

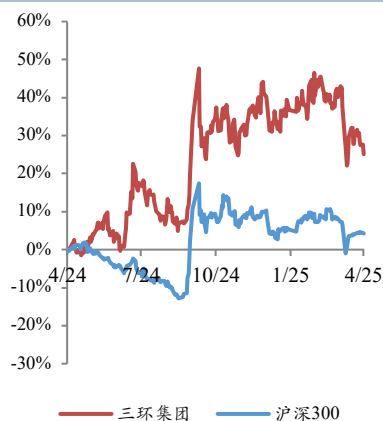
三环集团：AI 驱动业绩强势增长，研发持续投入产品应用拓宽

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-04-30

收盘价（元）	33.85
近 12 个月最高/最低（元）	43.88/26.37
总股本（百万股）	1916
流通股本（百万股）	1870
流通股比例（%）	97.58
总市值（亿元）	664.4
流通市值（亿元）	648.3

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：李元晨

执业证书号：S0010524070001

邮箱：liyc@hazq.com

相关报告

- 2024Q3 盈利能力持续改善，MLCC 成长动能强劲 20241102
- 单季度收入创历史新高，盈利拐点已现 20240830

主要观点：

● 事件：三环集团发布 2024 年度及 2025 年第一季度报告

公司 2024 年实现营业收入约 73.8 亿元，同比增长约 28.8%；实现归母净利润约 21.9 亿元，同比增长约 38.6%；实现扣非归母净利润约 19.3 亿元，同比增长约 58.2%。

公司 25Q1 实现营业收入约 18.33 亿元，同比增长约 17.24%；实现归母净利润约 5.33 亿元，同比增长约 23.02%；实现扣非归母净利润 4.5 亿元，同比增长约 18.7%。

公司业绩 2024 年实现业绩高增，主要归因于：1) 消费电子、车载、光通信等下游市场需求复苏；2) 公司高容 MLCC、插芯及相关产品放量，高价值量产品拉动公司盈利能力提升。

● 公司毛利率水平稳健增长，三费处于合理区间

2024 年公司实现毛利率约 43.0%，同比增长约 3.2 pct；对应 24Q4 实现毛利率约 43.57%，同比增长约 3.6 pct，环比下降约 0.7 pct。公司三费控制合理，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 1.1%/5.6%/7.9%，同比下降 0.2 pct/1.9 pct/1.6 pct。

● 高端 MLCC/陶瓷插芯产品放量，产品应用领域持续拓宽

1) MLCC：公司已逐步突破 MLCC 生产的关键技术，在高容量、小尺寸两个发展方向上不断取得进步，推出车规、工规、消规、移动终端等多元化系列，多个高容规格已实现批量供货，客户份额稳步提升。未来，公司将不断加大对 MLCC 技术研发创新，不断突破粉体微粒化、介质层薄层化、多层化技术及高精密设备技术等 MLCC 技术壁垒。2) 陶瓷插芯/管壳：公司开发高速光通信用多芯 MT 插芯，24 芯单模低损规格已实现小批量供货；公司持续拓展高速光通信用管壳高端化规格产品，400G 管壳已实现量产，相干收发模块管壳已通过客户验证并开始小批量供货。此外，公司泛半导体精密陶瓷结构件产品逐步推向市场，固体氧化物燃料电池等一系列新品开发有序进行。未来，公司将继续挖掘光通信、数据中心、泛半导体、车载、新能源、AI、机器人、生物健康等相关的产品，拓展多元化产品应用领域。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 27.32/32.64/38.79 亿元，对比此前 2025-2026 年原预期利润的 27.18 亿元和 31.41 亿元有所上调。对应 PE 为 24.32/20.36/17.13x，维持“增持”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险，原材料供应紧张及价格波动风险，下游需求不及预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7375	9038	10703	12690
收入同比 (%)	28.8%	22.5%	18.4%	18.6%
归属母公司净利润	2190	2732	3264	3879
净利润同比 (%)	38.5%	24.7%	19.5%	18.8%
毛利率 (%)	43.0%	44.0%	44.3%	44.5%
ROE (%)	11.0%	12.1%	12.6%	13.0%
每股收益 (元)	1.14	1.43	1.70	2.02
P/E	33.78	24.32	20.36	17.13
P/B	3.72	2.94	2.57	2.23
EV/EBITDA	24.20	16.52	13.54	11.14

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13602	16343	20158	24700	营业收入	7375	9038	10703	12690
现金	3063	4625	7953	11645	营业成本	4205	5061	5967	7043
应收账款	1872	2008	2081	2115	营业税金及附加	79	97	112	132
其他应收款	29	126	149	176	销售费用	79	99	118	140
预付账款	62	40	48	56	管理费用	410	502	595	706
存货	2181	2249	2238	2543	财务费用	-173	-126	-192	-334
其他流动资产	6396	7294	7690	8164	资产减值损失	-26	1	1	10
非流动资产	10314	10511	10466	10365	公允价值变动收益	50	65	77	93
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	17	94	102	108
固定资产	5734	5947	5916	5842	营业利润	2523	3143	3757	4464
无形资产	441	431	422	414	营业外收入	15	15	14	14
其他非流动资产	4139	4133	4128	4109	营业外支出	18	14	14	13
资产总计	23916	26854	30624	35065	利润总额	2519	3144	3757	4465
流动负债	2594	2797	3304	3864	所得税	329	410	490	583
短期借款	475	610	737	856	净利润	2190	2734	3266	3882
应付账款	774	1054	1243	1467	少数股东损益	0	2	2	3
其他流动负债	1346	1133	1324	1541	归属母公司净利润	2190	2732	3264	3879
非流动负债	1450	1457	1454	1452	EBITDA	2944	3780	4377	4999
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.14	1.43	1.70	2.02
其他非流动负债	1450	1457	1454	1452	主要财务比率				
负债合计	4044	4254	4757	5317	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	6	8	10	13	成长能力				
股本	1916	1916	1916	1916	营业收入	28.8%	22.5%	18.4%	18.6%
资本公积	6218	6218	6218	6218	营业利润	41.9%	24.6%	19.5%	18.8%
留存收益	11731	14458	17722	21601	归属于母公司净利润	38.5%	24.7%	19.5%	18.8%
归属母公司股东权益	19866	22592	25857	29736	获利能力				
负债和股东权益	23916	26854	30624	35065	毛利率 (%)	43.0%	44.0%	44.3%	44.5%
现金流量表					净利率 (%)	29.7%	30.2%	30.5%	30.6%
单位:百万元					ROE (%)	11.0%	12.1%	12.6%	13.0%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	9.8%	11.3%	11.6%	11.7%
经营活动现金流	2403	3081	4140	4632	偿债能力				
净利润	2190	2734	3266	3882	资产负债率 (%)	16.9%	15.8%	15.5%	15.2%
折旧摊销	659	762	812	868	净负债比率 (%)	20.4%	18.8%	18.4%	17.9%
财务费用	-91	6	7	8	流动比率	5.24	5.84	6.10	6.39
投资损失	-17	-94	-102	-108	速动比率	4.18	4.80	5.21	5.54
营运资金变动	-361	-259	236	87	营运能力				
其他经营现金流	2573	2925	2952	3690	总资产周转率	0.32	0.36	0.37	0.39
投资活动现金流	-1354	-1649	-929	-1049	应收账款周转率	4.22	4.66	5.23	6.05
资本支出	-610	-927	-727	-710	应付账款周转率	5.56	5.54	5.19	5.20
长期投资	-808	-817	-306	-447	每股指标 (元)				
其他投资现金流	64	95	104	108	每股收益	1.14	1.43	1.70	2.02
筹资活动现金流	-1206	131	117	109	每股经营现金流 (摊薄)	1.25	1.61	2.16	2.42
短期借款	-266	135	127	119	每股净资产	10.37	11.79	13.49	15.52
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	33.78	24.32	20.36	17.13
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.72	2.94	2.57	2.23
其他筹资现金流	-940	-4	-10	-10	EV/EBITDA	24.20	16.52	13.54	11.14
现金净增加额	-157	1562	3328	3692					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

陈耀波（执业证书号：S0010523060001）：北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，华中科技大学电信系学士。8年买方投研经验，历任广发资管电子研究员，TMT组组长，投资经理助理；博时基金投资经理助理。行业研究框架和财务分析体系成熟，擅长买方视角投资机遇分析对比，全面负责团队电子行业研究工作。

李元晨（执业证书号：S0010524070001）：墨尔本大学会计和金融学本科，悉尼大学数据分析和金融学硕士。2022年加入华安证券研究所，重点覆盖 MEMS 和传感器、AI 芯片、代工及封装测试、半导体设备等板块。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。