

MLCC 和 SOFC 双轮驱动

核心观点

- 事件：**近期被动元器件厂商均表示看好 AI 对行业的拉动，市场对于 AI 驱动被动元器件周期向上的预期在提升。
- 被动元器件大厂涨价动作频繁。**近期国内被动元件企业风华高科向代理商和客户发出了调价通知，宣布多类产品价格将上调 5%至 30%不等，特别是在电感磁珠、压敏电阻和瓷介电容等关键产品上涨幅最高达 30%。同时，国巨旗下的基美（Kemet）也于 11 月 1 日起调整了 T520、T521 和 T530 系列钽质电容的价格，涨幅同样高达 20%至 30%。这一波涨价是基美今年以来的第二次，且范围从代理商扩展至直销客户，显示出市场需求的紧迫性。
- AI 驱动 MLCC 行业向上，公司卡位高端高容优势明显。**当前 MLCC 行业景气度逐步向好，各厂商库存去化叠加稼动率持续改善，加之 AI 服务器、汽车电子等下游领域的强劲拉动，我们看好产业链相关企业因此受益。AI 应用的爆发式增长正在推动 MLCC 需求激增，单台 AI 服务器所需的 MLCC 数量是传统服务器的 8 倍，有望推升 MLCC 行业量价齐升。三环集团 MLCC 产品形成了丰富的产品矩阵，广泛应用于移动通信、智能终端、新能源等行业，现已覆盖微小型、高容、高可靠、高压、高频系列，形成了全面的产品矩阵，市场认可度逐步提升，国产替代加速推进。
- 北美 AI 电力建设驱动 SOFC 放量。**根据 Alpha Engineer，AI 发展导致数据中心电力需求激增，而美国电网扩容缓慢，形成了高达 12GW 的电力缺口。Bloom Energy 通过模块化设计，可以在 90 天完成 MW 级系统安装的速度，对比电网扩容（5-7 年）和燃气轮机（2-3 年）的建设周期，刷新了数据中心能源设施的建设逻辑，满足了 AI 数据中心建设紧迫性的问题。三环集团持续推进以固体氧化物燃料电池（SOFC）为代表的一系列新产品的创新开发，推动产业转型升级。我们认为，SOFC 在北美的空间仍然被市场低估，公司通过 SOFC 隔膜板的批量供应可以完全受益于北美 AI 电力建设的强劲增长。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 27.9、35.9、43.9 亿元（26-27 年原预测为 31.6、39.6 亿元，主要调低了电子元件及材料业务、通信部件业务的营收和毛利率），根据可比公司 26 年 29 倍 PE 估值，对应目标价为 54.23 元，维持买入评级。

风险提示

- 下游需求不及预期、产能扩张不及预期、行业竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,727	7,375	9,386	11,370	13,552
同比增长(%)	11.2%	28.8%	27.3%	21.1%	19.2%
营业利润(百万元)	1,778	2,523	3,148	4,082	4,998
同比增长(%)	7.0%	41.9%	24.8%	29.7%	22.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,581	2,190	2,787	3,590	4,393
同比增长(%)	5.1%	38.5%	27.2%	28.8%	22.4%
每股收益（元）	0.82	1.14	1.45	1.87	2.29
毛利率(%)	39.8%	43.0%	44.7%	46.0%	46.7%
净利率(%)	27.6%	29.7%	29.7%	31.6%	32.4%
净资产收益率(%)	8.9%	11.5%	13.1%	14.9%	16.0%
市盈率	53.3	38.5	30.3	23.5	19.2
市净率	4.6	4.2	3.7	3.3	2.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025 年 11 月 28 日）	44 元
目标价格	54.23 元
52 周最高价/最低价	55.12/30.95 元
总股本/流通 A 股（万股）	191,650/186,981
A 股市值（百万元）	84,326
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 12 月 02 日

股价表现				
	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.9	-9.97	-0.48	22.52
相对表现%	2.26	-6.45	-1.89	5.63
沪深 300%	1.64	-3.52	1.41	16.89



证券分析师	
薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320
韩潇锐	执业证书编号：S0860523080004 hanxiaorui@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人	
李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

MLCC 扩产叠加结构改善，业绩增长未来可期 2024-09-02

盈利预测与投资建议

我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 27.9、35.9、43.9 亿元（26-27 年原预测为 31.6、39.6 亿元，主要调低了电子元件及材料业务、通信部件业务的营收和毛利率），根据可比公司 26 年 29 倍 PE 估值，对应目标价为 54.23 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2025/11/28	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
风华高科	000636	16.44	0.29	0.33	0.46	0.58	56.38	49.13	36.08	28.37
国瓷材料	300285	22.83	0.61	0.70	0.86	1.03	37.64	32.48	26.63	22.24
中瓷电子	003031	52.74	1.20	1.51	1.90	2.21	44.12	35.01	27.79	23.82
博迁新材	605376	49.27	0.33	0.90	1.81	2.53	147.34	54.87	27.29	19.46
洁美科技	002859	29.28	0.47	0.62	0.91	1.24	62.42	47.07	32.24	23.57
	最大值						147.34	54.87	36.08	28.37
	最小值						37.64	32.48	26.63	19.46
	平均数						69.58	43.71	30.01	23.49
	调整后平均						54.31	43.74	29.11	23.21

数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

下游需求不及预期、产能扩张不及预期、行业竞争加剧风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,842	3,063	5,874	7,869	10,989	营业收入	5,727	7,375	9,386	11,370	13,552
应收票据、账款及款项融资	2,259	2,686	3,396	4,205	4,926	营业成本	3,446	4,205	5,192	6,134	7,229
预付账款	46	62	65	89	105	销售费用	74	79	94	108	122
存货	1,754	2,181	2,912	3,248	3,877	管理费用	429	410	460	500	542
其他	4,379	5,610	4,512	4,548	4,753	研发费用	546	583	701	800	895
流动资产合计	11,279	13,602	16,760	19,959	24,650	财务费用	(162)	(173)	(25)	(47)	(72)
长期股权投资	0	0	100	100	100	资产、信用减值损失	(7)	39	45	25	30
固定资产	5,101	5,734	5,402	4,975	4,505	公允价值变动收益	55	50	40	30	20
在建工程	681	594	437	336	287	投资净收益	57	17	20	31	23
无形资产	452	441	428	415	402	其他	266	225	169	171	149
其他	4,313	3,546	2,778	3,528	3,275	营业利润	1,778	2,523	3,148	4,082	4,998
非流动资产合计	10,548	10,314	9,145	9,353	8,568	营业外收入	13	15	20	17	17
资产总计	21,827	23,916	25,905	29,312	33,218	营业外支出	8	18	15	14	16
短期借款	741	475	456	557	496	利润总额	1,783	2,519	3,153	4,085	4,999
应付票据及应付账款	981	1,295	1,054	1,230	1,416	所得税	200	329	363	490	600
其他	679	824	550	556	577	净利润	1,583	2,190	2,791	3,595	4,399
流动负债合计	2,401	2,594	2,060	2,343	2,488	少数股东损益	2	(0)	4	5	6
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,581	2,190	2,787	3,590	4,393
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.82	1.14	1.45	1.87	2.29
其他	1,187	1,450	1,210	1,281	1,314	主要财务比率					
非流动负债合计	1,187	1,450	1,210	1,281	1,314		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	3,588	4,044	3,271	3,624	3,802	成长能力					
少数股东权益	6	6	10	15	21	营业收入	11.2%	28.8%	27.3%	21.1%	19.2%
实收资本（或股本）	1,916	1,916	1,916	1,916	1,916	营业利润	7.0%	41.9%	24.8%	29.7%	22.4%
资本公积	6,218	6,218	6,218	6,218	6,218	归属于母公司净利润	5.1%	38.5%	27.2%	28.8%	22.4%
留存收益	10,120	11,773	14,560	17,539	21,261	获利能力					
其他	(21)	(42)	(70)	0	0	毛利率	39.8%	43.0%	44.7%	46.0%	46.7%
股东权益合计	18,239	19,872	22,634	25,688	29,416	净利率	27.6%	29.7%	29.7%	31.6%	32.4%
负债和股东权益总计	21,827	23,916	25,905	29,312	33,218	ROE	8.9%	11.5%	13.1%	14.9%	16.0%
现金流量表						ROIC	7.9%	10.4%	12.7%	14.4%	15.4%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	1,583	2,190	2,791	3,595	4,399	资产负债率	16.4%	16.9%	12.6%	12.4%	11.4%
折旧摊销	509	507	609	630	638	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(162)	(173)	(25)	(47)	(72)	流动比率	4.70	5.24	8.14	8.52	9.91
投资损失	(57)	(17)	(20)	(31)	(23)	速动比率	3.95	4.40	6.72	7.13	8.35
营运资金变动	(129)	(387)	(1,540)	(973)	(1,172)	营运能力					
其它	(26)	283	434	(625)	250	应收账款周转率	4.1	4.2	4.4	4.2	4.2
经营活动现金流	1,719	2,403	2,248	2,548	4,020	存货周转率	1.8	2.1	2.0	2.0	2.0
资本支出	(475)	(1,015)	(79)	(79)	(106)	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
长期投资	(128)	63	(99)	(21)	14	每股指标（元）					
其他	(3,172)	(402)	726	16	(149)	每股收益	0.82	1.14	1.45	1.87	2.29
投资活动现金流	(3,775)	(1,354)	547	(85)	(241)	每股经营现金流	0.90	1.25	1.17	1.33	2.10
债权融资	(29)	(0)	10	(6)	1	每股净资产	9.51	10.37	11.81	13.40	15.34
股权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
其他	183	(1,205)	6	(462)	(660)	市盈率	53.3	38.5	30.3	23.5	19.2
筹资活动现金流	154	(1,206)	16	(469)	(659)	市净率	4.6	4.2	3.7	3.3	2.9
汇率变动影响	7	(0)	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	35.8	26.7	20.4	16.3	13.7
现金净增加额	(1,895)	(157)	2,812	1,995	3,120	EV/EBIT	47.1	32.4	24.4	18.9	15.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。