



买入（维持）

所属行业：电子/元件
当前价格(元)：27.99

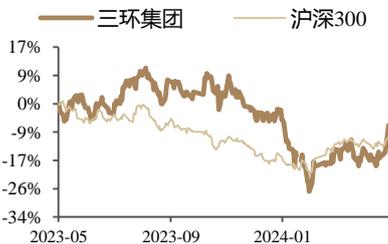
证券分析师

陈蓉芳
资格编号：S0120522060001
邮箱：chenrf@tebon.com.cn

研究助理

张威震
邮箱：zhangwz5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.37	13.55	19.06
相对涨幅(%)	10.92	8.52	7.38

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《三环集团(300408.SZ)：Q4 业绩符合预期，24 年 MLCC 业务有望持续高增》，2024.1.18
- 《三环集团(300408.SZ)：电子陶瓷龙头，国内 MLCC 领军者》，2023.12.25

三环集团（300408.SZ）：业绩符合预期，MLCC 有望驱动新一轮成长

2023 年度报告&2024 年第一季度报告点评

投资要点

事件：4 月 27 日，三环集团发布 2023 年度报告和 2024 年第一季度报告。**1) 2023 全年：**公司实现营收 57.27 亿元，同比增长 11.21%；实现归母净利润 15.81 亿元，同比增长 5.07%；实现扣非后归母净利润 12.21 亿元，同比增长 0.05%。**2) 2024 年 Q1：**公司实现单季度营收 15.64 亿元，同比增长 31.49%；实现单季度归母净利润 4.33 亿元，同比增长 35.31%；实现单季度扣非后归母净利润 3.78 亿元，同比增长 57.40%。

- 收入稳定增长，业绩符合预期，盈利能力边际改善。**得益于电子行业景气度回升、消费电子等下游行业需求逐步复苏，以及公司产品技术突破和品质提升，公司部分产品订单稳步回升，23Q4/24Q1 公司单季度收入同比增速分别为 35.56% / 31.49%，单季度归母净利润同比增速分别为 67.52% / 35.31%，收入和利润均稳步增长。**盈利能力方面，**2023 年公司毛利率/净利率分别为 39.83%/27.65%，同比下降 4.27pct/1.60pct，毛利率下降主要系电子元件材料等业务收入占比提升且毛利率下降所致；24Q1 公司单季度毛利率/净利率分别为 40.14%/27.73%，同比提升 0.73pct/0.77pct，环比提升 0.18pct/0.61pct，盈利能力进一步改善。**费用率方面，**24Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比下降 0.23pct / 2.58pct / 0.72pct / 0.99pct，环比下降 0.42pct / 3.75pct / 1.75pct / 1.50pct，降本增效成果显著。
- 坚定“材料+结构+功能”发展方向，MLCC 有望驱动新一轮成长。**公司坚定以“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) 电子元件及材料：**2023 年收入 21.96 亿元，同比增长 50.32%，毛利率约 32.43%，收入占比提升至 38.35%。其中，MLCC 产品不断朝着微型化、高容化、高频化、高可靠度、高压化等方向进一步发展，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，产品规格国产化覆盖达到 90%，市场认可度显著提高。**2) 新能源：**公司成功研发新一代 50kW SOFC 热电联供系统，功率密度提升了 43%，已进行超过 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。**3) 光通信部件：**公司根据市场需求，适时调整战略规划、进行新品研发，维持通信部件业务平稳发展，2023 年收入 19.87 亿元，同比下降 19.18%，毛利率约 40.40%，收入占比约 34.70%。
- 坚持创新驱动，持续加大研发投入，增强自主研发能力。**公司始终坚持以科技创新为动力，在多地建立研究院，并积极完善以研究院为核心，各事业部技术课相结合的研究开发体系。2023 年公司研发投入约 5.46 亿元，占收入比重提升至 9.53%，研发人员数量增加至 2034 人；2024Q1 公司研发投入 1.28 亿元，同比增长 20.88%。截止 2023 年底，公司拥有专利 338 项，其中发明专利 186 项，成都三环研发生产基地项目全面建成。
- 重视投资者回报，上市以来累计分红超 35 亿元。**公司重视对投资者合理、稳定的投资回报。自上市以来，每年年度现金分红金额占归母净利润均超过 30%，并已累计现金分红约 35.41 亿元。2023 年，公司拟现金分红约 5.37 亿元，占归母净利润的 33.94%。
- 投资建议：**考虑到下游需求的复苏和公司 MLCC 产品的进展，我们认为公司电子元件及材料业务仍将保持高速增长，调整公司 2024 至 2026 年营业收入预测至

71.68 亿元/88.03 亿元/102.31 亿元,调整公司归母净利润预测至 19.64 亿元/24.69 亿元/29.81 亿元,以 4 月 29 日收盘价计算,对应 2024 至 2026 年 PE 分别为 27.32 倍/21.73 倍/17.99 倍,维持“买入”评级。

- **风险提示:** 下游市场需求不及预期风险;行业竞争加剧风险;公司新业务开拓进展不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	
总股本(百万股):	1,916.50						
流通 A 股(百万股):	1,869.81						
52 周内股价区间(元):	21.97-33.16						
总市值(百万元):	53,642.76						
总资产(百万元):	22,281.42						
每股净资产(元):	9.72						
资料来源:公司公告							
		营业收入(百万元)	5,149	5,727	7,168	8,803	10,231
		(+/-)YOY(%)	-17.2%	11.2%	25.2%	22.8%	16.2%
		净利润(百万元)	1,505	1,581	1,964	2,469	2,981
		(+/-)YOY(%)	-25.2%	5.1%	24.2%	25.7%	20.8%
		全面摊薄 EPS(元)	0.79	0.82	1.02	1.29	1.56
		毛利率(%)	44.1%	39.8%	42.9%	44.3%	45.9%
		净资产收益率(%)	8.8%	8.7%	10.1%	11.7%	12.9%

资料来源:公司年报(2022-2023),德邦研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.82	1.02	1.29	1.56
每股净资产	9.51	10.18	11.04	12.09
每股经营现金流	0.90	0.95	1.26	1.56
每股股利	0.28	0.27	0.29	0.31
价值评估(倍)				
P/E	35.91	27.32	21.73	17.99
P/B	3.10	2.75	2.53	2.32
P/S	9.37	7.48	6.09	5.24
EV/EBITDA	25.74	18.10	14.74	12.07
股息率%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	39.8%	42.9%	44.3%	45.9%
净利润率	27.6%	27.4%	28.1%	29.2%
净资产收益率	8.7%	10.1%	11.7%	12.9%
资产回报率	7.2%	8.5%	9.9%	11.0%
投资回报率	7.0%	9.7%	11.3%	12.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.2%	25.2%	22.8%	16.2%
EBIT 增长率	9.6%	43.2%	25.7%	21.2%
净利润增长率	5.1%	24.2%	25.7%	20.8%
偿债能力指标				
资产负债率	16.4%	15.6%	15.2%	14.4%
流动比率	4.7	5.3	5.5	6.1
速动比率	3.7	4.0	4.2	4.7
现金比率	1.2	1.3	1.5	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	88.8	87.2	86.4	89.2
存货周转天数	190.1	180.4	182.8	184.4
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	1.1	1.3	1.6	1.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,581	1,964	2,469	2,981
少数股东损益	2	2	3	4
非现金支出	603	712	728	805
非经营收益	-131	-83	-104	-137
营运资金变动	-336	-780	-675	-658
经营活动现金流	1,719	1,815	2,420	2,995
资产	-532	-952	-717	-835
投资	-3,353	132	91	4
其他	110	84	101	139
投资活动现金流	-3,775	-736	-525	-691
债权募资	650	-330	-193	-108
股权募资	0	0	0	0
其他	-496	-644	-831	-993
融资活动现金流	154	-974	-1,024	-1,100
现金净流量	-1,895	105	871	1,203

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,727	7,168	8,803	10,231
营业成本	3,446	4,095	4,900	5,534
毛利率%	39.8%	42.9%	44.3%	45.9%
营业税金及附加	84	86	110	132
营业税金率%	1.5%	1.2%	1.3%	1.3%
营业费用	74	82	108	132
营业费用率%	1.3%	1.1%	1.2%	1.3%
管理费用	429	545	682	803
管理费用率%	7.5%	7.6%	7.8%	7.8%
研发费用	546	649	811	946
研发费用率%	9.5%	9.1%	9.2%	9.3%
EBIT	1,503	2,152	2,704	3,276
财务费用	-162	-35	-62	-54
财务费用率%	-2.8%	-0.5%	-0.7%	-0.5%
资产减值损失	-1	-34	-27	-34
投资收益	57	103	107	136
营业利润	1,778	2,181	2,761	3,325
营业外收支	5	6	5	6
利润总额	1,783	2,187	2,766	3,330
EBITDA	2,112	2,825	3,398	4,040
所得税	200	221	295	346
有效所得税率%	11.2%	10.1%	10.7%	10.4%
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司所有者净利润	1,581	1,964	2,469	2,981

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,842	2,947	3,817	5,020
应收账款及应收票据	2,089	2,440	3,096	3,532
存货	1,754	2,352	2,626	3,045
其它流动资产	4,595	4,440	4,375	4,247
流动资产合计	11,279	12,178	13,914	15,843
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,103	5,517	5,609	5,704
在建工程	681	461	312	205
无形资产	452	529	612	692
非流动资产合计	10,548	10,925	11,066	11,227
资产总计	21,827	23,103	24,980	27,071
短期借款	741	400	200	80
应付票据及应付账款	981	1,035	1,316	1,442
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	679	876	1,001	1,069
流动负债合计	2,401	2,311	2,517	2,590
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,187	1,283	1,290	1,303
非流动负债合计	1,187	1,283	1,290	1,303
负债总计	3,588	3,594	3,807	3,893
实收资本	1,916	1,916	1,916	1,916
普通股股东权益	18,233	19,501	21,161	23,163
少数股东权益	6	8	11	15
负债和所有者权益合计	21,827	23,103	24,980	27,071

信息披露

分析师与研究助理简介

陈蓉芳，电子组长，南开大学本科，香港中文大学硕士，电子板块全覆盖，对于汽车电子、消费电子等板块跟踪紧密，个股动态反馈迅速，推票脉络清晰。曾任职于民生证券、国金证券，2022年5月加入德邦证券。

张威震，电子研究员，清华大学核工程与核技术学士，中国原子能科学研究院核能科学与工程硕士。曾任职于欧菲光证券部、安永战略咨询部门，4年行业研究经验，2022年10月加入德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。