

三环集团 (300408.SZ) / 电子

证券研究报告/公司点评

2024年04月28日

评级：买入（维持）

市场价格：26.09元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：刘博文

执业证书编号：S0740524030001

Email: liubw@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,149	5,727	7,199	8,987	10,305
增长率 yoy%	-17%	11%	26%	25%	15%
净利润(百万元)	1,505	1,581	1,929	2,514	2,923
增长率 yoy%	-25%	5%	22%	30%	16%
每股收益(元)	0.79	0.82	1.01	1.31	1.53
每股现金流量	1.08	0.90	0.95	1.09	1.39
净资产收益率	9%	9%	10%	11%	12%
P/E	33.2	31.6	25.9	19.9	17.1
P/B	2.9	2.7	2.5	2.3	2.0

备注：收盘价取自2024年4月26日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

■ 事件概述

公司发布年报及一季报，23年营收57.27亿元，yoy+11.21%，归母净利润15.81亿元，yoy+5.07%，扣非归母净利润12.21亿元，yoy+0.05%，毛利率39.83%，yoy-4.27pct，净利率27.65%，yoy-1.6pct。

23Q4营收16.21亿元，yoy+35.56%，qoq+9.75%，归母净利润4.39亿元，yoy+67.52%，qoq+6.81%，扣非归母净利润3.43亿元，yoy+92.56%，qoq+11%，毛利率39.96%，yoy-1.81pct，qoq+0.08pct，净利率27.12%，yoy+5.52pct，qoq-0.75pct；

24Q1营收15.64亿元，yoy+31.49%，qoq-3.52%，归母净利润4.33亿元，yoy+35.31%，qoq-1.37%，扣非归母净利润3.78亿元，yoy+57.4%，qoq+10.2%；毛利率40.14%，yoy+0.73pct，qoq+0.2pct，净利率27.73%，yoy+0.77pct，qoq+0.6pct

■ 23年营收平稳增长，MLCC业绩增长迅速

分业务来看，公司电子元件及材料23年营收21.96亿元，同比增长50.32%，毛利率32.43%，同比下降12.43pct，随着公司MLCC产品持续实现技术突破和品质提升，整体MLCC业务增长迅速，毛利率下滑主要系MLCC价格处于底部，后续随着下游需求修复，MLCC价格回暖及公司自身高端产品进一步突破，毛利率有望进一步提升；通信部件实现营收19.87亿元，同比下降19.18%，毛利率40.4%，同比下降0.79pct，营收下滑主要系全球宏观经济波动，后续随着经济转暖叠加AI相关新增需求，需求有望复苏。

■ 持续提升产品能力，助力公司加速成长

公司以“材料+结构+功能”为发展方向，形成以通信部件、电子元件及材料、陶瓷燃料电池部件等产品为主的多元化产品结构。1) MLCC产品：实现介质层膜厚1微米的技术突破和完全量产，堆叠层数达1000层以上，产品覆盖0201至2220尺寸的主流规格。随着产品技术突破和品质提升，公司MLCC产品市场认可度显著提高，下游应用领域覆盖日益广泛。2) 通信部件：公司根据市场需求，适时调整产品战略规划，不断进行新品研发、工艺改进、成本控制，持续拓展新规格，开发适应市场变化的产品方案，满足客户需求，巩固产品市场地位。3) SOFC：公司成功开发的50kW SOFC热电联供系统，此新一代系统的功率密度提升了43%，并已进行了超过2000小时的可靠性测试，初始发电效率达到65%，热电联供效率达到90%以上，是目前国内单机功率、发电效率最高的SOFC系统。

■ 投资建议

考虑到宏观经济不确定性，我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为19.29/25.14/29.23亿元（此前预计2024/2025年归母净利润分别为24.05/31.11），按照2024/4/26收盘价，PE为26/20/17倍，维持“买入”评级。

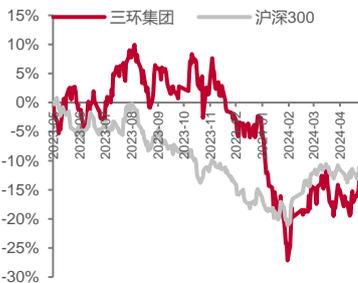
■ 风险提示

新建产能不及预期，下游需求不及预期、未及时筹足项目建设资金风险、外围环境波动风险。

基本状况

总股本(百万股)	1,916
流通股本(百万股)	1,870
市价(元)	26.09
市值(百万元)	50,001
流通市值(百万元)	48,783

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《三环集团深度报告：MLCC进入底部区间，材料平台型公司迎来新发展》

《三环集团：MLCC复苏曙光已现，看好龙头公司高弹性》

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,842	4,330	5,524	7,331	营业收入	5,727	7,199	8,987	10,305
应收票据	463	581	726	832	营业成本	3,446	4,108	5,002	5,701
应收账款	1,627	1,764	2,130	2,411	税金及附加	84	106	132	152
预付账款	46	55	66	76	销售费用	74	93	117	134
存货	1,754	2,091	2,546	2,902	管理费用	429	504	629	721
合同资产	0	0	0	0	研发费用	546	468	584	670
其他流动资产	4,549	3,383	3,603	3,764	财务费用	-162	-152	-126	-166
流动资产合计	11,279	12,204	14,595	17,316	信用减值损失	8	5	5	5
其他长期投资	128	128	128	128	资产减值损失	-1	-30	-20	-20
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	55	55	55	55
固定资产	5,101	5,222	5,430	5,713	投资收益	57	50	75	100
在建工程	681	781	781	681	其他收益	349	60	100	100
无形资产	452	507	556	600	营业利润	1,778	2,214	2,866	3,335
其他非流动资产	4,185	4,184	4,183	4,182	营业外收入	13	12	15	15
非流动资产合计	10,548	10,822	11,077	11,304	营业外支出	8	5	5	5
资产合计	21,827	23,026	25,672	28,620	利润总额	1,783	2,221	2,876	3,345
短期借款	741	97	226	335	所得税	200	289	359	418
应付票据	243	289	352	401	净利润	1,583	1,932	2,517	2,927
应付账款	738	880	1,072	1,222	少数股东损益	2	3	3	4
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,581	1,929	2,514	2,923
合同负债	23	28	35	41	NOPLAT	1,440	1,800	2,407	2,781
其他应付款	58	58	58	58	EPS (按最新股本摊薄)	0.82	1.01	1.31	1.53
一年内到期的非流动负债	5	5	5	5					
其他流动负债	594	673	794	886	主要财务比率				
流动负债合计	2,401	2,030	2,542	2,947	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	11.2%	25.7%	24.8%	14.7%
其他非流动负债	1,187	1,187	1,187	1,187	EBIT增长率	8.7%	27.6%	32.9%	15.6%
非流动负债合计	1,187	1,187	1,187	1,187	归母公司净利润增长率	5.1%	22.0%	30.3%	16.3%
负债合计	3,588	3,217	3,730	4,135	获利能力				
归属母公司所有者权益	18,233	19,800	21,930	24,470	毛利率	39.8%	42.9%	44.3%	44.7%
少数股东权益	6	9	12	16	净利率	27.6%	26.8%	28.0%	28.4%
所有者权益合计	18,239	19,809	21,942	24,486	ROE	8.7%	9.7%	11.5%	11.9%
负债和股东权益	21,827	23,026	25,672	28,620	ROIC	13.5%	14.4%	16.6%	16.5%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	16.4%	14.0%	14.5%	14.4%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	10.6%	6.5%	6.5%	6.2%
经营活动现金流	1,719	1,814	2,094	2,662	流动比率	4.7	6.0	5.7	5.9
现金收益	2,024	2,407	3,037	3,435	速动比率	4.0	5.0	4.7	4.9
存货影响	132	-337	-455	-356	营运能力				
经营性应收影响	-478	-235	-503	-377	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
经营性应付影响	349	189	254	199	应收账款周转天数	89	85	78	79
其他影响	-308	-210	-240	-239	应付账款周转天数	70	71	70	72
投资活动现金流	-3,775	550	-772	-747	存货周转天数	190	168	167	172
资本支出	-592	-903	-902	-902	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.82	1.01	1.31	1.53
其他长期资产变化	-3,183	1,453	130	155	每股经营现金流	0.90	0.95	1.09	1.39
融资活动现金流	154	-875	-128	-108	每股净资产	9.51	10.33	11.44	12.77
借款增加	560	-644	129	109	估值比率				
股利及利息支付	-490	-485	-617	-721	P/E	32	26	20	17
股东融资	0	0	0	0	P/B	3	3	2	2
其他影响	84	254	360	504	EV/EBITDA	56	46	37	32

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。