

三环集团（300408.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年1月19日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	51.44
总市值	985.85亿
PE-TTM	38.73
PB-MRQ	4.69

估值结果

价值	648.00亿
DDM估值 上行空间	-34%
状态	高估
价值	671.17亿
动态估值 上行空间	-32%
状态	偏高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★★

核心评级结论

三环集团是全球电子陶瓷领域的隐形冠军，专注于先进材料研发、生产及销售，产品覆盖通信、电子、新能源、半导体等战略新兴领域，在多个细分市场占据全球主导地位。

公司的成长空间较好，MLCC国产替代空间巨大（中国大陆厂商全球份额仅9.2%）；SOFC等新业务受益于AI数据中心能源需求短期增速超40%。公司的盈利趋势较好，公司采用垂直一体化模式、低负债率与轻资产运营，高端化与成本优势双轮驱动盈利能力持续改善，预计毛利率稳定在44%-45%，盈利能力显著优于国内同行。公司的产业格局均为较好，作为国内绝对龙头，公司在光纤陶瓷插芯、氧化铝陶瓷基板、电阻器用陶瓷基体等市场稳居全球前列，车规级MLCC国内市占率提升至20%，高端市场国产替代加速。公司护城河极深，公司拥有50年陶瓷材料经验积累，技术壁垒难以复制，公司拥有从粉体、设备到成品的垂直一体化模式，使MLCC生产成本较同业更低，材料-元件-组件的垂直一体化能力构建护城河。

基于MLCC、陶瓷插芯带动营收保持中高速增长，国产替代浪潮下盈利能力维持在高位的假设，公司目前处于高估状态。

我们区别于市场的观点

我们既认可三环的电子陶瓷平台价值，又担忧MLCC行业周期性：MLCC行业库存与价格周期明显，2026年国内产能集中释放（风华、微容等扩产），可能引发价格战。如2021-2022年缺芯涨价→2023-2024年去库存降价→2025年复苏，2026年面临供给压力。市场预期未来三年利润增速在25%，我们相比市场则偏保守。

风险提示

市场需求波动：消费电子、光通信等下游行业的景气度直接影响公司业绩，若5G基础设施建设不及预期，可能导致公司光纤陶瓷插芯等产品销量下滑；市场竞争加剧：日本村田为代表的国际巨头在技术和规模上仍有优势。虽然国产替代空间巨大，但国内参与者众多，竞争日趋激烈，可能挤压利润空间。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	4
3.3 人力资源密集度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	3
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	7

1. 基本信息

潮州三环（集团）股份有限公司成立于1970年，2014年在深交所创业板上市。三环集团是全球电子陶瓷领域的隐形冠军，专注于先进材料研发、生产及销售，产品覆盖通信、电子、新能源、半导体等战略新兴领域。公司以“材料+”为核心战略，构建了从陶瓷粉体、设备到成品的全产业链垂直整合能力，在多个细分市场占据全球主导地位。

2. 业务介绍

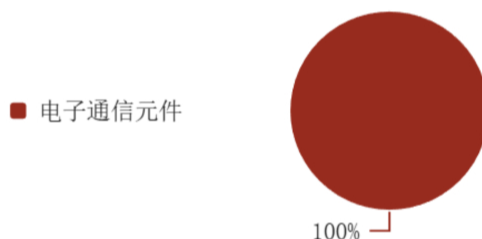
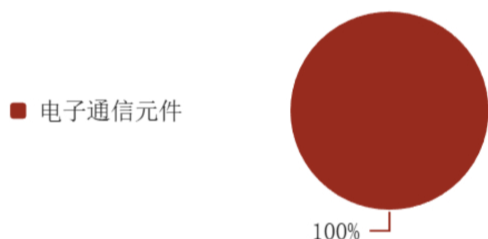
对于三环集团公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

电子通信元件：

公司产品覆盖光纤陶瓷插芯与封装外壳、MLCC（片式多层陶瓷电容器）、陶瓷基板、半导体封装基座（PKG）、SOFC（固体氧化物燃料电池）等，以通信和电子元件为主。上游主要为陶瓷粉末和电极材料，下游为应用领域，主要涵盖了消费电子、汽车电子、航天航空、船舶、武器装备、医疗设备、轨道交通等各行业。我们对该业务的市场界定为全球电子通信元件市场。

图1：预测2025年收入占比

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司主业为电子通讯产品的研发与销售，业务性质决定了公司的资产强度、研发强度均为高，人力资源密集度则较高。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度高，公司为典型的重资产行业，2024年包含固定资产、在建工程在内的长期经营资产为70.2亿，占总资产的比重为29.3%，主要由于公司以生产制造为主，产品中MLCC等投入较大。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的研发强度高，公司2024年研发费用5.83亿元，研发费用率7.91%，单位收入研发费用790万元，主要由于公司产品中MLCC目前还在技术升级换代中，公司需要配套下游客户做每一代产品的研发测试。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司作为制造业公司，业务以元件研发与生产为主，公司的生产与技术人员占比超过90%，截至2024年底，公司在职员工约为15515人，人均创收47.53万元，人员薪酬11.94万元，成本占创收比例中等，人力资源密集度较高。

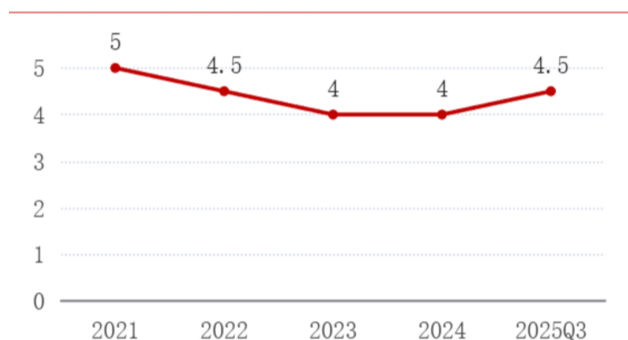
4. 历史经营绩效

总体来看，三环集团在2020年至2025年期间，展现出盈利能力强、成长路径清晰、财务根基扎实的整体面貌。其发展动能已从早期的行业普涨，转向依靠技术创新和高端突破的内生增长。主要由于MLCC产品在消费电子和新能源领域的应用突破，以及光纤陶瓷插芯在数据中心需求下的稳定表现，共同驱动了业绩新高、盈利稳定、财务根基扎实的公司表现。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力较强，毛利率长期维持在40%以上，净利率约29%。20年以来盈利能力呈现“V型”复苏。2020到2021年下游需求较好，2022年行业需求周期下行，盈利能力降低，2023年起受益于下游需求复苏和高端产品突破，盈利能力重回快速增长通道。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力波动较大，2022年由于行业价格战导致业绩下滑，2024年开始受益于下游需求回升则逐渐复苏。公司营收从2020年的41.06亿元增至2024年的73.75亿元，CAGR达15.3%；净利润从7.31亿元增至21.90亿元，CAGR达31.4%。2024年增长显著提速，主要因车规级MLCC出货量同比+58%、SOFC商业化项目落地。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康评级维持在高位，陶瓷粉体、设备自制率接近90%，成本较外购降低30%以上。光纤陶瓷插芯全球市占率超70%，MLCC国内市占率15%，核心产品市占率领先，产业链话语权强。资产负债率从2020年的12.71%小幅升至2024年的16.91%，远低于行业平均（33.08%）。流动比率5.24、速动比率4.32，短期偿债能力极强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报评级较好，2020-2024年累计分红13.6亿元，分红比例稳定在20%-30%。2024年股息率1.5%，低于消费电子行业平均，但高于被动元件板块。2025年启动346.1万股回购计划，已累计回购513.4万股，均价34.17元，彰显管理层对长期价值的信心。股东回报稳定且可持续。公司持续通过高比例分红和股份回购回馈股东，与投资者共享发展成果。

5. 四维评级

公司的成长空间较好，成长性建立在“国产替代”和“新兴赛道”双引擎之上。公司的盈利趋势较好，产品结构优化和技术驱动使得毛利率稳定在40%+，盈利能力显著优于国内同行。公司的产业格局均为较好，作为国内绝对龙头，公司在光纤陶瓷插芯、氧化铝陶瓷基板、电阻器用陶瓷基体多个细分领域都占据全球前列。公司护城河又宽又深，50年陶瓷材料经验积累构建技术壁垒，公司拥有从粉体、设备到成品的垂直一体化模式，生产成本较同业更低，规模+技术+管理的垂直一体化能力构建护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

三环集团凭借技术领先、产能优势、客户绑定及政策红利，在MLCC、氮化铝基板、SOFC三大高景气赛道同步突破，成长空间明确。短期看，车规级MLCC和氮化铝基板的产能释放将驱动业绩增长；长期看，半导体封装、绿色能源等新兴业务的商业化落地有望打开第二增长曲线。预计2025-2027年营收CAGR超20%，净利润率维持在25%-30%区间，持续巩固全球电子陶瓷龙头地位。

电子通信元件(3星):

公司的成长空间由多赛道齐驱，国产替代与新兴需求共振，公司的产品集中为MLCC与光纤陶瓷插芯与封装外壳，全球需求未来保持低速增长，公司目前还在国产化过程中，考虑到存在需求波动和份额增长预期，整体的确定性一般。此外越南基地产能占比高，能够有效规避贸易壁垒并降低成本。产品覆盖消费电子、汽车、半导体等多领域，分散单一市场风险。公司未来5年的收入复合增速预计在15-20%之间，未来5到10年的收入复合增速预计在0-5%之间，行业与公司的业务增速趋势未来预计稳定。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的高毛利主要源于车规级MLCC（毛利率39.82%）、氮化铝基板（毛利率超45%）等高附加值产品占比提升，以及垂直一体化模式带来的成本优势（陶瓷粉体制率100%，设备自制率90%）。公司传统的优势产品如光纤陶瓷插芯，在全球数据中心和AI服务器建设加速的背景下，需求持续增长。更重要的是，其MLCC（多层片式陶瓷电容器）产品实现了技术和市场突破，尤其是高容量、高可靠性等高端产品销售同比显著增长，产品结构持续改善，毛利率维持高位。

电子通信元件(3星):

公司的陶瓷粉体100%自制，成本较外购降低30%以上；90%以上生产设备自主研发，良率显著高于行业平均水平（如MLCC介质层厚度误差 $\pm 0.1 \mu m$ ）。高容MLCC、车规级产品占比提升至50%，推动均价年增3-5%，而同业同类产品占比不足20%。2024年电子元件及材料业务毛利率达44.3%，直接拉动整体毛利率提升。目前行业供需基本平衡，MLCC价格战已经过去。公司作为行业龙头，未来市占率还有提升空间，盈利能力预计保持高位稳定，公司产品结构持续改善，盈利能力较好。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司形成了电子元件、通信器件、新能源三大板块，产品覆盖从基础电子元件到前沿能源系统。光纤陶瓷插芯、片式电阻器陶瓷基板等多款产品被工信部评为“国家制造业单项冠军产品”，市场份额全球领先，陶瓷粉体配方、专用设备研发到规模化生产的垂直一体化整合，有效控制核心材料和成本，供应链自主可控，产业格局较好。

电子通信元件(3星):

电子通信元件行业的进入壁垒较高，行业玩家需要较多的技术储备、经验曲线与客户关系建立。公司的下游相对分散，主要以渠道商为主，不存在大客户且上游无大供应商，整体公司产品的议价能力较好，此外由于业务的技术要求高，其余公司渗透进入较难，行业替代风险较低。三环集团作为国产替代先锋，差异化竞争凸显龙头地位：在1微米产品、车规认证、高容产品占比等指标上全面领先，国产替代中占据先机，整体格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河宽度与持续性均较高，主要由于公司资产周转稳定以及技术能力优秀，产品较为高端，盈利能力强于同行，护城河宽度较高；插芯市场份额预计保持领先，MLCC与SOFC业务有放量与盈利改善预期，护城河持续性较强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
电子通信元件	(4星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为11.7%，超额ROIC为11.2%，整体超额收益率均较高，主要由于公司的订单较满，产品盈利能力较强。业务控制力较强为4星，主要由于公司对上下游的产业链话语权较高。此外公司作为国内龙头，市场份额国内第一，全球市占率5%-10%，位列全球前三，且目前市场份额还有提升空间。	(5星) 公司的护城河为技术优势、规模优势、管理运营，各自占比接近三分之一，超额收益率未来5年与未来10年基本不变。主要由于公司目前技术国内领先，已经接近日本村田等，产业链一体化优势在短时间内也难以复刻。此外公司未来5年市占率预计还有5%-10%左右的增长空间，未来随着国产化加速，公司的优势将会进一步强化。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对三环集团采用了动态估值和DDM估值方法，经过测算公司现在估值偏高，主要由于目前燃料电池可以用于数据中心电源，作为相关公司，市场给予较高估值。

6.1 核心假设及逻辑

公司未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 市场需求：MLCC产品占公司总收入的30%，在下游汽车、消费电子需求拉动下，未来5年预计行业增速为7%；陶瓷插芯业务占公司总收入的30%，随着数据中心建设热潮，陶瓷插芯的需求量巨大，未来5年规模增速11.3%。其余如PKG基板、燃料电池类产品占比累计40%，未来需求较为分散，增速在5%附近。

2) 市场份额：公司陶瓷插芯全球份额已经超过70%，未来预计稳定。MLCC与其他如PKG基板等业务，目前还在积极推进国产替代，未来5年市场份额还有2%附近的增长空间(8%到10%)。

盈利能力假设：

1) 毛利率：公司高毛利的来源在于高端产品+原材料自供，未来预期保持，因此毛利率维持在40%+的高位。

2) 费用率：公司目前MLCC产品还在技术追赶阶段，费用率高，预计后续费用率呈逐年下降趋势。

资产负债假设：

1) 公司长期资产未来会随着折旧而减少，从而提升公司资产周转率。

2) 考虑到公司整体盈利非常稳健，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

三环集团	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	51.5	57.3	73.7	92.2	112.5	135.0	151.2	161.7
归母净利润(亿)	15.0	15.8	21.9	23.6	28.8	35.8	39.2	40.8
归母净利润增速(%)	-25.2	5.0	38.5	7.6	22.2	24.4	9.5	4.2
经营性净利润(亿)	13.1	13.8	20.1	23.5	28.8	35.8	39.2	40.8
经营性净利润增速(%)	-30.6	5.9	44.9	17.3	22.2	24.4	9.5	4.2
经营性归母净利润(亿)	13.1	13.8	20.1	23.6	28.8	35.8	39.2	40.8
经营性归母净利润增速(%)	-30.5	5.8	45.2	17.4	22.2	24.4	9.5	4.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

电子通信元件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	51.5	57.3	73.7	92.2	112.5	135.0	151.2	161.7
收入增速(%)	-17.2	11.2	28.8	25.0	22.0	20.0	12.0	7.0
经营性净利润(亿)	13.1	13.8	20.1	23.5	28.8	35.8	39.2	40.8
经营性净利率(%)	25.4	24.2	27.2	25.5	25.6	26.5	25.9	25.2
经营性净利润增速(%)	-30.6	5.9	44.9	17.3	22.2	24.4	9.5	4.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
电子通信元件	2.0%	中低	较好	强	7.8%	15.78	40.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
电子通信元件(亿)	88.4	469.8	558.1	102.6	0.1	10.4	671.2
公司整体测算(亿)	88.4	469.8	558.1	102.6	0.1	10.4	671.2

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
电子通信元件(亿)	298.6	236.4	535.0	102.6	0.1	10.4	648.0
公司整体测算(亿)	298.6	236.4	535.0	102.6	0.1	10.4	648.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来的收入规模、盈利能力确定性较强，此外MLCC等均有公开数据跟踪，公司对外交流也是较多，外界能直接获取新品进展与价格波动信息，可跟踪数据确定性较强。公司未来的市占率较为不确定，主要由于公司目前有多款产品处于上升导入阶段，增速较高，未来规模不确定性较强。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。