

## 业绩超预期，高容节奏加速有望涨价

### 业绩简评

7月18日，公司发布半年度业绩预告，预计24H1实现归母净利润9.50-10.97亿元，同比增长30-50%；实现扣非净利润8.54-9.68亿元，同比增长50-70%。Q2，公司实现归母净利润5.17-6.64亿元，同比增长26-62%，环比增长19-53%；实现扣非归母净利润4.76-5.90亿元，同比增长45-79%，环比增长26-56%。

### 经营分析

**业绩超预期，MLCC高容加速发展。**Q2单季度利润同、环比大幅增长，各个业务都在改善，消费电子、光通信等下游行业需求持续改善，同时，公司MLCC产品市场认可度不断提高，下游应用领域覆盖日益广泛，销售同比有较大幅度增长，MLCC高容进展加速，产品占比提升。

**被动元件整体景气度稳中向好，后续可能出现涨价。**需求端目前家电、AI服务器比较旺盛，消费、安防、车规、工控需求比较稳定，Q2国产厂商稼动率较高，产业链库存多季度保持健康水位，价格平稳。台系从3月开始月度营收同比增长持续至6月，3-5月环比持续增长，受益于服务器、手机、PC复苏Q2拉货，厂商预期后续Q3消电旺季，稼动率还会持续往上。国外有涨价预期，国内厂商随行就市，或有望出现结构性涨价。

**积极布局高容量、小尺寸MLCC，车规领域蓄势待发。**公司高容量和小尺寸MLCC研发进展显著，结合公司技术突破及客户开拓的进展，我们认为未来公司有望凭借产业链垂直一体化成本优势，深度受益下游应用拓展与MLCC元件本土产业进口替代机会。建议关注后续扩产+价格的弹性，跟踪需求端回暖及持续性，看好公司未来高容国产替代空间以及AI端侧产品应用拓展。

### 盈利预测与估值

预计2024~2026年归母净利润为22.08、26.93、31.72亿元，同比+39.65%/+21.99%/+17.77%，公司现价对应PE估值为27、22、19倍，维持买入评级。

### 风险提示

全球厂商大幅扩产引MLCC市场供大于需、下游市场需求释放不及预期、新产品放量不及预期、产品价格下跌风险等。

电子组

分析师：樊志远 (执业S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

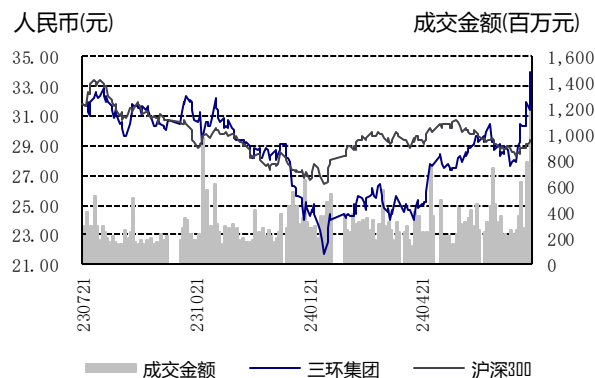
分析师：丁彦文 (执业S1130524070002)

dingyanwen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：33.95元

相关报告：

1.《三环集团公司点评：业绩符合预期，看好高容放量》，2023.8.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,149	5,727	7,757	9,816	11,819
营业收入增长率	-17.19%	11.21%	35.46%	26.54%	20.41%
归母净利润(百万元)	1,505	1,581	2,208	2,693	3,172
归母净利润增长率	-25.17%	5.07%	39.65%	21.99%	17.77%
摊薄每股收益(元)	0.785	0.825	1.152	1.405	1.655
每股经营性现金流净额	1.08	0.90	-0.18	1.27	1.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.80%	8.67%	11.06%	12.33%	13.18%
P/E	43.24	41.15	27.28	22.37	18.99
P/B	3.81	3.57	3.02	2.76	2.50

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,218</b>	<b>5,149</b>	<b>5,727</b>	<b>7,757</b>	<b>9,816</b>	<b>11,819</b>	货币资金	5,552	4,509	2,842	8,179	10,238	11,772
增长率	-17.2%	11.2%	35.5%	26.5%	20.4%		应收款项	2,428	1,799	2,304	3,616	4,209	4,744
主营业务成本	-3,187	-2,878	-3,446	-4,675	-6,008	-7,256	存货	1,797	1,886	1,754	3,586	4,280	4,771
%销售收入	51.2%	55.9%	60.2%	60.3%	61.2%	61.4%	其他流动资产	3,009	4,627	4,381	4,340	4,267	4,192
毛利	3,032	2,271	2,281	3,082	3,807	4,563	流动资产	12,787	12,821	11,279	19,721	22,994	25,479
%销售收入	48.8%	44.1%	39.8%	39.7%	38.8%	38.6%	%总资产	68.7%	65.4%	51.7%	72.7%	75.0%	76.5%
营业税金及附加	-59	-63	-84	-66	-83	-100	长期投资	3	3	131	131	131	131
%销售收入	0.9%	1.2%	1.5%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	5,037	5,881	5,784	6,295	6,451	6,553
销售费用	-51	-57	-74	-47	-59	-71	%总资产	27.1%	30.0%	26.5%	23.2%	21.1%	19.7%
%销售收入	0.8%	1.1%	1.3%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	537	612	709	796	881	962
管理费用	-453	-479	-429	-465	-589	-709	非流动资产	5,834	6,773	10,548	7,420	7,650	7,831
%销售收入	7.3%	9.3%	7.5%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	31.3%	34.6%	48.3%	27.3%	25.0%	23.5%
研发费用	-419	-452	-546	-543	-687	-827	<b>资产总计</b>	<b>18,620</b>	<b>19,593</b>	<b>21,827</b>	<b>27,142</b>	<b>30,644</b>	<b>33,310</b>
%销售收入	6.7%	8.8%	9.5%	7.0%	7.0%	7.0%	短期借款	50	185	745	4,472	5,794	5,955
息税前利润 (EBIT)	2,050	1,219	1,147	1,961	2,389	2,855	应付款项	864	690	1,039	1,181	1,436	1,635
%销售收入	33.0%	23.7%	20.0%	25.3%	24.3%	24.2%	其他流动负债	660	608	616	549	642	731
财务费用	96	174	162	194	311	377	流动负债	1,574	1,483	2,401	6,203	7,873	8,321
%销售收入	-1.5%	-3.4%	-2.8%	-2.5%	-3.2%	-3.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-59	-66	7	0	0	0	其他长期负债	854	1,007	1,187	969	914	910
公允价值变动收益	0	20	55	80	80	80	负债	2,428	2,490	3,588	7,172	8,787	9,231
投资收益	75	98	57	90	90	90	<b>普通股股东权益</b>	<b>16,190</b>	<b>17,100</b>	<b>18,233</b>	<b>19,962</b>	<b>21,847</b>	<b>24,067</b>
%税前利润	3.3%	5.9%	3.2%	3.7%	3.0%	2.6%	其中：股本	1,916	1,916	1,916	1,916	1,916	1,916
营业利润	2,295	1,661	1,778	2,455	2,995	3,526	未分配利润	7,089	7,887	8,988	10,717	12,602	14,823
营业利润率	36.9%	32.3%	31.0%	31.7%	30.5%	29.8%	少数股东权益	1	4	6	8	10	12
营业外收支	9	5	5	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>18,620</b>	<b>19,593</b>	<b>21,827</b>	<b>27,142</b>	<b>30,644</b>	<b>33,310</b>
税前利润	2,304	1,666	1,783	2,455	2,995	3,526	<b>比率分析</b>						
利润率	37.0%	32.4%	31.1%	31.7%	30.5%	29.8%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-290	-160	-200	-246	-299	-353	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.6%	9.6%	11.2%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	1.049	0.785	0.825	1.152	1.405	1.655
净利润	2,013	1,506	1,583	2,210	2,695	3,174	每股净资产	8.448	8.922	9.514	10.416	11.399	12.558
少数股东损益	3	1	2	2	2	2	每股经营现金净流	0.602	1.082	0.897	-0.175	1.273	1.661
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,011</b>	<b>1,505</b>	<b>1,581</b>	<b>2,208</b>	<b>2,693</b>	<b>3,172</b>	每股股利	0.200	0.250	0.320	0.250	0.422	0.496
净利率	32.3%	29.2%	27.6%	28.5%	27.4%	26.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.42%	8.80%	8.67%	11.06%	12.33%	13.18%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	10.80%	7.68%	7.24%	8.13%	8.79%	9.52%
净利润	2,013	1,506	1,583	2,210	2,695	3,174	投入资本收益率	10.89%	6.28%	5.29%	7.16%	7.72%	8.50%
少数股东损益	3	1	2	2	2	2	<b>增长率</b>						
非现金支出	446	611	603	609	667	725	主营业务收入增长率	55.69%	-17.19%	11.21%	35.46%	26.54%	20.41%
非经营收益	-3	-173	-131	-123	-56	-52	EBIT 增长率	44.08%	-40.53%	-5.88%	70.92%	21.82%	19.52%
营运资金变动	-1,303	130	-336	-3,032	-865	-663	净利润增长率	39.68%	-25.17%	5.07%	39.65%	21.99%	17.77%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,154</b>	<b>2,074</b>	<b>1,719</b>	<b>-336</b>	<b>2,440</b>	<b>3,183</b>	总资产增长率	50.81%	5.23%	11.40%	24.35%	12.90%	8.70%
资本开支	-1,906	-1,063	-532	2,446	-906	-906	<b>资产管理能力</b>						
投资	-46	-2,840	-3,353	80	80	80	应收账款周转天数	79.4	96.6	90.0	115.0	105.0	95.0
其他	75	97	110	90	90	90	存货周转天数	153.6	233.5	192.8	280.0	260.0	240.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,877</b>	<b>-3,807</b>	<b>-3,775</b>	<b>2,616</b>	<b>-736</b>	<b>-736</b>	应付账款周转天数	72.9	91.1	71.3	90.0	85.0	80.0
股权募资	3,882	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	253.1	367.9	325.2	235.9	181.1	144.3
债权募资	-90	0	650	3,597	1,272	161	<b>偿债能力</b>						
其他	-464	-629	-496	-533	-912	-1,070	净负债/股东权益	-50.62%	-50.16%	-32.58%	-37.82%	-37.93%	-40.14%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>3,328</b>	<b>-629</b>	<b>154</b>	<b>3,064</b>	<b>361</b>	<b>-909</b>	EBIT 利息保障倍数	-21.3	-7.0	-7.1	-10.1	-7.7	-7.6
<b>现金净流量</b>	<b>2,598</b>	<b>-2,352</b>	<b>-1,895</b>	<b>5,344</b>	<b>2,065</b>	<b>1,538</b>	资产负债率	13.04%	12.71%	16.44%	26.42%	28.67%	27.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	5	18	21
增持	1	1	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.33	1.17	1.18	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-07	买入	31.86	37.58~37.58
2	2023-04-24	买入	31.12	N/A
3	2023-08-30	买入	30.70	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806