

公司研究

业绩稳健增长，MLCC 市场份额稳步提升

——三环集团（300408.SZ）跟踪报告之七

要点

事件：

公司 2025 年 4 月 24 日公布年报，2024 年实现营业收入 73.75 亿元，同比+28.78%；实现归母净利润 21.90 亿元，同比+38.55%。2024Q4，公司实现营业收入 19.94 亿元，同比+23.03%，环比+2.09%；实现归母净利润 5.87 亿元，同比+33.79%，环比+1.63%。

点评：

公司下游景气度逐步恢复，插芯受益数据中心建设。消费电子、车载、光通信等领域呈现出恢复态势，细分领域客户需求稳步提升。同时，得益于公司前期针对各研发项目的大力投入，产品规格型号不断丰富，下游应用领域覆盖日益广泛等多方面积极作用，公司主营业务产品需求增长。其中，公司 MLCC 产品不断实现技术和市场突破，品牌核心竞争力逐步提升，销售同比显著增长；公司插芯及相关产品受益于全球数据中心建设加快，销售同比大幅增长。

高容 MLCC 进展顺利，市场份额稳步提升。公司已逐步突破 MLCC 生产的关键技术，在高容量、小尺寸两个技术发展方向上取得了重大进展。公司推出车规、工规、消规、移动终端等多元化系列，不同系列在性能参数、可靠性标准等方面各有侧重，匹配多样化应用场景，满足不同客户群体的差异化需求。公司 MLCC 产品核心竞争力显著提高，市场份额稳步提升。

立足“材料+”，多项产品居全球前列。公司聚焦“材料”基因，以“材料+结构+功能”为发展方向，主导产品从最初的单一电阻发展成为目前以通信部件、电子元件及材料、半导体部件、陶瓷燃料电池部件等产品为主的多元化产品结构，不断探索新材料、新功能、新技术。其中，光通信陶瓷插芯、片式电阻用氧化铝陶瓷基板、半导体陶瓷封装基座等产品产销量均居全球前列，多项产品先后荣获国家优质产品金奖。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司 MLCC 技术及客户突破顺利，插芯产品销量增长超预期，我们上调 2025 年归母净利润预测为 27.24 亿元，上调幅度为 5%，新增 2026-2027 年归母净利润预测为 33.08/39.36 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 25X、21x、18x。公司为中国电子陶瓷行业龙头，多产品产销量已经成为全球第一，并且也是国内少数实现高度垂直一体化的企业。公司 MLCC 大幅扩产，长期需求旺盛；陶瓷插芯、PKG 陶瓷封装基座业务受益 5G、汽车电子景气带动的需求增长，维持“买入”评级。

风险提示：关税不确定的风险；新增产量无法消化；产品单价下滑；行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,727	7,375	9,087	10,967	12,700
营业收入增长率	11.21%	28.78%	23.21%	20.69%	15.80%
归母净利润（百万元）	1,581	2,190	2,724	3,308	3,936
归母净利润增长率	5.07%	38.55%	24.36%	21.43%	19.00%
EPS（元）	0.82	1.14	1.42	1.73	2.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.67%	11.03%	12.46%	13.63%	14.53%
P/E	44	32	25	21	18
P/B	3.8	3.5	3.2	2.9	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-23

买入（维持）

当前价：36.22 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：王之含

执业证书编号：S0930524070008

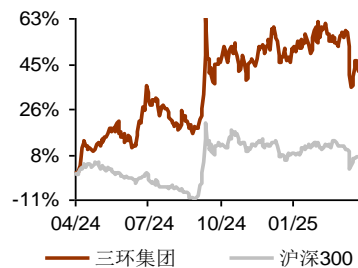
021-52523691

wangzhihan@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	19.16
总市值(亿元)	694.16
一年最低/最高(元)	24.60/43.88
近 3 月换手率	39.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.27	-2.79	36.59
绝对	-5.03	-3.23	44.60

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,727	7,375	9,087	10,967	12,700
营业成本	3,446	4,205	5,052	6,052	6,978
折旧和摊销	594	644	674	739	803
税金及附加	84	79	91	110	127
销售费用	74	79	91	110	127
管理费用	429	410	473	570	635
研发费用	546	583	708	844	897
财务费用	-162	-173	-86	-73	-71
投资收益	57	17	10	10	10
营业利润	1,778	2,523	3,131	3,802	4,525
利润总额	1,783	2,519	3,131	3,802	4,525
所得税	200	329	407	494	588
净利润	1,583	2,190	2,724	3,308	3,936
少数股东损益	2	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,581	2,190	2,724	3,308	3,936
EPS(元)	0.82	1.14	1.42	1.73	2.05

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,719	2,403	2,613	3,232	3,990
净利润	1,581	2,190	2,724	3,308	3,936
折旧摊销	594	644	674	739	803
净营运资金增加	408	1,094	1,374	1,484	1,362
其他	-864	-1,526	-2,159	-2,298	-2,111
投资活动产生现金流	-3,775	-1,354	-1,870	-1,962	-2,092
净资本支出	-532	-610	-1,050	-1,050	-1,050
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-3,243	-744	-820	-912	-1,042
融资活动现金流	154	-1,206	-171	-518	-1,205
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	560	-266	471	314	-176
无息负债变化	538	722	330	450	422
净现金流	-1,895	-157	572	752	693

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	39.8%	43.0%	44.4%	44.8%	45.1%
EBITDA 率	36.7%	40.7%	40.8%	40.7%	41.3%
EBIT 率	26.1%	31.9%	33.4%	33.9%	35.0%
税前净利润率	31.1%	34.2%	34.5%	34.7%	35.6%
归母净利润率	27.6%	29.7%	30.0%	30.2%	31.0%
ROA	7.3%	9.2%	10.2%	11.1%	11.9%
ROE (摊薄)	8.7%	11.0%	12.5%	13.6%	14.5%
经营性 ROIC	9.2%	13.5%	15.6%	17.2%	18.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	16%	17%	18%	19%	18%
流动比率	4.70	5.24	4.67	4.49	4.87
速动比率	3.97	4.40	3.91	3.74	4.05
归母权益/有息债务	24.46	41.44	23.00	19.19	24.90
有形资产/有息债务	28.09	47.95	27.08	22.83	29.32

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	21,827	23,916	26,713	29,878	32,961
货币资金	2,842	3,063	3,635	4,387	5,080
交易性金融资产	3,847	5,053	5,811	6,683	7,686
应收账款	1,627	1,872	2,306	2,783	3,223
应收票据	463	642	791	955	1,106
其他应收款 (合计)	44	29	35	43	49
存货	1,754	2,181	2,620	3,139	3,619
其他流动资产	658	700	700	700	700
流动资产合计	11,279	13,602	15,974	18,779	21,566
其他权益工具	3	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5,101	5,734	5,983	6,165	6,282
在建工程	681	594	582	577	575
无形资产	452	441	481	521	560
商誉	237	227	227	227	227
其他非流动资产	3,712	2,961	2,961	2,961	2,961
非流动资产合计	10,548	10,314	10,739	11,099	11,395
总负债	3,588	4,044	4,845	5,609	5,855
短期借款	741	475	950	1,264	1,088
应付账款	738	774	930	1,114	1,284
应付票据	243	521	627	751	865
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	169	204	204	204	204
流动负债合计	2,401	2,594	3,418	4,181	4,428
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	882	1,062	1,062	1,062	1,062
非流动负债合计	1,187	1,450	1,428	1,428	1,428
股东权益	18,239	19,872	21,868	24,270	27,106
股本	1,916	1,916	1,916	1,916	1,916
公积金	7,349	7,349	7,349	7,349	7,349
未分配利润	8,988	10,642	12,638	15,040	17,876
归属母公司权益	18,233	19,866	21,862	24,264	27,100
少数股东权益	6	6	6	6	6

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.30%	1.08%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	7.50%	5.56%	5.20%	5.20%	5.00%
财务费用率	-2.82%	-2.34%	-0.95%	-0.67%	-0.56%
研发费用率	9.53%	7.91%	7.79%	7.70%	7.06%
所得税率	11%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.28	0.38	0.47	0.57	0.68
每股经营现金流	0.90	1.25	1.36	1.69	2.08
每股净资产	9.51	10.37	11.41	12.66	14.14
每股销售收入	2.99	3.85	4.74	5.72	6.63

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	44	32	25	21	18
PB	3.8	3.5	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	31.4	21.6	17.4	14.3	12.0
股息率	0.8%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP