

三环集团 (300408.SZ) 2023Q1 逐步复苏，去库存已显成效

2023年04月28日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
刘翔（分析师）
傅盛盛（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

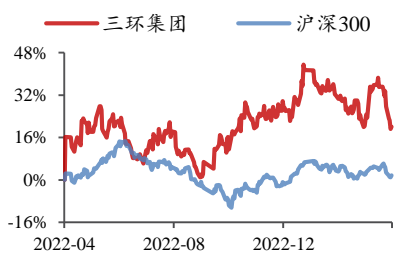
fushengsheng@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790520070007

日期	2023/4/27
当前股价(元)	29.27
一年最高最低(元)	35.28/24.32
总市值(亿元)	560.96
流通市值(亿元)	541.61
总股本(亿股)	19.16
流通股本(亿股)	18.50
近3个月换手率(%)	43.26

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q3 业绩低于预期，静待下游需求回暖——公司信息更新报告》
-2022.10.28

《2022Q2 业绩符合预期，静待下游消费需求回暖——公司信息更新报告》
-2022.8.30

《业绩超预期，一季度逆势正增长——公司信息更新报告》-2022.4.29

● 业绩略低于预期，维持“买入”评级

公司发布 2023 年一季报，2023Q1 公司实现营收 11.89 亿元，同比-15.2%，环比 2022Q4 的 11.96 亿元基本持平。实现归母净利润 3.20 亿元，同比-35.7%，环比四季度的 2.62 亿元+22.1%。扣非净利润 2.4 亿元，同比下滑 42.8%。当前消费复苏力度较弱，我们下调 2023 并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 20.11/28.09/38.82 亿元（前值为 21.56/28.09 亿元，2025 年为新增），EPS 为 1.05/1.47/2.03 元（前值为 1.12/1.47 元，2025 年为新增），当前股价对应 PE 为 27.9/20.0/14.5 倍。公司是国内领先的电子陶瓷平台型公司，中长期看，公司将受益 MLCC 国产替代，短期看受益消费电子需求复苏，维持“买入”评级。

● 2023Q1 缓慢复苏，去库存已显成效

收入占比看，2022 年报显示，光通信部件（主要是陶瓷插芯）、电子元件材料（主要为 MLCC）、半导体部件（主要是 PKG）和其他业务分别占比 28.7%、28.4%、19.0%和 23.9%。2022 年受下游需求放缓影响，光通信部件、电子元件材料、半导体部件收入分别下滑 16%、30.5%和 16.3%。2023Q1，各产品需求有企稳复苏迹象，单季度营收在有春节放假因素情况下基本和四季度持平。2023Q1，存货 18.15 亿元，较期初 18.86 亿元有部分改善，显示去库存已显成效。一季度存货周转天数 231.1 天，低于 2022 年同期的 247.9 天，与 2022Q4 的 230.3 基本持平。

● 毛利率有所波动，固定资产增加，现金流良好

2023Q1，公司毛利率 39.4%，同比 2022Q1 下滑 10 个百分点，环比 2022Q4 下降 2.4 个百分点，主要系行业景气度下行下的价格波动、产能利用率下滑导致的固定成本分摊增加。一季度固定资产周转率 0.23 次，低于 2022Q1 的 0.33 和 2022Q4 的 0.25 次。2023Q1 固定资产 51.25 亿元，较 2022Q4 的 47.31 亿元有所增加，我们预计主要是前期扩产的转固。现金流良好，单季度经营现金净流入 3.18 亿元，与归母净利润基本保持一致。

● **风险提示：** 新能源需求不及预期；原材料涨价；新客户导入缓慢等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,218	5,149	6,444	8,419	10,895
YOY(%)	55.7	-17.2	25.1	30.6	29.4
归母净利润(百万元)	2,011	1,505	2,011	2,809	3,882
YOY(%)	39.7	-25.2	33.6	39.7	38.2
毛利率(%)	48.8	44.1	46.1	48.3	50.3
净利率(%)	32.4	29.2	31.3	33.4	35.7
ROE(%)	12.4	8.8	10.5	13.0	15.5
EPS(摊薄/元)	1.05	0.79	1.05	1.47	2.03
P/E(倍)	27.9	37.3	27.9	20.0	14.5
P/B(倍)	3.5	3.3	2.9	2.6	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12787	12821	13589	15289	18589
现金	5552	4509	6055	7372	9541
应收票据及应收账款	2140	1633	0	0	0
其他应收款	151	84	210	174	323
预付账款	56	23	76	53	115
存货	1797	1886	2561	3004	3924
其他流动资产	3090	4686	4686	4686	4686
非流动资产	5834	6773	7348	8473	9867
长期投资	0	0	1	2	3
固定资产	4312	5191	5740	6738	7997
无形资产	299	364	370	378	380
其他非流动资产	1222	1218	1237	1354	1486
资产总计	18620	19593	20936	23762	28455
流动负债	1574	1483	812	1194	2365
短期借款	42	152	152	504	1672
应付票据及应付账款	830	635	0	0	0
其他流动负债	702	696	661	690	693
非流动负债	854	1007	1007	1007	1007
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	854	1007	1007	1007	1007
负债合计	2428	2490	1819	2200	3372
少数股东权益	1	4	7	11	16
股本	1916	1916	1916	1916	1916
资本公积	6218	6218	6218	6218	6218
留存收益	8126	9018	10518	12715	15845
归属母公司股东权益	16190	17100	19110	21551	25067
负债和股东权益	18620	19593	20936	23762	28455

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1154	2074	2353	2887	3241
净利润	2013	1506	2014	2813	3887
折旧摊销	380	533	549	677	852
财务费用	-96	-174	-269	-257	-288
投资损失	-75	-98	-76	14	-76
营运资金变动	-1303	130	149	-339	-1100
其他经营现金流	235	177	-15	-22	-35
投资活动现金流	-1877	-3807	-1042	-1809	-2163
资本支出	1910	1125	1123	1801	2245
长期投资	-46	-2840	-1	-1	-1
其他投资现金流	79	158	82	-7	83
筹资活动现金流	3328	-629	236	-112	-78
短期借款	42	110	0	352	1168
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	100	0	0	0	0
资本公积增加	3780	0	0	0	0
其他筹资现金流	-594	-739	236	-464	-1246
现金净增加额	2598	-2352	1546	965	1001

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6218	5149	6444	8419	10895
营业成本	3187	2878	3476	4350	5415
营业税金及附加	59	63	72	93	119
营业费用	51	57	58	76	98
管理费用	453	479	548	589	817
研发费用	419	452	548	589	654
财务费用	-96	-174	-269	-257	-288
资产减值损失	-33	-70	0	0	0
其他收益	136	218	136	147	159
公允价值变动收益	0	20	5	6	8
投资净收益	75	98	76	-14	76
资产处置收益	-4	-1	1	1	-1
营业利润	2295	1661	2221	3104	4293
营业外收入	14	17	12	14	14
营业外支出	5	13	5	6	7
利润总额	2304	1666	2228	3112	4301
所得税	290	160	214	299	413
净利润	2013	1506	2014	2813	3887
少数股东损益	3	1	3	4	5
归属母公司净利润	2011	1505	2011	2809	3882
EBITDA	2519	2074	2637	3617	4974
EPS(元)	1.05	0.79	1.05	1.47	2.03

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	55.7	-17.2	25.1	30.6	29.4
营业利润(%)	37.6	-27.6	33.7	39.8	38.3
归属于母公司净利润(%)	39.7	-25.2	33.6	39.7	38.2
获利能力					
毛利率(%)	48.8	44.1	46.1	48.3	50.3
净利率(%)	32.4	29.2	31.3	33.4	35.7
ROE(%)	12.4	8.8	10.5	13.0	15.5
ROIC(%)	22.0	15.1	19.6	23.9	27.4
偿债能力					
资产负债率(%)	13.0	12.7	8.7	9.3	11.9
净负债比率(%)	-30.0	-21.0	-27.0	-28.5	-28.5
流动比率	8.1	8.6	16.7	12.8	7.9
速动比率	6.8	7.1	13.1	10.0	6.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	4.6	3.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.0	4.0	11.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	0.79	1.05	1.47	2.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.08	1.23	1.51	1.69
每股净资产(最新摊薄)	8.45	8.92	9.97	11.24	13.08
估值比率					
P/E	27.9	37.3	27.9	20.0	14.5
P/B	3.5	3.3	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	19.3	23.3	17.7	12.6	9.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn