

三环集团 (300408.SZ)

MLCC 高端化与国产替代共振，SOFC 快速增长

优于大市

核心观点

MLCC 景气上行，公司 1Q26 业绩亮眼。三环集团 2025 年实现营业收入 90.07 亿元 (YoY +22.13%)，实现归母净利润 26.18 亿元 (YoY +19.54%)，双双实现高质量稳健增长。1Q26 公司实现营收 26.81 亿元 (YoY +46.25%，QoQ +7.29%)，归母净利润 7.91 亿元 (YoY +48.48%，QoQ +19.86%)，扣非归母净利润 7.22 亿元 (YoY +60.82%，QoQ +33.04%)。整体来看，得益于下游核心领域需求回暖及公司产品结构优化，公司在复杂的宏观环境下展现了较强的经营韧性。

高端 MLCC 供需紧张，高容产品持续放量优化产品结构。公司 2025 年 MLCC 实现营收 33.08 亿元。公司依托材料基因，在 MLCC 领域不断加大研发创新与高端化布局，报告期高容产品持续扩产。公司产品线已全面覆盖从 0201 至 2220 尺寸的各规格产品，并针对数据中心及服务器领域成功推出高容 MLCC；在汽车电子方向，车规级 MLCC 产品正逐步切入新能源汽车的电源、电机驱动及信息娱乐等核心系统，市场份额有望进一步提升，持续优化产品结构，增强整体盈利能力。展望今年，全球地缘政治关系紧张，全球能源、航运受阻，MLCC 国产化加速，与公司高端化共振。

光通信与精密陶瓷业务受益 AI 需求，动能强劲。受益于全球算力基础设施建设进程加快，公司光通信及半导体精密陶瓷业务迎来显著发展机遇。公司在高精度、高稳定性光纤对接方案 (MT 插芯+导针)、光芯片封装用高可靠性陶瓷管壳等领域具备显著技术领先优势，相关产品已进入主流客户供应链并实现批量交付。

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。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润同比增长 35.7%/20.3%/19.8% 至 35.53/42.75/51.22 亿元 (26~27 年前值为 33.6/40.0 亿元)，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 40/34/28 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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,375	9,007	12,253	14,621	17,078
(+/-%)	28.8%	22.1%	36.0%	19.3%	16.8%
净利润(百万元)	2190	2618	3553	4275	5122
(+/-%)	38.5%	19.5%	35.7%	20.3%	19.8%
每股收益(元)	1.14	1.37	1.85	2.23	2.67
EBIT Margin	27.4%	27.3%	29.4%	30.2%	31.0%
净资产收益率 (ROE)	11.0%	12.1%	14.7%	15.7%	16.5%
市盈率 (PE)	65.6	54.9	40.4	33.6	28.1
EV/EBITDA	55.5	46.6	35.0	29.1	24.8
市净率 (PB)	7.23	6.64	5.93	5.26	4.63

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

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

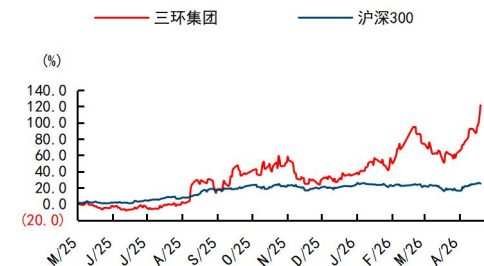
lianxinran@guosen.com.cn

S0980525080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	74.99 元
总市值/流通市值	143718/140217 百万元
52 周最高价/最低价	76.80/31.30 元
近 3 个月日均成交额	1643.76 百万元

市场走势



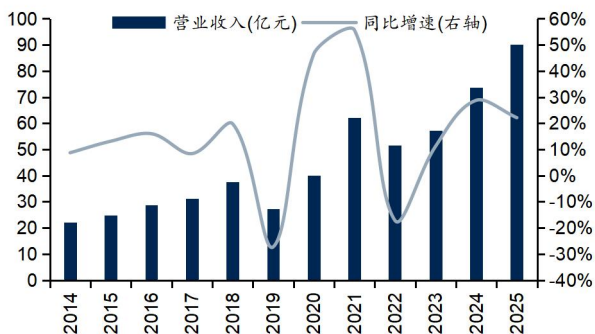
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三环集团 (300408.SZ) -MLCC 稳步放量，SOFC 打造新成长曲线》——2025-11-04

《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、%)



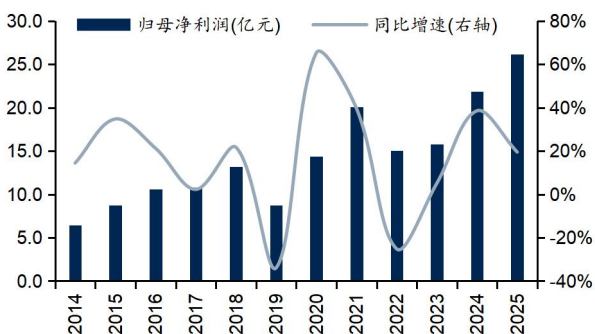
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%)



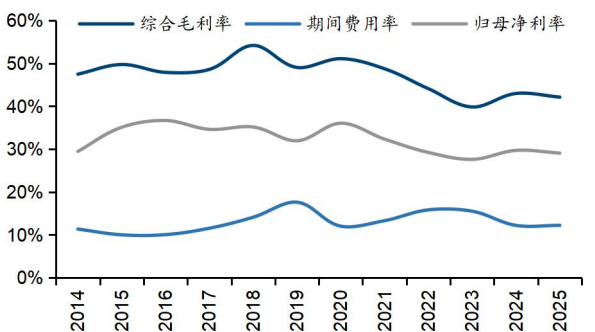
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



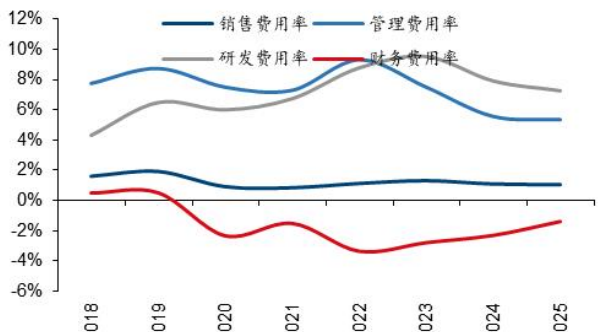
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

风险提示: 下游需求不及预期; 公司新产品性能不及预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E		
现金及现金等价物	3063	3058	4632	6983	10001	营业收入	7375	9007	12253	14621	17078
应收款项	2542	2933	3990	4761	5561	营业成本	4205	5212	6865	8102	9330
存货净额	2181	2392	3301	3915	4540	营业税金及附加	79	108	153	171	206
其他流动资产	5816	4699	5083	5372	5668	销售费用	79	93	123	148	172
流动资产合计	13602	13082	17006	21031	25770	管理费用	410	481	636	741	872
固定资产	6327	6590	6515	6380	6175	研发费用	583	653	880	1040	1197
无形资产及其他	441	445	428	410	392	财务费用	(173)	(128)	(69)	(119)	(186)
其他长期资产	3546	6389	6389	6389	6389	投资收益	17	42	38	32	38
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	23	4	29	(7)	12
资产总计	23916	26506	30338	34210	38726	其他	291	375	349	349	349
短期借款及交易性金融负债	479	543	589	537	556	营业利润	2523	3008	4082	4912	5885
应付款项	1295	1928	2661	3156	3660	营业外净收支	(4)	(0)	0	(1)	(0)
其他流动负债	820	1010	1387	1643	1909	利润总额	2519	3008	4082	4911	5885
流动负债合计	2594	3480	4637	5336	6125	所得税费用	329	391	531	639	765
长期借款及应付债券	0	25	25	25	25	少数股东损益	(0)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	1450	1338	1448	1535	1563	归属于母公司净利润	2190	2618	3553	4275	5122
长期负债合计	1450	1363	1473	1560	1588	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	4044	4843	6109	6895	7713	净利润	2190	2617	3552	4273	5120
少数股东权益	6	4	2	0	(3)	资产减值准备	39	27	17	49	27
股东权益	19866	21659	24226	27315	31015	折旧摊销	644	727	681	755	814
负债和股东权益总计	23916	26506	30338	34210	38726	公允价值变动损失	(50)	(30)	(45)	(42)	(39)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	(91)	(138)	(69)	(119)	(186)
每股收益	1.14	1.37	1.85	2.23	2.67	营运资本变动	564	(2887)	(1085)	(794)	(884)
每股红利	0.29	0.38	0.51	0.62	0.74	其它	(894)	2562	53	70	159
每股净资产	10.37	11.30	12.64	14.25	16.18	经营活动现金流	2403	2878	3103	4192	5010
ROIC	12%	13%	17%	20%	23%	资本开支	(639)	(580)	(588)	(602)	(590)
ROE	11%	12%	15%	16%	17%	其它投资现金流	(715)	(244)	0	0	0
毛利率	43%	42%	44%	45%	45%	投资活动现金流	(1354)	(824)	(588)	(602)	(590)
EBIT Margin	27%	27%	29%	30%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	36%	35%	35%	35%	36%	负债净变化	0	25	0	0	0
收入增长	29%	22%	36%	19%	17%	支付股利、利息	(554)	(727)	(986)	(1186)	(1421)
净利润增长率	39%	20%	36%	20%	20%	其它融资现金流	(652)	(192)	46	(52)	19
资产负债率	17%	18%	20%	20%	20%	融资活动现金流	(1206)	(894)	(940)	(1238)	(1402)
息率	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	现金净变动	(157)	1145	1575	2351	3018
P/E	65.6	54.9	40.4	33.6	28.1	货币资金的期初余额	1297	1140	2285	3860	6211
P/B	7.2	6.6	5.9	5.3	4.6	货币资金的期末余额	1140	2285	3860	6211	9229
EV/EBITDA	55.5	46.6	35.0	29.1	24.8	企业自由现金流	2324	(600)	2137	3203	3951
						权益自由现金流	1673	(767)	2244	3255	4132

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±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±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提及的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