公司评级	增持（维持）
报告日期	2025 年 08 月 29 日

基础数据

08 月 28 日收盘价（元）	44.21
总市值（亿元）	847.28
总股本（亿股）	19.16

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证电子】三环集团 2024 年报点评：MLCC 放量，国产被动元件龙头业绩快速增长-2025.04.24

【兴证电子】三环集团 2024 三季报点评：经营业绩稳健增长，看好高容 MLCC 持续上量-2024.10.30

【兴证电子】三环集团 2024 中报点评：周期复苏叠加高容 MLCC 放量，业绩快速增长-2024.08.30

分析师：姚康
S0190520080007
yaokang@xyzq.com.cn

分析师：王恬恬
S0190524040002
wangtiantian22@xyzq.com.cn

三环集团(300408.SZ)

业绩稳健增长，金价上涨及竞争致使 PKG 毛利率承压

投资要点：

- 事件：公司发布 2025 年半年报。公司 2025 年上半年实现营业收入 41.49 亿元，同比增长 21.05%，实现归母净利润为 12.37 亿元，同比增长 20.63%，单季度 2025Q2 实现营业收入为 23.16 亿元，同比增长 24.24%，环比增长 26.32%，实现归母净利润为 7.04 亿元，同比增长 18.89%，环比增长 32.26%。
- **MLCC 放量、AIDC 建设带动经营稳健增长。**公司上半年收入同比增长 21%，Q2 单季度增长 24%，主要得益于：1）MLCC 形成全面的产品矩阵，市场认可度逐步提升，产能释放过程中份额不断提升；2）AI 驱动数据中心建设加速，光器件需求增加，插芯业务快速增长；3）PKG、基片、浆料和燃料电池隔膜板业务保持稳健增长。
- **成本上涨叠加行业竞争，PKG 和浆料业务毛利率承压。**公司上半年毛利率 41.97%，其中 Q2 单季度 42.74%，同比降低 0.63pct，环比提升 1.73pct，同比降低主要因为 PKG 和陶瓷浆料业务影响，其中 PKG 产品成本中金占比较高，近两年来金价持续大幅上涨，同时 PKG 行业内卷竞争加剧，成本上涨难以传导，陶瓷浆料业务主要因为原材料价格大幅上涨。上半年费用控制较好，销售费率基本同比持平，管理、研发费率分别同比降低 0.33、0.53pct，由于汇兑损失增加和利息收入减少导致财务费用增加将近 4000 万。Q2 经营活动现金流量净额 8.85 亿元，经营质量优异。
- **MLCC 国产化持续推进，AI 有望成为新的增长极。**MLCC 市场空间广阔，公司持续投入研发，丰富产品线，在高容料号的持续放量下，份额不断提升，已经成为公司增长的主要驱动力。同时，全球 AI 数据中心快速建设，对于光通信业务和燃料电池隔膜板业务有较好拉动，特别是燃料电池隔膜板业务，由于传统电网扩容速度慢、建设成本上涨等原因，燃料电池成为较优选择，BE 公司继美国电力后，斩获 Oracle 大单，规划进行大规模扩产，从而带动隔膜板需求爆发。另外，公司储备新项目光通信管壳、半导体/医疗结构件、燃料电池整机等项目也在快速推进。
- **盈利预测**：我们预计公司 2025/2026/2027 年实现归母净利润为 28.48/36.48/45.37 亿元，对应 2025 年 8 月 28 日收盘价 PE 为 29.8/23.2/18.7 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：产品价格下滑、下游需求下滑

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7375	9191	11390	13792
同比增长	28.8%	24.6%	23.9%	21.1%
归母净利润（百万元）	2190	2848	3648	4537
同比增长	38.5%	30.0%	28.1%	24.4%
毛利率	43.0%	44.2%	45.3%	46.1%
ROE	11.0%	13.4%	15.4%	17.0%
每股收益（元）	1.14	1.49	1.90	2.37
市盈率	38.7	29.8	23.2	18.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**13602**	**15419**	**18362**	**21888**
货币资金	3063	3393	5269	7095
交易性金融资产	5053	5553	5253	5453
应收票据及应收账款	2514	3064	3797	4597
预付款项	62	77	93	112
存货	2181	2532	3065	3657
其他	729	800	884	974
非流动资产	**10314**	**10474**	**10550**	**10700**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5734	5962	6061	6222
在建工程	594	521	469	434
无形资产	441	449	454	457
商誉	227	232	237	242
其他	3318	3311	3328	3345
资产总计	**23916**	**25893**	**28911**	**32588**
流动负债	**2594**	**3219**	**3797**	**4437**
短期借款	475	525	575	625
应付票据及应付账款	1295	1708	2076	2478
其他	824	986	1145	1334
非流动负债	**1450**	**1402**	**1405**	**1408**
长期借款	0	0	0	0
其他	1450	1402	1405	1408
负债合计	**4044**	**4621**	**5202**	**5845**
股本	1916	1916	1916	1916
未分配利润	10642	11710	13601	15953
少数股东权益	6	6	6	6
股东权益合计	**19872**	**21271**	**23710**	**26742**
负债及权益合计	**23916**	**25893**	**28911**	**32588**

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2190	2848	3648	4537
折旧和摊销	659	1045	1155	1280
营运资金的变动	-361	-436	-854	-915
经营活动产生现金流量	**2403**	**3497**	**3962**	**4901**
资本支出	-610	-1199	-1199	-1400
长期投资	-808	-520	280	-220
投资活动产生现金流量	**-1354**	**-1706**	**-901**	**-1596**
债权融资	-650	52	53	53
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	**-1206**	**-1052**	**-1184**	**-1480**
现金净变动	-157	752	1877	1825

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**7375**	**9191**	**11390**	**13792**
营业成本	4205	5124	6229	7434
税金及附加	79	97	120	145
销售费用	79	98	122	148
管理费用	410	487	592	717
研发费用	583	680	820	979
财务费用	-173	-165	-170	-206
投资收益	17	21	26	32
公允价值变动收益	50	0	0	0
信用减值损失	-13	5	5	5
资产减值损失	-26	-35	-25	-15
营业利润	**2523**	**3226**	**4136**	**5146**
营业外收支	-4	10	10	10
利润总额	**2519**	**3236**	**4146**	**5156**
所得税	329	388	497	619
净利润	2190	2848	3648	4537
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**2190**	**2848**	**3648**	**4537**
EPS(元)	**1.14**	**1.49**	**1.90**	**2.37**

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	28.8%	24.6%	23.9%	21.1%
营业利润增长率	41.9%	27.9%	28.2%	24.4%
归母净利润增长率	38.5%	30.0%	28.1%	24.4%
盈利能力				
毛利率	43.0%	44.2%	45.3%	46.1%
归母净利率	29.7%	31.0%	32.0%	32.9%
ROE	11.0%	13.4%	15.4%	17.0%
偿债能力				
资产负债率	16.9%	17.8%	18.0%	17.9%
流动比率	5.24	4.79	4.84	4.93
速动比率	4.18	3.81	3.86	3.95
营运能力				
资产周转率	32.2%	36.9%	41.6%	44.9%
每股资料(元)				
每股收益	1.14	1.49	1.90	2.37
每股经营现金	1.25	1.82	2.07	2.56
估值比率(倍)				
PE	38.7	29.8	23.2	18.7
PB	4.3	4.0	3.6	3.2

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn