

行业周期见底，蓄力静待反弹良机

2023 年 02 月 03 日

➤ **事件概述：**1 月 31 日，三环集团发布 2022 年度业绩预告，预计公司 2022 年实现归母净利润 12.87 亿元-16.89 亿元，同比下降 16%-36%，归母净利润中值 14.88 亿元；预计 2022 年实现扣非归母净利润 10.42 亿元-14.08 亿元，同比下降 23%-43%，扣非归母净利润中值 12.25 亿元。

➤ **景气低迷全年业绩下滑，23 年静待反转。**据公司业绩预告，预计 22Q4 归母净利润 0.44-4.46 亿元 (Q3 为 3.03 亿元)；预计 22Q4 扣非归母净利润-0.003-3.65 亿元 (Q3 为 2.33 亿元)。四季度公司归母净利润、扣非归母净利润表现平平，主要系消费电子景气度周期性滑坡，行业整体需求放缓，且下游客户去库存、产品价格倒挂等影响，公司业绩表现较弱。2023 年，随着行业周期触底反弹，下游需求恢复，公司各项业务也将稳步复苏，后续订单有望大幅放量，带动公司业绩快速提升。

➤ **MLCC 周期触底，行业景气度迎来复苏。**历经 18 个月的历史最长下行周期，行业去库存行为消减，MLCC 周期触底迹象明显：自 22Q4 起常用料号价格持续反弹，高容订单增加，2023 年 MLCC 原厂陆续涨价，23 年 2 月份有望整体结束倒挂；2022 年四季度原厂稼动率环比提升，产能利用率逐步恢复；终端客户打破 0 库存情况、积极备货，代理商库存逐渐下降，预计将逐渐恢复至 2 个月的科学水位。下游需求方面，汽车端需求持续提升，网通行业复苏明显，消费电子需求也将逐步改善，而公司作为高容突破的国产中坚力量，将受益于行业整体的反弹复苏。

➤ **高容突破、扩产布局将迎来放量，各业务待蓄力迸发。**公司已实现多系列高容 MLCC 价格突破，性能优秀、性价比出色，高容订单获得快速增长。公司持续扩产布局高容量、5G 通信、车规级 MLCC，2023 年规划产能达 500 亿只/月，叠加稼动率稳步提升，将积极支持订单放量。此外，公司 210kW SOFC 研发应用项目、陶瓷劈刀规模化项目顺利完成，光纤陶瓷插芯、PKG 业务也将发挥国际龙头力量，为公司业绩提振而助力。

➤ **投资建议：**考虑到 2022 年下游需求不振、行业景气度下行的影响，我们适当下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 15.06/20.38/26.88 亿元，同比-25.1%/+35.3%/+31.9%，当前市值对应 PE 为 42/31/24 倍。考虑到公司具有高度一体化的研发生产体系，未来新产品推广与产能提升对业绩的提振，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险；新产品研发及客户导入不及预期；新增产能无法消化的风险；下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,218	5,306	6,956	8,608
增长率 (%)	55.7	-14.7	31.1	23.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,011	1,506	2,038	2,688
增长率 (%)	39.7	-25.1	35.3	31.9
每股收益 (元)	1.05	0.79	1.06	1.40
PE	32	42	31	24
PB	3.9	3.7	3.4	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 2 月 3 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

33.18 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 李萌

执业证书：S0100522080001

邮箱：limeng@mszq.com

相关研究

1.三环集团 (300408.SZ) 深度报告：深耕陶瓷半世纪，高容突破打造中国“三星”-2023/01/26

2.三环集团(300408):Q1 业绩大增，被动元器件高景气持续-2021/04/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,218	5,306	6,956	8,608
营业成本	3,187	2,744	3,567	4,371
营业税金及附加	59	72	94	112
销售费用	51	61	80	86
管理费用	453	480	595	689
研发费用	419	480	595	689
EBIT	2,151	1,598	2,176	2,868
财务费用	-96	-83	-85	-100
资产减值损失	-33	-26	-18	-18
投资收益	75	90	122	172
营业利润	2,295	1,746	2,365	3,122
营业外收支	9	8	8	8
利润总额	2,304	1,754	2,373	3,130
所得税	290	246	332	438
净利润	2,013	1,508	2,041	2,691
归属于母公司净利润	2,011	1,506	2,038	2,688
EBITDA	2,538	2,013	2,648	3,409

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,552	5,801	6,929	8,311
应收账款及票据	2,140	1,764	1,906	2,358
预付款项	56	55	71	87
存货	1,797	1,861	1,741	1,778
其他流动资产	3,241	3,214	3,289	3,356
流动资产合计	12,787	12,694	13,937	15,891
长期股权投资	0	90	122	172
固定资产	4,312	4,551	4,729	4,904
无形资产	299	299	299	299
非流动资产合计	5,834	6,653	7,028	7,209
资产合计	18,620	19,347	20,965	23,100
短期借款	42	92	62	32
应付账款及票据	830	604	684	719
其他流动负债	702	626	604	664
流动负债合计	1,574	1,323	1,350	1,415
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	854	955	964	964
非流动负债合计	854	955	964	964
负债合计	2,428	2,277	2,314	2,379
股本	1,916	1,916	1,916	1,916
少数股东权益	1	3	6	9
股东权益合计	16,192	17,070	18,651	20,721
负债和股东权益合计	18,620	19,347	20,965	23,100

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	55.69	-14.66	31.09	23.74
EBIT 增长率	46.86	-25.72	36.17	31.81
净利润增长率	39.68	-25.10	35.32	31.90
盈利能力 (%)				
毛利率	48.75	48.29	48.72	49.22
净利润率	32.34	28.38	29.30	31.23
总资产收益率 ROA	10.80	7.78	9.72	11.64
净资产收益率 ROE	12.42	8.82	10.93	12.98
偿债能力				
流动比率	8.12	9.60	10.32	11.23
速动比率	6.78	7.99	8.82	9.76
现金比率	3.53	4.39	5.13	5.87
资产负债率 (%)	13.04	11.77	11.04	10.30
经营效率				
应收账款周转天数	89.71	90.00	80.00	80.00
存货周转天数	205.79	250.00	180.00	150.00
总资产周转率	0.40	0.28	0.35	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	1.05	0.79	1.06	1.40
每股净资产	8.45	8.90	9.73	10.81
每股经营现金流	0.60	0.97	1.22	1.35
每股股利	0.32	0.24	0.32	0.43
估值分析				
PE	32	42	31	24
PB	3.9	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	22.88	28.77	21.44	16.24
股息收益率 (%)	0.96	0.72	0.98	1.29

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,013	1,508	2,041	2,691
折旧和摊销	388	416	472	541
营运资金变动	-1,303	42	-68	-496
经营活动现金流	1,154	1,857	2,337	2,578
资本开支	-1,906	-1,194	-798	-664
投资	-46	0	90	122
投资活动现金流	-1,877	-1,105	-708	-542
股权募资	3,882	0	0	0
债务募资	-90	50	-36	-30
筹资活动现金流	3,328	-503	-500	-655
现金净流量	2,598	248	1,129	1,381

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026