

## 业绩符合预期，看好高容放量

### 业绩简评

2023年8月29日，公司披露2023年中报业绩。2023H1公司实现营业收入26.29亿元，同比减少9.14%；实现归母净利润7.31亿元，同比减少22.16%。单Q2来看，公司实现营业收入14.40亿元，同比减少3.49%，环比增长21.11%；实现归母净利润4.11亿元，同比减少6.93%，环比增长28.4%。

### 经营分析

**23H1 业绩符合预期，MLCC 业务收入同增。**23H1 公司电子元件及材料业务同比增长+11.4%，营收占比提升；通信部件业务收入规模同比下降-35.59%。具体来看，23Q2 随着 MLCC 前期去库效果显现、公司高容产品进展，公司订单增加、稼动率稳步提升。盈利能力方面，23H1 公司整体毛利率为 39.73%，同比-7.27pct，其中 23Q2 公司毛利率为 39.99%，环比+0.59pct。分业务来看，电子元件及材料毛利率为 29.66%，同比下滑 24.35pct，通信部件毛利率为 41.94%，同比下滑 1.22%。毛利率环比提升主要由于公司 MLCC 稼动率提升且期间费用控制较好，预计未来稼动率提升叠加提价因素有望带动盈利能力继续修复。

**技术创新加速，MLCC 产品性能提升，SOFC 自主创新能力持续。**公司通过改进工艺技术和优化设计，研发各系列 MLCC 产品，有效解决了 MLCC 常见的断裂和啸叫问题，提升了产品性能。公司 MLCC 产品不断朝着高容化、微型化、高可靠等方向发展，不断实现产品技术突破和品质提升，市场认可度得以逐渐提高，下游应用领域覆盖面日益广泛。5 月，公司牵头承担的国家重点研发计划“氢能技术”重点专项“百千瓦级固体氧化物燃料电池热电联供系统应用关键技术”项目顺利召开项目启动会，该项目的顺利实施将进一步提升我国大功率 SOFC 热电联供系统技术的自主创新能力。结合公司技术创新持续及客户不断开拓，我们认为未来公司有望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 16.83、21.13、26.70 亿元，同比+11.87%/+25.55%/+26.35%，公司现价对应 PE 估值为 35、28、22 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

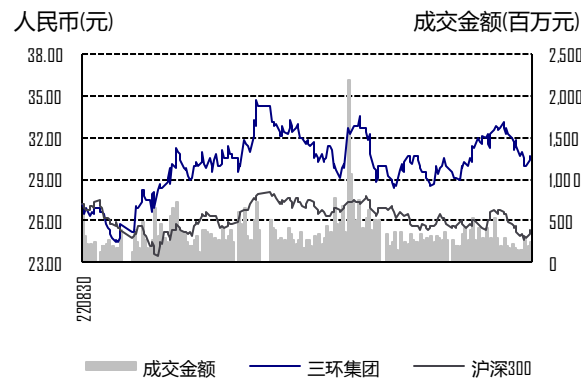
dingyanwen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：30.70 元

### 相关报告：

1.《三环集团公司点评：订单需求回暖，高容加速放量》，2023.4.24

2.《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	6,264	7,735	9,299
营业收入增长率	55.69%	-17.19%	21.65%	23.47%	20.23%
归母净利润(百万元)	2,011	1,505	1,683	2,113	2,670
归母净利润增长率	39.68%	-25.17%	11.87%	25.55%	26.35%
摊薄每股收益(元)	1.049	0.785	0.878	1.103	1.393
每股经营性现金流净额	0.60	1.08	0.24	1.25	1.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.42%	8.80%	9.20%	10.68%	12.33%
P/E	29.26	39.10	34.95	27.84	22.03
P/B	3.63	3.44	3.21	2.97	2.72

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>3,994</b>	<b>6,218</b>	<b>5,149</b>	<b>6,264</b>	<b>7,735</b>	<b>9,299</b>	货币资金	2,946	5,552	4,509	6,266	7,453	8,442	
增长率		55.7%	-17.2%	21.7%	23.5%	20.2%	应收款项	1,905	2,428	1,799	2,920	3,316	3,732	
主营业务成本	-1,953	-3,187	-2,878	-3,495	-4,276	-5,115	存货	885	1,797	1,886	2,574	2,833	3,094	
%销售收入	48.9%	51.2%	55.9%	55.8%	55.3%	55.0%	其他流动资产	2,627	3,009	4,627	4,725	4,641	4,557	
毛利	2,041	3,032	2,271	2,769	3,459	4,184	流动资产	8,363	12,787	12,821	16,485	18,243	19,826	
%销售收入	51.1%	48.8%	44.1%	44.2%	44.7%	45.0%	%总资产	67.7%	68.7%	65.4%	69.3%	70.8%	72.1%	
营业税金及附加	-44	-59	-63	-56	-70	-84	长期投资	103	3	3	3	3	3	
%销售收入	1.1%	0.9%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	3,166	5,037	5,881	6,383	6,529	6,621	
销售费用	-36	-51	-57	-41	-50	-60	%总资产	25.6%	27.1%	30.0%	26.8%	25.4%	24.1%	
%销售收入	0.9%	0.8%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	456	537	612	702	788	871	
管理费用	-299	-453	-479	-439	-503	-558	非流动资产	3,984	5,834	6,773	7,292	7,513	7,686	
%销售收入	7.5%	7.3%	9.3%	7.0%	6.5%	6.0%	%总资产	32.3%	31.3%	34.6%	30.7%	29.2%	27.9%	
研发费用	-239	-419	-452	-451	-541	-604	<b>资产总计</b>	<b>12,347</b>	<b>18,620</b>	<b>19,593</b>	<b>23,777</b>	<b>25,756</b>	<b>27,512</b>	
%销售收入	6.0%	6.7%	8.8%	7.2%	7.0%	6.5%	短期借款	0	50	185	3,107	3,453	3,135	
息税前利润 (EBIT)	1,423	2,050	1,219	1,783	2,295	2,878	应付款项	457	864	690	884	1,023	1,153	
%销售收入	35.6%	33.0%	23.7%	28.5%	29.7%	30.9%	其他流动负债	312	660	608	504	573	651	
财务费用	94	96	174	77	75	98	流动负债	770	1,574	1,483	4,495	5,048	4,938	
%销售收入	-2.4%	-1.5%	-3.4%	-1.2%	-1.0%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-69	-59	-66	-107	-106	-56	其他长期负债	764	854	1,007	972	916	912	
公允价值变动收益	0	0	20	0	0	0	负债	1,533	2,428	2,490	5,467	5,965	5,850	
投资收益	114	75	98	100	100	100	<b>普通股股东权益</b>	<b>10,813</b>	<b>16,190</b>	<b>17,100</b>	<b>18,304</b>	<b>19,783</b>	<b>21,652</b>	
%税前利润	6.8%	3.3%	5.9%	5.0%	4.0%	3.2%	其中：股本	1,817	1,916	1,916	1,916	1,916	1,916	
营业利润	1,668	2,295	1,661	1,983	2,489	3,144	未分配利润	5,666	7,089	7,887	9,091	10,570	12,439	
营业利润率	41.8%	36.9%	32.3%	31.7%	32.2%	33.8%	少数股东权益	0	1	4	6	8	10	
营业外收支	11	9	5	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,347</b>	<b>18,620</b>	<b>19,593</b>	<b>23,777</b>	<b>25,756</b>	<b>27,512</b>	
税前利润	1,679	2,304	1,666	1,983	2,489	3,144	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	42.0%	37.0%	32.4%	31.7%	32.2%	33.8%	<b>每股指标</b>							
所得税	-237	-290	-160	-297	-373	-472	每股收益	0.792	1.049	0.785	0.878	1.103	1.393	
所得税率	14.1%	12.6%	9.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	5.952	8.448	8.922	9.551	10.323	11.298	
净利润	1,442	2,013	1,506	1,685	2,115	2,672	每股经营现金净流	0.647	0.602	1.082	0.236	1.255	1.557	
少数股东损益	2	3	1	2	2	2	每股股利	0.200	0.250	0.320	0.250	0.331	0.418	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,440</b>	<b>2,011</b>	<b>1,505</b>	<b>1,683</b>	<b>2,113</b>	<b>2,670</b>	<b>回报率</b>							
净利率	36.0%	32.3%	29.2%	26.9%	27.3%	28.7%	净资产收益率	13.31%	12.42%	8.80%	9.20%	10.68%	12.33%	
							总资产收益率	11.66%	10.80%	7.68%	7.08%	8.21%	9.71%	
							投入资本收益率	11.19%	10.89%	6.28%	7.01%	8.32%	9.79%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	46.49%	55.69%	-17.19%	21.65%	23.47%	20.23%	
							EBIT增长率	69.62%	44.08%	-40.53%	46.25%	28.70%	25.42%	
							净利润增长率	65.23%	39.68%	-25.17%	11.87%	25.55%	26.35%	
							总资产增长率	44.05%	50.81%	5.23%	21.35%	8.32%	6.82%	
							<b>资产管理能力</b>							
							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	296.7	233.1	185.7	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-50.80%	-50.62%	-50.16%	-40.49%	-41.71%	-44.14%	
							EBIT利息保障倍数	-15.1	-21.3	-7.0	-23.1	-30.5	-29.4	
							资产负债率	12.42%	13.04%	12.71%	22.99%	23.16%	21.26%	

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
2	2023-04-24	买入	31.12	N/A

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806