度中国光电显示行业杰出贡献奖”，2022 年带领团队攻克了 TFT 偏光片制造的核心技术难点，建成国内第一条 1490mm 的 TFT 偏光片生产线，为我国偏光片自主化立下汗马功劳。除此之外，公司高管孙政民原担任南京大学物理系副教授和天马微公司的高级研究员；高管胡春明有着京东方面板厂商的工作背景，现任中国光学光电子行业协会液晶分会常务副秘书长。公司管理层无论是产品技术研发，还是对下游客户的需求认知都在行业内处于领先地位。

图 4：公司股权架构



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.3 产能带动营收增长，产线爬坡助力利润率提升

**产能持续释放带动营收及利润端增长，TFT 产品为主要驱动力。**得益于行业景气度的提升，公司 2018-2021 年营收从 8.83 亿元增长至 23.04 亿元，CAGR 为 37.7%，整体呈现稳步增长态势。得益于合肥两条产能释放和龙岗新产线投产，2019、2020 和 2021 年营收增速分别为 64%、31% 和 21%。其中 2021 年增速有一定放缓，主要受疫情影响导致人员和设备不到位，龙岗产线推迟至下半年才顺利投产。从 2019 年后，TFT 系列产品的收入占比超过 90%且逐年提高，是公司业绩增长的主要驱动力。公司从 2019 年到 2021 年归母净利同比保持高增长，主要是合肥新产线利用率大幅度提升。其中 2021 年同比增长 189%，一方面得益于公司各方面管控降本，另一方面受益于 2021 年行业需求旺盛，带动产品售价提升。

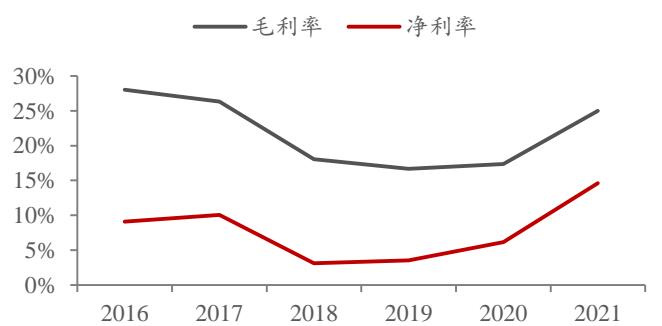
**图 5 : 2016-2021 年公司分业务营收 ( 百万元 )**


资料来源：wind，民生证券研究院

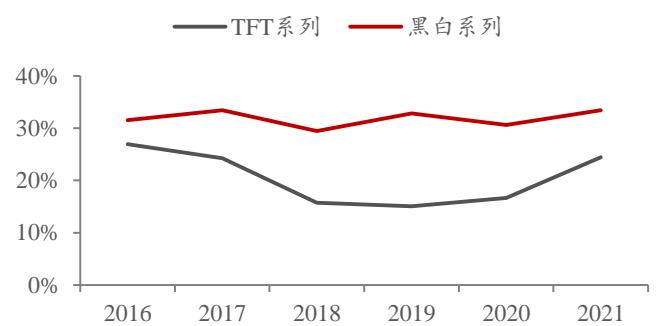
**图 6 : 2016-2021 年公司营收和归母净利 ( 百万元 ) 及增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

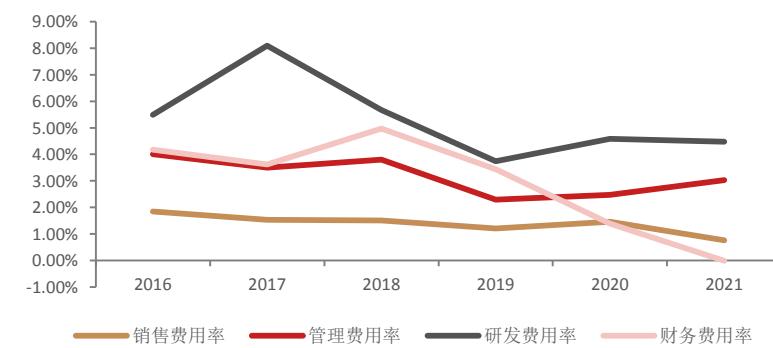
**公司利润率水平快速提升，费用率保持较低水平。** 2016-2021 年，公司整体毛利率分别为 28.1%、26.3%、18.1%、16.7%、17.4% 和 25.0%；净利率分别为 9.1%、10.1%、3.1%、3.5%、6.2% 和 14.6%。2016-2019 年毛利率的下滑主要系行业景气度下滑，以及公司合肥新产线产能爬坡，产品单位成本较高。从 2019 年末至 2021 年的年中以来，一方面偏光片下游面板行业景气度高企产品售价提升，另一方面加之合肥产线产能爬坡完成，公司利润率水平有着显著提升。公司黑白系列毛利总体维持较高水平提供稳定营收。2016-2021 年，公司期间费用率基本处于低位，其中财务费用率持续走低，2021 年降低至 -0.02%。

**图 7 : 2016-2021 年公司毛利率和净利率**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 8 : 2016-2021 年公司分业务毛利率**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 9 : 2016-2021 年公司期间费用率**


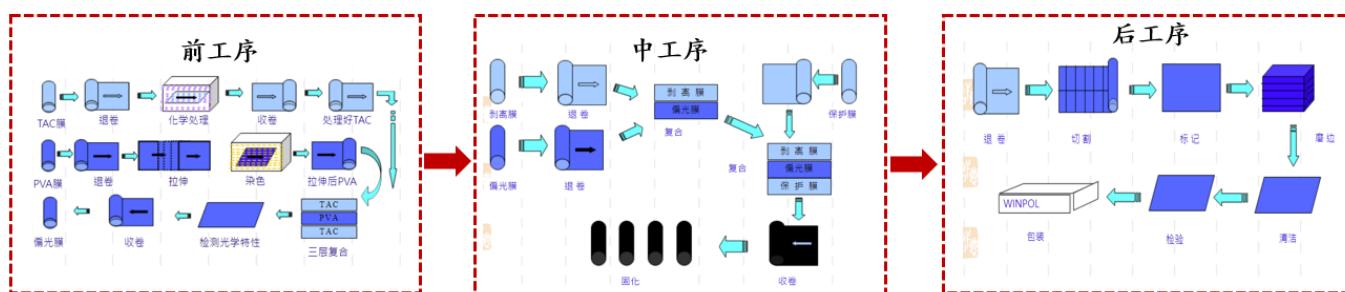
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 面板配套产业国产渐成趋势，上游偏光片国产化势在必行

### 2.1 面板核心原材料，产业化要求较高

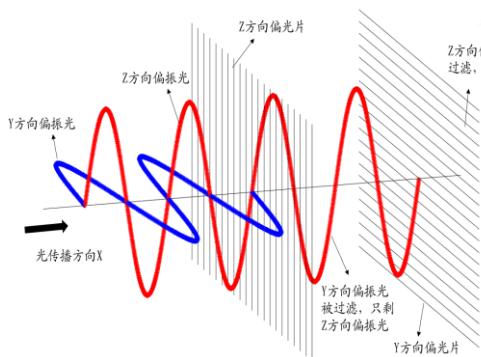
**偏光片原理和工序复杂，在液晶面板成本占比较高。** TFT 偏光片的生产工艺流程分为三个工序，前工序是把拉伸和染色后的 PVA 和两层 TAC 膜复合一期得到偏光膜；中工序是将压敏胶涂在偏光膜上，并在两面复合保护膜和剥离膜；后工序是把固化好的偏光片按照需要的尺寸大小进行切割、磨边等处理。偏光片是一种用于过滤偏振光的材料，其核心结构是 PVA 层。光具有波粒二象性，如果将传播方向定义为 X 方向，任何光都可以由 Y、Z 两个相垂直方向的偏振光组成。偏光片含有微小栅状结构的光学薄膜，阻隔偏振方向与栅结构方向垂直的偏振光（蓝色光线），并使平行于栅结构的偏振光（红色光线）通过。直于偏光片透过轴的光被吸收，仅保留平行于偏光片透过轴的光。根据华经情报网数据，偏光片在液晶面板中成本占比约为 10%，占比较高。

图 10：偏光片制造工艺流程



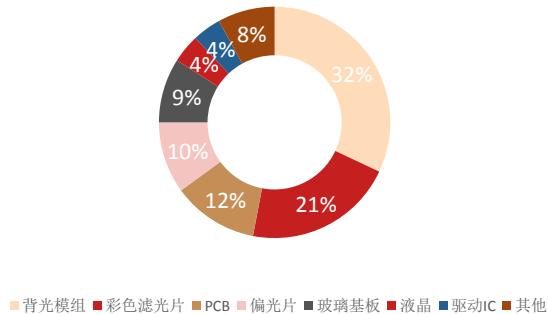
资料来源：豆丁网，民生证券研究院整理

图 11：偏光片原理简介



资料来源：民生证券研究院整理

图 12：中国液晶显示面板成本占比

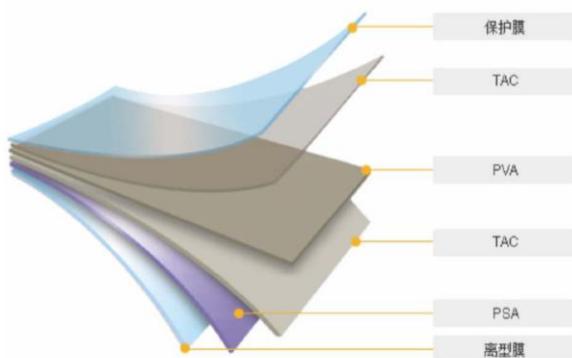


资料来源：华经情报网，民生证券研究院

**PVA 层处理技术是核心技术壁垒。** 偏光片一般由保护膜、TAC、PVA、PSA 和离型膜等结构组成，其中 PVA 和 TAC 是核心结构。TAC 的主要作用是保障 PVA 的化学性质不会因外界自然光的辐射而损毁，目前中国企业已经基本掌握相关技术。PVA 层的制造技术主要包括染色、延伸和烘干。繁杂的制造工艺使得制造过程困难重重，需要长时间的技术积累。此外，PVA 层要与其

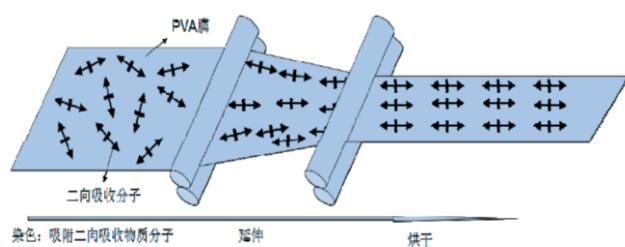
他层结构相粘连，使用的胶水材料、厚度、温度都需要精确调节，稍有偏差都可能导致产品无法使用。PVA 是偏光片的核心的栅结构层，制造难度大，国内只有少数公司可以制造，其化学材料主要源于进口，不过国内已经开始有公司生产 PVA，在未来的几年有望摆脱对国外的依赖。

**图 13：偏光片结构**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 14：PVA 层处理步骤**



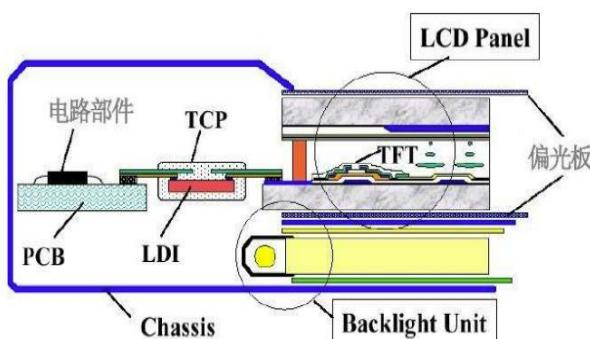
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**偏光片作为面板重要原材料，在 TFT、AMOLED 和 Mini-LED 背光的技术路线中不可或缺。**

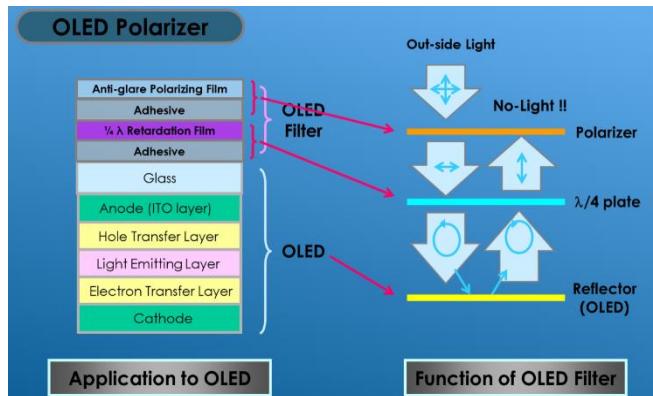
**TFT-LCD 是被动发光显示技术，对应使用两片偏光片。**光从背光源发出后，经过下偏光片形成偏光片。偏光片经过液晶是，会因为液晶晶向不同而发生偏转。驱动 IC 可以通过改变液晶上的电场来控制液晶的晶向，进而控制偏振光的偏转。上偏光片与下偏光片一般是成 90°夹角，偏转的偏振光可以经过彩色滤光片通过上偏光片，而未经偏转的就被阻隔。从上偏光片出射光的颜色因经过的滤光片不同而不同，但因光线很细，肉眼无法分辨每条光线。滤光片一般只有红绿蓝三种颜色，每一组红绿蓝光的出射点构成一个像素，每个像素可以产生各种颜色的光，通过像素的组合就可以形成各式图案，实现显示效果。

OLED 是一种主动发光技术，其本身就可以产生各种颜色，理论上不需要液晶和偏光片。但由于 OLED 的衬底电极一般是金属的，屏幕以外的自然光照射到上面会发生反射，影响显示效果。因此，**工程师一般会在 OLED 的表面加上一块偏光片和一块 1/4 玻片阻隔自然光。**当环境光经过偏光片时会形成偏振光，再经过晶向与偏光片成 45°夹角的 1/4 玻片时会形成圆偏振光。圆偏振光再次经过 1/4 玻片后旋转 90°，与偏光片垂直并被阻隔。通过这样的设计，可以保障显示屏的颜色一直是黑色，使得显示效果最佳。

Mini-LED 技术原理与 TFT-LCD 接近，一般也采用液晶控制，效果相对于 TFT-LCD 会更好。**Mini-LED 作为背光源不影响偏光片的使用量。**

**图 15：LCD 的结构及其偏光片应用**


资料来源：知乎，民生证券研究院

**图 16：OLED 的结构及其偏光片的使用**


资料来源：知乎，民生证券研究院

**偏光片主要有黑白和彩色两类产品。**黑白偏光片主要采用 TN、STN 两种产品；彩色偏光片产品主要有 TFT-LCD 和 AMOLED 两条技术路线。液晶显示器应用包含商业、资讯、通讯、消费电子产品及交通娱乐等，各类型 LCD 在不同终端产品规格需求下有其不同的应用。

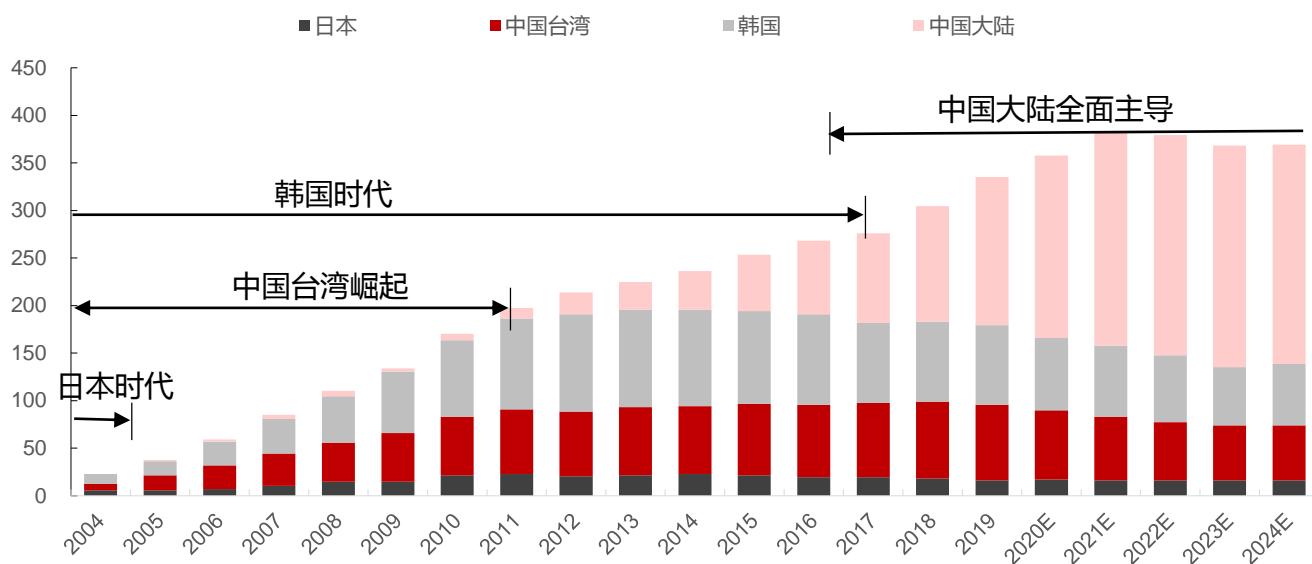
**表 1：偏光片主要类型**

	原理	特性	视角	面板尺寸	应用范围
TN	液晶扭转 90°	黑白、单色低对比 (20 : 1)	狭窄(30 度以下)	6 吋以下	电子表、计算机、简单之掌上型游戏机等
STN	液晶扭转 180°~270°	黑白、彩色(26 万 色)、低对比较 TN 佳 (50 : 1)	狭窄(40 度以下)	10 吋以下	电子字典、行动电话、个人数位助理、股票 机等
TFT	液晶扭转 90°	彩色(1,678 万色)、 高对比	较宽 TN : 80 度 MVA : 88 度 IPS : 88 度	1.5-65 吋	数位相机、数位相框、个人数位助理、行动 电话、液晶投影机、笔记型电脑、液晶监视 器、彩色电视(Full HD)及汽车导航系统等
AMOLED	液晶扭转 90°	色域范围极广	很宽，可制成柔性屏 扩展可视范围	开发中，各类型产 品与 TFT 基本相同	主要用于手机，正在向电视转移

资料来源：力特光电公告，民生证券研究院

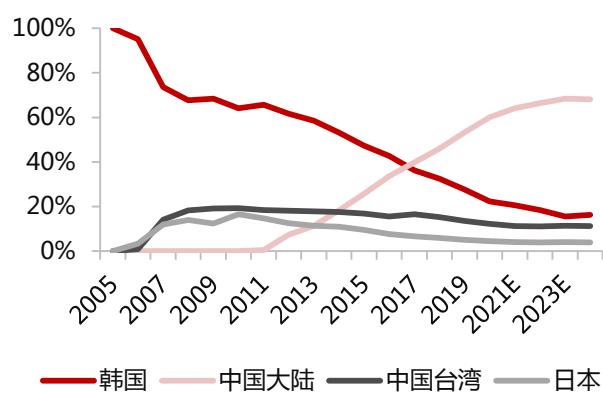
## 2.2 中国主导下游市场，配套国产化机遇来临

**面板产业经历了两轮产业转移，目前正在向中国全面主导的格局迈进。**面板产业最早是美国和德国在底层技术上实现了突破，上个世纪 90 年代由日本实现产业化，直到 2004 年日本都在主导面板产业，代表厂商有夏普、爱普生、日立、东芝、三菱、三洋和 NEC。随着日美贸易冲突加剧，韩国和中国台湾也在面板领域获得突破，开始主导面板生产。韩国的代表企业有现代、三星、LG 集团，中国台湾的代表企业为“面板五虎”（友达光电、奇美电子、广辉电子、中华映管、瀚宇彩晶）。2012 年后中国大陆凭借价格优势不断扩产，最终于 2017 年超过韩国，全面主导了面板市场。

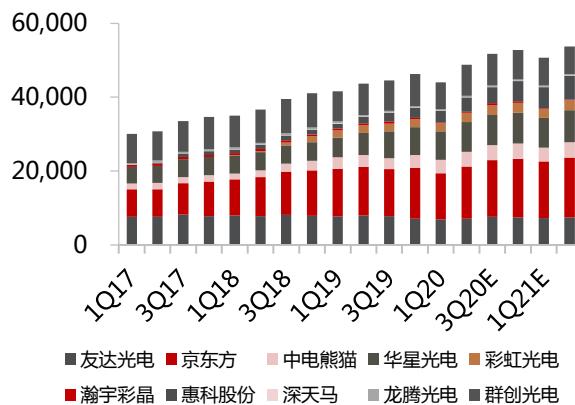
**图 17 : 各个国家和地区的面板产业出货面积及预测 ( 百万平米 )**


资料来源：IHS，民生证券研究院

**国内的面板市场形成以京东方和华星光电为主的双寡头格局。**面板行业具有较强的周期性，所以市场新的挑战者一般会选择在行业低谷期布局更先进、成本更低的产线，并在行情恢复时抢占一定的市场份额。21世纪之初的日本企业在扩产的问题上犹豫不决，韩国企业趁机大规模扩产，最终接替了日本的主导地位。2011年后，京东方等企业在高世代线上不断取得突破，并开始了大规模扩产，成为了全球面板龙头企业。京东方的成功激励了国内其他的面板厂商，中国台湾厂商也开始在大陆成立合资公司，最终国内形成了以京东方、华星光电为首的双寡头格局。

**图 18 : 各个国家和地区高世代线 ( >G6 ) 出货面积占比**


资料来源：IHS，民生证券研究院

**图 19 : 中国 ( 包括台湾 ) 主要面板厂生产面积 ( 千平米 )**


资料来源：Omdia，民生证券研究院

注：这里采用面板玻璃使用面积作为面板生产面积指标

**国内面板厂商和相关产业链厂商在诸多方面具有显著优势。**

**( 1 ) 成本优势：**中国人力成本显著低于日韩等国，因此在生产和扩产中都具有显著的人力成本优势。中国各类型原材料价格也相对较低，也是一大成本优势。除此之外，国内面板厂商采购国内偏光片，能够减免海外运输费用，降低成本。

**( 2 ) 产业集群优势：**面板主要用于电视、手机、电脑、平板等显示器制造，从全球来看，下游制造商主要位于中国大陆。面板实际上是下游集成厂商的配套零部件，与厂商距离越近，供

货速度越快、成本越低。此外，距离近便于企业间的技术交流，方便各厂商紧跟前沿技术。

**图 20：中国主要面板生产基地及重要企业**



资料来源：民生证券研究院整理

**(3) 国家政策支持：**中国一直注重高科技行业的发展，近几年中美关系恶化，中国开始意识到产业自主化的重要性，政府也推出了一系列的政策保障面板及相关材料行业的发展。

**表 2：国家支持面板产业相关政策**

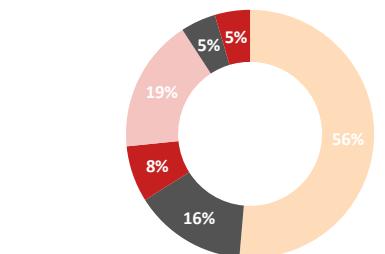
发布单位	政策文件	发布时间	主要内容
财政部、海关总署、税务总局	《关于 2021-2030 年支持新型显示产业发展进口税收政策的通知》	2021 年	对新型显示产业的关键原材料、零配件（靶材、光刻胶、掩模版、偏光片、彩色滤光片）生产企业进口国内不能生产或性能不能满足需求的自用生产性原材料、消耗品，免征进口关税
发改委、商务部	《鼓励外商投资产业目录（2019）》	2019 年	将 TFT-LCD、AMOLED 等技术列入重点鼓励外商投资目录
发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	2017 年	将显示面板产业列入目录，包括 LTPS、TFT-LCD、AMOLED 等
国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业规划》	2016 年	将新一代显示技术（AMOLED、柔性屏等）列入战略性新兴行业
工业及信息化部	《工业企业升级改造指南（2016）》	2016 年	在工业强基计划中，基础材料重点发展新兴显示技术核心产业
发改委、财政部、商务部	《鼓励进口产品及技术目录（2016）》	2016 年	将 TFT-LCD、AMOLED 等列入重点发展目录，鼓励相关技术进口

资料来源：相关政府机构部门，民生证券研究院整理

**打破日韩技术垄断，公司引领偏光片国产化进程。**随着中国全面主导 LCD 面板生产，相关产业的国产替代成为趋势。目前，中国正在相关制成原料领域替代日韩，而化学原料仍由日本主导。作为国内偏光片主要供应商，公司在 PVA 膜染色延伸、PVA 膜复合等技术领域取得突破，打破了日韩企业的垄断，使得相关产业自主化程度不断提升。**上游基膜厂商加大研发速度，以配套偏光片国产化进程。**为保障全产业链完整，国内偏光片的关键原材料 PVA 膜、TAC 膜、保护

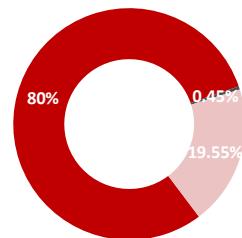
膜、等生产厂商正加速研发以实现国产化配套。杉金光电（LG 化学）在广州的保护膜产线已经投产；龙华薄膜 2500mm 偏光片的 PMMA 基膜（PVA 保护膜、补偿膜）21 年通过客户验证开始量产；皖维高新 700 万平 PVA 光学膜项目于 21 年建成投产，且使用公司自产聚乙烯醇为原料。除此之外，东材科技、洁美科技、龙华薄膜等在保护膜、离型膜、亚克力膜方面也已经或即将规模性投产。偏光片上下游的合作不断加强，能更有效地加速其国产化进程。

图 21：中国偏光片材料成本占比



资料来源：华经情报网，民生证券研究院

图 22：2020 年 PVA 膜市场格局



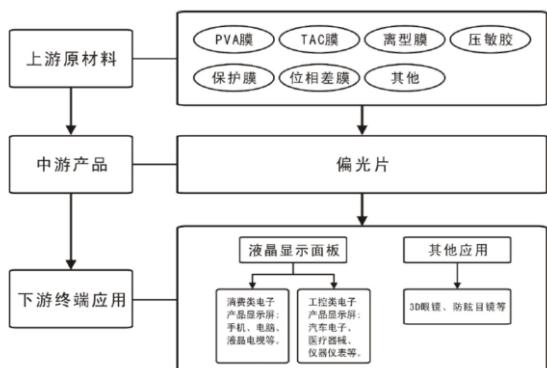
资料来源：新材料在线，民生证券研究院

## 2.3 国产化市场广阔，下游场景带动量价齐升

### 2.3.1 市场需求不断增长，偏光片大有可为

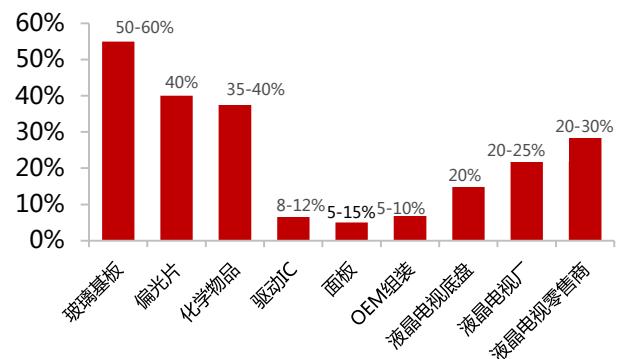
偏光片产业位于面板产业链上游，利润较高。LCD 产业链上、中、下游行业的毛利率水平构成了“微笑曲线”，曲线左边是上游的玻璃基板、光学膜材、化学品和背光模组等相关供应商，曲线中间是液晶面板及模组制造厂商，曲线右边是下游整机组装、整机品牌商和渠道经销商。偏光片行业具有技术密集和资金密集的特点。其利润水平在 LCD 产业链中处于较高的位置 约为 40%。三利谱的上游原材料大都进口日本，成本高于行业，所以公司毛利率较行业略低。未来伴随上游材料逐渐国产化，有望进一步提升毛利率水平到行业标准。

图 23：偏光片的产业链



资料来源：三利谱招股说明书，民生证券研究院

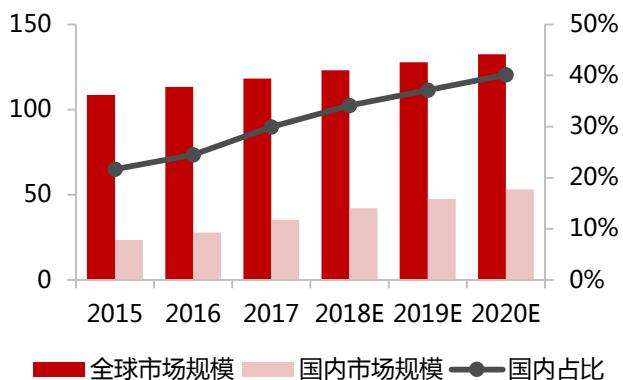
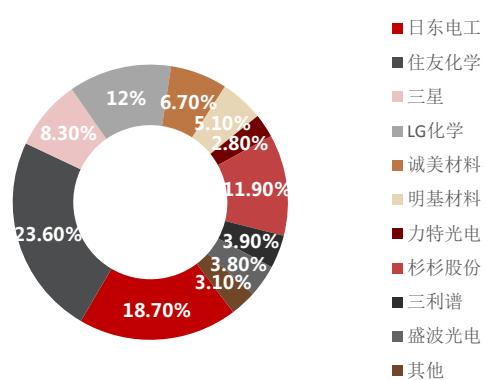
图 24：面板产业上下游各环节的利润率



资料来源：Displaysearch，民生证券研究院

国内偏光片市场规模占比不断提升，目前国内公司市占率较低。根据 OFweek 的统计和预测，2020 年全球偏光片的市场规模约为 132.1 亿美元，国内市场规模约为 53.2 亿美元。从 2015 年到 2020 年，中国偏光片市场在全球的占比从 21.64% 不断提升到了 40.15%。根据 IHS 的数

据，2020 年我国 LCD 偏光片市场主要被日韩垄断，在杉杉股份并购 LG 化学部分业务前，国内企业的全球市占率只有 10%左右，收购完成后，国内企业市占率也仅 21.9%左右。除杉杉外，国内厂商主要有三利谱和盛波光电，市占率都在 4%左右。

**图 25：2015-2020 年偏光片市场规模情况（亿美元）**

**图 26：2020 年国内偏光片厂商市占率**


资料来源：OFweek，民生证券研究院

资料来源：IHS、力特光电公告，民生证券研究院

**国产偏光片存在 0.95 亿平米缺口，国内目前供给难以满足需求。**伴随全球半导体显示产业持续向中国大陆转移，偏光片跟随下游面板需求同步增长。根据 omdia 数据，2021 年国内偏光片需求量为 3.6 亿平方米，但国内供应量仅 2.65 亿平方米，中国大陆地区的国产替代依然存在 0.95 亿平方米的缺口，偏光片供需存在约 25% 的差异，考虑剔除海外厂商在大陆的产能后缺口将会更大，所以偏光片的国产化仍有很大的发展空间。

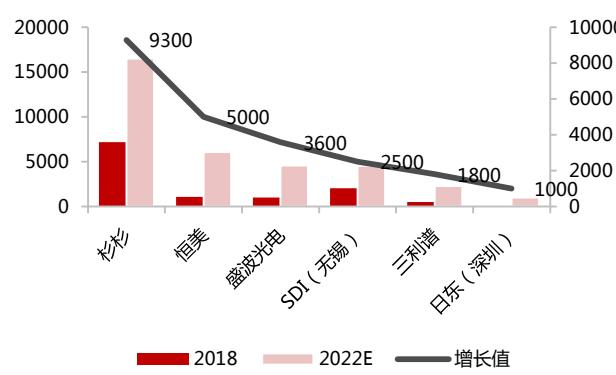
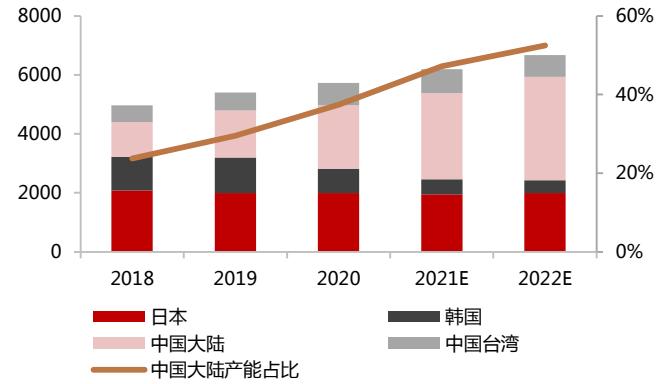
**韩厂加速退出，国产替代势在必行。**国内厂商经过多年研发，技术一定程度上已具备替代日韩大厂的能力。近几年韩国加速退出偏光片行业，为国产替代留下了巨大空间。2020 年全球第一大偏光片生产商 LG 化学将 70% 的偏光片产能出售给杉杉股份，使得杉杉股份一跃成为中国第一大偏光片供应商。在杉杉股份收购 LG 产线之前，中国第一大生产商是三利谱，其次为盛波光电。

**表 3：全球主要企业偏光片产能统计 (千平米)**

区域	制造商	2018 年产能	2019 年产能	2020 年产能	产品应用
日本	日东电工	160,200	160,200	160,200	TFT、OLED、STN、TN
	三立	39,000	39,000	0	TFT、OLED
	住友化学	139,408	164,000	203,000	TFT、OLED、STN
	Polatechno	6,000	6,000	6,000	TFT、OLED、STN、TN
中国台湾	力特光电	24,000	24,000	24,000	TFT、OLED、STN、TN
	明基材料	44,520	44,520	44,520	TFT、OLED
	诚美材料	56,400	57,600	57,600	TFT、OLED
韩国	三星	71,000	71,000	71,000	TFT、OLED
	LG 化学	205,800	205,800	103,800	TFT、OLED
中国大陆	纬达光电	2,400	2,400	2,400	OLED、STN、TN
	杉杉股份	0	0	102,000	TFT、OLED
	盛波光电	18,900	32,600	32,600	TFT、OLED、STN、TN
	乔业	750	750	750	STN、TN
	三利谱	24,600	24,600	33,200	TFT、OLED、STN、TN
	胜宝莱	12,000	18,000	18,000	TFT、OLED、STN、TN

资料来源：IHS、力特光电公告，民生证券研究院，(注：2020 年住友并购三立，杉杉股份部分并购 LG 化学)

**中国大陆偏光片产能不断提高，扩产热情高涨。**根据 Trendbank 数据，2018 年中国地区偏光片产能为 1.18 亿平米，预计到 2022 年将提高至近 3.5 亿平米；而中国台湾地区、日本无新产线投资计划，产能基本保持平稳；另外，韩国产能持续下降同梧仓工厂的关闭和转移存在一定的关系。从产能占比看，2020 年中国大陆地区偏光片产能占比达 37%，取代日本成为第一；到 2022 年，预计大陆地区偏光片产能占比将超过 50%。根据 Omida 数据，随着国产化进程不断加速，偏光片市场的投资正在焕发新活力，预计 2024 年在中国共有 26 条偏光片生产线投入使用。

**图 27：18-22 年国内主要偏光片公司产能变化 (产能单位：万平米)**

**图 28：18-22 年中国大陆偏光片产能占比逐年提升 (产能单位：万平米)**


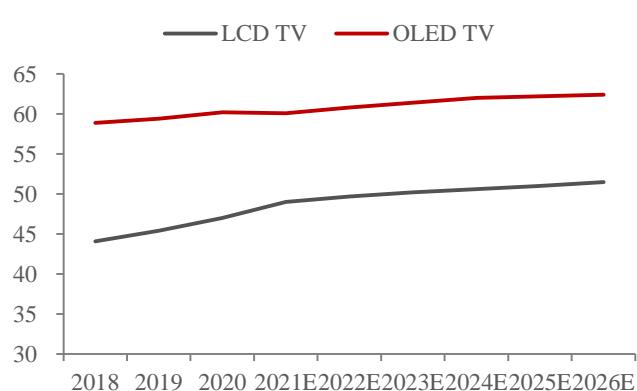
资料来源：Trendbank，民生证券研究院

资料来源：Trendbank，民生证券研究院

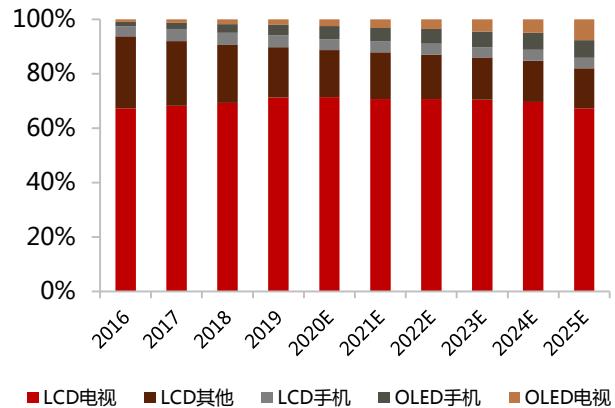
### 2.3.2 下游场景带动，车载迎来二次成长曲线

**OLED 偏光片对比 LCD 少一片，但其偏光片价值量较高。**前面提到，AMOLED 是一种主动发光技术，只需要一块圆偏光片阻隔反射光，AMOLED 代替 LCD 会导致偏光片的使用量减少一

半。虽然短期内难以影响偏光片的出货量，但是由于 AMOLED 上的偏光片是要与 1/4 玻片相结合，实际上是一种圆偏光片（不同于 LCD 中的线偏光片），因此其价格更高，使得 AMOLED 偏光片的价值量有所提升。根据 DSCC 数据，预计 OLED 在面板（OLED+LCD）的渗透率从 22 年 9% 提升至 2025 年 14%。**TV 大屏化趋势和 OLED 渗透率不断提升，偏光片有望量价齐升。**随着消费者对大屏幕显示需求的增长，相关显示产品平均面积也在不断提升。根据 omdia 的数据，2018 至 2020 年 LCD 电视的平米尺寸从 44.1 英寸增长到了 47 英寸，预计到 2026 年增长到 51.5 英寸；OLED 电视的尺寸也从 58.9 英寸增长到 2020 年的 60.2 英寸，2026 年将稳步增长至 62.4 英寸。显示的大屏化使得面板的需求进一步提升，从而使得偏光片的需求得到提升。

**图 29：TV 屏幕平均面积变化情况（英寸）**


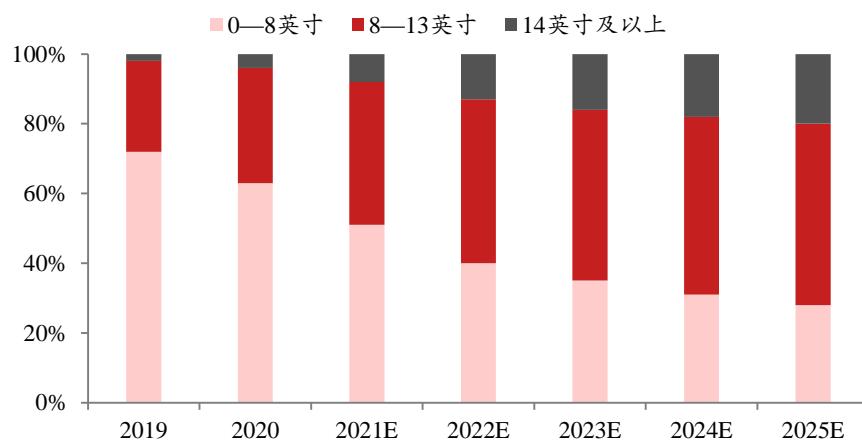
资料来源：Omdia，民生证券研究院

**图 30：OLED 屏幕渗透率不断提升及应用情况**


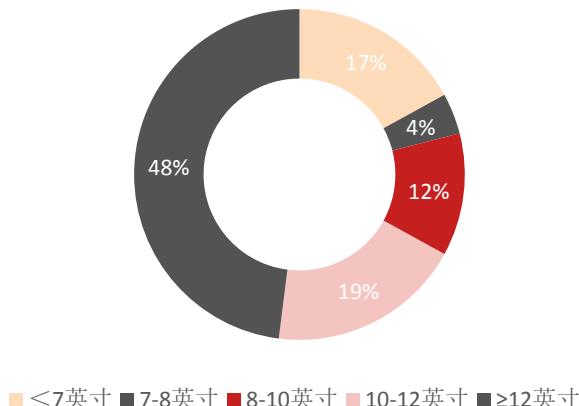
资料来源：DSCC，民生证券研究院

**车载屏作为智能化重要载体呈现大屏、多屏的趋势，车载偏光片大有可为。**

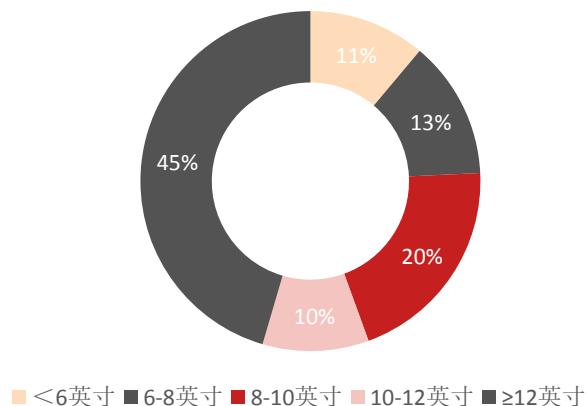
**1) 小尺寸（6-8 英寸）为目前车载中控屏主流方案，新能源车大尺寸屏幕为主流。**根据佐思汽研数据，2021 年小于 13 英寸汽车中控屏在各尺寸中控屏的占比超过 90%，预计到 2025 年大于 14 英寸汽车屏在各尺寸中控屏的占比从 8% 提升至 20%，未来大尺寸汽车屏幕市场广阔，大屏化趋势在新能源车上体现的更加显著。根据 CINNO Research 数据，2021 年前三季度搭载 12 寸以上中控屏的国内新能源乘用车出货占国内所有新能源乘用车的比例达 48%，较传统燃油车同尺寸段的占比高出 29 个百分点；搭载 8 -10 寸和 12 寸以上液晶仪表盘的国内新能源乘用车的占国内新能源乘用车的比例分别为 20% 和 45%，较传统燃油车搭载同尺寸段的份额分别高出 13 个百分点和 20 个百分点。

**图 31 : 2019-2025E 汽车中控各尺寸占比**


资料来源：佐思汽研，民生证券研究院

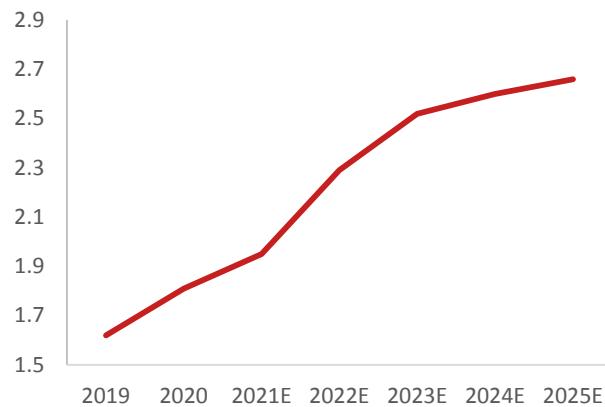
**图 32 : 2021Q1-3 国内新能源乘用车中控屏占比**


资料来源：CINNO Research，民生证券研究院

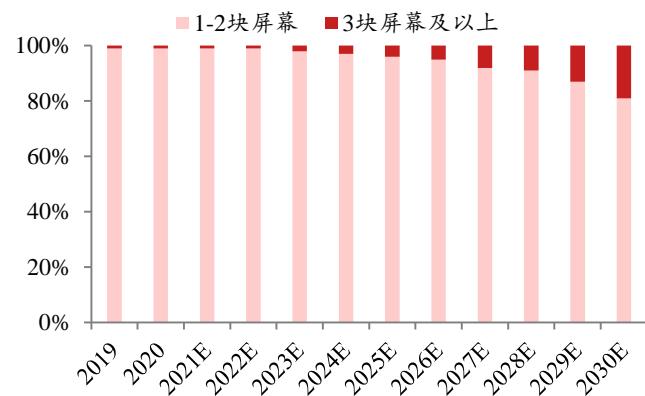
**图 33 : 2021Q1-3 国内新能源乘用车液晶仪表占比**


资料来源：CINNO Research，民生证券研究院

**2 ) 单车搭载汽车载屏数量有望持续提升。** 目前大部分车企采用1-2块屏幕，随着座舱朝着“第三空间”转变，3块屏幕及以上方案的占比将明显提升。传统的两块液晶屏幕一方面在车内娱乐已经难以让消费者满意；另一方面随着智能驾驶的升级，安全性的要求也不断提高，车载屏能多方位提供路面信息，及时提醒驾驶员危险情况，所以在车内娱乐和道路交通辅助驾驶的需求都要更多的车载屏幕来完成。根据佐思汽研数据，2021年新上市车型的屏幕平均屏幕数量不足两个，预计到2025年平均每个车会搭载2.66个屏幕。根据盖世汽车数据，2021年3块的车载显示屏（不含仪表、HUD、后视镜）的占比不足1%，预计2030年3块屏幕占比可达19%，占比提升明显。多屏化加速车载显示器的出货量增长。

**图 34：2019-2025 年新上市车型平均屏幕数量（个）**


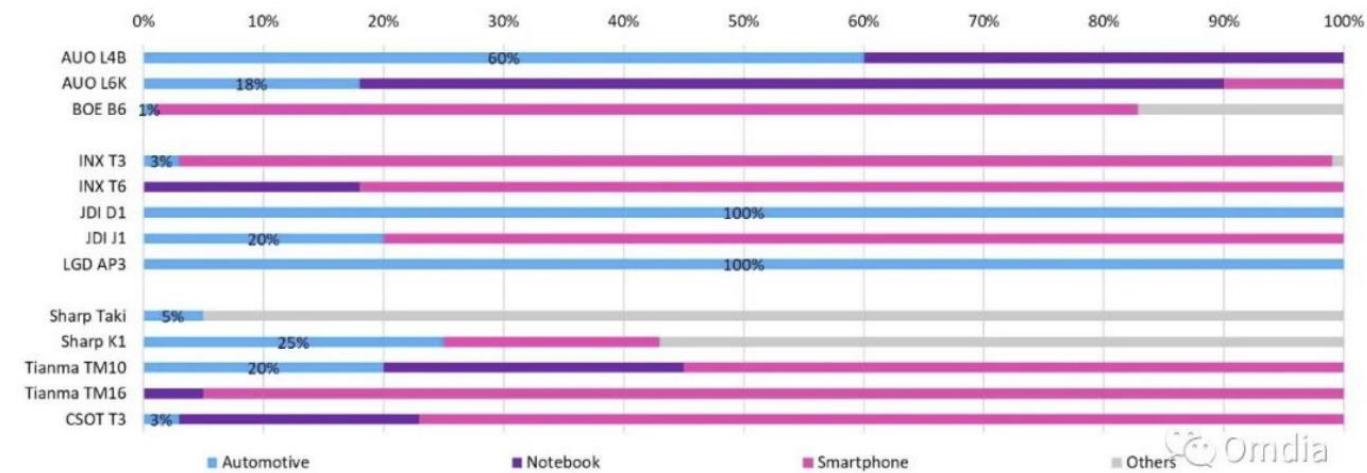
资料来源：佐思汽研，民生证券研究院

**图 35：2019-2030E 车载显示屏的数量变化趋势**


资料来源：盖世汽车，民生证券研究院

备注：车载显示屏 (( 不含仪表、HUD 和后视镜 )

**3 ) 车载显示面板在下游面板厂的 LCD 产线占比逐步提升。**根据 Omdia 数据，根据一线面板厂商的 LTPS LCD 工厂分配计划，在他们的 LTPS 生产线上，车载和笔记本将取代智能手机，成为 LTPS LCD 生产的主要应用市场。车载应用逐渐取代智能手机，车载显示面板的产能规模不断扩大。其中 JDI D1 和 LG Display AP3 已经完全减去智能手机业务，仅有车载应用；京东方、天马和群创光电的 LTPS LCD 产线的智能手机份额依然较高。车载显示面板将很快成为 LTPS 生产线的主要应用。

**图 36：2021 年下半年 LTPS LCD 车载应用生产线产量占比**


资料来源：Omdia，民生证券研究院

### 3 技术实力保障地位，稳步扩产加速发展

#### 3.1 关键工艺自主化，产品研发优化结构

公司在偏光片领域耕耘多年，是国产化的主要推力之一。公司经过了多年的研究与实践，在PVA膜染色延伸、PVA膜复合、压敏胶复合、翘曲控制、外观自动检测、系统设计集成等技术上取得了十足的进步。偏光片各个制造步骤涉及大量技术和设备间的组合和相互配合，使得该偏光片成为了具有高技术壁垒的产品。目前在这些核心技术领域，公司已获得长足进步，并成功打破了日韩的技术垄断，实现了较高水平的自主可控。

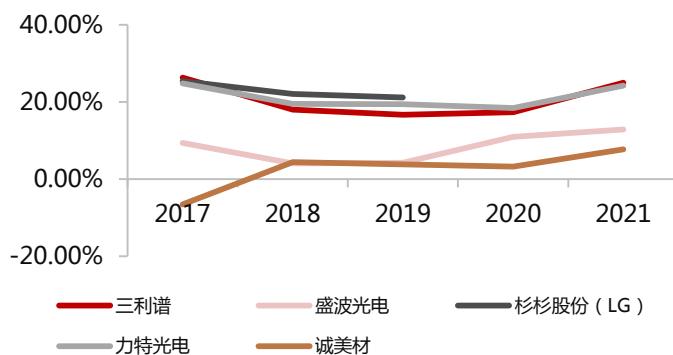
表 4：公司偏光片相关技术

技术名称	技术特点
PVA 膜染色延伸技术	偏光片制造的核心技术，直接影响偏光片的偏振度、透过率和色调等光学性能。PVA 膜染色延伸的主要机理是将 PVA 膜膨润后染上碘分子，在硼酸槽里经高倍延伸后烘干。技术难点在于确保 PVA 膜的染色均匀性、延伸后的机械性能（不回缩、不褶皱）以及延伸中不断裂等。染色与延伸之间是相互关联的，比如膨润的程度影响染色效率进而影响延伸倍率，硼酸浓度控制将影响 PVA 膜的延伸性能，硼酸架桥程度又影响最终产品的可靠性。
PVA 膜复合技术	公司通过多年实践经验积累，掌握了溶液浓度控制及延伸倍率的比例关系，优化了设备，实现了产线连续稳定运行。
压敏胶的开发技术	PVA 膜复合技术是将 PVA 膜与 TAC 保护膜贴合的技术。该技术难点主要在于粘合剂配方的选择、粘合剂的施胶方式、复合压辊的张力配合、复合后多段烘箱的温度和烘箱之间的温度差等方面。
翘曲控制技术	公司掌握的 PVA 膜复合技术，降低了 PVA 膜与 TAC 膜复合后出现分层、外观缺陷的情况，产品可靠性好。
外观自动检测技术	技术难点在于粘贴性的把握，既要保证与液晶面板粘贴牢固，又不能粘的太牢导致客户在返工撕片时损坏液晶面板。
设备设计与集成技术	PVA 膜经延伸后可能会产生回缩，进而导致显示屏亮度不均，同时，由于液晶面板的玻璃越来越薄，这种回缩在严重时会将液晶面板玻璃拉弯。

资料来源：三利谱招股说明书，民生证券研究院

**对比竞争对手，公司产品毛利率处于中上水平。**2016 至 2021 年，公司毛利率分别为 28.05%、26.34%、18.06%、16.67% 和 17.36%。2017-2019 年，LG 的毛利率分别为 25.39%、22.10% 和 21.20%。2020 年之前公司处于产能爬坡初期成本较高，因此满产后的毛利水平与 LG 水平接近。相比之下，诚美材料、盛波光电等与公司毛利率差距较大。

图 37：三利谱与可比公司毛利对比情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

备注：诚美材 2021 年毛利率为 2021Q3 毛利率，其余公司为 2021 全年毛利率

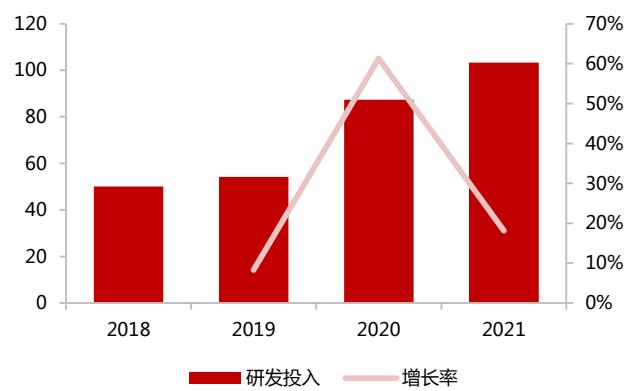
**公司不断投入研发新技术，保障持续的竞争力。**三利谱正在向车载显示、柔性 AMOLED 等方向进军。2020年上半年，公司车载碘系偏光片、车载染料系偏光片等也通过了部分有影响力的客户的认证。柔性 AMOLED 用偏光片也已经开始送样客户测试，相关研发也在持续推进。2021年，公司持续推进盲孔屏用低收缩打孔偏光片、车载碘系偏光片、车载染料系偏光片、柔性 AMOLED 用偏光片、超高透过率 LCD 偏光片、组合厚度 150um 的 LCD 偏光片等多个项目的研究工作。为推进各项新产品的研发，公司持续投入研发，2021 年研发投入 10326 万元，同比增长 18.16%，持续的研发投入将保障公司的产品紧跟主流技术路线、保持长期的竞争力。**面板价格波动会影响偏光片厂商的盈利能力，公司近年来加大在盈利更强的车载等领域布局，有望改善产品结构，稳定公司盈利增长。**

**表 5：公司偏光片相关技术研发进展**

	时间	主要产品	具体进展
车载	2019	高透光大尺寸 TV 用偏光片	持续量产
	2019	95°C 高温高耐久车载碘系偏光片	客户端测试认证
	2020	车载用 IPS 宽视角偏光片	研发中
可穿戴	2021	超高耐久的车载染料系偏光片	多家客户实现量产
	2021	115 微米柔性 AMOLED 用偏光片	已大批量量产
手机	2019	刘海屏、水滴屏用偏光片	已大批量量产
	2020	LTPS 用超薄高透过率偏光片	通过认证，实现量产
	2021	超高透过率 LCD 偏光片、组合厚度 150um 的 LCD 偏光片	持续开发中

资料来源：公司年报，民生证券研究院

**图 38：2018-2021 年公司研发（百万元）及增长率**



资料来源：wind，民生证券研究院

**伴随产能扩大和结构调整，公司在大客户验证优势凸显。**公司的客户包括京东方、华星光电等头部厂商，以及惠科、同兴达、天马、星源电子、合力泰等，偏光片是面板重要原材料，尤其对于头部面板厂商具备较高的验证壁垒。京东方等头部面板企业的体量巨大，偏光片需求对应巨大，公司已经通过了验证，目前受限于产能，短时间无法成为其主要供应商。目前限制公司业绩提升的主要因素是产能不足和结构优化还未到起效节点，随着公司的扩产和车载和 TV 新产线的产能爬坡，公司已经在京东方等大客户的验证优势将在盈利上有着直接表现。

### 3.2 顺应产业转移趋势，产能稳步拓展国产化进程

**坐拥深圳、合肥、莆田三大生产基地，后续龙岗和合肥二期产线改善产品结构。**2019年公司产量1464万平米、销量1159万平米，是国内TFT面板第一大偏光片供应商。公司目前主要有6条产线，包括两条深圳老产线、两条合肥产线、一条莆田产线和一条深圳龙岗产线，其中规划年产能1000万平米的龙岗新产线于2021年投产，预计其2022年底爬坡完成后公司总产能约3200万平米/年。

莆田规划一条1490mm的车载偏光片产线（产能1000万平米/年），预计2023年初开始产能爬坡，**莆田车载偏光片产线改善公司产品结构，提升产品盈利水平。**2020年公司募资11亿元建设尺寸为1720mm的合肥二期产线，产能规划3000万平米/年，主要做高毛利大尺寸TV产品。公司原产品的优势集中在手机领域，随着两条合肥产线的投产，公司正在进军TV面板领域，2019年公司业绩增长明显，主要由TV产品的出货增长驱动。**未来公司还将进行合肥2、3期的扩产项目，TV产品出货增长有望推动业绩进一步放量。**预计2023年公司产能将达到4000万平米左右；2024年年底预计公司产能达到7000多万平方米。

**表6：公司产能布置**

产线	设计尺寸 (mm)	产能 (万平米)	状态	领域
光明1号线	1330	600	可满产	中后工序
莆田2号线	650	120	可满产	黑白偏光片
深圳光明3号线	1490	600	可满产	基本为手机，极小部分中尺寸
合肥4号线	1490	1000	可满产	基本为TV，小部分手机和IT
合肥5号线	1330	600	可满产	基本为TV，小部分手机和IT
深圳龙岗6号线	1490	>1000	已投产，产能爬坡期	基本为手机
莆田规划7号线	1490	<1000	预计2022年末/2023年初投产	全部车载
合肥二期8号线	1720	3000	预计2023年末/2024年初投产	全部TV

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

**杉杉股份和公司优势领域不同且为存量产能，短期对公司经营影响较小。**2020年杉杉股份发布公告称收购LG化学部分偏光片业务，此前杉杉股份未从事过相关业务。杉杉股份本次收购涉及的产能约为1.01亿平米/年，2019年产量约为1.14亿平米，主要涉及TV用产品，目前来看杉杉收购的是存量的产能，不会影响国产替代的大趋势。杉杉股份主要收购了LG化学的TV面板业务，而公司目前主要优势领域在手机业务上。公司考虑到TV面板是最大的下游应用，因此公司向TV面板领域进军的路线不会变化。2021年6月杉杉宣布建设2条新产线（2250mm和1490mm各1条），规划偏光片年产能5000万平方米，预计2023年6月底前启动试生产，2024年底实现达产，因此短期内不会对公司的TV面板业务造成影响。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 主要假设：

- 1、去年新产线产能爬坡能够稳步推进，销售能够稳步推进；
- 2、新产线产能爬坡按照2年满产，产能利用率一般依据均匀增长估算，因为2021疫情导致日本和韩国设备供应商人员不能及时到位，龙岗6号新产线项目设备安装时间推迟，故酌情改动部分产能增长率；
- 3、市场规模稳步提升，技术迭代不会导致偏光片需求出现大的波动。

#### 产能测算：

根据公司公告，目前三利谱已有莆田2号线年产能为120万平米、深圳3号线600万平米、合肥4号线1000万平米、合肥5号线600万平米；2022年下半年爬坡的深圳龙岗6号线预计年产能约1000万平米；莆田1490nm产线预计2023年初投产，产能为1000万平米；合肥二期预计2023年底投产，年产能为3000万平米。据此我们推测公司2022/2023/2024年的总产能分别为3320、4000和5820万平米（预计2024年底各产线总产能达7000），对应总产量分别为2696、3440和3840万平米。由于2021年下半年以来面板市场景气度一般，因此按照中等水平估计成熟产线的产销率，但对于还在产能爬坡阶段的产线适当调低产销率。据此我们推测公司2022-2024年的总销量分别为2480、3073和3630万平米。

#### 业务拆分：

手机偏光片：深圳光明3号产线大部分为手机产能，有小部分中尺寸产能没有迁移出去，我们预计约95%产能为手机；合肥4号线和5号线分别有部分手机产能，我们预计均为10%；龙岗新6线预计有80%的手机产能。手机产品较为成熟，价格波动较小，预计2022-2024年每平米均为180元。故我们预计 2022-2024 年手机偏光片营收达到 17.39/23.10/24.80 亿元，同比增长 41.0%/32.9%/7.3%。手机毛利率较为稳定，预计2022-2024均为30%。

IT偏光片：深圳光明3号产线预计有5%没有迁移走的IT产能；合肥4号线和5号线分别有10%产能；正处于爬坡期的龙岗6号线有20%产能。公司IT产品价格波动较小，预计2022-2024年每平米价格均为90。故我们预计 2022-2024 年IT偏光片营收达到 2.36/3.11/3.34亿元，同比增长 40.0%/32.0%/7.2%。毛利率方面比手机低、比TV高，预计2022-2024均为25%。

TV偏光片：合肥4号线和5号线是以TV为主，预计TV均为80%的产能。公司未来改善TV产品结构，预计产品价格对应每年有5%增长，2022-2024年每平米价格为73.5/77.2/81.0。故我们预计 2022-2024 年TV偏光片营收达到 8.66/9.86/12.02亿元，同比增长 3.4%/13.9%/21.9%。毛利率方面比IT相对较低一些，预计2022-2024均为18%。

汽车偏光片：莆田1490nm产线规划全部为车载TFT偏光片产能，预计2023年开始爬坡，2024年底爬满。车载偏光片价值量较高，预计逐年有10%增长，2023/2024年每平米价格为200/220元。预计2023年受产能爬坡和车载验证周期较长等因素影响，销量较低，故我们预计 2023/2024 年汽车偏光片营收达到 1.90/7.18亿元，同比增长278%。车载毛利率较高，预计2023/2024均为55%。

黑白偏光片：莆田二号线产能全部为黑白偏光片。产品价格波动给较小，预计2022-2024年每平米价格为84元。黑白偏光片主要应用于单色和假彩色液晶显示屏，我们预计其需求将小幅减弱，其中21年下游面板需求旺盛带动其营收小幅回升。预计2022-2024 年黑白偏光片营收达到

0.86/0.84/0.82亿元，同比减少16.5%/2.4%/2.4%。预计2022-2024毛利率保持30%。

**表 7：公司盈利预测**

	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>			
营收 ( 百万元 )	2932.31	3887.51	4821.02
YOY	27.27%	33.58%	44.01%
毛利率	26.07%	27.79%	30.39%
<b>手机偏光片</b>			
营收 ( 百万元 )	1738.80	2310.12	2479.50
YOY	40.96%	32.86%	7.33%
毛利率	30%	30%	30%
<b>IT 偏光片</b>			
营收 ( 百万元 )	235.98	311.43375	333.925
YOY	39.55%	31.97%	7.22%
毛利率	25%	25%	25%
<b>TV 偏光片</b>			
营收 ( 百万元 )	865.54	985.98	1201.88
YOY	3.37%	13.92%	21.90%
毛利率	18%	18%	18%
<b>汽车偏光片</b>			
营收 ( 百万元 )	—	190.00	717.75
YOY	—	—	278%
毛利率	—	55%	55%
<b>黑白偏光片</b>			
营收 ( 百万元 )	85.68	83.66	81.65
YOY	-16.52%	-2.35%	-2.41%
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%
<b>其他业务</b>			
营收 ( 百万元 )	6.31	6.31	6.31
YOY	-30.43%	0.00%	0.00%
毛利率	35%	35%	35%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 4.2 费用假设

**1 ) 销售费用：**期间费用率方面，由于公司已经成为了国内主要企业的供应商，销售渠道相对已经健全，因此预计销售费用率不会明显提高，以2021年的销售费用率水平估计2022-24年。

**2 ) 管理费用：**随着新产线的不断投产和产能爬坡，公司需要更多的员工来完成生产任务，因此管理费用率预计会有一定程度的提升，我们按照每年提升0.05个百分点估计。

**3 ) 研发费用：**由于公司还在不断投入研发汽车偏光片和AMOLED偏光片产品，因此公司的研发费用率预计将有所提升，按照每年提升0.1个百分点来估计。

## 4.3 估值分析和投资建议

表 8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600884.SH	杉杉股份	23.64	1.56	1.64	2.08	15	14	11
000045.SZ	深纺织 A	6.98	0.12	0.31	0.42	58	23	17
300566.SZ	激智科技	15.81	0.59	1.05	1.64	27	15	10
平均						33	17	13
002876.SZ	三利谱	29.5	1.94	2.30	3.47	15	13	9

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 04 月 21 日收盘价；激智科技 21 年报未出，21 年为预测值

我们看好公司在偏光片领域的技术优势，受益国产化替代的趋势及公司产品结构优化。预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 4.00/6.03/7.96 亿元，EPS 为 2.30/3.47/4.58 元，对应 PE 分别为 13/9/6 倍。我们选取偏光片公司深纺织 A，收购 LG 偏光片产业的杉杉股份和国内光学膜领先企业激智科技作为可比公司。参考可比公司 22 年平均 PE 17 倍，考虑到公司在偏光片领域的优势地位，且国产化趋势带来的空间，我们给予公司 22 年 PE 16 倍，对应目标价 36.8 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1 ) 上游原材料涨价。**显示行业是周期性行业，周期内行业景气度波动较大，剧烈的波动可能会影响到公司的现金流和运营状况。

**2 ) 公司技术迭代不及时的风险。**显示行业面临OLED等多项具有潜力的技术路线，一旦在技术路线发生变化，而公司研发不及时，可能会影响公司的销售。

**3 ) 疫情风险。**公司未来新产线的扩张和爬坡一方面需要海外设备，另一方面需要工人调试。目前国际疫情仍然不明朗，疫情或对公司的生产运营活动造成一定影响。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 ( 百万元 )	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>2,304</b>	<b>2,932</b>	<b>3,888</b>	<b>4,821</b>
营业成本	1,728	2,168	2,807	3,356
营业税金及附加	12	16	21	25
销售费用	18	22	30	37
管理费用	70	90	122	153
研发费用	103	134	182	230
EBIT	374	501	727	1,019
财务费用	-0	45	79	155
资产减值损失	-20	-21	-20	-22
投资收益	-6	-7	-9	-10
<b>营业利润</b>	<b>370</b>	<b>460</b>	<b>667</b>	<b>893</b>
营业外收支	5	3	2	4
<b>利润总额</b>	<b>375</b>	<b>463</b>	<b>669</b>	<b>897</b>
所得税	21	58	51	77
净利润	354	405	618	819
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>338</b>	<b>400</b>	<b>603</b>	<b>796</b>
EBITDA	460	644	908	1,247

资产负债表 ( 百万元 )	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	545	828	1,087	1,337
应收账款及票据	743	1,030	1,307	1,621
预付款项	9	14	15	19
存货	497	666	790	976
其他流动资产	648	599	697	775
<b>流动资产合计</b>	<b>2,441</b>	<b>3,136</b>	<b>3,897</b>	<b>4,729</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,043	1,168	1,333	1,535
无形资产	64	63	62	61
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,428</b>	<b>1,511</b>	<b>1,628</b>	<b>1,647</b>
<b>资产合计</b>	<b>3,868</b>	<b>4,647</b>	<b>5,525</b>	<b>6,376</b>
短期借款	922	1,292	2,275	3,256
应付账款及票据	353	467	588	704
其他流动负债	199	175	227	279
<b>流动负债合计</b>	<b>1,475</b>	<b>1,934</b>	<b>3,090</b>	<b>4,239</b>
长期借款	126	126	126	126
其他长期负债	114	114	114	114
<b>非流动负债合计</b>	<b>240</b>	<b>240</b>	<b>240</b>	<b>240</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,715</b>	<b>2,175</b>	<b>3,330</b>	<b>4,479</b>
股本	174	174	174	174
少数股东权益	36	41	57	80
<b>股东权益合计</b>	<b>2,153</b>	<b>2,473</b>	<b>2,195</b>	<b>1,897</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,868</b>	<b>4,647</b>	<b>5,525</b>	<b>6,376</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	20.94	27.27	32.58	24.01
EBIT 增长率	133.50	33.92	44.91	40.30
净利润增长率	188.91	18.37	50.88	32.12
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	24.99	26.07	27.79	30.39
净利润率	15.35	13.81	15.90	17.00
总资产收益率 ROA	8.73	8.60	10.91	12.49
净资产收益率 ROE	15.94	16.43	28.19	43.82
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.65	1.62	1.26	1.12
速动比率	1.31	1.27	1.00	0.88
现金比率	0.37	0.43	0.35	0.32
资产负债率 (%)	44.33	46.79	60.28	70.25
<b>经营效率</b>				
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	0.63	0.70	0.76
<b>每股指标 ( 元 )</b>				
每股收益	1.94	2.30	3.47	4.58
每股净资产	12.38	14.22	12.62	10.91
每股经营现金流	1.00	1.70	3.47	4.79
每股股利	0.00	0.30	0.35	0.38
<b>估值分析</b>				
PE	15	13	9	6
PB	2.4	2.1	2.3	2.7
EV/EBITDA	12.41	8.99	7.18	5.81
股息收益率 (%)	0.00	1.00	1.17	1.27
<b>现金流量表 ( 百万元 )</b>				
净利润	354	405	618	819
折旧和摊销	86	143	181	228
营运资金变动	-288	-351	-356	-445
<b>经营活动现金流</b>	<b>173</b>	<b>296</b>	<b>603</b>	<b>832</b>
资本开支	-142	-224	-296	-242
投资	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-391</b>	<b>-231</b>	<b>-305</b>	<b>-253</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	198	370	983	981
<b>筹资活动现金流</b>	<b>144</b>	<b>252</b>	<b>798</b>	<b>722</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-71</b>	<b>283</b>	<b>259</b>	<b>250</b>

## 插图目录

图 1 : 三利谱成长历史 .....	3
图 2 : 公司产品的主要应用 .....	3
图 3 : 公司的下游厂商 .....	3
图 4 : 公司股权架构 .....	4
图 5 : 2016-2021 年公司分业务营收 ( 百万元 ) .....	5
图 6 : 2016-2021 年公司营收和归母净利 ( 百万元 ) 及增速 .....	5
图 7 : 2016-2021 年公司毛利率和净利率 .....	5
图 8 : 2016-2021 年公司分业务毛利率 .....	5
图 9 : 2016-2021 年公司期间费用率 .....	5
图 10 : 偏光片制造工艺流程 .....	6
图 11 : 偏光片原理简介 .....	6
图 12 : 中国液晶显示面板成本占比 .....	6
图 13 : 偏光片结构 .....	7
图 14 : PVA 层处理步骤 .....	7
图 15 : LCD 的结构及其偏光片应用 .....	8
图 16 : OLED 的结构及其偏光片的使用 .....	8
图 17 : 各国面板产业出货面积及预测 ( 百万平米 ) .....	9
图 18 : 分区域高世代线 ( >G6 ) 出货面积占比 .....	9
图 19 : 中国 ( 包括台湾 ) 主要面板厂生产面积 ( 千平米 ) .....	9
图 20 : 中国主要面板生产基地及重要企业 .....	10
图 21 : 中国偏光片材料成本占比 .....	11
图 22 : 2020 年 PVA 膜市场格局 .....	11
图 23 : 偏光片的产业链 .....	11
图 24 : 面板产业上下游各环节的利润率 .....	11
图 25 : 2015-2020 年偏光片市场规模情况 ( 亿美元 ) .....	12
图 26 : 2020 年国内偏光片厂商市占率 .....	12
图 27 : 18-22 年国内主要偏光片公司产能变化 ( 万平米 ) .....	13
图 28 : 中国大陆偏光片产能占比逐年提升 .....	13
图 29 : TV 屏幕平均面积变化情况 ( 英寸 ) .....	14
图 30 : OLED 屏幕渗透率不断提升及应用情况 .....	14
图 31 : 2019-2025E 汽车中控各尺寸占比 .....	15
图 32 : 2021Q1-3 国内新能源乘用车中控屏占比 .....	15
图 33 : 2021Q1-3 国内新能源乘用车液晶仪表占比 .....	15
图 34 : 2019-2025 年新上市车型平均屏幕数量 ( 个 ) .....	16
图 35 : 2019-2030E 车载显示屏的数量变化趋势 .....	16
图 36 : 2021 下半年 LTPS LCD 车载应用生产线产量占比 .....	16
图 37 : 三利谱与可比公司毛利对比情况 .....	17
图 38 : 2018-2021 年公司研发 ( 百万元 ) 及增长率 .....	18

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1 : 偏光片主要类型 .....	8
表 2 : 国家支持面板产业相关政策 .....	10
表 3 : 全球主要企业偏光片产能统计 ( 千平米 ) .....	13
表 4 : 公司偏光片相关技术 .....	17
表 5 : 公司偏光片相关技术研发进展 .....	18
表 6 : 公司产能布置 .....	19
表 7 : 公司盈利预测 .....	21
表 8 : 可比公司 PE 数据对比 .....	22

---

公司财务报表数据预测汇总.....	24
-------------------	----

## 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。	公司评级	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001