

MLCC 扩产叠加结构改善，业绩增长未来可期

核心观点

- **事件：**三环集团发布 24 年中报。
- **业绩符合预期，盈利能力持续修复。**2024H1 公司实现营业收入 34.3 亿元（yoy+30%），实现归母净利润 10.3 亿元（yoy+40%）；24Q2 实现收入 18.6 亿元（yoy+29%），实现归母净利润 5.9 亿元（yoy+44%）。业绩增长主要受益于消费电子、光通信等下游行业需求持续改善，以及公司 MLCC 下游市场和应用领域的持续拓展。**盈利水平方面**，24H1 毛利率为 41.9%，同比+2.2pct；净利率为 29.9%，同比+2.1pct，盈利能力持续改善。
- **MLCC 行业持续复苏，公司扩产叠加结构改善驱动业绩。**当前 MLCC 行业景气度逐步向好，各厂商库存去化叠加稼动率持续改善，加之 AI 服务器、AI PC、汽车电子等下游领域的强劲拉动，我们看好产业链相关企业因此受益。TrendForce 显示，24H1 AI 服务器订单需求稳健增长，下半年英伟达 GB200 服务器以及 AI PC 等终端逐步进入量产将增强 MLCC 原厂备货动能，有望推动 MLCC 行业出货量及均价。三环集团 MLCC 产品形成了丰富的产品矩阵，广泛应用于移动通信、智能终端、新能源等行业，24H1 公司超高容 MLCC 产品荣获第十二届中国电子信息博览会创新金奖。高容量系列多层片式陶瓷电容器扩产项目当前投资进度为 15%，预计 2025 年 5 月达产，公司卡位高端，逐步建立起强有力的竞争优势，国产替代有望加速。
- **持续加大研发投入，各业务多点开花。**公司继续加大研发投入，研发投入金额同比增长 13%。公司光纤陶瓷插芯、片式电阻器陶瓷基板被国家工业和信息化部评为“单项冠军”产品。同时，公司持续推进以固体氧化物燃料电池（SOFC）为代表的一系列新产品的创新开发，推动产业转型升级。公司加快建设成都三环研究院和苏州三环研究院，目前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。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 21.8、31.6、39.6 亿元（24-25 年原预测为 23.0、28.7 亿元，主要调高了电子元件及材料业务的营收，调低了电子元件及材料业务的毛利率、半导体部件业务的营收和毛利率、管理费用率），根据可比公司 25 年 22 倍 PE 估值，对应目标价为 36.3 元，维持买入评级。

风险提示

- 下游需求不及预期、产能扩张不及预期、行业竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,149	5,727	7,686	10,433	12,367
同比增长(%)	-17.2%	11.2%	34.2%	35.7%	18.5%
营业利润(百万元)	1,661	1,778	2,458	3,595	4,498
同比增长(%)	-27.6%	7.0%	38.3%	46.3%	25.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,505	1,581	2,178	3,164	3,958
同比增长(%)	-25.2%	5.1%	37.7%	45.3%	25.1%
每股收益(元)	0.79	0.82	1.14	1.65	2.07
毛利率(%)	44.1%	39.8%	44.1%	45.5%	46.8%
净利率(%)	29.2%	27.6%	28.3%	30.3%	32.0%
净资产收益率(%)	9.0%	8.9%	11.4%	15.0%	16.6%
市盈率	40.0	38.1	27.6	19.0	15.2
市净率	3.5	3.3	3.0	2.7	2.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年08月30日）	31.4元
目标价格	36.3元
52周最高价/最低价	34.54/20.79元
总股本/流通A股（万股）	191,650/186,981
A股市值（百万元）	60,178
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024年09月02日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.22	-2.88	8.91	0.36
相对表现	4.39	-1.46	16.5	12.69
沪深300	-0.17	-1.42	-7.59	-12.33



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004

联系人

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

相关报告

Q2 业绩环比提升，MLCC/SOFC 显著成长	2023-09-03
盈利能力逐步恢复，高容 MLCC 持续放量	2023-04-28
电子陶瓷一体化龙头，MLCC 迎来收获期	2023-03-15

盈利预测与投资建议

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 21.8、31.6、39.6 亿元（24-25 年原预测为 23.0、28.7 亿元，主要调高了电子元件及材料业务的营收，调低了电子元件及材料业务的毛利率、半导体部件业务的营收和毛利率、管理费用率），根据可比公司 25 年 22 倍 PE 估值，对应目标价为 36.3 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2024/8/30	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
风华高科	000636	13.99	0.15	0.38	0.54	0.70	93.33	37.29	25.79	19.99
国瓷材料	300285	15.60	0.57	0.75	0.93	1.12	27.33	20.92	16.78	13.94
中瓷电子	003031	38.98	1.09	1.37	1.84	2.41	35.88	28.52	21.18	16.20
博迁新材	605376	21.12	-0.12	0.38	0.69	0.98	-171.01	56.29	30.50	21.53
洁美科技	002859	17.65	0.59	0.73	1.00	1.31	29.75	24.21	17.65	13.49
	最大值						93.33	56.29	30.50	21.53
	最小值						(171.01)	20.92	16.78	13.49
	平均数						3.06	33.45	22.38	17.03
	调整后平均						30.99	30.01	21.54	16.71

数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

下游需求不及预期、产能扩张不及预期、行业竞争加剧风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,509	2,842	6,033	6,922	9,026	营业收入	5,149	5,727	7,686	10,433	12,367
应收票据、账款及款项融资	1,715	2,259	2,568	3,515	4,267	营业成本	2,878	3,446	4,299	5,685	6,576
预付账款	23	46	55	68	89	销售费用	57	74	76	98	110
存货	1,886	1,754	2,476	3,298	3,650	管理费用	479	429	421	502	538
其他	4,688	4,379	3,762	4,079	3,975	研发费用	452	546	608	801	922
流动资产合计	12,821	11,279	14,895	17,882	21,007	财务费用	(174)	(162)	(22)	(49)	(61)
长期股权投资	0	0	100	100	100	资产、信用减值损失	66	(7)	50	38	26
固定资产	5,191	5,101	4,885	4,574	4,207	公允价值变动收益	20	55	40	30	20
在建工程	691	681	540	449	389	投资净收益	98	57	15	56	43
无形资产	364	452	440	428	416	其他	154	266	149	151	180
其他	528	4,313	1,773	2,186	2,746	营业利润	1,661	1,778	2,458	3,595	4,498
非流动资产合计	6,773	10,548	7,739	7,737	7,858	营业外收入	17	13	15	15	14
资产总计	19,593	21,827	22,634	25,619	28,866	营业外支出	13	8	8	10	9
短期借款	152	741	312	401	484	利润总额	1,666	1,783	2,464	3,600	4,504
应付票据及应付账款	635	981	983	1,239	1,448	所得税	160	200	283	432	540
其他	696	679	492	527	524	净利润	1,506	1,583	2,181	3,168	3,963
流动负债合计	1,483	2,401	1,786	2,167	2,456	少数股东损益	1	2	3	4	6
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,505	1,581	2,178	3,164	3,958
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.79	0.82	1.14	1.65	2.07
其他	1,007	1,187	1,013	1,068	1,089						
非流动负债合计	1,007	1,187	1,013	1,068	1,089	主要财务比率					
负债合计	2,490	3,588	2,800	3,235	3,546		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	4	6	9	13	19	成长能力					
实收资本(或股本)	1,916	1,916	1,916	1,916	1,916	营业收入	-17.2%	11.2%	34.2%	35.7%	18.5%
资本公积	6,218	6,218	6,218	6,218	6,218	营业利润	-27.6%	7.0%	38.3%	46.3%	25.1%
留存收益	9,018	10,120	11,761	14,236	17,166	归属于母公司净利润	-25.2%	5.1%	37.7%	45.3%	25.1%
其他	(53)	(21)	(70)	0	0	获利能力					
股东权益合计	17,103	18,239	19,834	22,384	25,320	毛利率	44.1%	39.8%	44.1%	45.5%	46.8%
负债和股东权益总计	19,593	21,827	22,634	25,619	28,866	净利率	29.2%	27.6%	28.3%	30.3%	32.0%
						ROE	9.0%	8.9%	11.4%	15.0%	16.6%
						ROIC	8.0%	7.9%	11.0%	14.5%	16.1%
						偿债能力					
						资产负债率	12.7%	16.4%	12.4%	12.6%	12.3%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	8.64	4.70	8.34	8.25	8.55
						速动比率	7.31	3.95	6.91	6.69	7.03
						营运能力					
						应收账款周转率	3.8	4.1	4.3	4.5	4.2
						存货周转率	1.5	1.8	2.0	1.9	1.8
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	0.79	0.82	1.14	1.65	2.07
						每股经营现金流	1.08	0.90	2.07	0.95	1.56
						每股净资产	8.92	9.51	10.34	11.67	13.20
						估值比率					
						市盈率	40.0	38.1	27.6	19.0	15.2
						市净率	3.5	3.3	3.0	2.7	2.4
						EV/EBITDA	27.3	25.3	18.0	13.1	10.7
						EV/EBIT	36.2	33.3	22.1	15.2	12.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。