

2023年12月11日

三环集团（300408.SZ）

23Q3 业绩同比高增长，紧抓 MLCC 国产化、高端化新机遇

投资要点

◆ 多措施并行促发展，23Q3 业绩同比高增长

公司积极开拓产品市场，加快技术创新速度，持续进行工艺改进和成本控制工作，23Q3 业绩同比实现高增长。23Q3 公司实现营收 14.77 亿元，同比增长 39.30%，环比增长 2.54%；归母净利润 4.11 亿元，同比增长 35.44%，环比减少 0.05%；扣非归母净利润 3.09 亿元，同比增长 32.44%，环比减少 6.18%；毛利率 39.88%，同比增长 1.06pct，环比减少 0.11pct；净利率 27.87%，同比减少 0.79pct，环比减少 0.70pct。23Q3 单季研发费用 1.56 亿元，同比增长 56.80%，环比增长 25.30%。

◆ MLCC：本土化供应势在必行，突破超高容势不可挡

三环集团专注于电子元件及其基础材料的研发、生产和销售，主要产品包括电子元件及材料、半导体部件、通信部件等，可广泛应用于电子、通信、消费类电子产品、工业用电子设备和新能源等领域。其中，光通信陶瓷插芯、片式电阻用氧化铝陶瓷基板、半导体陶瓷封装基座等产品产销量均居全球前列。

随着 5G、智能手机、物联网以及汽车等行业的快速发展，电子元器件市场需求快速增长，其中 MLCC 是世界上用量最大、发展最快的基础元件之一。根据中国电子元件行业协会数据，2022 年全球 MLCC 市场规模约 1204 亿元，其中中国市场规模达到 596 亿元。竞争格局方面，中国电子元件行业协会数据显示，2021 年日企市占率最高，达到 54%，中国大陆 MLCC 制造商约占全球 7% 的份额。近年来，中国 MLCC 进出口数量逐年增加，但进口量长期高于出口量，且差值呈现逐年扩大的趋势。根据海关总署数据，2023 年前十个月我国 MLCC 净进口量达到 8546 亿颗，高于去年同期的 7126 亿颗，反映出我国 MLCC 产品进口依赖度高，国产替代空间广阔。从产品结构看，进口 MLCC 以高性能为主，出口 MLCC 集中在中低端领域，反映了国内市场对高性能 MLCC 的高需求的同时，揭示了本土 MLCC 产业在高性能、高容量产品方面仍有待开发的市场潜力。

为解决应力断裂、啸叫等行业痛点，三环集团不断加大对 MLCC 技术研发创新和产能扩充的投入，现已推出高容高压、高强度 N、高强度 C、高频四大产品系列。

1) 高容高压系列：产品突破材料高介电常数，叠层更多、介质层及电极层厚度更薄，适用于对成本和尺寸要求较高的领域。2) 高强度 N 系列：产品通过对内部叠层设计进行优化，实现印刷电极等分设计的交错叠层新结构设计，有效改善产品抵御机械应力断裂的能力及弯曲性能。3) 高强度 C 系列：产品具有的超强延展性可缓冲外部冲击，适用于易受不良机械应力产生断裂风险的场合。4) 高频系列：产品采用铜电极替代镍电极，可让产品在高频状态下展示出低 ESR，高 Q 的特点，适用于低损耗、应用带宽要求高的电路中。

在高容 MLCC 领域，三环集团 MLCC 产品已完成介质层从单层 5μm 膜厚到 1μm

电子 | 被动元件III

买入-A(首次)

投资评级

股价(2023-12-11)

28.98 元

交易数据

总市值（百万元）	55,540.09
流通市值（百万元）	53,436.09
总股本（百万股）	1,916.50
流通股本（百万股）	1,843.90
12 个月价格区间	34.02/28.64

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.47	-0.81	11.85
绝对收益	-6.12	-9.38	-2.63

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号：S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsc.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号：S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsc.cn

相关报告



膜厚的飞跃、堆叠层数达 1000 层的突破，以及 0201 及以上尺寸高容产品较大规模的量产，并率先在各终端应用领域的头部企业得到大批量应用。展望未来，公司将力争实现 0805-100 μ F、1206-220 μ F 中大尺寸高容规格和 01005~0603 等中小尺寸更高容量规格的开发与量产，预计于 2025 年实现高容系列年产量数亿只的扩产目标。

◆ 新能源：掌握 SOFC/SOEC 全技术链条量产能力，210KW 发电系统通过验收

在双碳目标指引下，SOFC/SOEC 技术作为重要的燃料电池/氢能技术实现了快速发展。经过近 20 年的持续投入与技术攻关，三环集团现已成为全球 SOFC/SOEC 产业链的核心环节之一，掌握从材料、单电池、电堆、到系统的 SOFC/SOEC 全技术链条研发及量产能力，拥有超 50 项核心专利，率先推出国内首台 35kW 和 50kW 大功率 SOFC 发电系统，并牵头承担“十三五”“十四五”国家重点研发计划，致力于为“碳达峰、碳中和”过程中的可再生能源高效利用，提供安全、可靠的新能源技术替代支持。

2023 年 1 月，公司开展的“210kW 高温燃料电池发电系统研发与应用示范项目”顺利通过验收。该燃料电池发电系统的研发贯穿了全技术链条，成功创新了我国首台套百千瓦级陶瓷燃料电池发电系统示范应用，装机容量突破 210kW，交流发电净效率高达 64.1%，热电联供综合效率达 91.2%，技术指标达到国际先进水平。

◆ 投资建议：我们预计 2023-2025 年，公司营收分别为 56.22/71.28/89.30 亿元，同比分别为 9.2%/26.8%/25.3%，归母净利润分别为 15.55/20.48/25.85 亿元，同比分别为 3.3%/31.7%/26.2%；PE 分别为 35.7/27.1/21.5。三环集团持续加大对 MLCC 技术研发创新和产能扩充的投入，紧抓 MLCC 国产化、高端化带来的新机遇，预计于 2025 年实现高容系列年产量数亿只的扩产目标；在新能源领域，公司成功掌握 SOFC/SOEC 全技术链条研发及量产能力，在双碳目标指引下，成长动力足。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示：下游终端市场需求不及预期风险，新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险，市场竞争加剧风险，产能扩充进度不及预期的风险，系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,218	5,149	5,622	7,128	8,930
YoY(%)	55.7	-17.2	9.2	26.8	25.3
归母净利润(百万元)	2,011	1,505	1,555	2,048	2,585
YoY(%)	39.7	-25.2	3.3	31.7	26.2
毛利率(%)	48.8	44.1	40.9	43.3	46.1
EPS(摊薄/元)	1.05	0.79	0.81	1.07	1.35
ROE(%)	12.4	8.8	8.6	10.4	11.8
P/E(倍)	27.6	36.9	35.7	27.1	21.5
P/B(倍)	3.4	3.2	3.1	2.8	2.5
净利率(%)	32.3	29.2	27.7	28.7	28.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测和估值

1、盈利预测核心假设

1) 电子元件及材料：电子元器件作为产业信息化的重要基础，市场规模迅速扩张；中国电子元件行业协会指出，电子元器件要在 2025 年实现 2.46 万亿元销售额。针对当前电子产品行业整体需求放缓，下游厂商持续去库存，公司及时调整战略，持续进行工艺改进和成本控制工作，不断开发新产品与新应用市场。其中，多层片式陶瓷电容器在高容量、小尺寸等方向上创新突破。我们预计 2023-2025 年，公司电子元件及材料营收分别为 16.66/22.15/28.80 亿元，同比分别为 14.00%/33.00%/30.00%，毛利率分别为 42.00%/45.00%/48.00%，营收占比分别为 29.63%/31.08%/32.25%。

2) 通信部件：国内移动 5G 网络建设继续扩大覆盖面，同时海外移动 5G 网络持续部署、超大规模数据中心建设和光纤入户渗透率进一步提升。公司积极采取措施应对局势变化，进一步降低生产成本，并不断拓展新规格，优化客户结构，稳定和提高国内外市场占有率。我们预计 2023-2025 年，公司通信部件营收分别为 15.97/21.88/28.88 亿元，同比分别为 8.00%/37.00%/32.00%，毛利率分别为 42.00%/46.00%/48.00%，营收占比分别为 28.40%/30.69%/32.34%。

3) 半导体部件：公司持续发展半导体部件的研发生产，优化技术路线、提高产品质量，进一步提升产品市场占有率；同时积极拓展半导体陶瓷应用领域，继续半导体封装基座的创新开发。此外，“半导体芯片封装用陶瓷劈刀产业化项目”也已结项，产品处于放量阶段，未来有望贡献一定营收。我们预计 2023-2025 年，公司半导体部件营收分别为 10.93/14.21/18.18 亿元，同比分别为 11.50%/30.00%/28.00%，毛利率分别为 28.00%/31.00%/38.00%，营收占比分别为 19.44%/19.93%/20.36%。

4) 其他业务：我们预计 2023-2025 年，公司其他业务营收分别为 12.67/13.05/13.44 亿元，同比分别为 3.00%/3.00%/3.00%，毛利率分别为 49.00%/49.00%/49.00%。

综上，我们预计 2023-2025 年，公司总营收分别为 56.22/71.28/89.30 亿元，同比分别为 9.17%/26.79%/25.27%，毛利率分别为 40.86%/43.25%/46.11%。

表 1：三环集团业务指标预测（亿元，%）

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电子元件及材料	营收	21.03	14.61	16.66	22.15	28.80
	营收同比	59.55%	-30.52%	14.00%	33.00%	30.00%
	毛利率	53.53%	44.86%	42.00%	45.00%	48.00%
	营收占比	33.82%	28.38%	29.63%	31.08%	32.25%
通信部件	营收	17.60	14.79	15.97	21.88	28.88
	营收同比	31.70%	-15.99%	8.00%	37.00%	32.00%
	毛利率	49.98%	48.13%	42.00%	46.00%	48.00%
	营收占比	28.30%	28.71%	28.40%	30.69%	32.34%

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
半导体部件	营收	11.70	9.80	10.93	14.21	18.18
	营收同比	76.23%	-16.27%	11.50%	30.00%	28.00%
	毛利率	37.58%	30.74%	28.00%	31.00%	38.00%
	营收占比	18.82%	19.03%	19.44%	19.93%	20.36%
其他业务	营收	11.85	12.30	12.67	13.05	13.44
	营收同比	75.41%	3.80%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	49.48%	49.02%	49.00%	49.00%	49.00%
	营收占比	19.05%	23.88%	22.53%	18.30%	15.05%
合计	总营收	62.18	51.49	56.22	71.28	89.30
	总营收同比	55.69%	-17.19%	9.17%	26.79%	25.27%
	综合毛利率	48.75%	44.10%	40.86%	43.25%	46.11%

资料来源：聚源，华金证券研究所

2、可比公司估值与投资建议

我们选取了风华高科、火炬电子和鸿远电子三家公司作为可比公司。风华高科公司主营产品为电子元件，产品类型包括 MLCC、片式电阻器、电感器、超级电容等，应用领域涉及汽车、计算机、工控等领域，拥有完整的从材料、工艺到产品大规模研发制造的产品链。火炬电子主要从事电子元器件、新材料及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，产品包括片式多层陶瓷电容器、引线式多层陶瓷电容器、多芯组陶瓷电容器、脉冲功率陶瓷电容器、钽电容器、超级电容器等多系列产品，广泛应用于航空、航天、船舶及通讯、电力、轨道交通、新能源等高端领域。鸿远电子主营业务为以瓷介电容器、滤波器为主的电子元器件的技术研发、产品生产和销售，产品主要包括瓷介电容器、滤波器、陶瓷线路板、陶瓷管壳等，产品定位“精、专、强”，广泛应用于电子信息、汽车电子、通讯等高端领域。

三环集团持续加大对 MLCC 技术研发创新和产能扩充的投入，紧抓 MLCC 国产化、高端化带来的新机遇，预计于 2025 年实现高容系列年产量数亿只的扩产目标；在新能源领域，公司成功掌握 SOFC/SOEC 全技术链条研发及量产能力，在双碳目标指引下，成长动力足。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（元，亿元，元/股）

公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
风华高科	14.45	3.54	5.74	7.91	0.31	0.50	0.68	47.25	29.14	21.13
火炬电子	26.50	5.67	7.32	9.50	1.23	1.59	2.07	21.46	16.61	12.80
鸿远电子	52.32	6.44	8.55	10.85	2.77	3.68	4.67	18.87	14.21	11.20
均值					1.44	1.92	2.47	29.19	19.99	15.04
三环集团	28.98	15.55	20.48	25.85	0.81	1.07	1.35	35.72	27.12	21.49

资料来源：Wind 一致预期，三环集团盈利预测来自华金证券研究所 注：数据取自 2023 年 12 月 11 日

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12787	12821	14516	15939	17917
现金	5552	4509	7645	7760	8822
应收票据及应收账款	2140	1633	1881	2575	2837
预付账款	56	23	47	62	87
存货	1797	1886	2026	2346	2772
其他流动资产	3241	4770	2916	3196	3399
非流动资产	5834	6773	6712	6777	6826
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4312	5191	5224	5238	5235
无形资产	299	364	411	417	423
其他非流动资产	1222	1218	1078	1122	1167
资产总计	18620	19593	21228	22716	24742
流动负债	1574	1483	2017	1934	1852
短期借款	42	152	895	620	400
应付票据及应付账款	830	635	695	860	990
其他流动负债	702	696	427	453	462
非流动负债	854	1007	1031	1031	1031
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	854	1007	1031	1031	1031
负债合计	2428	2490	3048	2964	2883
少数股东权益	1	4	5	7	9
股本	1916	1916	1916	1916	1916
资本公积	6218	6218	6218	6218	6218
留存收益	8126	9018	10078	11475	13239
归属母公司股东权益	16190	17100	18175	19744	21850
负债和股东权益	18620	19593	21228	22716	24742

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1154	2074	953	1237	2178
净利润	2013	1506	1556	2050	2587
折旧摊销	380	533	526	578	634
财务费用	-96	-174	-167	-193	-206
投资损失	-75	-98	-75	-62	-48
营运资金变动	-1303	130	-847	-1116	-777
其他经营现金流	235	177	-40	-20	-12
投资活动现金流	-1877	-3807	1748	-561	-623
筹资活动现金流	3328	-629	434	-561	-493

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	1.05	0.79	0.81	1.07	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.08	0.50	0.65	1.14
每股净资产(最新摊薄)	8.45	8.92	9.48	10.30	11.40

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6218	5149	5622	7128	8930
营业成本	3187	2878	3325	4044	4811
营业税金及附加	59	63	72	78	89
营业费用	51	57	63	73	89
管理费用	453	479	506	606	714
研发费用	419	452	483	570	714
财务费用	-96	-174	-167	-193	-206
资产减值损失	-59	-66	-6	0	0
公允价值变动收益	0	20	35	20	12
投资净收益	75	98	75	62	48
营业利润	2295	1661	1707	2252	2857
营业外收入	14	17	22	18	6
营业外支出	5	13	7	2	1
利润总额	2304	1666	1722	2268	2862
所得税	290	160	166	218	275
税后利润	2013	1506	1556	2050	2587
少数股东损益	3	1	1	2	2
归属母公司净利润	2011	1505	1555	2048	2585
EBITDA	2533	2082	2103	2667	3291

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	55.7	-17.2	9.2	26.8	25.3
营业利润(%)	37.6	-27.6	2.7	31.9	26.9
归属于母公司净利润(%)	39.7	-25.2	3.3	31.7	26.2
获利能力					
毛利率(%)	48.8	44.1	40.9	43.3	46.1
净利率(%)	32.3	29.2	27.7	28.7	28.9
ROE(%)	12.4	8.8	8.6	10.4	11.8
ROIC(%)	11.1	7.8	7.2	8.9	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	13.0	12.7	14.4	13.1	11.7
流动比率	8.1	8.6	7.2	8.2	9.7
速动比率	6.7	7.1	5.9	6.5	7.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	3.7	2.7	3.2	3.2	3.3
应付账款周转率	5.0	3.9	5.0	5.2	5.2
估值比率					
P/E	27.6	36.9	35.7	27.1	21.5
P/B	3.4	3.2	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	18.9	22.9	22.6	17.6	13.9

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn