

中际旭创 (300308)

证券研究报告

2021年03月01日

电信+数通驱动业绩持续增长，400G 龙头优势巩固

事件：

公司发布 2020 年业绩快报，预计 2020 年实现总收入 70.53 亿元，同比增长 48.25%；归母净利润 8.49 亿元，同比增长 65.40%。2020 年四季度单季度实现营业收入 18.48 亿元，同比增长 25.38%；单季度归母净利润 2.49 亿元，同比增长 59.83%。

我们点评如下：

业绩符合预期，实现持续快速成长，电信+数通，龙头地位凸显。

公司全年业绩实现较高同比增速，收入和利润的增长驱动力主要来自：1) 数据中心市场处于 100G 向 400G 升级的窗口期，公司数通 400G 产品全球份额领先，云计算厂商资本开支持续增长推动公司 400G 出货量的快速增长，数通 100G 出货量也保持持续增长；2) 电信市场拓展顺利，5G 网络使用的前、中、回传产品收入持续增长；3) 并表成都储翰增厚业绩，同时强化公司器件封装能力，提升公司整体盈利能力。

数通市场受云计算流量增长以及全球云计算主要厂商资本开支持续增长的拉动，400G 规模部署持续推进，100G 需求也持续增长，流量带来需求增长量加速率升级带来的价值量提升。

云服务的载体是数据中心以及内部的服务器、网络设备等固定资产，随着云计算企业收入的持续快速增长，主要云计算企业季度资本开支同比增速持续提升。在 2019 年行业整体资本开支增长出现下滑和放缓的波动之后，2020 年 Q2-Q4 连续三个季度云巨头资本开支同比增速呈现加速增长趋势。针对持续高速增长的云计算网络需求，主流云计算企业对 2021 年的基础设施投资都进行了更加积极的规划，未来光模块下游资本开支有望持续增长。流量增长带动的光模块需求量增长，叠加技术升级推动的产品价值量提升，推动数通光模块市场的持续快速成长。根据 Yole 测算，数通光模块市场规模有望从 2019 年的 40 亿美元增长至 2025 年的 121 亿美元。

电信市场受益 5G 建设等需求拉动，对公司业绩形成重要驱动力。随着广电与中国移动 5G 共建共享具体协议落地，有望对电信市场带来增量需求。当前三大运营商 5G 规模建设持续推进，广电与中国移动 5G 共建共享也有望实质性落地，带来增量需求。受益 5G 建设等需求拉动，电信光模块市场也将进入加速成长周期，Yole 预计整体光模块市场规模将从 2019 年的 77 亿美元增长至 2025 年的 177 亿美元。公司作为全球高端光模块龙头，电信市场产品覆盖 5G 前、中、回传各个领域，行业需求的增长有望推动公司业绩的持续高增长。

展望未来，公司高端光模块龙头地位不断巩固，有望重点受益行业需求的长期增长。

公司从 40G 切入到 100G 领先再到 400G 引领，成长轨迹清晰。公司领先的技术实力、交付能力、先发优势、成本优势，有望推动 400G 全球龙头地位进一步巩固。公司前期已经推出下一代 800G 全系列产品，有望继续引领产业发展。光模块伴随云流量增长需求量持续增长，叠加产品价值量提升以及公司份额稳步提升，有望推动公司长期快速成长。

投资建议和盈利预测：

公司作为全球数通光模块龙头，400G 市场领先地位进一步强化，持续受益云计算资本开支回暖；5G 电信前传产品批量交付，价值量更高的中回传 50G/200G 等领域重点突破。根据业绩快报，微调公司 20-22 年营业收入分别从 69、85、94 亿元至 70、92、102 亿元。预计公司 20-22 年归母净利润分别为 8.5、12.1、14.3 亿元，对应 21 年 27 倍市盈率，重申“增持”评级。

风险提示：下游资本开支低于预期，行业竞争超预期，全球疫情影响程度超预期，业绩快报为初步测算实际业绩以年报为准

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	45.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	713.17
流通 A 股股本(百万股)	679.53
A 股总市值(百万元)	32,734.28
流通 A 股市值(百万元)	31,190.36
每股净资产(元)	10.64
资产负债率(%)	41.83
一年内最高/最低(元)	72.81/45.76

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

姜佳汛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001
jiangjiaxun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中际旭创-公司点评:业绩持续高增长，400G 龙头优势巩固》 2021-01-29
- 2 《中际旭创-季报点评:季度业绩持续向上，电信+数通双发力》 2020-10-29
- 3 《中际旭创-半年报点评:单季度业绩创新高，数通领先地位巩固，5G 产品持续突破》 2020-08-28

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,156.31	4,757.68	7,054.54	9,187.78	10,205.40
增长率(%)	118.76	(7.73)	48.28	30.24	11.08
EBITDA(百万元)	1,238.74	1,394.41	1,238.83	1,693.73	1,909.26
净利润(百万元)	623.12	513.49	849.45	1,210.80	1,431.14
增长率(%)	285.82	(17.59)	65.43	42.54	18.20
EPS(元/股)	0.87	0.72	1.19	1.70	2.01
市盈率(P/E)	52.53	63.75	38.54	27.04	22.87
市净率(P/B)	6.85	4.73	4.28	3.75	3.27
市销率(P/S)	6.35	6.88	4.64	3.56	3.21
EV/EBITDA	16.13	26.29	26.73	19.03	16.52

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,041.18	1,236.19	1,763.63	2,296.95	2,551.35
应收票据及应收账款	880.48	1,132.54	1,924.43	2,159.03	2,376.70
预付账款	54.55	65.12	110.24	116.11	134.26
存货	2,118.97	2,503.62	4,510.96	4,731.65	5,700.23
其他	62.92	1,050.67	1,050.81	1,056.59	1,053.63
流动资产合计	4,158.11	5,988.15	9,360.06	10,360.34	11,816.16
长期股权投资	102.52	221.07	221.07	221.07	221.07
固定资产	1,496.56	1,949.86	2,064.06	2,101.19	2,005.19
在建工程	148.10	150.60	62.24	26.90	12.76
无形资产	413.95	406.61	338.42	270.23	202.03
其他	1,760.96	1,771.68	1,766.62	1,761.56	1,756.50
非流动资产合计	3,922.09	4,499.83	4,452.42	4,380.94	4,197.55
资产总计	8,080.20	10,491.17	13,815.67	14,744.47	16,016.90
短期借款	389.80	652.29	1,830.96	1,898.90	1,452.01
应付票据及应付账款	941.94	1,431.47	2,163.51	2,469.12	2,646.68
其他	1,535.78	742.33	1,178.86	1,075.61	1,343.65
流动负债合计	2,867.52	2,826.08	5,173.32	5,443.63	5,442.34
长期借款	269.51	465.50	719.11	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	166.69	273.37	273.37	273.37	273.37
非流动负债合计	436.20	738.87	992.48	573.37	573.37
负债合计	3,303.72	3,564.95	6,165.80	6,016.99	6,015.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	475.46	713.17	713.17	713.17	713.17
资本公积	3,696.50	5,064.12	4,860.18	4,860.18	4,860.18
留存收益	4,567.22	6,384.63	6,936.70	8,014.31	9,288.03
其他	(3,962.70)	(5,235.70)	(4,860.18)	(4,860.18)	(4,860.18)
股东权益合计	4,776.48	6,926.22	7,649.87	8,727.48	10,001.19
负债和股东权益总计	8,080.20	10,491.17	13,815.67	14,744.47	16,016.90

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	623.12	513.49	849.45	1,210.80	1,431.14
折旧摊销	203.32	246.12	247.35	271.41	283.33
财务费用	79.20	39.89	38.44	65.88	25.90
投资损失	(6.65)	(67.58)	(81.10)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(805.58)	(595.01)	(1,670.84)	(259.54)	(750.76)
其它	566.61	432.55	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	660.01	569.46	(616.70)	1,188.54	889.62
资本支出	1,060.36	701.63	205.00	205.00	105.00
长期投资	77.12	118.55	0.00	0.00	0.00
其他	(1,810.56)	(2,759.55)	(328.90)	(310.00)	(110.00)
投资活动现金流	(673.08)	(1,939.37)	(123.90)	(105.00)	(5.00)
债权融资	1,721.75	1,398.65	2,830.93	2,479.76	2,032.88
股权融资	86.30	1,682.87	(70.80)	(65.88)	(25.90)
其他	(1,671.07)	(1,524.37)	(1,492.09)	(2,964.12)	(2,637.19)
筹资活动现金流	136.98	1,557.15	1,268.04	(550.23)	(630.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	123.91	187.24	527.44	533.31	254.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,156.31	4,757.68	7,054.54	9,187.78	10,205.40
营业成本	3,749.97	3,467.78	5,260.93	6,790.49	7,510.95
营业税金及附加	10.18	16.60	22.57	27.56	30.62
营业费用	60.23	54.84	77.60	82.69	86.75
管理费用	253.35	274.58	345.67	441.01	469.45
研发费用	309.47	362.35	437.38	523.70	581.71
财务费用	79.21	17.08	38.44	65.88	25.90
资产减值损失	66.02	(141.66)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	14.21	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.65	67.58	81.10	100.00	100.00
其他	(74.87)	62.15	(162.20)	(200.00)	(200.00)
营业利润	681.89	576.38	953.03	1,356.45	1,600.03
营业外收入	3.08	0.50	3.40	4.00	8.00
营业外支出	(9.98)	0.20	2.00	0.00	0.00
利润总额	694.95	576.68	954.43	1,360.45	1,608.03
所得税	71.84	63.19	104.99	149.65	176.88
净利润	623.12	513.49	849.45	1,210.80	1,431.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	623.12	513.49	849.45	1,210.80	1,431.14
每股收益(元)	0.87	0.72	1.19	1.70	2.01

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	118.76%	-7.73%	48.28%	30.24%	11.08%
营业利润	231.23%	-15.47%	65.35%	42.33%	17.96%
归属于母公司净利润	285.82%	-17.59%	65.43%	42.54%	18.20%
获利能力					
毛利率	27.27%	27.11%	25.42%	26.09%	26.40%
净利率	12.08%	10.79%	12.04%	13.18%	14.02%
ROE	13.05%	7.41%	11.10%	13.87%	14.31%
ROIC	16.91%	9.76%	13.79%	15.76%	17.58%
偿债能力					
资产负债率	40.89%	33.98%	44.63%	40.81%	37.56%
净负债率	14.25%	2.35%	13.95%	2.09%	-5.18%
流动比率	1.45	2.12	1.81	1.90	2.17
速动比率	0.71	1.23	0.94	1.03	1.12
营运能力					
应收账款周转率	5.21	4.73	4.62	4.50	4.50
存货周转率	2.52	2.06	2.01	1.99	1.96
总资产周转率	0.65	0.51	0.58	0.64	0.66
每股指标(元)					
每股收益	0.87	0.72	1.19	1.70	2.01
每股经营现金流	0.93	0.80	-0.86	1.67	1.25
每股净资产	6.70	9.71	10.73	12.24	14.02
估值比率					
市盈率	52.53	63.75	38.54	27.04	22.87
市净率	6.85	4.73	4.28	3.75	3.27
EV/EBITDA	16.13	26.29	26.73	19.03	16.52
EV/EBIT	19.26	31.80	33.40	22.67	19.40

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com