



买入（维持）

所属行业：电子/元件
当前价格(元)：31.40

证券分析师

陈蓉芳

资格编号：S0120522060001

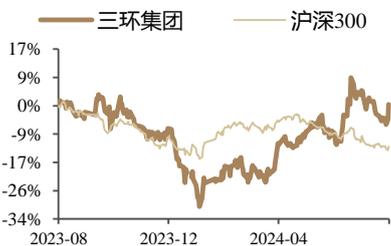
邮箱：chenrf@tebon.com.cn

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(%)	-3.35	8.65	10.08
相对涨幅(%)	-1.31	12.70	18.17

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《2023 年度报告&2024 年第一季度报告点评-三环集团 (300408.SZ)：业绩符合预期，MLCC 有望驱动新一轮成长》，2024.4.30
- 《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)：业绩大幅增长，MLCC 发展动能充沛

2024 年半年度报告点评

投资要点

事件：8月30日，三环集团发布2024年半年度报告。**1) 2024年上半年：**公司实现营收34.27亿元，同比增长30.36%；实现归母净利润10.26亿元，同比增长40.26%；实现扣非后归母净利润9.14亿元，同比增长60.46%。**2) 24年Q2：**公司实现营收18.64亿元，同比增长29.42%；实现归母净利润5.93亿元，同比增长44.12%；实现扣非后归母净利润5.35亿元，同比增长62.69%。

● **景气度回暖趋势确立，毛利率显著改善。**受益于消费电子、光通信下游需求复苏及公司 MLCC 产品市场认可度稳步提升，24Q2 公司单季度收入创新高，同比增长 29.42%，单季度归母净利润同比增长 44.12%。**盈利能力方面，**2024 年上半年公司毛利率/净利率分别为 41.90%/29.95%，同比提升 2.17pct/2.11pct，主要系电子元件材料业务毛利率水平明显提振；24Q2 公司单季度毛利率/净利率分别为 43.37%/31.80%，同比提升 3.38pct/3.23pct，环比提升 3.23pct/4.07pct。费用率方面，24Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为同比-0.36pct / -1.48pct / -1.54pct / +1.17pct，环比-0.17pct / -0.33pct / -1.08pct / -0.16pct，公司在快速发展的同时，持续降本增效，完善运营管理机制。

● **技术深耕夯实产品高附加值基础，MLCC 提质发展动能充沛。**公司产品广泛应用于电子元件、光通信、新能源、移动智能终端等众多领域，多种产品在全球市场上占据主导地位。其中陶瓷基板、光纤连接用陶瓷插芯荣获国家制造业单项冠军产品称号，并保持着市场前列的优势；**分产品来看：1) 电子元件及材料：**2024 年上半年实现营收 14.44 亿元，同比增长 56.71%，毛利率约 39.82%，同比提升 10.16pct，收入占比提升至 42.14%，同比增长 7.09pct。其中，公司 MLCC 业务突破粉体微粒化、介质层薄层化、多层化技术及高精设备技术等技术壁垒，超高压 MLCC 产品荣获第十二届中国电子信息博览会创新金奖。**2) 新能源：**公司新一代陶瓷燃料电池发电系统的体积和重量功率密度提升 30%，是目前国内单机功率、发电效率最高的 SOFC 系统。**3) 光通信部件：**公司把握行业需求复苏趋势，丰富完善产品线条以及配套能力，2024 年上半年实现收入 12.21 亿元，同比增长 30.99%，毛利率约 43.53%，同比提升 1.59pct。

● **战略布局轮廓清晰，自主创新巩固竞争优势。**2024 年上半年，公司研发投入金额同比增长 13.03%，持续推进固体氧化物燃料电池 (SOFC) 等新产品开发，推动产业转型升级。同时，公司发力打造西南、华东区域研发和人才中心，其中成都三环研究院已投入使用，苏州三环研究院项目工程主体结构顺利封顶，将主要承担新型电子材料和元器件的研发和生产，重点研发半导体用先进材料及精密陶瓷结构件和功能件等产品，助力解决国家重点电子元器件产品和材料等核心技术问题；同时将建设国内领先的先进材料及元器件分析测试中心，为基础材料研发和制造提供技术支持。

● **投资建议：**考虑到被动元件行业景气度回暖，公司 MLCC 产品下游应用领域覆盖日益广泛，我们认为公司电子元件及材料业务仍将保持高速增长，预计公司 2024 至 2026 年营业收入为 71.68 亿元/88.03 亿元/102.31 亿元，归母净利润为 19.64 亿元/24.67 亿元/29.80 亿元，以 8 月 30 日收盘价计算，对应 2024 至 2026 年 PE 分别为 30.64 倍/24.39 倍/20.20 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

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):	21.75-33.95
总市值(百万元):	60,178.02
总资产(百万元):	22,773.06
每股净资产(元):	9.75

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
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	2,467	2,980
(+/-)YOY(%)	-25.2%	5.1%	24.2%	25.6%	20.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.79	0.82	1.02	1.29	1.55
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	1.55
每股净资产	9.51	10.17	11.04	12.08
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	30.64	24.39	20.20
P/B	3.10	3.09	2.84	2.60
P/S	10.51	8.40	6.84	5.88
EV/EBITDA	25.74	20.48	16.71	13.73
股息率%	1.0%	0.8%	0.9%	1.0%
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%	25.6%	20.8%
偿债能力指标				
资产负债率	16.4%	15.6%	15.3%	14.4%
流动比率	4.7	5.2	5.5	6.0
速动比率	3.7	3.9	4.2	4.7
现金比率	1.2	1.2	1.4	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	2,467	2,980
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	-86	-104	-137
营运资金变动	-336	-780	-675	-658
经营活动现金流	1,719	1,812	2,419	2,993
资产	-532	-952	-717	-835
投资	-3,353	132	91	4
其他	110	-105	101	139
投资活动现金流	-3,775	-925	-525	-691
债权募资	650	-330	-193	-108
股权募资	0	0	0	0
其他	-496	-636	-831	-993
融资活动现金流	154	-966	-1,024	-1,100
现金净流量	-1,895	-79	869	1,201

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 30 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	-61	-52
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	2,759	3,323
营业外收支	5	6	5	6
利润总额	1,783	2,187	2,765	3,328
EBITDA	2,112	2,825	3,398	4,040
所得税	200	221	294	345
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	2,467	2,980

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,842	2,763	3,632	4,833
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	11,994	13,728	15,656
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	11,117	11,258	11,420
资产总计	21,827	23,111	24,986	27,076
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	1,000	1,068
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	1,295	1,302	1,314
非流动负债合计	1,187	1,295	1,302	1,314
负债总计	3,588	3,605	3,819	3,905
实收资本	1,916	1,916	1,916	1,916
普通股股东权益	18,233	19,498	21,157	23,157
少数股东权益	6	8	11	15
负债和所有者权益合计	21,827	23,111	24,986	27,076

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。