



业绩短期承压，逆势加大研发投入

—三环集团（300408.SZ）公司半年报点评报告

买入（维持）

事件

分析师：毛正 S1050521120001

maozheng@cfsc.com.cn

联系人：赵心怡 S1050122030021

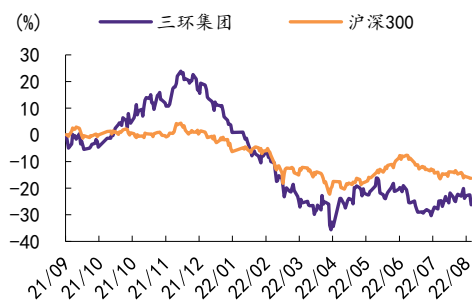
zhaoxy@cfsc.com.cn

基本数据

2022-08-31

当前股价（元）	27.1
总市值（亿元）	519
总股本（百万股）	1916
流通股本（百万股）	1850
52 周价格范围（元）	24.2-46.58
日均成交额（百万元）	457.0

市场表现



相关研究

- 1、《华鑫证券*公司报告*三环集团（300408）：1Q22 业绩超预期，压力下彰显盈利能力*20220429*毛正，赵心怡》2022-04-29
- 2、《华鑫证券*公司报告*三环集团（300408）：业绩持续高增，陶瓷材料平台长期增长潜力强劲*20220425*毛正，赵心怡》2022-04-25

三环集团发布 2022 年半年度报告：2022 年上半年公司实现营业收入 28.94 亿元，同比增长 0.62%；实现归母净利润 9.39 亿元，同比减少 12.94%；实现扣非归母净利润 8.09 亿元，同比减少 17.32%。

投资要点

■ 元件业务受消费电子需求疲软影响较大，半导体部件增速较快

2022 年上半年，在国内疫情反复及消费电子行业整体需求放缓的背景下，叠加下游厂商去库存的影响，公司以 MLCC 为主的元件业务受到较大影响。单季度看，22Q2 公司实现营收 14.92 亿元（同比-4.76%，环比+6.42%），实现归母净利润 4.42 亿元（同比-25.02%，环比-11.24%）。分业务看，22H1 公司在电子元件及材料/通信部件/半导体部件营收分别为 8.27/8.25/6.22 亿元，同比-18.79%/-0.37%/+22.71%，其中通信部件业务基本保持稳定，半导体部件业务受益于 5G、物联网、新能源汽车及汽车智能化的需求拉动实现快速增长，营收占比从 21H1 的 17.62%提升至 21.49%。盈利能力方面，22H1 公司实现销售毛利率、净利率分别为 47.00%、32.50%，毛利率下行主要受产品结构调整，毛利率较低的半导体部件业务占比提升所致，其中公司在电子元件及材料/通信部件/半导体部件毛利率分别为 54.01%/51.88%/31.60%，各类产品毛利率相对稳定。费用方面，22H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 0.86%/7.03%/-2.58%。

■ 消费类 MLCC 需求持续疲弱，静待需求回暖价格回升

据 TrendForce 统计数据显示，21Q1-22Q1 期间消费类 MLCC 全年价格平均下跌 5-10%不等，部分低阶消费类 MLCC 价格甚至已触及材料成本。但由于疫情、高通胀及地缘政治冲突短期内无法彻底消除，以手机、笔电、平板为代表的消费电子产品需求仍处于疲软态势。目前 MLCC 各尺寸平均库存水位达 90 天以上，TrendForce 预估下半年消费类 MLCC 价格平均恐再降 3-6%。车规级、工业级 MLCC 价格相对稳定。

■ 逆势加大研发投入，平台型企业优势尽显

在贸易摩擦与全球疫情反复的大背景下，电子元件供应链加速往国内转移，推动电子元件市场规模不断扩大。根据中国

电子元件行业协会数据显示，2020 年全球 MLCC 市场规模同比增长 11.1%至 1017 亿元，中国大陆厂商市场份额仅 6%，国产替代市场广阔。长期来看 5G 通讯、手机高端化、新能源产业仍将拉动 MLCC 需求，预计到 2025 年将达到 1490 亿元，五年复合增长率达 7.9%。虽受外部环境影响导致 22H1 业绩承压，但公司仍保持研发高投入，上半年研发投入 2.37 亿元，同比大幅增长 60.59%。公司充分发挥平台型企业优势，在光纤连接器陶瓷插芯、氧化铝陶瓷基板、陶瓷基体等产销量均居全球前列的基础上，进一步加大电子元件及材料、半导体部件的研发生产，不断优化产品结构，助力公司实现可持续发展。

■ 盈利预测

我们认为公司短期受消费电子需求疲软的影响，以 MLCC 为主的电子元件及材料业务承受较大压力，长期来看 MLCC 进口替代势在必行。公司作为国内电子陶瓷行业平台型龙头企业，将充分受益于 5G 建设与 MLCC、陶瓷封装基座等扩产项目的产能逐步释放，实现长期成长。预测公司 2022-2024 年收入分别为 66.70、81.70、98.17 亿元，EPS 分别为 1.02、1.30、1.58 元，当前股价对应 PE 分别为 27、21、17 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

被动元器件价格下跌风险；市场竞争加剧风险；下游需求不及预期风险；扩产项目建设进度不及预期风险；汇率波动风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	6,218	6,670	8,170	9,817
增长率（%）	55.7%	7.3%	22.5%	20.2%
归母净利润（百万元）	2,011	1,963	2,486	3,030
增长率（%）	39.7%	-2.4%	26.6%	21.9%
摊薄每股收益（元）	1.05	1.02	1.30	1.58
ROE（%）	12.4%	11.1%	12.7%	13.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	6,218	6,670	8,170	9,817
现金及现金等价物	5,552	6,639	7,732	9,271	营业成本	3,187	3,324	4,093	4,946
应收款	2,291	2,458	3,010	3,617	营业税金及附加	59	63	77	93
存货	1,797	1,910	2,351	2,841	销售费用	51	55	67	81
其他流动资产	3,147	3,179	3,289	3,409	管理费用	453	486	507	589
流动资产合计	12,787	14,186	16,382	19,137	财务费用	-96	-184	-215	-258
非流动资产：					研发费用	419	534	654	658
金融类资产	2,694	2,694	2,694	2,694	费用合计	827	891	1,013	1,070
固定资产	4,312	4,475	4,617	4,749	资产减值损失	-25	-25	-25	-25
在建工程	725	875	925	895	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	299	284	269	255	投资收益	75	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	2,295	2,247	2,842	3,463
其他非流动资产	497	497	497	497	加：营业外收入	14	4	8	8
非流动资产合计	5,834	6,131	6,308	6,396	减：营业外支出	5	5	5	5
资产总计	18,620	20,317	22,690	25,533	利润总额	2,304	2,246	2,845	3,467
流动负债：					所得税费用	290	283	358	437
短期借款	42	42	42	42	净利润	2,013	1,963	2,486	3,030
应付账款、票据	830	883	1,086	1,313	少数股东损益	3	0	0	0
其他流动负债	676	709	856	1,030	归母净利润	2,011	1,963	2,486	3,030
流动负债合计	1,574	1,660	2,018	2,424					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	854	945	1,036	1,127	营业收入增长率	55.7%	7.3%	22.5%	20.2%
非流动负债合计	854	945	1,036	1,127	归母净利润增长率	39.7%	-2.4%	26.6%	21.9%
负债合计	2,428	2,606	3,054	3,551	盈利能力				
所有者权益					毛利率	48.8%	50.2%	49.9%	49.6%
股本	1,916	1,916	1,916	1,916	四项费用/营收	13.3%	13.4%	12.4%	10.9%
股东权益	16,192	17,711	19,636	21,982	净利率	32.4%	29.4%	30.4%	30.9%
负债和所有者权益	18,620	20,317	22,690	25,533	ROE	12.4%	11.1%	12.7%	13.8%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	13.0%	12.8%	13.5%	13.9%
净利润	2013	1963	2486	3030	营运能力				
少数股东权益	3	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
折旧摊销	373	302	313	321	应收账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
营运资金变动	-1234	-226	-746	-810	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1154	2039	2053	2542	EPS	1.05	1.02	1.30	1.58
投资活动现金净流量	-1877	-313	-192	-102	P/E	25.8	26.5	20.9	17.1
筹资活动现金净流量	1809	-444	-562	-684	P/S	8.4	7.8	6.4	5.3
现金流量净额	1,087	1,283	1,300	1,755	P/B	3.2	2.9	2.6	2.4

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

刘煜：新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021 年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

赵心怡：香港中文大学电子工程学士，香港科技大学硕士，电子与金融复合背景，2022 年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。