

三环集团 (300408.SZ)

买入 (维持评级)

订单需求回暖，高容加速放量

业绩简评

2023年4月23日，公司披露2022年年报。2022年公司实现营业收入51.49亿元，同比减少17.19%；实现归母净利润15.05亿元，同比减少25.17%；实现扣非归母净利润12.21亿元，同比减少33.24%；实现毛利率44.10%，同比减少4.65pct。单Q4，公司实现营业收入11.96亿元，同比减少26.72%；实现归母净利润2.62亿元，同比减少13.81%；实现扣非归母净利润1.78亿元，同比减少31.06%。

经营分析

2022年需求低迷业绩下滑，23Q1订单需求回暖。2022年受国外地缘冲突及全球经济波动影响，电子产品行业发展不及预期，下游厂商持续去库存，导致公司营收及利润下滑。2022年MLCC行业需求疲软公司降价以保证订单量及份额，持续去库至22Q3行业触底，22Q4起常规、高容料号价格反弹，原厂稼动率环比提升。目前经过前期去库，产业链库存已处合理水位。23年3月底公司宣布涨价，根据产业调研涨价幅度在5-10%左右，目前公司稼动率为6-7成，常规及高容料号价格回弹，高容订单回暖。公司产业链垂直一体化具备成本优势，稼动率提升叠加提价因素有望带动盈利能力修复。

积极布局高容量、小尺寸MLCC，车规领域蓄势待发。公司高容量和小尺寸MLCC研发进展显著；陶瓷燃料电池应用系统装机量达210KW。高容MLCC金额占比有望达40-50%；车规应用预计在23Q2量产，同时稳步推进扩产计划，预计全部达产后将达500亿只/月。此外，公司凭借产业链垂直一体化成本优势深度受益下游应用拓展与MLCC元件本土产业进口替代机会。

盈利预测与估值

预计2023~2025年归母净利润为19.28、24.08、30.66亿元，同比+28.16%/+24.85%/+27.34%，公司现价对应PE估值为30、24、19倍，维持买入评级。

风险提示

全球厂商大幅扩产引MLCC市场供大于需、下游市场需求释放不及预期、新产品放量不及预期、产品价格下跌风险等。

电子组

分析师：樊志远 (执业S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：刘妍雪 (执业S1130520090004)

liuyanxue@gjzq.com.cn

分析师：邓小路 (执业S1130520080003)

dengxiaolu@gjzq.com.cn

联系人：丁彦文

dingyanwen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：31.12元

相关报告：

1.《三环集团深度研究：陶瓷材料专家，丰富产品线贡献多维业绩增量》，2023.3.7



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,218	5,149	6,352	7,673	9,411
营业收入增长率	55.69%	-17.19%	23.35%	20.80%	22.65%
归母净利润(百万元)	2,011	1,505	1,928	2,408	3,066
归母净利润增长率	39.68%	-25.17%	28.16%	24.85%	27.34%
摊薄每股收益(元)	1.049	0.785	1.006	1.256	1.600
每股经营性现金流净额	0.60	1.08	0.40	1.46	1.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.42%	8.80%	10.40%	11.90%	13.70%
P/E	42.51	39.11	29.91	23.96	18.82
P/B	5.28	3.44	3.11	2.85	2.58

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,994	6,218	5,149	6,352	7,673	9,411
增长率		55.7%	-17.2%	23.4%	20.8%	22.6%
主营业务成本	-1,953	-3,187	-2,878	-3,290	-3,899	-4,759
%销售收入	48.9%	51.2%	55.9%	51.8%	50.8%	50.6%
毛利	2,041	3,032	2,271	3,062	3,774	4,651
%销售收入	51.1%	48.8%	44.1%	48.2%	49.2%	49.4%
营业税金及附加	-44	-59	-63	-57	-69	-85
%销售收入	1.1%	0.9%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-36	-51	-57	-41	-50	-61
%销售收入	0.9%	0.8%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-299	-453	-479	-445	-499	-565
%销售收入	7.5%	7.3%	9.3%	7.0%	6.5%	6.0%
研发费用	-239	-419	-452	-457	-537	-612
%销售收入	6.0%	6.7%	8.8%	7.2%	7.0%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	1,423	2,050	1,219	2,062	2,619	3,329
%销售收入	35.6%	33.0%	23.7%	32.5%	34.1%	35.4%
财务费用	94	96	174	80	85	112
%销售收入	-2.4%	-1.5%	-3.4%	-1.3%	-1.1%	-1.2%
资产减值损失	-69	-59	-66	-101	-93	-56
公允价值变动收益	0	0	20	0	0	0
投资收益	114	75	98	100	100	100
%税前利润	6.8%	3.3%	5.9%	4.4%	3.5%	2.8%
营业利润	1,668	2,295	1,661	2,271	2,835	3,609
营业利润率	41.8%	36.9%	32.3%	35.8%	36.9%	38.4%
营业外收支	11	9	5	0	0	0
税前利润	1,679	2,304	1,666	2,271	2,835	3,609
利润率	42.0%	37.0%	32.4%	35.8%	36.9%	38.4%
所得税	-237	-290	-160	-341	-425	-541
所得税率	14.1%	12.6%	9.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,442	2,013	1,506	1,930	2,410	3,068
少数股东损益	2	3	1	2	2	2
归属于母公司的净利润	1,440	2,011	1,505	1,928	2,408	3,066
净利率	36.0%	32.3%	29.2%	30.4%	31.4%	32.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,442	2,013	1,506	1,930	2,410	3,068
少数股东损益	2	3	1	2	2	2
非现金支出	348	446	611	718	768	789
非经营收益	-79	-3	-173	-37	-40	-57
营运资金变动	-536	-1,303	130	-1,851	-331	-531
经营活动现金净流	1,175	1,154	2,074	761	2,807	3,269
资本开支	-1,147	-1,906	-1,063	-1,214	-906	-906
投资	-52	-46	-2,840	0	0	0
其他	148	75	97	100	100	100
投资活动现金净流	-1,051	-1,877	-3,807	-1,114	-806	-806
股权募资	2,153	3,882	0	0	0	0
债权募资	0	-90	0	2,403	-297	-392
其他	-409	-464	-629	-508	-772	-963
筹资活动现金净流	1,745	3,328	-629	1,895	-1,070	-1,355
现金净流量	1,868	2,598	-2,352	1,542	932	1,108

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,946	5,552	4,509	6,043	6,969	8,072
应收款项	1,905	2,428	1,799	2,961	3,290	3,777
存货	885	1,797	1,886	2,423	2,583	2,879
其他流动资产	2,627	3,009	4,627	4,721	4,633	4,550
流动资产	8,363	12,787	12,821	16,148	17,474	19,279
%总资产	67.7%	68.7%	65.4%	68.9%	69.9%	71.5%
长期投资	103	3	3	3	3	3
固定资产	3,166	5,037	5,881	6,383	6,529	6,621
%总资产	25.6%	27.1%	30.0%	27.2%	26.1%	24.6%
无形资产	456	537	612	702	788	871
非流动资产	3,984	5,834	6,773	7,292	7,513	7,686
%总资产	32.3%	31.3%	34.6%	31.1%	30.1%	28.5%
资产总计	12,347	18,620	19,593	23,439	24,987	26,965
短期借款	0	50	185	2,570	2,323	1,931
应付款项	457	864	690	832	933	1,073
其他流动负债	312	660	608	510	573	659
流动负债	770	1,574	1,483	3,912	3,829	3,663
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	764	854	1,007	972	916	912
负债	1,533	2,428	2,490	4,885	4,745	4,575
普通股股东权益	10,813	16,190	17,100	18,549	20,234	22,381
其中：股本	1,817	1,916	1,916	1,916	1,916	1,916
未分配利润	5,666	7,089	7,887	9,336	11,021	13,167
少数股东权益	0	1	4	6	8	10
负债股东权益合计	12,347	18,620	19,593	23,439	24,987	26,965

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.792	1.049	0.785	1.006	1.256	1.600
每股净资产	5.952	8.448	8.922	9.679	10.558	11.678
每股经营现金净流	0.647	0.602	1.082	0.397	1.465	1.706
每股股利	0.200	0.250	0.320	0.250	0.377	0.480
回报率						
净资产收益率	13.31%	12.42%	8.80%	10.40%	11.90%	13.70%
总资产收益率	11.66%	10.80%	7.68%	8.23%	9.64%	11.37%
投入资本收益率	11.19%	10.89%	6.28%	8.22%	9.78%	11.54%
增长率						
主营业务收入增长率	46.49%	55.69%	-17.19%	23.35%	20.80%	22.65%
EBIT增长率	69.62%	44.08%	-40.53%	69.15%	27.02%	27.11%
净利润增长率	65.23%	39.68%	-25.17%	28.16%	24.85%	27.34%
总资产增长率	44.05%	50.81%	5.23%	19.63%	6.60%	7.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	85.3	79.4	96.6	115.0	105.0	95.0
存货周转天数	143.2	153.6	233.5	280.0	260.0	240.0
应付账款周转天数	55.6	72.9	91.1	90.0	85.0	80.0
固定资产周转天数	217.3	253.1	367.9	292.6	234.9	183.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.80%	-50.62%	-50.16%	-41.65%	-43.97%	-46.43%
EBIT利息保障倍数	-15.1	-21.3	-7.0	-25.7	-31.0	-29.6
资产负债率	12.42%	13.04%	12.71%	20.84%	18.99%	16.96%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-07	买入	31.86	37.58~37.58

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402