

公司研究

21Q3 业绩环比增长，MLCC 龙头崛起正在进行时

——三环集团（300408.SZ）跟踪报告之四

要点

事件：公司发布 2021 年三季报，营业收入为 45.86 亿元，同比增长 66.93%；归母净利润 17.07 亿元，同比增长 70.33%；扣非归母净利润 15.7 亿元，同比增长 71.34%。

市场景气度向好，公司营收大幅增加。公司 2021Q3 营业收入为 17.11 亿元，环比增长 9.18%，同比增长 55.75%；实现归母净利润 6.28 亿元，环比增长 6.57%，同比增长 40.80%；实现扣非归母净利润 5.91 亿元，环比增长 5.61%，同比增长 41.49%。公司 2021Q3 毛利率为 48.61%，环比减少 6.29pcts，同比减少 5.43pcts；净利率为 36.76%，环比减少 0.90pcts，同比减少 3.90pcts。三季度末公司存货 16.80 亿元，同比上涨 89.70%，系受公司产品扩产备货影响。公司为提高产品的核心竞争力，持续加大研发投入，前三季度研发费用 2.42 亿元，同比增长 45.11%。

向特定对象发行股票募集资金，把握国产替代历史机遇发力 MLCC。MLCC 产品市场需求持续扩大、国产替代进程不断深化，现有产能无法满足当前和未来市场需求，公司积极把握供应链切入的历史性机遇。近期公司发布增发公告，拟募资 75 亿元，本次募集资金投资项目包括高容量系列多层片式陶瓷电容器扩产项目、智能通信终端用新型陶瓷封装基座扩产技术改造项目、电子与电力器件用新型氧化铝陶瓷基片扩产项目等，上述项目全部达产后，公司 MLCC 将新增产能 3,000 亿只/年、陶瓷封装基座新增产能 240 亿只/年、陶瓷基片新增产能 6 亿片/年。

以电子陶瓷为基础，公司产品线不断拓展。公司具有 50 年电子陶瓷生产经验，主导产品从最初的单一电阻发展成为目前以光纤陶瓷插芯及套筒、陶瓷封装基座、MLCC、陶瓷基片和手机外观件等产品为主的多元化的产品结构，其中光纤连接器陶瓷插芯、氧化铝陶瓷基板、电阻器用陶瓷基体等产销量均居全球前列。

MLCC 有望再造新三环。2018-2020 年底，三环 MLCC 产能分别为 20/40/100 亿只/月，根据扩产计划，公司 2021 和 2022 年底产能有望达到 200 和 300 亿只/月。2020 年 10 月公司增发募资约 21.5 亿元，定增价 27.52 元/股；其中约 19 亿元投资于 5G 通信用高品质 MLCC 项目，未来基站、手机、车规将是三环 MLCC 主要发展方向。

投资建议：公司把握国产替代历史机遇，发力 MLCC 等需求旺盛的领域，我们持续看好公司作为电子陶瓷龙头企业的市场前景，未来三环集团有望成为中国 MLCC 行业龙头企业。我们维持公司 2021~2022 年净利润为 21.3 和 27.5 亿元，并新增 2023 年净利润预测为 33.0 亿元，对应 PE 33X/26X/22X，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期，新增产量无法消化；产品单价下滑；行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,726	3,994	6,448	8,692	10,145
营业收入增长率	-27.30%	46.49%	61.44%	34.80%	16.72%
净利润（百万元）	871	1,440	2,131	2,747	3,300
净利润增长率	-33.93%	65.23%	48.04%	28.91%	20.12%
EPS（元）	0.50	0.79	1.17	1.51	1.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.60%	13.31%	17.06%	18.86%	19.41%
P/E	78	50	33	26	22
P/B	9.1	6.6	5.7	4.9	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-28

买入（维持）

当前价：39.23 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

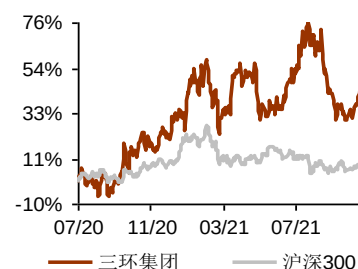
021-52523849

kailiu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.17
总市值(亿元)	712.81
一年最低/最高(元)	30.61/50.55
近 3 月换手率	52.25%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.18	-16.01	20.57
绝对	7.47	-13.11	24.79

资料来源：Wind

相关研报

2021Q1 业绩大超预期，连续四个季度保持高速增长——三环集团（300408.SZ）跟踪报告之三（2021-03-28）

2020 年业绩预告符合预期，连续三个季度业绩保持高速增长——三环集团（300408.SZ）跟踪报告之二（2021-02-02）

电子陶瓷专家致力成为 MLCC 国之重器——三环集团（300408.SZ）跟踪报告之一（2021-01-25）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,726	3,994	6,448	8,692	10,145
营业成本	1,389	1,953	3,160	4,250	4,960
折旧和摊销	262	274	454	561	666
税金及附加	32	44	72	96	113
销售费用	52	36	58	78	91
管理费用	238	299	419	565	609
研发费用	177	239	417	554	596
财务费用	13	-94	-49	-35	-34
投资收益	86	114	0	0	0
营业利润	1,011	1,668	2,554	3,291	3,954
利润总额	1,017	1,679	2,571	3,315	3,982
所得税	143	237	437	564	677
净利润	874	1,442	2,134	2,751	3,305
少数股东损益	3	2	3	4	5
归属母公司净利润	871	1,440	2,131	2,747	3,300
EPS(元)	0.50	0.79	1.17	1.51	1.82

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,715	1,175	1,414	2,331	3,327
净利润	871	1,440	2,131	2,747	3,300
折旧摊销	262	274	454	561	666
净营运资金增加	-2,538	938	1,371	1,171	756
其他	3,119	-1,477	-2,542	-2,148	-1,396
投资活动产生现金流	-856	-1,051	-1,774	-1,876	-1,998
净资本支出	-579	-1,147	-1,214	-1,214	-1,214
长期投资变化	103	101	0	0	0
其他资产变化	-381	-4	-559	-661	-784
融资活动现金流	-674	1,745	-405	-638	-833
股本变化	0	74	0	0	0
债务净变化	-310	-20	0	0	0
无息负债变化	-92	491	409	403	264
净现金流	189	1,868	-765	-182	496

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	49.1%	51.1%	51.0%	51.1%	51.1%
EBITDA 率	43.9%	46.2%	45.5%	44.3%	45.4%
EBIT 率	34.2%	39.2%	38.5%	37.9%	38.9%
税前净利润率	37.3%	42.0%	39.9%	38.1%	39.2%
归母净利润率	32.0%	36.0%	33.1%	31.6%	32.5%
ROA	10.2%	11.7%	14.8%	16.3%	16.8%
ROE (摊薄)	11.6%	13.3%	17.1%	18.9%	19.4%
经营性 ROIC	19.3%	23.9%	26.4%	28.2%	29.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	12%	12%	13%	14%	13%
流动比率	11.05	10.86	8.18	7.22	7.33
速动比率	9.70	9.71	6.95	5.98	6.08
归母权益/有息债务	384.36	-	-	-	-
有形资产/有息债务	405.94	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,572	12,347	14,436	16,917	19,620
货币资金	1,079	2,946	2,181	2,000	2,495
交易性金融资产	2,471	2,547	3,057	3,668	4,401
应收账款	688	1,179	1,998	2,694	3,144
应收票据	186	39	63	84	98
其他应收款 (合计)	57	167	256	345	403
存货	647	885	1,456	1,972	2,307
其他流动资产	136	549	549	549	549
流动资产合计	5,298	8,363	9,642	11,421	13,526
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	103	101	101	101	101
固定资产	1,827	2,377	3,044	3,570	3,978
在建工程	644	789	722	691	678
无形资产	326	199	244	289	333
商誉	254	242	242	242	242
其他非流动资产	57	210	210	210	210
非流动资产合计	3,273	3,984	4,794	5,496	6,094
总负债	1,062	1,533	1,942	2,345	2,609
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	152	443	716	963	1,124
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	22	0	0	0	0
其他流动负债	0	5	5	5	5
流动负债合计	479	770	1,178	1,581	1,846
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	493	630	630	630	630
非流动负债合计	582	764	764	764	764
股东权益	7,510	10,814	12,494	14,572	17,011
股本	1,743	1,817	1,817	1,817	1,817
公积金	1,192	3,342	3,346	3,346	3,346
未分配利润	4,670	5,666	7,338	9,413	11,846
归属母公司权益	7,510	10,813	12,490	14,565	16,999
少数股东权益	0	0	3	7	12

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.92%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%
管理费用率	8.74%	7.50%	6.50%	6.50%	6.00%
财务费用率	0.47%	-2.36%	-0.77%	-0.40%	-0.33%
研发费用率	6.47%	5.99%	6.47%	6.37%	5.87%
所得税率	14%	14%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.20	0.25	0.37	0.48	0.57
每股经营现金流	0.98	0.65	0.78	1.28	1.83
每股净资产	4.31	5.95	6.87	8.02	9.36
每股销售收入	1.56	2.20	3.55	4.78	5.58

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	78	50	33	26	22
PB	9.1	6.6	5.7	4.9	4.2
EV/EBITDA	56.4	37.3	23.5	17.9	14.7
股息率	0.5%	0.6%	0.9%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE