

公司研究

MLCC 景气触底，22Q4 各业务有望回暖

——三环集团（300408.SZ）跟踪报告之五

要点

三环集团为国际领先的先进电子陶瓷企业。公司具有 50 年电子陶瓷生产经验，具备较强的粉体配方及陶瓷元件加工能力，主导产品从单一电阻发展成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多元化的产品结构。公司通过对被国外高度垄断的关键基础原材料、陶瓷配方、电子浆料进行研发和自制，完成了光通信用陶瓷插芯、片式电阻用氧化铝陶瓷基片、晶振用陶瓷封装基座的产业化，打破了日本企业垄断，并且部分产品达到行业先进水平。

产品价格处于底部，四季度订单情况有望向好。公司实现材料、设备、工艺的垂直一体化，技术壁垒高，常年保持 40%以上毛利率、30%净利率。2022Q1-Q3 公司实现营业收入 39.54 亿元（同比-13.79%），实现归母净利润 12.43 亿元（同比-27.19%），主要系电子元件及半导体部件下游需求不景气影响。电子元件景气已处于底部区域，稼动率有望逐步回升。

MLCC 为公司重点布局产品。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 2022 年底产能约为 300 亿只/月。2020 年 10 月公司增发募资约 21.5 亿元，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。受下游需求不景气影响，2022 年扩产进度放缓，但长期成长性不变，国产替代空间大。

插芯/基片/基座等业务为公司业绩提供支撑。1) 片式电阻用氧化铝陶瓷基片：全球市占率 50%+，主要客户包括国巨、华新科、风华高科等，目前受下游需求不景气影响，稼动率较低，22Q4 有望回暖；2) 晶振用陶瓷封装基座：产品广泛用于 NB-IoT、智能穿戴、TWS、智能网关、电子标签、笔电、5G 智能手机等产品。三环基座的全球市占率约 30%；3) 光通信用陶瓷插芯：由于海外基站和数据中心建设回暖，海外需求全面向好，且海外光纤陶瓷插芯价格远高于国内单价，2022 年海外收入占比已超过 20%，公司作为全球光通信用陶瓷插芯最大龙头，有望全面受益于海外高景气；4) 新产品：浆料、劈刀、氮化铝基板等加快导入，有望加速成长。

投资建议：考虑到短期需求承压、MLCC 景气度下行，扩产计划不及预期，我们下调 22-24 年归母净利润为 15.55/20.26/23.42 亿元（下调幅度为 18.5%/19.8%/20.5%），对应 22-24 年 PE 分别为 37x、29x、25x。公司为中国电子陶瓷行业龙头，多产品产销量已经成为全球第一，并且也是国内少数实现高度垂直一体化的企业。公司 MLCC 大幅扩产，长期需求旺盛；陶瓷插芯、PKG 陶瓷封装基座业务受益 5G、汽车电子景气带动的需求增长，维持“买入”评级。

风险提示：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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,994	6,218	5,131	6,484	7,588
营业收入增长率	46.49%	55.69%	-17.49%	26.38%	17.02%
净利润（百万元）	1,440	2,011	1,555	2,026	2,342
净利润增长率	65.23%	39.68%	-22.66%	30.25%	15.62%
EPS（元）	0.79	1.05	0.81	1.06	1.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.31%	12.42%	9.08%	10.84%	11.48%
P/E	38	29	37	29	25
P/B	5.1	3.6	3.4	3.1	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-29；股本：2020 年 18.17 亿，2021 年变更为 19.16 亿

买入（维持）

当前价：30.15 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

联系人：王之含

wangzhihan@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	19.16
总市值(亿元):	578
一年最低/最高(元):	23.43/46.87
近 3 月换手率:	32.99%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.04	13.33	-7.15
绝对	8.74	3.47	-29.65

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,994	6,218	5,131	6,484	7,588
营业成本	1,953	3,187	2,801	3,374	3,980
折旧和摊销	274	373	691	844	1,004
税金及附加	44	59	51	65	76
销售费用	36	51	51	65	76
管理费用	299	453	308	357	417
研发费用	239	419	462	538	607
财务费用	-94	-96	-103	-90	-74
投资收益	114	75	0	0	0
营业利润	1,668	2,295	1,850	2,411	2,787
利润总额	1,679	2,304	1,876	2,444	2,825
所得税	237	290	319	415	480
净利润	1,442	2,013	1,557	2,028	2,345
少数股东损益	2	3	2	3	3
归属母公司净利润	1,440	2,011	1,555	2,026	2,342
EPS(元)	0.79	1.05	0.81	1.06	1.22

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,175	1,154	2,551	2,151	2,731
净利润	1,440	2,011	1,555	2,026	2,342
折旧摊销	274	373	691	844	1,004
净营运资金增加	938	1,139	-513	768	656
其他	-1,477	-2,368	817	-1,487	-1,272
投资活动产生现金流	-1,051	-1,877	-2,549	-2,657	-2,786
净资本支出	-1,147	-1,906	-1,960	-1,960	-1,960
长期投资变化	101	0	0	0	0
其他资产变化	-4	29	-589	-696	-826
融资活动现金流	1,745	3,328	-560	-384	-544
股本变化	74	100	0	0	0
债务净变化	-20	50	-50	0	0
无息负债变化	491	845	-163	220	232
净现金流	1,868	2,598	-558	-890	-599

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	51.1%	48.8%	45.4%	48.0%	47.5%
EBITDA 率	46.2%	41.8%	45.9%	49.2%	49.3%
EBIT 率	39.2%	35.7%	32.5%	36.2%	36.1%
税前净利润率	42.0%	37.0%	36.6%	37.7%	37.2%
归母净利润率	36.0%	32.3%	30.3%	31.2%	30.9%
ROA	11.7%	10.8%	8.0%	9.6%	10.2%
ROE (摊薄)	13.3%	12.4%	9.1%	10.8%	11.5%
经营性 ROIC	23.9%	22.5%	14.7%	17.2%	17.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	12%	13%	11%	12%	12%
流动比率	10.86	8.12	8.96	8.10	7.59
速动比率	9.71	6.98	7.81	6.90	6.35
归母权益/有息债务	-	324.13	-	-	-
有形资产/有息债务	-	360.06	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	12,347	18,620	19,351	21,125	23,084
货币资金	2,946	5,552	4,994	4,104	3,505
交易性金融资产	2,547	2,694	3,232	3,879	4,655
应收账款	1,179	1,528	1,324	1,674	1,958
应收票据	39	611	505	638	746
其他应收款 (合计)	167	151	125	158	185
存货	885	1,797	1,574	1,901	2,247
其他流动资产	549	396	396	396	396
流动资产合计	8,363	12,787	12,200	12,808	13,762
其他权益工具	2	3	3	3	3
长期股权投资	101	0	0	0	0
固定资产	2,377	4,312	5,145	5,940	6,628
在建工程	789	725	928	1,019	1,060
无形资产	199	299	343	385	427
商誉	242	218	218	218	218
其他非流动资产	210	158	158	158	158
非流动资产合计	3,984	5,834	7,151	8,317	9,322
总负债	1,533	2,428	2,216	2,436	2,667
短期借款	0	42	0	0	0
应付账款	443	830	730	879	1,037
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5	296	296	296	296
流动负债合计	770	1,574	1,361	1,581	1,813
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	630	612	612	612	612
非流动负债合计	764	854	854	854	854
股东权益	10,814	16,192	17,135	18,689	20,417
股本	1,817	1,916	1,916	1,916	1,916
公积金	3,342	7,256	7,256	7,256	7,256
未分配利润	5,666	7,089	8,031	9,582	11,307
归属母公司权益	10,813	16,190	17,132	18,684	20,408
少数股东权益	0	1	3	6	9

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.89%	0.83%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	7.50%	7.29%	6.00%	5.50%	5.50%
财务费用率	-2.36%	-1.55%	-2.01%	-1.40%	-0.97%
研发费用率	5.99%	6.73%	9.00%	8.30%	8.00%
所得税率	14%	13%	17%	17%	17%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.25	0.32	0.25	0.32	0.37
每股经营现金流	0.65	0.60	1.33	1.12	1.42
每股净资产	5.95	8.45	8.94	9.75	10.65
每股销售收入	2.20	3.24	2.68	3.38	3.96

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	38	29	37	29	25
PB	5.1	3.6	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	26.9	19.3	21.2	15.8	13.4
股息率	0.8%	1.1%	0.8%	1.1%	1.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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