

公司研究 | 点评报告 | 三利谱 (002876.SZ)

单季收入新高，供需关系改善叠加新品成长

报告要点

三利谱公布 2025 年一季报，报告期内公司实现营业收入 8.05 亿元，同比增长 48.43%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比下降 3.62%；实现扣非归母净利润 0.31 亿元，同比下降 14.50。我们认为，随着 2024 年末国内偏光片龙头整合海外产能，以及原定扩产进度的降速，使得行业竞争格局明显改善，长期来看大尺寸偏光片价格有望修复至合理水平。公司柔性 OLED 偏光片、65 英寸偏光片放量优化产品结构，国产材料体系增强成本竞争优势，长期全球份额提升空间巨大。

分析师及联系人



杨洋

SAC: S0490517070012

SFC: BUW100



谢尔曼

SAC: S0490518070003

三利谱 (002876.SZ)

2025-05-03

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

单季收入新高，供需关系改善叠加新品成长

事件描述

三利谱公布 2025 年一季报，报告期内公司实现营业收入 8.05 亿元，同比增长 48.43%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比下降 3.62%；实现扣非归母净利润 0.31 亿元，同比下降 14.50。非经常性损益包含政府补助 114 万元，以及经营和套保外的金融资产&负债公允价值变动及处置损益-186 万元。

事件评论

- 公司单季度营业收入环比继续提升，刷新历史最好成绩，主要系下游面板企业稼动率淡季维持了较高水平，更远端的因素来自国内以旧换新家电补贴政策刺激需求，以及海外关税预期下的抢出口效应。盈利能力方面，一季度公司毛利率 17.72%，同比提升 0.45pct，环比下降 3.11pct；净利率 3.66%，同比下降 2.07pct，环比提升 3.21pct。毛利率环比下降主要系日元汇率波动，公司部分原材料采购成本上升，以及有息负债上升等。净利率环比上升主要系 2024 年 Q4 存货跌价准备与坏账准备计提影响下的低基数。
- 我们维持 2025 年公司基本面显著向好的判断，主要基于供需关系改善、产品结构升级和成本优化：1) 偏光片国产化大趋势仍在延续，公司不断抢占海外竞争对手份额，目前全球份额仍较低，提升空间可观；2) 公司合肥二期扩产项目转固，表明稼动率已经达到预定目标，年内将往满产逐步提升。该项目设计的 1720mm 的幅宽适合 65 英寸 TV 面板切割，是目前下游大尺寸化需求最受益的方向之一，将有望进一步优化公司大尺寸产品结构。OLED 方面公司产品进入放量，主要对接国内品牌，形成小尺寸高端产品新增长点；3) 公司持续推进关键性技术攻关和创新产品开发，参股的安徽吉光新材料正在推进 TAC 膜扩产项目。公司目标实现全国产化材料制成高端产品的销量增长，有望成为国产替代后期保持成本优势的关键。一季度来自原材料成本波动的影响长期看将逐步消除。
- 我们认为，随着 2024 年末国内偏光片龙头整合海外产能，以及原定扩产进度的降速，使得行业竞争格局明显改善，长期来看大尺寸偏光片价格有望修复至合理水平。公司柔性 OLED 偏光片、65 英寸偏光片放量优化产品结构，国产材料体系增强成本竞争优势，长期全球份额提升空间巨大。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.97、1.80 和 2.27，对应 PE 分别为 25.62、13.78 和 10.93。

风险提示

- 1、消费电子复苏不及预期；
- 2、新产品放量进度不及预期。

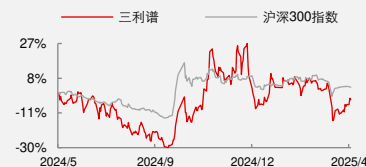
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	24.80
总股本(万股)	17,388
流通A股/B股(万股)	14,895/0
每股净资产(元)	13.75
近12月最高/最低价(元)	34.01/17.83

注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《竞争格局向好，OLED 与 65 寸偏光片发力在望》2025-04-07
- 《汇兑短期影响利润，新产品来年起量》2024-10-30
- 《收入季度新高，新品放量在即》2024-09-07


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、消费电子复苏不及预期。智能手机出货量承压，受全球经济大环境影响，若 2024 年手机出货未见明显复苏，则公司高盈利的中小尺寸偏光片业务增长可能不及预期；
- 2、新产品放量进度不及预期。公司在过去几年积极布局 OLED 偏光片、VR Pancake 光学膜等新产品，若新业务验证、放量进度不及预期，则可能影响公司中长期成长性。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2590	3495	4835	5465	货币资金	336	653	649	695
营业成本	2142	2895	3947	4457	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	448	600	888	1008	应收账款	826	1240	1715	1936
%营业收入	17%	17%	18%	18%	存货	778	1016	1389	1568
营业税金及附加	18	17	23	25	预付账款	12	43	59	67
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他流动资产	334	635	758	816
销售费用	23	24	30	32	流动资产合计	2285	3587	4570	5082
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	48	48	48	48
管理费用	90	122	160	164	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	4%	3%	3%	固定资产合计	1701	1883	1969	1977
研发费用	186	175	218	219	无形资产	81	96	110	125
%营业收入	7%	5%	5%	4%	商誉	8	8	8	8
财务费用	25	53	71	70	递延所得税资产	51	51	51	51
%营业收入	1%	2%	1%	1%	其他非流动资产	1082	926	818	741
加: 资产减值损失	-50	-15	-17	-19	资产总计	5256	6600	7574	8033
信用减值损失	-20	-5	-7	-10	短期贷款	1366	1765	1899	1701
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	554	872	1190	1343
投资收益	-14	0	0	0	预收账款	0	3	5	5
营业利润	62	234	421	531	应付职工薪酬	56	35	47	53
%营业收入	2%	7%	9%	10%	应交税费	6	35	48	55
营业外收支	-6	-7	1	1	其他流动负债	126	563	732	814
利润总额	56	227	422	532	流动负债合计	2110	3273	3921	3971
%营业收入	2%	6%	9%	10%	长期借款	347	357	367	377
所得税费用	-13	57	105	133	应付债券	0	0	0	0
净利润	68	170	316	399	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	68	168	313	395	其他非流动负债	439	439	439	439
少数股东损益	0	2	3	4	负债合计	2895	4069	4727	4787
EPS (元)	0.39	0.97	1.80	2.27	归属于母公司所有者权益	2361	2530	2843	3237
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	1	5	9
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	2361	2531	2847	3246
经营活动现金流净额	42	402	350	735	负债及股东权益	5256	6600	7574	8033
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-48	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-481	-422	-416	-419	每股收益	0.39	0.97	1.80	2.27
其他	-23	0	0	0	每股经营现金流	0.24	2.31	2.01	4.23
投资活动现金流净额	-551	-422	-416	-419	市盈率	65.79	25.62	13.78	10.93
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.89	1.70	1.52	1.33
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	21.35	9.27	6.83	5.56
银行贷款增加 (减少)	564	408	144	-189	总资产收益率	1.3%	2.6%	4.1%	4.9%
筹资成本	-39	-71	-82	-81	净资产收益率	2.9%	6.7%	11.0%	12.2%
其他	-48	0	0	0	净利率	2.6%	4.8%	6.5%	7.2%
筹资活动现金流净额	478	337	62	-270	资产负债率	55.1%	61.6%	62.4%	59.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-31	317	-4	46	总资产周转率	0.49	0.53	0.64	0.68

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。