

2025 年 08 月 22 日

三环集团 (300408. SZ)

投资评级：买入（首次）

——先进陶瓷平台龙头，三轮驱动开启成长新篇章

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com
白宇
SAC: S1350525030002
baiyu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 21 日

收盘价（元）	42.25
一年内最高/最低（元）	45.68/28.87
总市值（百万元）	80,972.01
流通市值（百万元）	78,999.39
总股本（百万股）	1,916.50
资产负债率（%）	15.04
每股净资产（元/股）	10.65

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **燃料电池市场前景广阔，SOFC 陶瓷隔膜板成为增长新动能。**固体氧化物燃料电池市场前景广阔，随着 AI 算力对电力需求不断提升，固体电解质燃料电池市场规模持续扩大，预计将带动三环集团隔膜板业务收入增长。
- **MLCC 持续技术投入，开拓国产替代空间。**新能源汽车发展驱动汽车电子 MLCC 市场不断扩展，2024 年中国大陆 MLCC 制造商全球市场份额仅为 9.2%，三环集团不断进行技术创新，未来有望抢占更多市场份额，实现国产化替代。
- **光通信市场扩大，陶瓷产品作为公司传统优势产品有望持续贡献营收。**陶瓷插芯及套筒，三环集团 MT 插芯、MT 短纤系列、陶瓷封装管壳等产品有望受益于下游数据中心市场的增长，持续为公司营收做出积极贡献。在 5G、物联网及数据中心等新兴产业的驱动下，公司另一主要业务——陶瓷封装基座（PKG）预计也将实现快速发展。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 26.22/32.77/41.01 亿元，同比增速分别为 19.69%/25.00%/25.13%，当前股价对应的 PE 分别为 30.88/24.71/19.75 倍。我们选取风华高科、中瓷电子、蓝思科技为可比公司，其 2025 年平均 PE 约 33.12 倍。公司深耕陶瓷类电子材料 50 余年，得益于 AI 数据中心、新能源汽车推动，成长空间广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**数据中心发展不及预期风险，下游需求乏力风险，国际局势动荡风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,727	7,375	9,267	11,450	14,060
同比增长率（%）	11.21%	28.78%	25.66%	23.56%	22.79%
归母净利润（百万元）	1,581	2,190	2,622	3,277	4,101
同比增长率（%）	5.07%	38.55%	19.69%	25.00%	25.13%
每股收益（元/股）	0.82	1.14	1.37	1.71	2.14
ROE（%）	8.67%	11.03%	12.12%	13.76%	15.43%
市盈率（P/E）	51.22	36.97	30.88	24.71	19.75

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计三环集团 2025–2027 年归母净利润分别为 26.22/32.77/41.01 亿元,同比增速分别为 19.69%/25.00%/25.13%,当前股价对应的 PE 分别为 30.88/24.71/19.75 倍。选取 A 股电子行业可比公司风华高科、中瓷电子、蓝思科技作为参考,其 2025 年平均 PE 约 33.12 倍。公司深耕陶瓷类电子材料 50 余年,在智能化浪潮下稳健发展传统业务,积极拓展新兴领域,成长空间广阔,首次覆盖,给予“买入”评级。

关键假设

我们假设 2025–2027 年三环集团电子、通信元件及材料业务收入分别增长 28.00%/25.00%/24.00% 至 79.32/99.15/122.95 亿元,总营收分别为 92.67/114.50/140.60 亿元。

投资逻辑要点

(1) AI 算力对电力的需求推动 SOFC 发展,三环集团作为上游陶瓷隔膜板供应商有望受益;(2) 新能源汽车市场迅速扩张,推动车规级 MLCC 需求增加。同时,三环集团高容 MLCC 产品快速突破有望抢占更多市场份额,实现国产化替代;(3) 数据中心发展推动光通信器件需求增加,三环集团传统产品陶瓷插芯及套筒,以及 MT 插芯、MT 短纤系列、陶瓷封装管壳等产品均有望实现增长。

核心风险提示

数据中心发展不及预期风险;下游需求乏力风险;国际局势动荡风险。

内容目录

1. 公司概况	5
1.1. 深耕陶瓷材料多年，“材料+”战略赋能多元化发展	5
1.2. 营收波动增长，研发持续投入	5
2. 燃料电池市场前景广阔，SOFC 陶瓷隔膜板成为增长新动能	7
3. MLCC 持续技术投入，开拓国产替代空间	9
4. 光通信市场扩大，陶瓷产品作为公司传统优势产品持续贡献营收	10
5. 盈利预测与估值	12
6. 风险提示	13

图表目录

图表 1： 公司历程	5
图表 2： 公司营业收入（亿元）及同比变动（右）	6
图表 3： 公司归母净利润（亿元）及同比变动（右）	6
图表 4： 公司净利率/毛利率变化	6
图表 5： 公司期间费用率变化	6
图表 6： 公司研发费用（亿元）及同比变动（右）	7
图表 7： 2024 年公司前五名客户销售金额占年度销售总额比例（%）（右）	7
图表 8： 2022–2025 年 SOFC 市场规模	7
图表 9： 2023 年全球固定式燃料电池市场竞争格局	7
图表 10： Bloom Energy SOFC 工作原理	8
图表 11： MLCC 主要工艺流程	9
图表 12： 2020–2025 年全球新能源汽车销量（万辆）及增速（右）	9
图表 13： 不同动力类型汽车 MLCC 用量对比（个/辆）	9
图表 14： 全球 MLCC 市场竞争格局	10
图表 15： 三环集团车规 MLCC	10
图表 16： 2020–2025 年中国数据中心市场规模（亿元）及增速（右）	11
图表 17： 三环集团陶瓷插芯产品	11
图表 18： 三环集团陶瓷套筒产品	11
图表 19： 2024–2031 年陶瓷封装市场规模（单位：亿美元）	12
图表 20： 三环集团陶瓷封装基座	12
图表 21： 可比公司估值表	12

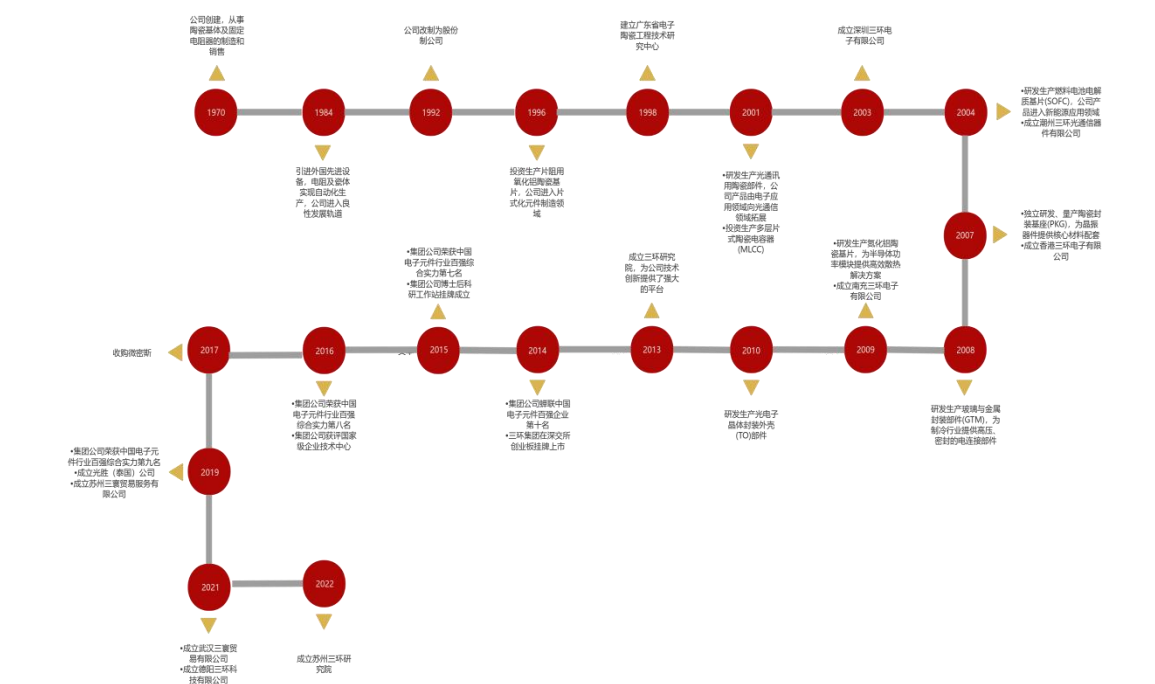
1. 公司概况

三环集团主要从事电子陶瓷类电子元件及其基础材料的生产和销售，其主要产品包括光纤陶瓷插芯及套筒、燃料电池隔膜板、陶瓷封装基座、陶瓷基片、陶瓷基体、接线端子、MLCC和电阻等，是国内先进的电子元件与材料企业。

1.1. 深耕陶瓷材料多年，“材料+”战略赋能多元化发展

公司成立于1970年，最初主要从事陶瓷基体及固定电阻器的制造和销售，经过50余年的发展，公司逐渐扩展产品线，切入光纤陶瓷插芯及套筒、燃料电池隔膜板、陶瓷封装基座、陶瓷基片、接线端子、MLCC的生产，形成了高新技术产品为主体的多元化产品结构。1992年，公司由无线电瓷件厂改制为股份公司，注册资本6,000万元，并于2014年在深交所创业板上市。在发展过程中，公司先后获评国家高新技术企业、制造业单项冠军、全国电子元件百强企业等荣誉称号，实现了良性发展。公司采取“材料+”的策略，向结构、功能方向发展，覆盖通信、电子、新能源、半导体、移动智能终端等众多应用领域，其中光通信用陶瓷插芯、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。在技术研发方面，公司拥有由多名硕士、博士组成的研发团队，并聘请多名两院院士、科学家组成科学技术专家委员会，不断在材料、产品、技术方面进行科研攻坚。

图表1：公司历程



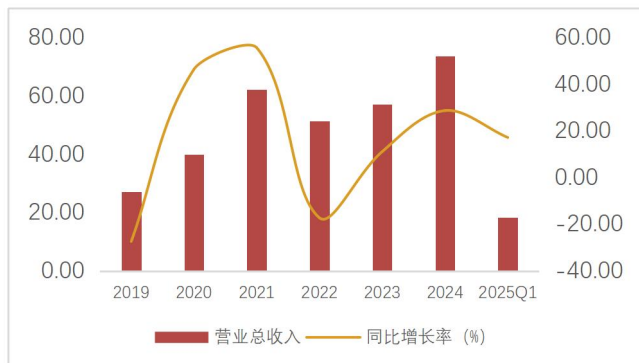
资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.2. 营收波动增长，研发持续投入

截至2025年Q1，三环集团营业收入自2019年以来呈现波动增长的趋势。2022年，受到国际局势动荡以及全球经济增长乏力的影响，电子产品需求整体放缓，导致三环集团主营

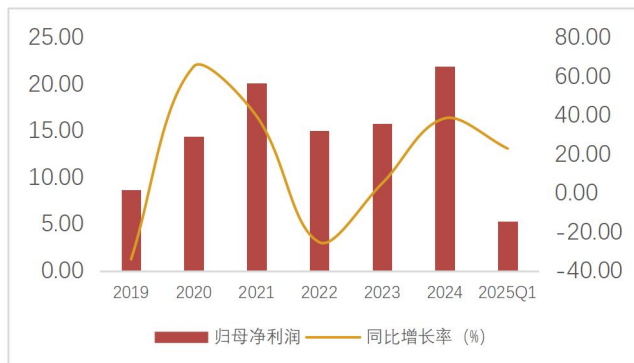
业务受到冲击，营业收入同比下降 17.19%。此后市场逐渐回暖，公司营业收入再次实现增长，2024 年达到 73.75 亿元，同比增长 28.78%，2019–2024 年 CAGR 为 22.02%。

图表 2：公司营业收入（亿元）及同比变动（右）



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 3：公司归母净利润（亿元）及同比变动（右）

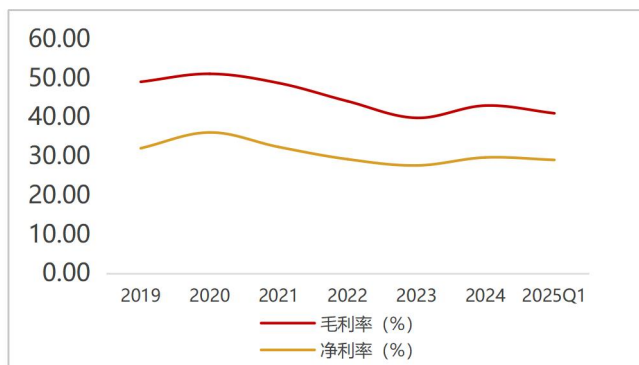


资料来源：ifind，华源证券研究所

公司盈利能力自 2019 年以来长期保持在较高水平，虽然毛利率与净利率整体呈现下滑趋势，但在 2019–2024 年仍然分别达到 49.06%、51.11%、48.75%、44.10%、39.83%、42.98% 及 32.06%、36.10%、32.38%、29.25%、27.65%、29.70%，展现出较强的盈利能力。

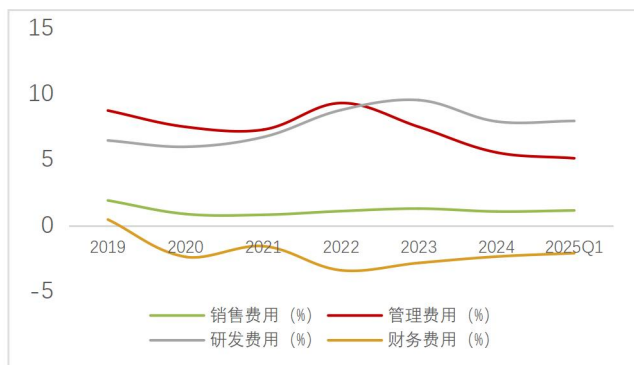
公司 2019 年至 2025 年 Q1 期间费用率分别为 17.60%、12.02%、13.30%、15.82%、15.51%、12.21%、12.15%，整体呈现下降趋势，其中管理费用率下降幅度较大，而研发费用表现出上升态势。2019 年至 2024 年研发费用分别为 1.77 亿元、2.39 亿元、4.19 亿元、4.52 亿元、5.46 亿元、5.83 亿元，目前公司已在广东、四川、江苏建立研究院，截至 2024 年底拥有 1877 名研发人员。

图表 4：公司净利率/毛利率变化



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 5：公司期间费用率变化

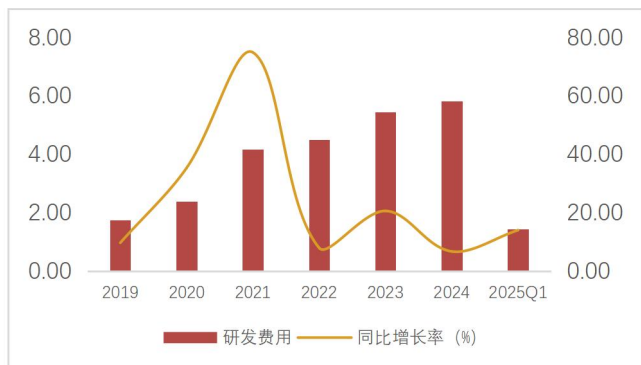


资料来源：ifind，华源证券研究所

在业务方面，2024 年公司主营业务电子、通信元件及材料收入占总营业收入比重为 84.03%，该业务营业收入同比增长 33.84%，主要原因在于 2024 年国内电子产品行业景气度逐渐回升，同时在“两新”政策的作用下，终端消费电子市场需求呈现回升态势。

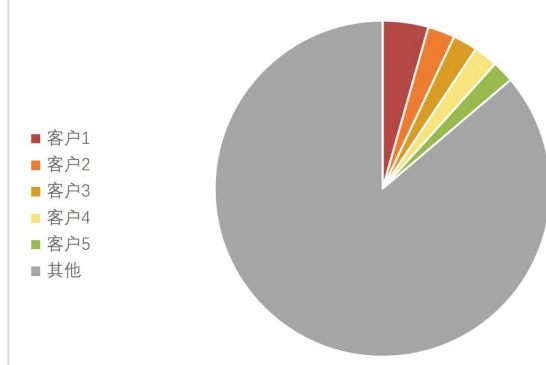
在客户端，2024 年三环集团对前五名客户的销售额分别为 3.24 亿元、1.93 亿元、1.74 亿元、1.71 亿元以及 1.55 亿元，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为 13.79%，由此可见公司对大客户依赖程度较低，风险较为分散。

图表 6：公司研发费用（亿元）及同比变动（右）



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 7：2024 年公司前五名客户销售金额占年度销售总额比例 (%)（右）

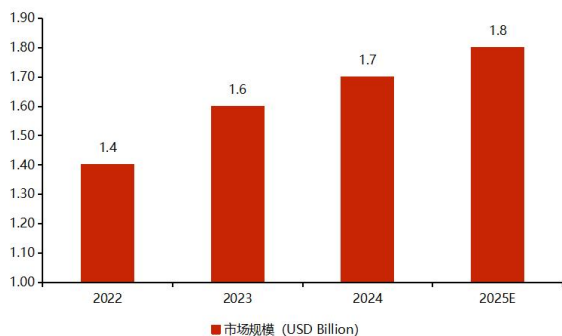


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 燃料电池市场前景广阔，SOFC 陶瓷隔膜板成为增长新动能

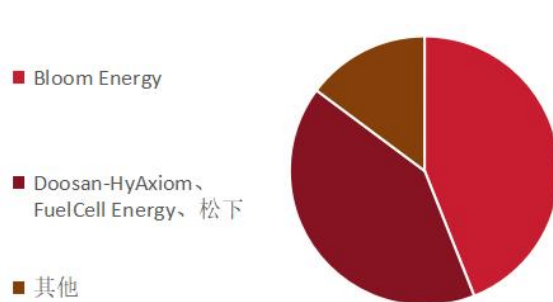
固体氧化物燃料电池（SOFC）是一种采用固态电解质（通常为致密钇稳定氧化锆）的高温燃料电池。这类系统具备可靠性强、模块化设计、燃料适应性好等优势，且氮氧化物和硫化物等有害气体排放量低。副产热能通常通过驱动燃气轮机产生额外电力，使热电联产效率提升至 70%到 80%。此外，该技术运行无噪音且维护成本低廉，真正实现了绿色能源的就近利用。根据 GMI 数据，2024 年全球 SOFC 市场规模为 17 亿美元，2032 年预计将达到 35 亿美元。根据弗若斯特沙利文数据，截至 2023 年，Bloom Energy 在全球固定式燃料电池市场中占比约 44%，远超其他竞争对手。三环集团作为国内 SOFC 隔膜板供应商已与上市公司 Bloom Energy 达成合作，成为其陶瓷隔膜板主要供应商。

图表 8：2022-2025 年 SOFC 市场规模



资料来源：GMI，华源证券研究所
注：2024 年以后市场规模为预测值

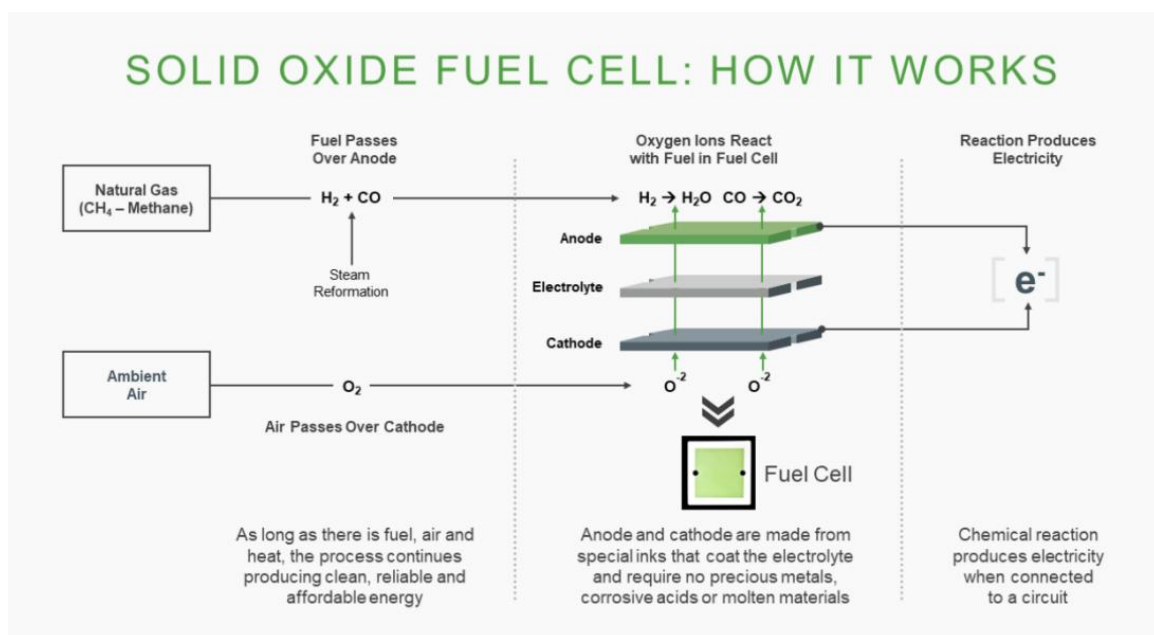
图表 9：2023 年全球固定式燃料电池市场竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，华源证券研究所

Bloom Energy 固体氧化物燃料电池市场前景广阔。Bloom Energy 的 SOFC 采用专有油墨制作阳极和阴极电极，覆盖于电解质上，在 Bloom Box（能源服务器）内部高温运行时，环境空气进入阴极侧，同时蒸汽与燃料（天然气或沼气）在阳极侧混合进行重整，生成重整燃料。重整燃料流经阳极时，氧离子从阴极穿透电解质迁移至阳极，与重整燃料发生反应，产生电能、蒸汽和二氧化碳。反应产生的蒸汽被回收用于燃料重整，因此其 SOFC 在正常运行期间无需外部用水。相比之下，火力发电厂需要大量水用于冷却，产生同等电量（如每年每小时发电每兆瓦时），美国电网火力发电厂的耗水量比 Bloom Energy 平台高出约 1.56 亿加仑。该电化学过程产生的热量用于维持燃料电池运行温度和驱动重整反应，只要有持续的燃料和空气供应，燃料电池即可在现场持续将化学能直接转化为电能。综上所述，相较于化石燃料燃烧发电，SOFC 产生污染性气体较少、耗能较少，产生的热能可二次利用，且不受煤炭等原料的市场价格波动影响；相较于风能、太阳能等，SOFC 不受天气状况影响，且输出电压稳定，预计市场需求将持续增长。

图表 10: Bloom Energy SOFC 工作原理



资料来源: bloom energy 官网, 华源证券研究所

AI 算力对电能需求促进 Bloom Energy SOFC 业务持续发展，三环集团作为上游供应商或将同步受益。根据 Bloom Energy Corporation 季报显示，公司 2025 年第二季度收入为 4.012 亿美元，与 2024 年第二季度的 3.358 亿美元相比增长了 19.5%。2025 年第二季度产品与服务收入为 3.511 亿美元，与 2024 年第二季度的 2.788 亿美元相比增长了 25.9%。第二季度毛利率为 26.7%，与 2024 年第二季度的 20.4%相比增长了 6.3 个百分点。7 月 24 日，Bloom 宣布与甲骨文（Oracle）合作，为人工智能（AI）数据中心提供电力。Bloom 计划在 2026 年底前将工厂产能从 1GW 翻倍至 2GW。随着 AI 算力对电力需求不断提升，固体电解质燃料电池市场规模持续扩大，预计将带动三环集团隔膜板业务收入增长。

3. MLCC 持续技术投入，开拓国产替代空间

MLCC (Multi-layer Ceramic Capacitor; 片式多层陶瓷电容器) 是电子整机中最主要、使用数量最多的被动贴片元件，常常被称为“工业大米”。为了满足电子整机不断向小型化、大容量化、高可靠性和低成本的发展趋势，MLCC 也相应向种类多元、性能可靠、外观轻薄、技术先进的方向进步，对其制造工艺也提出了更高的要求。

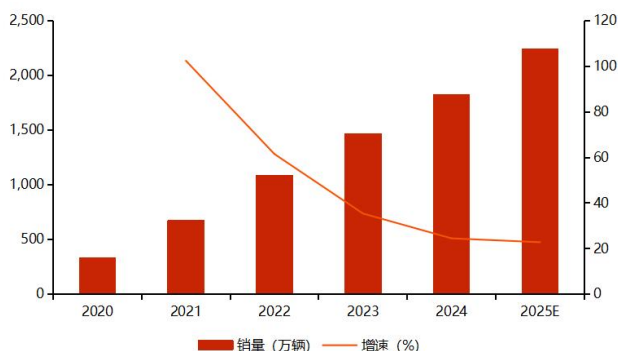
图表 11：MLCC 主要工艺流程



资料来源：熊祥玉&闵慧华《新赛道 新商机 新希望——变化中的 MLCC 解读(一)》，华源证券研究所

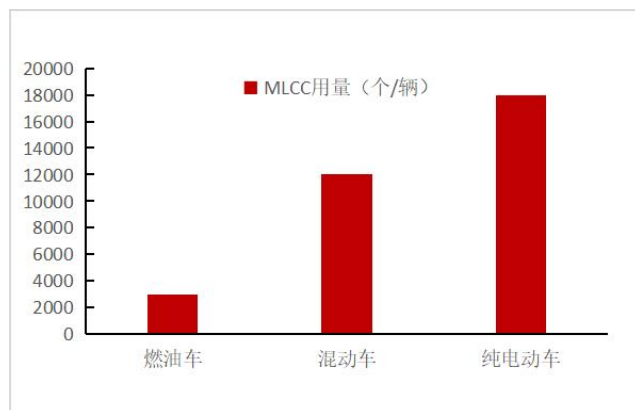
新能源汽车发展驱动汽车电子 MLCC 市场不断扩展。根据中国电子元件行业协会数据，2025 年全球 MLCC 市场规模预计为 1050 亿元，同比增长约 4.4%。其中，汽车电子是 MLCC 最大应用市场，占全球市场规模总额的 30.5%。而电动和自动驾驶汽车由于配置更多电子系统，对 MLCC 的需求进一步扩大。智研咨询数据显示，传统车用量 3000-5000 颗，插电混动车约 12000 颗，纯电动车可达 18000 颗。EVTank 数据显示，2020 年全球新能源汽车销量为 331 万辆，预计 2030 年达到 4,405 万辆，CAGR 为 29.54%。

图表 12：2020-2025 年全球新能源汽车销量（万辆）及增速（右）



资料来源：EVTank，华源证券研究所

图表 13：不同动力类型汽车 MLCC 用量对比（个/辆）



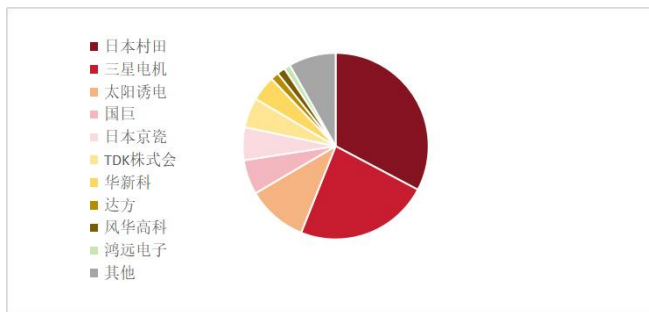
资料来源：智研咨询，华源证券研究所

公司 MLCC 技术不断创新，进入知名车规厂商供应链。针对新能源汽车对 MLCC 的市场需求，三环集团已逐步突破 MLCC 生产的关键技术，并且其车载用高容量 MLCC 已经通过车规体系认证，陆续进入知名车规厂商供应链。据公司公告，公司从高容、高压、高可靠性方面考虑，逐步应用于新能源汽车的电源系统、电机驱动系统、信息娱乐系统等核心部件，为新能源汽车产业的稳健发展提供坚实的元器件支撑。

MLCC 市场以国外厂商为主，国产替代市场空间广阔。当前，全球 MLCC 市场竞争较为激烈，2024 年村田以 40% 的市场份额稳居第一宝座，据其财报显示，村田每年向全球出货约 10000 亿只 MLCC，并且该业务持续引领村田业绩增长。国巨 2024 年四季度财报显示，其 MLCC 产品占总销售收入的 18%，为其第三大业务。全球 MLCC 骨干企业主要还有太阳诱电、京瓷、TDK、三星电机、国巨、华新科技、风华高科等。其中，日本企业的整体市场占有率最高，2024 年达到 54.5%，而中国大陆 MLCC 制造商仅占全球 9.2% 的份额，对于中国大陆 MLCC 企业来说市场空间广阔。

而在国产替代的浪潮下，凭借自身技术突破以及政策支持，三环集团 MLCC 产品有望在未来抢占更多国内甚至全球市场份额，为营收进行积极贡献。

图表 14：全球 MLCC 市场竞争格局



资料来源：中国电子元件行业协会，中商产业研究院，华源证券研究所

图表 15：三环集团车规 MLCC

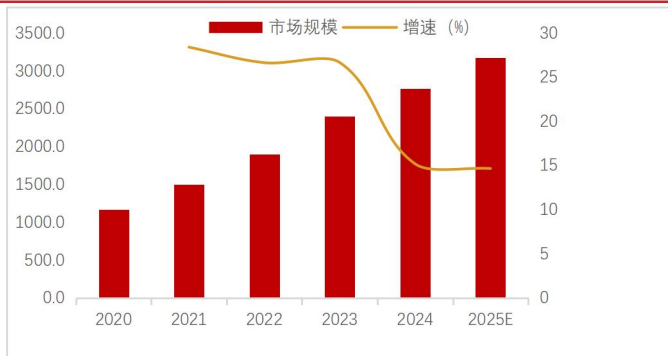


资料来源：公司官网，华源证券研究所

4. 光通信市场扩大，陶瓷产品作为公司传统优势产品持续贡献营收

数据中心算力需求推动陶瓷产品需求增长。随着人工智能等新技术的迅猛发展，光通信市场迎来了需求格局的改变，数据中心不断增长的算力需求对产品性能、制造工艺、材料选择乃至整个生产流程的要求都相应提高。根据中商产业研究院预测，2025 年中国数据中心市场规模将达到 3180 亿元。

图表 16：2020-2025 年中国数据中心市场规模（亿元）及增速（右）



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

在陶瓷插芯及套筒方面，三环集团 MT 插芯、MT 短纤系列、陶瓷封装管壳等产品有望受益于下游数据中心市场的增长，持续为公司营收做出积极贡献。据《南方财经》报道，目前，三环集团多款陶瓷产品产销量均居全球前列。

图表 17：三环集团陶瓷插芯产品



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 18：三环集团陶瓷套筒产品

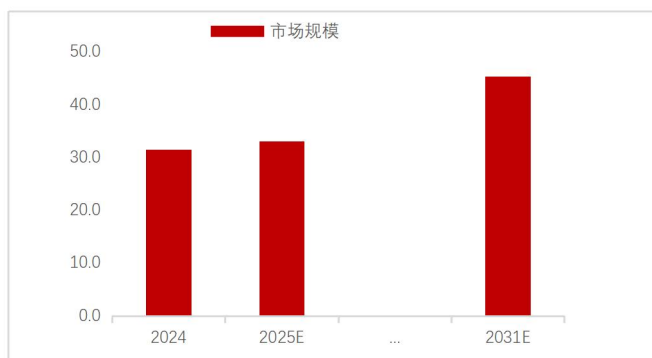


资料来源：公司官网，华源证券研究所

在 5G、物联网及数据中心等新兴产业的驱动下，公司另一主要业务——陶瓷封装基座（PKG）预计也将实现快速发展。根据华经产业研究院，陶瓷封装基座有三大功能：（1）能够为芯片提供安装平台，使其免受外界机械损伤，防止环境中的湿气、酸气腐蚀损坏芯片上的电极，以满足气密性封装要求；（2）实现封装壳的小型化、薄化和表面贴装；（3）其金属焊接区可以连接芯片上的电极与电路板上的电极，实现内外电路互联互通。

该产品可广泛应用于手机、数码相机、无绳电话、汽车电子等终端。QYResearch 数据显示，2024 年全球陶瓷封装市场规模为 31.53 亿美元，且预计 2031 年增长至 45.32 亿美元，2025-2031 年间 CAGR 为 5.4%。在中国市场中，京瓷、NTK、住友和三环集团是主要的陶瓷封装基座厂商，在市场选择与国家政策的推动下，国产替代或将成为趋势，因此我们认为三环集团的陶瓷封装基座业务有望逐步扩大在中国本土市场的占有率，实现营业收入的增长。

图表 19：2024-2031 年陶瓷封装市场规模(单位:亿美元)



资料来源：QYResearch，华源证券研究所

图表 20：三环集团陶瓷封装基座



资料来源：公司官网，华源证券研究所

5. 盈利预测与估值

由于数据中心、新能源汽车等产业对陶瓷电子材料的需求不断上升，市场对陶瓷插芯及套筒、PKG、MLCC 的需求不断增加。预计电子、通信元件及材料类业务 2025-2027 年营收增速为 28.00%/25.00%/24.00%。

作为全球陶瓷电子材料的重要供应商，三环集团陶瓷插芯及套筒、PKG、MLCC 产品具有较高需求，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.22/32.77/41.01 亿元，同比增速分别为 19.69%/25.00%/25.13%。

我们选取风华高科、中瓷电子以及蓝思科技作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司在 2025-2027 年平均 PE 分别为 33.12/26.20/21.66 倍。在 AI 与新能源汽车浪潮的推动下，三环集团的新老业务均有望迎来增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2025/8/21	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
000636	风华高科	15.19	0.47	0.62	0.79	32.32	24.50	19.23	
003031	中瓷电子	57.23	1.49	1.81	2.13	38.41	31.62	26.87	
300433	蓝思科技	28.34	0.99	1.26	1.50	28.63	22.49	18.89	
平均值						33.12	26.20	21.66	
300408	三环集团	42.25	1.37	1.71	2.14	30.88	24.71	19.75	

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，三环集团盈利预测来自华源证券研究

6. 风险提示

(1) 数据中心发展不及预期风险：若数据中心市场未如预期进行增长，可能导致陶瓷插件等产品增长乏力；

(2) 下游需求乏力风险：若下游消费电子等行业需求乏力，可能导致各类电子元件需求减少；

(3) 国际局势动荡风险：中美贸易摩擦仍然具有不确定性，可能影响电子元件出口贸易。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,063	3,404	4,811	6,559
应收票据及账款	2,686	3,373	4,167	5,117
预付账款	62	64	80	98
其他应收款	29	86	106	131
存货	2,181	2,738	3,321	3,986
其他流动资产	5,581	5,747	5,911	6,106
流动资产总计	13,602	15,413	18,396	21,996
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,759	5,287	4,905	4,620
在建工程	594	628	570	422
无形资产	441	521	665	777
长期待摊费用	18	9	0	0
其他非流动资产	3,503	3,587	3,614	3,670
非流动资产合计	10,314	10,032	9,754	9,489
资产总计	23,916	25,445	28,149	31,485
短期借款	475	0	0	0
应付票据及账款	1,295	1,323	1,605	1,926
其他流动负债	824	1,042	1,266	1,523
流动负债合计	2,594	2,365	2,871	3,449
长期借款	22	21	21	27
其他非流动负债	1,428	1,428	1,428	1,428
非流动负债合计	1,450	1,449	1,449	1,455
负债合计	4,044	3,814	4,320	4,904
股本	1,916	1,916	1,916	1,916
资本公积	6,218	6,218	6,218	6,218
留存收益	11,731	13,488	15,685	18,433
归属母公司权益	19,866	21,623	23,820	26,568
少数股东权益	6	8	10	13
股东权益合计	19,872	21,631	23,830	26,581
负债和股东权益合计	23,916	25,445	28,149	31,485

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	2,190	2,313	2,970	3,794
折旧与摊销	659	671	694	715
财务费用	-173	0	-13	-19
投资损失	-17	-57	-57	-57
营运资金变动	-361	-1,224	-1,070	-1,274
其他经营现金流	104	350	350	350
经营性现金净流量	2,403	2,054	2,872	3,508
投资性现金净流量	-1,354	-373	-398	-433
筹资性现金净流量	-1,206	-1,340	-1,068	-1,328
现金流量净额	-157	341	1,407	1,748

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,375	9,267	11,450	14,060
营业成本	4,205	4,882	5,920	7,106
税金及附加	79	117	144	177
销售费用	79	108	133	163
管理费用	410	691	854	1,048
研发费用	583	810	1,001	1,229
财务费用	-173	0	-13	-19
资产减值损失	-26	-54	-66	-81
信用减值损失	-13	1	1	1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	17	57	57	57
公允价值变动损益	50	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
其他收益	305	291	291	291
营业利润	2,523	2,955	3,695	4,624
营业外收入	15	15	15	15
营业外支出	18	13	13	13
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,519	2,958	3,697	4,626
所得税	329	334	417	522
净利润	2,190	2,624	3,280	4,104
少数股东损益	0	2	2	3
归属母公司股东净利润	2,190	2,622	3,277	4,101
EPS(元)	1.14	1.37	1.71	2.14

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	28.78%	25.66%	23.56%	22.79%
营业利润增长率		17.15%	25.02%	25.14%
归母净利润增长率	38.55%	19.69%	25.00%	25.13%
经营现金流增长率	39.80%	-14.52%	39.81%	22.14%
盈利能力				
毛利率	42.98%	47.32%	48.30%	49.46%
净利率	29.70%	28.31%	28.64%	29.19%
ROE	11.03%	12.12%	13.76%	15.43%
ROA	9.16%	10.30%	11.64%	13.02%
估值倍数				
P/E	36.97	30.88	24.71	19.75
P/S	10.98	8.74	7.07	5.76
P/B	4.08	3.74	3.40	3.05
股息率	0.90%	1.07%	1.33%	1.67%
EV/EBITDA	22	20	17	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。