

Q3 业绩符合预期，高容放量未来可期

2023 年 10 月 27 日

➤ **事件：**10 月 26 日，公司发布 2023 年三季报。2023 年前三季度实现营收 41.06 亿元，同比增加 3.85%；实现归母净利润 11.42 亿元，同比下滑 8.10%；实现扣非归母净利润 8.78 亿元，同比下滑 15.76%。

➤ **Q3 营收同比大幅增长，环比改善有望延续。**23Q3，公司实现营收 14.77 亿元，同比增加 39.30%，环比增加 6.94%；实现归母净利润 4.11 亿元，同比增加 35.44%；实现扣非归母净利润 3.09 亿元，同比增长 32.44%；Q3 毛利率为 39.88%，同比增加 1.06pct，环比下滑 0.11pct。上半年公司产品所处行业及相应下游行业整体需求景气度较弱，主营业务产品盈利同比出现下滑，但随着公司主动采取措施，积极开拓产品市场，加快技术创新速度，在原有的技术积累上继续优化和延伸，持续进行工艺改进和成本控制工作，三季度开始实现同比增长，展望未来，随着高容产品放量，有望延续增长。

➤ **高容 MLCC 取得核心突破，产能扩充放量可期。**MLCC 供应链上，海外少数 MLCC 龙头企业占据着主导地位，特别是在高容量系列这类高技术含量系列，国内厂商一直缺乏有力的厂商支撑。在产品方面，公司在 MLCC 高容量、小尺寸的两个技术发展方向上也取得了重大进展，MLCC 介电膜厚生产技术从先前的 5 微米到现在的 1 微米，堆叠层数达到 1000 层。现阶段，三环集团主攻高容产品，已实现 01005 ~ 1206 尺寸系列覆盖与量产能力，加速了国内高端电子元器件的研发进程，助力国内产业链的完善，MLCC 的销售也实现逆势上扬。未来随着高容产线工人陆续到位，新产能持续开出，高容 MLCC 放量可期。

➤ **高温燃料电池项目顺利验收，SOFC 应用进展顺利。**在新能源产品方面，三环集团主导的“210kW 高温燃料电池发电系统研发与应用示范项目”在今年 1 月顺利通过验收，成为我国 SOFC 发展的重要里程碑节点。此外，与下游客户共同开展液化天然气 (LNG) 接收站、产业园区兆瓦级 SOFC 应用示范也进展顺利。

➤ **投资建议：**考虑到 2023 年三季度下游需求不振，我们预计 23/24/25 年实现归母净利润 16.13/22.97/31.89 亿元，对应当前的股价 PE 分别为 35/25/18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，客户导入不及预期，行业竞争加剧等。

推荐

维持评级

当前价格：

29.37 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) 2022 年业绩预告点评：行业周期见底，蓄力静待反弹良机-2023/02/03

2.三环集团 (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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,149	5,617	7,415	9,392
增长率 (%)	-17.2	9.1	32.0	26.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,505	1,613	2,297	3,189
增长率 (%)	-25.2	7.2	42.4	38.9
每股收益 (元)	0.79	0.84	1.20	1.66
PE	37	35	25	18
PB	3.3	3.1	2.8	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,149	5,617	7,415	9,392
营业成本	2,878	2,894	3,624	4,266
营业税金及附加	63	67	89	113
销售费用	57	62	82	103
管理费用	479	522	704	892
研发费用	452	494	660	845
EBIT	1,371	1,800	2,551	3,546
财务费用	-174	-47	-60	-69
资产减值损失	-70	-62	-68	-80
投资收益	98	0	0	0
营业利润	1,661	1,785	2,543	3,535
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	1,666	1,786	2,543	3,535
所得税	160	171	244	343
净利润	1,506	1,614	2,299	3,192
归属于母公司净利润	1,505	1,613	2,297	3,189
EBITDA	1,915	2,393	3,249	4,361

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,509	5,542	6,334	7,629
应收账款及票据	1,633	1,772	2,319	2,937
预付款项	23	23	29	34
存货	1,886	1,849	2,345	2,783
其他流动资产	4,770	4,837	4,895	4,959
流动资产合计	12,821	14,023	15,922	18,343
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,191	5,488	6,010	6,287
无形资产	364	363	363	362
非流动资产合计	6,773	6,787	6,960	7,233
资产合计	19,593	20,810	22,883	25,576
短期借款	152	152	152	152
应付账款及票据	635	595	725	818
其他流动负债	696	731	887	1,026
流动负债合计	1,483	1,477	1,764	1,996
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,007	1,096	1,096	1,096
非流动负债合计	1,007	1,096	1,096	1,096
负债合计	2,490	2,573	2,860	3,092
股本	1,916	1,916	1,916	1,916
少数股东权益	4	5	8	11
股东权益合计	17,103	18,237	20,022	22,483
负债和股东权益合计	19,593	20,810	22,883	25,576

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-17.19	9.08	32.02	26.66
EBIT 增长率	-36.28	31.34	41.67	39.02
净利润增长率	-25.17	7.17	42.41	38.87
盈利能力 (%)				
毛利率	44.10	48.48	51.13	54.59
净利率	29.22	28.71	30.97	33.95
总资产收益率 ROA	7.68	7.75	10.04	12.47
净资产收益率 ROE	8.80	8.85	11.47	14.19
偿债能力				
流动比率	8.64	9.49	9.03	9.19
速动比率	7.12	7.95	7.45	7.58
现金比率	3.04	3.75	3.59	3.82
资产负债率 (%)	12.71	12.37	12.50	12.09
经营效率				
应收账款周转天数	84.89	85.00	85.00	85.00
存货周转天数	239.14	240.00	243.00	245.00
总资产周转率	0.27	0.28	0.34	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	0.84	1.20	1.66
每股净资产	8.92	9.51	10.44	11.73
每股经营现金流	1.08	1.08	1.14	1.63
每股股利	0.25	0.27	0.38	0.53
估值分析				
PE	37	35	25	18
PB	3.3	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	25.82	20.66	15.22	11.34
股息收益率 (%)	0.85	0.91	1.30	1.80

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,506	1,614	2,299	3,192
折旧和摊销	544	593	699	815
营运资金变动	130	-209	-905	-995
经营活动现金流	2,074	2,079	2,184	3,121
资本开支	-1,063	-546	-859	-1,076
投资	-2,840	0	0	0
投资活动现金流	-3,807	-617	-859	-1,076
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-34	0	0
筹资活动现金流	-629	-429	-532	-750
现金净流量	-2,352	1,033	792	1,295

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。	公司评级	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