

三环集团（300408.SZ）

MLCC 稳步放量，SOFC 打造新成长曲线

优于大市

核心观点

前三季度稳健增长，MLCC 景气上行。公司 2025 年前三季度实现营业收入 65.08 亿元 (YoY +20.96%)，归母净利润 19.59 亿元 (YoY +22.16%)，扣非净利润 17.06 亿元 (YoY +18.74%)，前三季度整体毛利率为 42.49% (YoY -0.28pct)。对应单三季度实现营业收入 23.60 亿元 (YoY +20.79%)，归母净利润 7.21 亿元 (YoY +24.86%)，扣非净利润 6.40 亿元 (YoY +22.23%)，毛利率为 43.39% (YoY -0.91pct, QoQ +0.65pct)。业绩保持稳健增长，盈利能力维持在较高水平。

MLCC 景气度修复，高容产品持续放量。随着 AI 服务器、汽车电子等下游需求增长，海外龙头供应商产能向高端领域倾斜，传统高容料号供应减少，公司有望打开更大的市场空间。公司作为国内 MLCC 龙头，凭借在陶瓷材料、核心工艺及设备方面的垂直一体化优势，成本控制和产品创新能力突出。公司 MLCC 业务已形成覆盖微型、高容、高可靠、高压、高频系列的全面产品矩阵。报告期内，公司高容 MLCC 产品拓展顺利，在手机、工业、汽车等领域快速突破，持续贡献增长动力。

SOFC 业务受益 AI 浪潮，打开全新成长空间。AI 技术发展驱动数据中心算力需求激增，导致北美电力供应紧张，为 SOFC（固体氧化物燃料电池）作为新型现场能源带来巨大发展机遇。公司作为全球 SOFC 龙头 Bloom Energy (BE) 的陶瓷隔膜板核心供应商，深度受益于 BE 的快速增长。同时公司在 SOFC 整机系统领域也已布局并实现商业化示范项目落地，形成“核心部件+系统”双轮驱动，为长期增长注入强劲动力。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

AI 需求拉动公司传统业务需求，并带动 SOFC 市场扩容，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润同比增长 24.6%/23.1%/19.0%至 27.3/33.6/40.0 亿元（25-26 年前值为 26.29/31.03 亿元），当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 35/28/24 倍。

风险提示：下游需求不及预期；公司新产品性能不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,727	7,375	9,109	11,212	13,262
(+/-%)	11.2%	28.8%	23.5%	23.1%	18.3%
净利润(百万元)	1581	2190	2730	3361	4002
(+/-%)	5.1%	38.5%	24.6%	23.1%	19.0%
每股收益(元)	0.82	1.14	1.42	1.75	2.09
EBIT Margin	20.0%	27.4%	29.2%	30.1%	30.6%
净资产收益率 (ROE)	8.7%	11.0%	12.5%	13.8%	14.6%
市盈率 (PE)	60.3	43.5	34.9	28.4	23.8
EV/EBITDA	56.8	37.3	30.2	24.5	20.9
市净率 (PB)	5.23	4.80	4.35	3.91	3.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

证券分析师：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

S0980525080004

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

49.77 元

总市值/流通市值

95384/93060 百万元

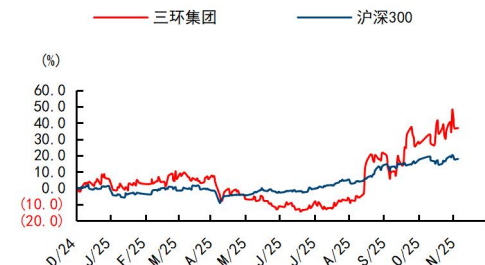
52 周最高价/最低价

55.12/31.30 元

近 3 个月日均成交额

1631.80 百万元

市场走势

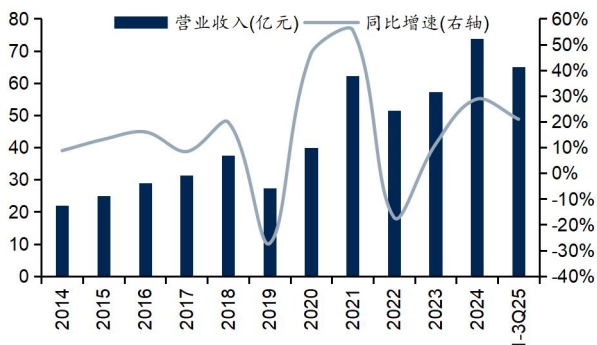


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三环集团（300408.SZ）-高容料号进入快速成长期，垂直一体化优势突显》——2024-12-13

图1: 营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



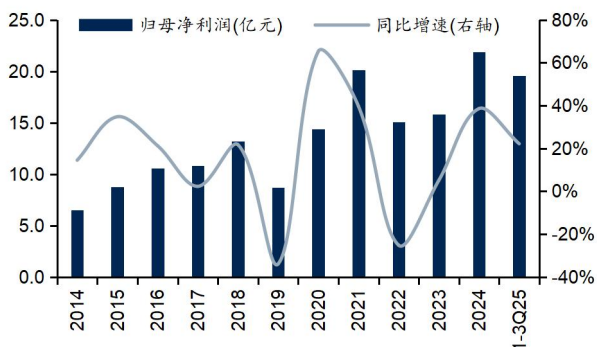
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



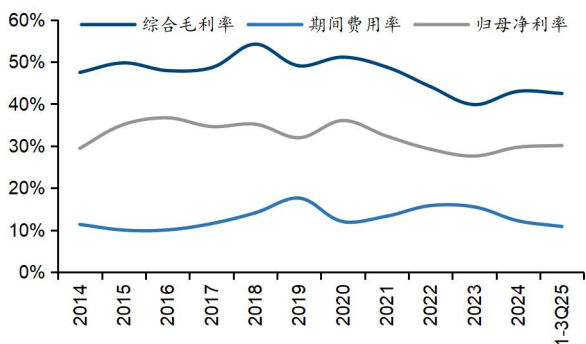
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



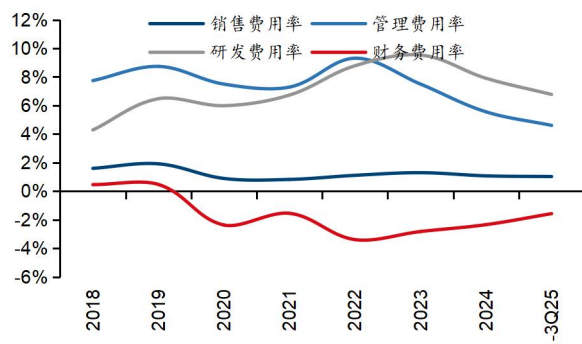
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 毛利率、费用率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2842	3063	4334	6236	8526	营业收入	5727	7375	9109	11212	13262
应收款项	2133	2542	3140	3865	4572	营业成本	3446	4205	5083	6172	7277
存货净额	1754	2181	2725	3336	3966	营业税金及附加	84	79	115	142	159
其他流动资产	4551	5816	6037	6303	6562	销售费用	74	79	96	117	139
流动资产合计	11279	13602	16237	19741	23626	管理费用	429	410	500	606	700
固定资产	5784	6327	6464	6389	6282	研发费用	546	583	656	799	936
无形资产及其他	452	441	423	405	388	财务费用	(162)	(173)	(71)	(109)	(160)
其他长期资产	4311	3546	3546	3546	3546	投资收益	57	17	57	44	39
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	54	23	0	(13)	2
资产总计	21827	23916	26669	30080	33841	其他	358	291	349	349	349
短期借款及交易性金融负债	745	479	470	565	505	营业利润	1778	2523	3137	3864	4602
应付款项	981	1295	1619	1982	2356	营业外净收支	5	(4)	2	1	(0)
其他流动负债	675	820	1021	1249	1481	利润总额	1783	2519	3139	3865	4602
流动负债合计	2401	2594	3110	3796	4342	所得税费用	200	329	410	504	601
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	1187	1450	1648	1862	2087	归属于母公司净利润	1581	2190	2730	3361	4002
长期负债合计	1187	1450	1648	1862	2087	现金流量表（百万元）					
负债合计	3588	4044	4758	5658	6429	净利润	1583	2190	2730	3361	4001
少数股东权益	6	6	5	5	5	资产减值准备	(7)	39	41	62	45
股东权益	18233	19866	21906	24418	27408	折旧摊销	594	644	651	744	812
负债和股东权益总计	21827	23916	26669	30080	33841	公允价值变动损失	(55)	(50)	(42)	(49)	(47)
关键财务与估值指标						财务费用	(62)	(91)	(71)	(109)	(160)
每股收益	0.82	1.14	1.42	1.75	2.09	营运资本变动	(3859)	633	(599)	(748)	(717)
每股红利	0.26	0.29	0.36	0.44	0.53	其它	3524	(963)	30	47	115
每股净资产	9.51	10.37	11.43	12.74	14.30	经营活动现金流	1719	2403	2740	3308	4049
ROIC	7%	12%	15%	18%	21%	资本开支	(546)	(639)	(770)	(652)	(687)
ROE	9%	11%	12%	14%	15%	其它投资现金流	(3229)	(715)	0	0	0
毛利率	40%	43%	44%	45%	45%	投资活动现金流	(3775)	(1354)	(770)	(652)	(687)
EBIT Margin	20%	27%	29%	30%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	36%	36%	37%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	11%	29%	24%	23%	18%	支付股利、利息	(490)	(554)	(690)	(850)	(1011)
净利润增长率	5%	39%	25%	23%	19%	其它融资现金流	644	(652)	(9)	95	(60)
资产负债率	16%	17%	18%	19%	19%	融资活动现金流	154	(1206)	(699)	(755)	(1072)
息率	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	现金净变动	(1895)	(157)	1271	1902	2290
P/E	60.3	43.5	34.9	28.4	23.8	货币资金的期初余额	3192	1297	1140	2411	4313
P/B	5.2	4.8	4.4	3.9	3.5	货币资金的期末余额	1297	1140	2411	4313	6604
EV/EBITDA	56.8	37.3	30.2	24.5	20.9	企业自由现金流	(2792)	2394	1595	2280	2931
						权益自由现金流	(2148)	1742	1648	2470	3010

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032