

被动元件

三环集团（300408.SZ）

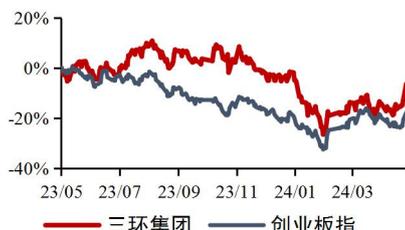
买入-A(首次)

业绩稳步改善，“材料+”构筑美好未来

2024年4月30日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

近日，公司发布2023年报和2024年一季报。2023年，公司实现营业收入57.27亿元，同比+11.21%；实现归母净利润15.81亿元，同比+5.07%；扣非净利润12.21亿元，同比+0.05%。2024Q1，公司实现营业收入15.64亿元，同比+31.49%；实现归母净利润4.33亿元，同比+35.31%；扣非净利润3.78亿元，同比增长57.40%。

事件点评

下游需求稳步复苏，业绩逐季改善。2023年消费电子等下游行业需求稳步复苏，公司收入、净利润实现了逐季改善，并带动2023全年收入和利润实现同比正增长。2024Q1基本延续了2023年复苏态势，收入、归母净利润同比分别增长31.49%、35.31%。2024Q1毛利率40.14%，环比2023Q4略增0.18个百分点，同比2023Q1提升0.73pct。2024Q1存货周转天数172.5天，较2023年报的190.1天继续下降，是自2021年年报（151.5天）以来的最低水平。

MLCC技术持续突破，市场认可度显著提高。分产品看，2023年，电子元件及材料（收入占比38.35%）同比增长50.32%，主要系MLCC的增长推动。2023年公司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。通信部件（收入占比34.7%）同比-19.18%，主要系下游需求疲软影响。

平台型公司，“材料+”构筑美好未来。三环集团是国内优秀的电子陶瓷类平台型企业，材料、设备、制造，垂直一体化的业务布局塑造了公司强大的护城河。在电子元器件国产替代加速背景下，高端产品持续突破和产能规模的快速扩张，带动了MLCC业务的快速成长。围绕陶瓷材料持续拓展品类，劈刀、浆料、SOFC系统等新品多点开花，进一步增强了公司成长动能。

投资建议

三环集团是国内优秀的电子陶瓷类平台型企业，短期下游需求复苏、MLCC技术和产能突破是公司主要增长来源；长期看，公司垂直一体化带来的竞争力和围绕电子材料持续拓展品类是公司的主要成长逻辑。我们预计公司2024-2026年归母净利润为20.40/25.93/32.00亿元；EPS分别为

市场数据：2024年4月29日

收盘价(元):	27.99
年内最高/最低(元):	33.98/21.00
流通A股/总股本(亿):	18.70/19.16
流通A股市值(亿):	523.36
总市值(亿):	536.43

基础数据：2024年3月31日

基本每股收益(元):	0.23
摊薄每股收益(元):	0.23
每股净资产(元):	9.73
净资产收益率(%):	2.33

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

傅盛盛

执业登记编码：S0760523110003

邮箱：fushengsheng@sxzq.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



1.06/1.35/1.67 元；对应公司 2024 年 4 月 29 日收盘价 27.99 元，2024-2026 年 PE 分别为 26.3/20.7/16.8，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示

- **下游行业需求变化风险。**MLCC、基片、PKG 等产品下游应用广泛，是典型的充分竞争性行业，具有周期性波动的特征，若下游产业发展出现较大幅度的波动，将对公司总体效益产生影响。
- **技术研发风险。**公司所处的相关行业属于技术密集型产业，新材料、新工艺不断涌现，下游产品更新换代速度越来越快，要求公司不断增强自主研发创新能力，敏捷地响应市场的需求变化。如果公司未来在技术研发方面不能跟上新技术、新应用的崛起速度，可能削弱公司产品的竞争优势，进而影响到公司业绩增长。同时，新技术、新工艺、新产品的研发策略需根据市场趋势和客户需求谨慎选择，如果公司的研发方向存在偏差，无法满足下游客户的需求，可能会对公司的经营造成不利的影响。
- **行业竞争进一步加剧的风险。**被动元件行业处于产业转移阶段，进口替代空间大，国内市场参与者不断涌入，竞争日趋激烈，鉴于行业广阔的发展前景和国内资本市场的进一步开放，拥有强大竞争力和核心技术优势的企业才能迅速占领市场。如果公司不能紧跟技术发展趋势，及时调整发展战略，提高公司核心竞争力，未来将无法在激烈的市场竞争中占据有利地位。
- **管理能力不能适应公司发展需要导致的风险。**随着公司经营规模的逐步扩大，公司人员将同步增加，组织结构、管理体系将日趋复杂化，这对公司在机制建立、组织设计、经营管理和内部控制等诸多方面的管理能力提出了更高要求和挑战。如果公司的管理能力无法适应公司规模迅速扩张的需求，人才培养、组织模式和管理架构不能进一步健全和完善，将会削弱公司的市场竞争力，进而影响公司的经营效益和未来发展潜力。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,149	5,727	7,222	9,081	11,240
YoY(%)	-17.2	11.2	26.1	25.8	23.8
净利润(百万元)	1,505	1,581	2,040	2,593	3,200
YoY(%)	-25.2	5.1	29.0	27.1	23.4
毛利率(%)	44.1	39.8	41.3	42.6	43.0
EPS(摊薄/元)	0.79	0.82	1.06	1.35	1.67
ROE(%)	8.8	8.7	10.1	11.5	12.7
P/E(倍)	35.6	33.9	26.3	20.7	16.8
P/B(倍)	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1
净利率(%)	29.2	27.6	28.2	28.6	28.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12821	11279	13602	15280	18351
现金	4509	2842	3609	4539	5618
应收票据及应收账款	1633	2089	2605	3298	4008
预付账款	23	46	41	68	67
存货	1886	1754	2725	2785	3988
其他流动资产	4770	4549	4622	4591	4670
非流动资产	6773	10548	11423	12504	13795
长期投资	0	0	1	1	1
固定资产	5191	5103	5907	6907	8078
无形资产	364	452	473	491	538
其他非流动资产	1218	4992	5043	5105	5178
资产总计	19593	21827	25025	27785	32146
流动负债	1483	2401	3556	4113	5642
短期借款	152	741	1846	1956	3317
应付票据及应付账款	635	981	1008	1439	1568
其他流动负债	696	679	703	718	756
非流动负债	1007	1187	1187	1187	1187
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1007	1187	1187	1187	1187
负债合计	2490	3588	4744	5300	6829
少数股东权益	4	6	8	12	15
股本	1916	1916	1916	1916	1916
资本公积	6218	6218	6218	6218	6218
留存收益	9018	10120	11682	13722	16310
归属母公司股东权益	17100	18233	20273	22473	25302
负债和股东权益	19593	21827	25025	27785	32146

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2074	1719	830	2789	2027
净利润	1506	1583	2042	2596	3204
折旧摊销	533	602	555	695	862
财务费用	-174	-162	-163	-98	-105
投资损失	-98	-57	-86	-79	-80
营运资金变动	130	-336	-1500	-302	-1824
其他经营现金流	177	87	-19	-23	-29
投资活动现金流	-3807	-3775	-1326	-1674	-2043
筹资活动现金流	-629	154	158	-295	-266
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.82	1.06	1.35	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.90	0.43	1.46	1.06
每股净资产(最新摊薄)	8.92	9.51	10.58	11.73	13.20

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5149	5727	7222	9081	11240
营业成本	2878	3446	4240	5216	6412
营业税金及附加	63	84	86	110	143
营业费用	57	74	72	82	101
管理费用	479	429	520	636	787
研发费用	452	546	636	799	989
财务费用	-174	-162	-163	-98	-105
资产减值损失	-66	7	-25	-18	-28
公允价值变动收益	20	55	19	23	29
投资净收益	98	57	86	79	80
营业利润	1661	1778	2310	2921	3594
营业外收入	17	13	14	15	15
营业外支出	13	8	6	8	9
利润总额	1666	1783	2318	2928	3600
所得税	160	200	275	332	396
税后利润	1506	1583	2042	2596	3204
少数股东损益	1	2	3	3	4
归属母公司净利润	1505	1581	2040	2593	3200
EBITDA	2074	2345	2854	3616	4469

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-17.2	11.2	26.1	25.8	23.8
营业利润(%)	-27.6	7.0	30.0	26.4	23.0
归属于母公司净利润(%)	-25.2	5.1	29.0	27.1	23.4
获利能力					
毛利率(%)	44.1	39.8	41.3	42.6	43.0
净利率(%)	29.2	27.6	28.2	28.6	28.5
ROE(%)	8.8	8.7	10.1	11.5	12.7
ROIC(%)	7.7	7.8	8.8	10.2	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	12.7	16.4	19.0	19.1	21.2
流动比率	8.6	4.7	3.8	3.7	3.3
速动比率	7.1	3.7	2.9	2.9	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	2.7	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	3.9	4.3	4.3	4.3	4.3
估值比率					
P/E	35.6	33.9	26.3	20.7	16.8
P/B	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	22.1	20.7	17.1	13.3	10.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

