

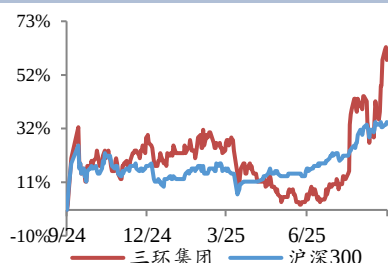
三环集团：MLCC 基本盘稳固，SOFC 打造增长新引擎

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-25

收盘价（元）	48.32
近 12 个月最高/最低（元）	52.00/30.57
总股本（百万股）	1,916
流通股本（百万股）	1,870
流通股比例（%）	97.56
总市值（亿元）	926
流通市值（亿元）	903

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

联系人：闫春旭

执业证书号：S0010125060002

邮箱：yanchunxu@hazq.com

相关报告

1. 三环集团：AI 驱动业绩强势增长，研发持续投入产品应用拓展 2025-04-30
2. 2024Q3 盈利能力持续改善，MLCC 成长动能强劲 2024-11-04

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年中报

公司 2025 年上半年实现营业收入 41.5 亿元，同比增长 21.0%；实现归母净利润 12.4 亿元，同比增长 20.6%；实现毛利率 42.0%，同比增长约 0.1pcts。公司 25Q2 单季实现营业收入 23.2 亿元，同比增长 24.2%，环比增长 26.3%；实现归母净利润 7.0 亿元，同比增长 18.9%，环比增长 32.3%；实现毛利率 42.7%，同比小幅下降 0.7pcts，环比提升 1.7pcts。公司业绩实现稳健增长，主要得益于：1) MLCC 产品业务保持良好增长态势，市场认可度逐步提升；2) 受益于全球数据中心、AI 服务器建设加速，光通信市场需求增加，公司陶瓷插芯及相关产品销售持续增长。

● MLCC 业务稳步推进，SOFC 业务打开新成长空间

1) **MLCC**：公司 MLCC 产品已形成覆盖微小型、高容、高可靠、高压、高频的全面产品矩阵，市场认可度逐步提升。报告期内，公司研发并推出了 M3L 系列、“S”系列、柔性电极产品、高频 Cu 内电极产品等一系列特色产品，超高容 MLCC 荣获第十三届中国电子信息博览会创新金奖。

2) **SOFC**：公司在 SOFC 领域实现重要突破，子公司深圳三环承建的 300 千瓦 SOFC 商业化推广示范项目已正式投产，该项目为全国首个同类项目。

3) **陶瓷封装基座及陶瓷浆料**：受原材料价格上涨及价格传导机制的影响，公司陶瓷封装基座以及陶瓷浆料业务毛利率有所承压；对此，公司积极应对市场变化，优化原材料采购策略，推动新规格、新应用和小型化产品的开发。

4) **插芯及其他**：受益于全球数据中心和 AI 服务器建设，公司插芯及相关产品销售持续增长。同时，公司在生物陶瓷领域也取得进展，髌关节假体陶瓷球头和内衬实现稳定量产。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 92.07/114.32/141.51 亿元（前值 90.38/107.03/126.90 亿元），归母净利润为 27.82/37.14/48.30 亿元（前值 27.32/32.64/38.79 亿元），对应 EPS 为 1.45/1.94/2.52 元，对应 PE 为 33.29/24.93/19.17x，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险，原材料供应紧张及价格波动风险，下游需求不及预期风险，业务拓展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7375	9207	11432	14151
收入同比 (%)	28.8%	24.8%	24.2%	23.8%
归属母公司净利润	2190	2782	3714	4830
净利润同比 (%)	38.5%	27.0%	33.5%	30.0%
毛利率 (%)	43.0%	43.3%	44.3%	45.0%
ROE (%)	11.0%	12.2%	14.0%	15.4%
每股收益 (元)	1.14	1.45	1.94	2.52
P/E	33.78	33.29	24.93	19.17
P/B	3.72	4.07	3.50	2.96
EV/EBITDA	24.20	24.07	18.54	14.46

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13602	17084	21431	27070	营业收入	7375	9207	11432	14151
现金	3063	3693	5129	7569	营业成本	4205	5220	6373	7783
应收账款	1872	2302	2858	3538	营业税金及附加	79	99	103	106
其他应收款	29	77	95	118	销售费用	79	99	80	99
预付账款	62	78	96	117	管理费用	410	512	549	637
存货	2181	2900	3541	4324	财务费用	-173	-132	-158	-221
其他流动资产	6396	8033	9712	11405	资产减值损失	-26	1	1	10
非流动资产	10314	10510	10676	10792	公允价值变动收益	50	65	77	93
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	17	46	57	71
固定资产	5734	5901	6019	6100	营业利润	2523	3199	4221	5427
无形资产	441	461	481	501	营业外收入	15	15	14	14
其他非流动资产	4139	4148	4175	4192	营业外支出	18	14	14	13
资产总计	23916	27593	32107	37862	利润总额	2519	3200	4221	5428
流动负债	2594	3436	4232	5153	所得税	329	418	507	597
短期借款	475	675	875	1075	净利润	2190	2782	3715	4831
应付账款	774	1088	1328	1622	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1346	1674	2029	2457	归属母公司净利润	2190	2782	3714	4830
非流动负债	1450	1409	1412	1415	EBITDA	2944	3724	4767	5959
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.14	1.45	1.94	2.52
其他非流动负债	1450	1409	1412	1415	主要财务比率				
负债合计	4044	4845	5644	6568	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	6	6	6	7	成长能力				
股本	1916	1916	1916	1916	营业收入	28.8%	24.8%	24.2%	23.8%
资本公积	6218	6218	6218	6218	营业利润	41.9%	26.8%	31.9%	28.6%
留存收益	11731	14607	18322	23152	归属于母公司净利	38.5%	27.0%	33.5%	30.0%
归属母公司股东权益	19866	22742	26456	31287	获利能力				
负债和股东权益	23916	27593	32107	37862	毛利率 (%)	43.0%	43.3%	44.3%	45.0%
现金流量表					净利率 (%)	29.7%	30.2%	32.5%	34.1%
单位:百万元					ROE (%)	11.0%	12.2%	14.0%	15.4%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	9.8%	11.4%	13.1%	14.3%
经营活动现金流	2403	2501	3351	4331	偿债能力				
净利润	2190	2782	3715	4831	资产负债率 (%)	16.9%	17.6%	17.6%	17.3%
折旧摊销	659	656	704	752	净负债比率 (%)	20.4%	21.3%	21.3%	21.0%
财务费用	-91	6	8	10	流动比率	5.24	4.97	5.06	5.25
投资损失	-17	-46	-57	-71	速动比率	4.18	3.93	4.04	4.26
营运资金变动	-361	-844	-939	-1085	营运能力				
其他经营现金流	2573	3572	4574	5811	总资产周转率	0.32	0.36	0.38	0.40
投资活动现金流	-1354	-2128	-2110	-2085	应收账款周转率	4.22	4.41	4.43	4.43
资本支出	-610	-800	-795	-783	应付账款周转率	5.56	5.61	5.28	5.28
长期投资	-808	-1375	-1375	-1375	每股指标 (元)				
其他投资现金流	64	47	60	73	每股收益	1.14	1.45	1.94	2.52
筹资活动现金流	-1206	244	195	193	每股经营现金流薄)	1.25	1.30	1.75	2.26
短期借款	-266	200	200	200	每股净资产	10.37	11.87	13.80	16.32
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	33.78	33.29	24.93	19.17
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.72	4.07	3.50	2.96
其他筹资现金流	-940	44	-5	-7	EV/EBITDA	24.20	24.07	18.54	14.46
现金净增加额	-157	631	1436	2439					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

联系人：闫春旭，华安证券电子行业研究助理。西南财经大学金融学学士，香港理工大学会计学硕士，2025 年加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。