

三环集团 (300408.SZ)

买入 (维持评级)

持续突破高端产品，看好高容放量

业绩简评

4月28日，公司发布2025年一季度报。2024年公司实现营收73.75亿元，同比增长28.78%；归母净利润21.90亿元，同比增长38.55%；扣非归母净利润19.32亿元，同比增长58.22%。25Q1实现营收18.33亿元，同比增长17.24%；归母净利润5.33亿元，同比增长23.02%；扣非归母净利润4.49亿元，同比增长18.71%。

经营分析

2024年，从下游需求来看，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。公司加速新产品布局和国产替代，产品规格型号不断丰富，下游应用领域覆盖日益广泛。公司产品线上，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，朝着高容化、微型化、高可靠等方向发展，市场认可度得以逐渐提高，全年销售同比显著增长；插芯及相关产品受益于全球数据中心建设加快，作为行业龙头全年销售同比增长。25Q1受淡旺季影响，收入利润环比减少，同比增长，25Q1毛利率为41.01%，环比下滑2.56pct，主要系金价上涨影响PKG产品成本，相对低毛利率的产品营收增长，产品结构调整所致。

看好高端MLCC放量，积极布局高容、小尺寸、车规产品。公司高容量和小尺寸MLCC研发进展显著，积极进行技术突破和客户拓展，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2025-2027年归母净利润为27.18、33.93、41.73亿元，同比+24.09%/+24.83%/+23.01%，公司现价对应PE估值为25、20、16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

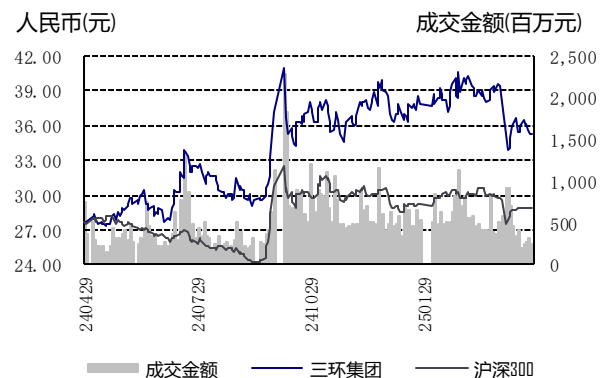
分析师：丁彦文 (执业S1130524070002)

dingyanwen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.67元

相关报告：

1. 《三环集团公司点评：业绩超预期，高容节奏加速有望涨价》，2024.7.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,727	7,375	9,254	11,527	14,366
营业收入增长率	11.21%	28.78%	25.47%	24.57%	24.63%
归母净利润(百万元)	1,581	2,190	2,718	3,393	4,173
归母净利润增长率	5.07%	38.55%	24.09%	24.83%	23.01%
摊薄每股收益(元)	0.825	1.143	1.418	1.770	2.178
每股经营性现金流净额	0.90	1.25	-0.15	1.67	2.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.67%	11.03%	12.30%	13.86%	15.23%
P/E	42.03	30.33	24.45	19.58	15.92
P/B	3.64	3.34	3.01	2.71	2.42

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,149	5,727	7,375	9,254	11,527	14,366
增长率	11.2%	28.8%	25.5%	24.6%	24.6%	
主营业务成本	-2,878	-3,446	-4,205	-5,287	-6,702	-8,347
%销售收入	55.9%	60.2%	57.0%	57.1%	58.1%	58.1%
毛利	2,271	2,281	3,170	3,967	4,826	6,020
%销售收入	44.1%	39.8%	43.0%	42.9%	41.9%	41.9%
营业税金及附加	-63	-84	-79	-79	-98	-122
%销售收入	1.2%	1.5%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-57	-74	-79	-56	-69	-86
%销售收入	1.1%	1.3%	1.1%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-479	-429	-410	-648	-692	-862
%销售收入	9.3%	7.5%	5.6%	7.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-452	-546	-583	-648	-807	-1,006
%销售收入	8.8%	9.5%	7.9%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	1,219	1,147	2,019	2,537	3,160	3,944
%销售收入	23.7%	20.0%	27.4%	27.4%	27.4%	27.5%
财务费用	174	162	173	215	342	426
%销售收入	-3.4%	-2.8%	-2.3%	-2.3%	-3.0%	-3.0%
资产减值损失	-66	7	-39	0	0	0
公允价值变动收益	20	55	50	80	80	80
投资收益	98	57	17	90	90	90
%税前利润	5.9%	3.2%	0.7%	3.0%	2.4%	1.9%
营业利润	1,661	1,778	2,523	3,022	3,772	4,639
营业利润率	32.3%	31.0%	34.2%	32.7%	32.7%	32.3%
营业外收支	5	5	-4	0	0	0
税前利润	1,666	1,783	2,519	3,022	3,772	4,639
利润率	32.4%	31.1%	34.2%	32.7%	32.7%	32.3%
所得税	-160	-200	-329	-302	-377	-464
所得税率	9.6%	11.2%	13.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,506	1,583	2,190	2,720	3,395	4,175
少数股东损益	1	2	0	2	2	2
归属于母公司的净利润	1,505	1,581	2,190	2,718	3,393	4,173
净利率	29.2%	27.6%	29.7%	29.4%	29.4%	29.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,506	1,583	2,190	2,720	3,395	4,175
少数股东损益	1	2	0	2	2	2
非现金支出	611	603	698	677	735	793
非经营收益	-173	-131	-125	-130	-26	-23
营运资金变动	130	-336	-361	-3,557	-909	-1,068
经营活动现金净流	2,074	1,719	2,403	-289	3,196	3,877
资本开支	-1,063	-532	-610	1,695	-906	-906
投资	-2,840	-3,353	-808	80	80	80
其他	97	110	64	90	90	90
投资活动现金净流	-3,807	-3,775	-1,354	1,865	-736	-736
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	650	-650	5,461	766	475
其他	-629	-496	-555	-548	-1,152	-1,399
筹资活动现金净流	-629	154	-1,206	4,913	-386	-923
现金净流量	-2,352	-1,895	-157	6,489	2,074	2,218

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,509	2,842	3,063	9,546	11,615	13,830
应收款项	1,799	2,304	2,715	4,314	4,942	5,766
存货	1,886	1,754	2,181	4,056	4,774	5,488
其他流动资产	4,627	4,381	5,643	5,559	5,487	5,420
流动资产	12,821	11,279	13,602	23,474	26,819	30,505
%总资产	65.4%	51.7%	56.9%	75.0%	77.1%	79.1%
长期投资	3	131	68	68	68	68
固定资产	5,881	5,784	6,327	6,769	6,856	6,888
%总资产	30.0%	26.5%	26.5%	21.6%	19.7%	17.9%
无形资产	612	709	686	774	859	941
非流动资产	6,773	10,548	10,314	7,804	7,965	8,078
%总资产	34.6%	48.3%	43.1%	25.0%	22.9%	20.9%
资产总计	19,593	21,827	23,916	31,278	34,783	38,582
短期借款	185	745	479	6,251	7,067	7,542
应付款项	690	1,039	1,386	1,337	1,602	1,881
其他流动负债	608	616	729	612	713	837
流动负债	1,483	2,401	2,594	8,200	9,382	10,261
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,007	1,187	1,450	966	912	909
负债	2,490	3,588	4,044	9,166	10,294	11,169
普通股股东权益	17,100	18,233	19,866	22,105	24,480	27,401
其中：股本	1,916	1,916	1,916	1,916	1,916	1,916
未分配利润	7,887	8,988	10,642	12,881	15,256	18,178
少数股东权益	4	6	6	8	10	12
负债股东权益合计	19,593	21,827	23,916	31,278	34,783	38,582

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.785	0.825	1.143	1.418	1.770	2.178
每股净资产	8.922	9.514	10.366	11.534	12.773	14.298
每股经营现金净流	1.082	0.897	1.254	-0.151	1.667	2.023
每股股利	0.200	0.250	0.320	0.250	0.531	0.653
回报率						
净资产收益率	8.80%	8.67%	11.03%	12.30%	13.86%	15.23%
总资产收益率	7.68%	7.24%	9.16%	8.69%	9.75%	10.82%
投入资本收益率	6.28%	5.29%	8.47%	7.99%	8.96%	10.10%
增长率						
主营业务收入增长率	-17.19%	11.21%	28.78%	25.47%	24.57%	24.63%
EBIT 增长率	-40.53%	-5.88%	75.95%	25.68%	24.55%	24.80%
净利润增长率	-25.17%	5.07%	38.55%	24.09%	24.83%	23.01%
总资产增长率	5.23%	11.40%	9.57%	30.79%	11.21%	10.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	96.6	90.0	86.6	115.0	105.0	95.0
存货周转天数	233.5	192.8	170.8	280.0	260.0	240.0
应付账款周转天数	91.1	71.3	65.6	90.0	85.0	80.0
固定资产周转天数	367.9	325.2	283.8	219.9	169.8	129.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.16%	-32.58%	-38.43%	-37.75%	-39.21%	-41.37%
EBIT 利息保障倍数	-7.0	-7.1	-11.7	-11.8	-9.2	-9.3
资产负债率	12.71%	16.44%	16.91%	29.30%	29.59%	28.95%

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	3	3	4	5	15
增持	3	3	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.56	1.50	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	2023-08-30	买入	30.70	N/A
2	2024-07-21	买入	33.95	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-86695353 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
---	--	---