

三环集团（300408.SZ）

行业低谷期保持韧性，1Q22 业绩逆势增长

买入

核心观点

21 年营收同比增长 56%，归母净利润同比增长 40%。公司 21 年营收 62.18 亿元 (YoY +55.7%)，归母净利润 20.11 亿元 (YoY +39.7%)，高增长得益于：1) 5G、新能源汽车、AIoT 等市场兴起，带动电子元件需求增长；2) 被动元件国产替代进程加速；3) 公司积极扩产，满足市场需求。21 年毛利率 48.75% (YoY -2.35pct)，净利率 32.34% (YoY -3.71pct)。分产品来看，21 年电子元件及材料、光通信部件、半导体部件营收分别同比增长 59.5%、31.7%、76.2% 至 21.03、17.60、11.70 亿元，占比分别为 33.8%、28.3%、18.8%；毛利率分别为 53.53%、49.98%、37.58%，分别同比下降 2.92、1.18、7.46pct。

4Q21 以来行业景气度有所下滑，公司 1Q22 业绩具备韧性。公司 4Q21 营收 16.32 亿元 (YoY +30.9%)，归母净利润 3.04 亿元 (YoY -30.5%)，毛利率 40.91% (YoY -11.64pct)；1Q22 营收 14.02 亿元 (YoY +7.1%)，归母净利润 4.98 亿元 (YoY +1.6%)，毛利率 49.37% (YoY -1.99pct)。4Q21 以来，疫情反复、芯片短缺等因素抑制了终端需求，被动元件景气度有所下滑，公司业绩承压，但受益于产能扩张及品类拓展，公司 1Q22 业绩仍维持同比正增长。

定增新增 MLCC 年产能 5400 亿只，公司紧抓行业国产替代机遇。公司 2020、2021 年先后完成两次定增，2020 年定增公司投入 18.74 亿元新增 5G 通信用 MLCC 年产能 2400 亿只，预计 2022 年底前达产；2021 年定增公司拟投入 37.5 亿元新增高容量 MLCC 年产能 3000 亿只，预计 2024 年上半年达产。短期来看，被动元件市场正在筑底，终端市场回补库存的需求陆续浮现，行业景气向上的拐点已近；长期来看，在 5G、汽车电子等市场需求旺盛，中美贸易摩擦加速 MLCC 国产替代进程的背景下，公司有望通过扩产紧抓行业发展机遇。

投资建议：在 MLCC 行业长期向好及国产替代进程加速的背景下，公司通过加大资本开支持续扩增产能，有望快速抢占市场份额，逐步升级产品、客户结构。我们预计 2022-2024 年公司营业收入同比增长 23.8%/27.8%/24.7% 至 77.01/98.39/122.71 亿元，归母净利润同比增长 19.5%/26.5%/23.0% 至 24.03/30.39/37.38 亿元，对应 PE 为 22.8/18.1/14.7 倍，维持买入评级。

风险提示：下游需求不及预期，产能扩张不及预期，MLCC 价格波动。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,994	6,218	7,701	9,839	12,271
(+/-%)	46.5%	55.7%	23.8%	27.8%	24.7%
净利润(百万元)	1440	2011	2403	3039	3738
(+/-%)	65.2%	39.7%	19.5%	26.5%	23.0%
每股收益(元)	0.79	1.05	1.25	1.59	1.95
EBIT Margin	35.6%	33.0%	31.9%	32.4%	32.5%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	12.4%	13.5%	15.2%	16.4%
市盈率 (PE)	36.2	27.3	22.8	18.1	14.7
EV/EBITDA	31.6	23.7	19.4	15.2	12.4
市净率 (PB)	4.81	3.39	3.08	2.74	2.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

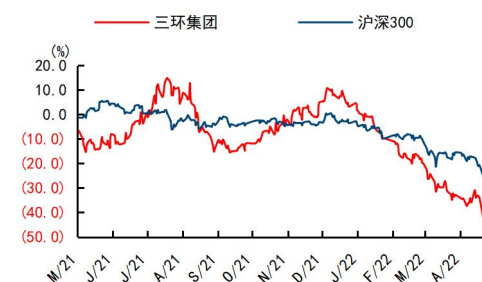
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.65 元
总市值/流通市值	54893/50166 百万元
52 周最高价/最低价	50.55/23.69 元
近 3 个月日均成交额	402.18 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三环集团-300408-2021 年三季报点评：3Q21 单季业绩再创新高，MLCC 扩产紧抓国产替代良机》——2021-10-28

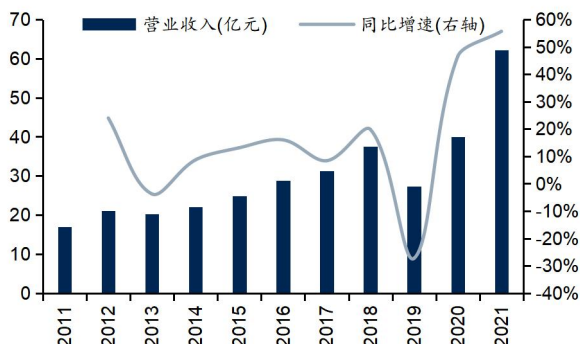
《三环集团-300408-动态点评：深耕电子陶瓷五十年，扩产 MLCC 迎国产替代》——2021-09-17

《三环集团-300408-2017 年半年度业绩预告点评：下半年业绩向好，优质龙头长期成长逻辑不变》——2017-07-17

《三环集团-300408-重大事件快评：业绩稳步上升，手机陶瓷外观件及模组放量可期》——2017-04-21

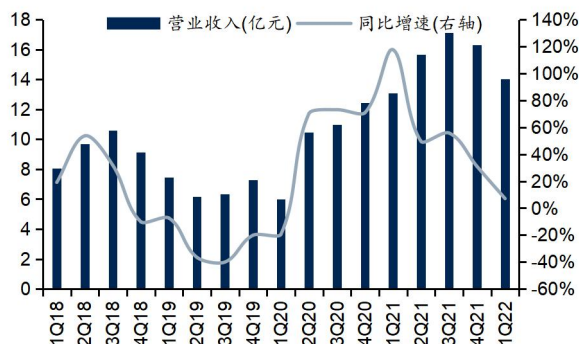
《三环集团-300408-2017 年第一季度业绩预告点评：功能陶瓷片及陶瓷外观件增长态势良好，业务稳步上升》——2017-04-10

图1：公司营业收入及同比增速



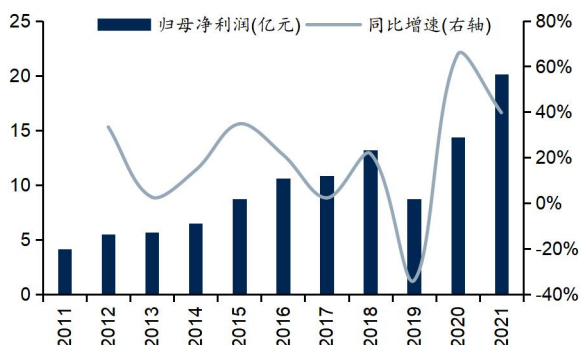
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速



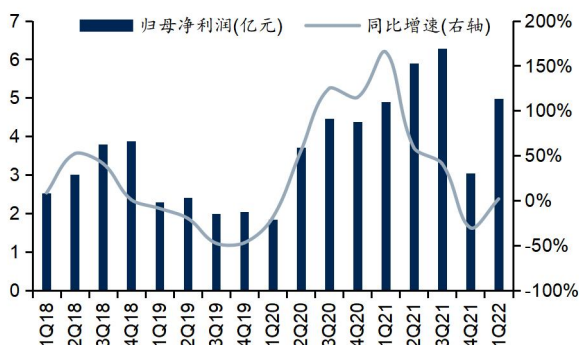
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速



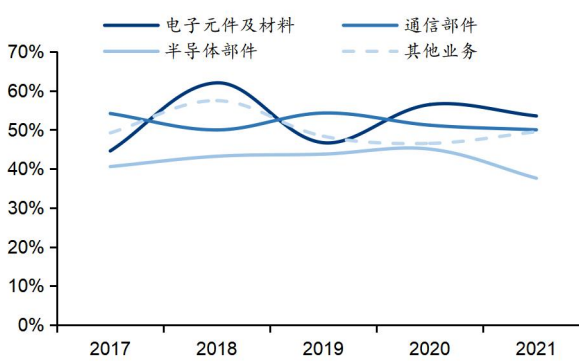
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司分产品营收结构



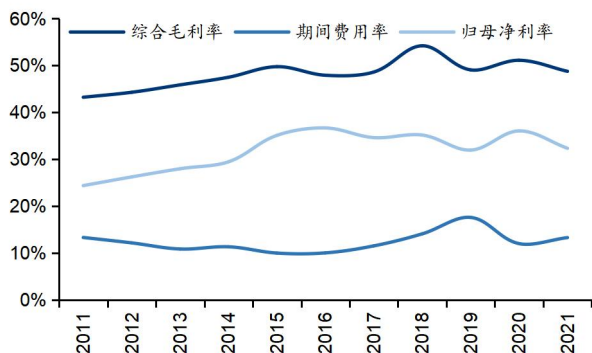
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司分产品毛利率



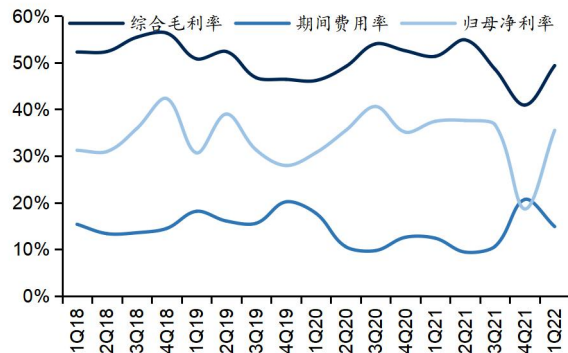
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



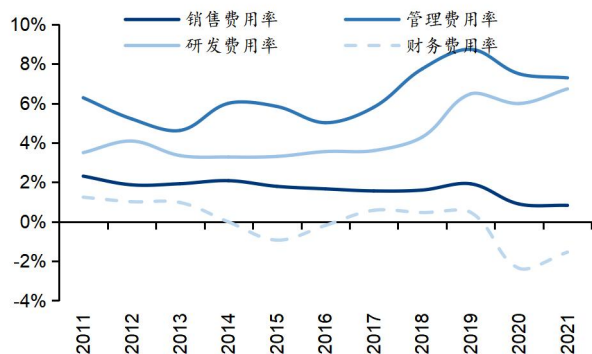
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



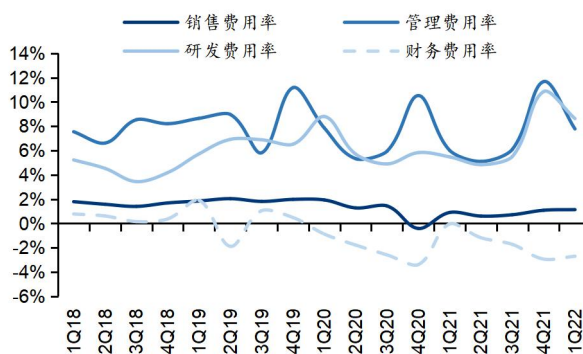
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2946	5552	5462	5384	5625	营业收入	3994	6218	7701	9839	12271
应收款项	1376	2291	2707	3491	4396	营业成本	1953	3187	3974	5019	6221
存货净额	885	1797	2001	2546	3271	营业税金及附加	44	59	83	103	125
其他流动资产	609	453	738	1053	1128	销售费用	36	51	65	84	105
流动资产合计	8363	12787	13683	15332	17363	管理费用	299	453	590	765	970
固定资产	3166	5037	5987	7267	8699	研发费用	239	419	529	682	859
无形资产及其他	199	299	287	275	263	财务费用	(94)	(96)	(136)	(134)	(136)
投资性房地产	519	497	497	497	497	投资收益	114	75	92	94	87
长期股权投资	101	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(44)	(33)	(39)	(36)	(37)
资产总计	12347	18620	20453	23372	26822	其他收入	81	107	96	95	99
短期借款及交易性金融负债	0	50	25	27	37	营业利润	1668	2295	2745	3472	4274
应付款项	443	830	798	1152	1435	营业外净收支	11	9	8	9	9
其他流动负债	327	694	807	991	1296	利润总额	1679	2304	2753	3482	4283
流动负债合计	770	1574	1631	2170	2768	所得税费用	237	290	347	439	540
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	3	3	4	5
其他长期负债	764	854	1008	1150	1279	归属于母公司净利润	1440	2011	2403	3039	3738
长期负债合计	764	854	1008	1150	1279	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1533	2428	2639	3321	4047	净利润	1442	2013	2406	3043	3743
少数股东权益	0	1	3	6	9	资产减值准备	76	(10)	19	14	17
股东权益	10813	16190	17811	20045	22766	折旧摊销	274	373	513	633	758
负债和股东权益总计	12347	18620	20453	23372	26822	公允价值变动损失	44	33	39	36	37
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(94)	(96)	(136)	(134)	(136)
每股收益	0.79	1.05	1.25	1.59	1.95	营运资本变动	(701)	(814)	(651)	(952)	(970)
每股红利	0.19	0.24	0.41	0.42	0.53	其它	134	(344)	116	120	118
每股净资产	5.95	8.45	9.29	10.46	11.88	经营活动现金流	1175	1154	2306	2760	3567
ROIC	22%	20%	19%	23%	24%	资本开支	(1164)	(1910)	(1508)	(1952)	(2233)
ROE	13%	12%	13%	15%	16%	其它投资现金流	114	34	(81)	(83)	(86)
毛利率	51%	49%	48%	49%	49%	投资活动现金流	(1051)	(1877)	(1589)	(2035)	(2318)
EBIT Margin	36%	33%	32%	32%	33%	权益性融资	(1)	3882	0	0	0
EBITDA Margin	42%	39%	39%	39%	39%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	46%	56%	24%	28%	25%	支付股利、利息	(350)	(454)	(783)	(805)	(1018)
净利润增长率	65%	40%	20%	26%	23%	其它融资现金流	2096	(100)	(25)	2	10
资产负债率	12%	13%	13%	14%	15%	融资活动现金流	1745	3328	(808)	(803)	(1008)
息率	0.6%	0.8%	1.4%	1.5%	1.9%	现金净变动	1868	2598	(90)	(78)	241
P/E	36.2	27.3	22.8	18.1	14.7	货币资金的期初余额	1078	2946	5543	5453	5375
P/B	4.8	3.4	3.1	2.7	2.4	货币资金的期末余额	2946	5543	5453	5375	5616
EV/EBITDA	31.6	23.7	19.4	15.2	12.4	企业自由现金流	0	(561)	504	514	1042
						权益自由现金流	0	(660)	598	634	1170

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032