

中际旭创

300308

审慎增持 (维持)

二季度环比向好，新技术驱动未来

2019年7月15日

市场数据

市场数据日期	2019-07-12
收盘价(元)	31.51
总股本(百万股)	713.77
流通股本(百万股)	304.86
总市值(百万元)	22490.81
流通市值(百万元)	9606.04
净资产(百万元)	6410.12
总资产(百万元)	9484.71
每股净资产	12.57

相关报告

《中际旭创(300308)点评: 15亿定增落地, 积蓄力量再出发》
2019-03-29

《中际旭创(300308)深度报告: 数通续写辉煌, 5G引领未来》
2019-03-06

《中际旭创(300383) 2018 快报点评: 历经数通 100G 的辉煌, 续写数通 400G 与 5G 时代的篇章》
2019-02-24

分析师:

王胜

wangshengyjs@xyzq.com.cn

S0190517120001

研究助理:

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5156	4939	6117	7317
同比增长	118.8%	-4.2%	23.9%	19.6%
净利润(百万元)	623	620	905	1203
同比增长	285.8%	-0.6%	46.1%	32.9%
毛利率	27.3%	27.1%	28.2%	29.0%
净利率	12.1%	12.5%	14.8%	16.4%
净资产收益率(%)	13.0%	6.9%	9.3%	11.4%
每股收益(元)	0.57	0.87	1.27	1.69
每股经营现金流(元)	0.92	2.58	1.49	1.98

投资要点

- **事件:** 中际旭创发布中报预告, 2019 年上半年归母净利润预计为 1.9~2.3 亿元, 同比减少 28.1%~41.0%, 其中, 预计非经常性损益约为 552 万元。在扣除股权激励费用对苏州旭创单体报表净利润的影响之前, 苏州旭创实现单体净利润约 2.3~2.8 亿元。

2019 上半年公司归母净利润出现下滑, 主要因为: 1、在 100G 产品价格出现明显下滑的背景下, 部分客户因消耗库存暂时推迟了 100G 产品的采购, 另有部分客户 2019 年度招标决策流程延至一季度完成, 因而订单未在年初批量下达; 2、确认股权激励费用导致公司合并净利润减少约 1875 万元; 3、公司对重组合并时苏州旭创固定资产及无形资产的评估增值计提折旧摊销, 调减公司合并净利润约 2108 万元。

- **二季度环比改善, 核心驱动力不改。**虽然公司上半年整体业绩出现下滑, 但尤其值得注意的是, 光模块产品的市场情况已在二季度得到明显改善, 销售收入和净利润较一季度环比稳步提升。1、部分重点客户在二季度对公司 100G 等产品的需求开始增长, 相关产品出货量显著回升; 2、公司 400G 产品, 二季度出货量相比一季度开始逐步提升; 3、5G 前传产品实现持续批量交付; 4、公司不断努力实现降本增效, 毛利率保持稳定。

在 100G 产品价格面临较大压力的逆境中, 公司二季度经营情况的环比改

风险提示: 国内高速光模块市场需求低于预期; 100G 产品竞争加剧价格下降超预期; 重要客户市场份额下降; 硅光对传统光模块形成替代; 贸易战恶化。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



善实属难能可贵，也反映了公司在产品技术、市场开拓、客户认可、高效管理等方面强大的核心竞争力。在光模块领域，根据光学摩尔定律，技术的演进、代际的淘汰将是永恒的主题，当前 100G 的承压并非主旋律，中际旭创未来的核心看点还是在于数通 400G 光模块与 5G 通信光模块。

- **100G 压力可控，400G 有待放量。**2018 年在贸易战和硅光冲击背景下，旭创数通 100G 产品出货量达到 2017 年的 2.8 倍，体现出旭创出色的竞争力。2019 年需求疲弱将是暂时性情况，因为虽然 to C 的计算需求正处于 4G、5G 人口红利的切换期，但 to B 的计算需求仍旧维持高速增长。因此，我们预计旭创 2019 年数通 100G 产品收入可能存在下滑，但较为可控。

数通 400G 从 2019 年下半年开始规模放量，将重现昔日 100G 的辉煌。2016 年 40G 产品走下坡路，100G 接力；2019 年 100G 开始走下坡路，400G 上量。在主力产品不断升级迭代的市場，领先厂商往往能够通过高端产品的率先投放，而获得更高的盈利水平。我们估计，旭创数通 400G 模块已有 1 万只/月的出货，且正在迅速攀升，预计全年出货量有望达到 20~25 万只，基本平抑 100G 模块的下滑。2020 年，数通 400G 模块有望实现数倍的放量，带动旭创进入 400G 蓝海市场，即便考虑 100G 模块的大幅下滑，旭创仍能实现数通光模块整体收入 25% 的增长。

- **5G 电信光模块，旭创崭露锋芒。**5G 试验网络 2018 年下半年开建，旭创在通信主设备商客户的 25G 前传光模块招标中，取得了良好的份额和成绩。因为公司自成立以来，一直从事电信级光模块的研发和生产，并不存在实质性的短板。我们预计，2019 年国内新建 5G 基站将达到 15 万站以上，因此 5G 市场有望给旭创贡献 5% 左右的收入增长。而 2020 年 5G 建设力度有可能出现 5~6 倍的提升，为旭创持续增长注入充沛动力。
- **盈利预测与估值：**旭创未来有望持续领跑行业，根据公司最新发展情况，我们下调盈利预测，预计 2019-2021 年收入分别为 49.4/61.2/73.2 亿元，净利润为 6.2/9.1/12.0 亿元，对应 EPS 为 0.87/1.27/1.69 元。对应当前股价（2019 年 7 月 12 日）PE 为 36 倍、25 倍、19 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**国内高速光模块市场需求低于预期；100G 产品竞争加剧价格下降超预期；重要客户市场份额下降；硅光对传统光模块形成替代；贸易战恶化。

表、中际旭创分季度业绩对比(单位:百万元)

报告期	18-1Q	18-2Q	18-3Q	18-4Q	19-1Q	QOQ	2017-12	2018-12	YOY
营业收入	1399	1427	1377	953	875.6	-37.4%	2357	5156	118.8%
营业成本	1059	1057	993	641	629.5	-40.6%	1726	3750	117.3%
毛利	340	370	384	312	246.1	-27.6%	632	1406	122.7%
销售费用	14	13	16	17	13.2	-5.5%	32	60	88.1%
管理费用	52	227	-89	63	58.2	11.7%	117	253	117.3%
财务费用	34	18	13	15	14.0	-58.4%	37	79	113.4%
资产减值	-1	2	20	44	-4.6	-	20	66	225.4%
公允价值	0	0	0	14	0	-	-109	14	-
投资收益	2	2	1	1	1.6	-33.0%	11	7	-39.5%
营业利润	158	197	186	140	117.0	-26.1%	206	682	231.2%
利润总额	169	198	183	145	117.0	-30.6%	206	695	237.5%
净利润	148	169	165	142	99.5	-32.7%	162	623	285.8%
EPS(元)	0.207	0.237	0.231	0.198	0.139	-32.7%	0.226	0.873	285.8%
销售费用率	1.0%	0.9%	1.1%	1.8%	1.5%	0.5%	1.4%	1.2%	-0.2%
管理费用率	3.7%	15.9%	-6.5%	6.6%	6.6%	2.9%	5.0%	4.9%	0.0%
财务费用率	2.4%	1.3%	0.9%	1.5%	1.6%	-0.8%	1.6%	1.5%	0.0%
所得税率	12.4%	14.7%	10.2%	2.2%	15.0%	2.6%	21.6%	10.3%	-11.2%
毛利率	24.3%	25.9%	27.9%	32.8%	28.1%	3.8%	26.8%	27.3%	0.5%
净利润率	10.6%	11.8%	12.0%	14.9%	11.4%	0.8%	6.8%	12.1%	5.2%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4158	5865	6869	7945
货币资金	1041	2932	3269	3705
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	840	909	1162	1390
其他应收款	4	47	59	71
存货	2119	1591	1947	2302
非流动资产	3922	3987	4307	4712
可供出售金融资产	0	15	15	15
长期股权投资	103	21	21	21
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1497	1724	2062	2426
在建工程	148	89	105	172
油气资产	0	0	0	0
无形资产	384	362	334	304
资产总计	8080	9852	11176	12657
流动负债	2868	2492	2972	3451
短期借款	390	400	400	400
应付票据	0	300	380	460
应付账款	942	1000	1400	1800
其他	1536	792	792	791
非流动负债	436	990	1165	1314
长期借款	270	420	570	720
其他	167	570	596	594
负债合计	3304	3482	4137	4765
股本	475	714	714	714
资本公积	3697	6860	6860	6860
未分配利润	850	1352	1919	2640
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4776	9020	9689	10543
负债及权益合计	8080	12502	13827	15308

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	623	620	905	1203
折旧和摊销	130	142	184	229
资产减值准备	66	-2	-18	18
无形资产摊销	73	10	18	20
公允价值变动损失	-14	12	12	12
财务费用	79	119	130	140
投资损失	-7	-8	-8	-8
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-473	-534	154	178
经营活动产生现金流量	660	1839	1067	1410
投资活动产生现金流量	-673	-185	-502	-622
融资活动产生现金流量	137	237	-228	-353
现金净变动	139	1891	337	436
现金的期初余额	902	1041	2932	3269
现金的期末余额	1041	2932	3269	3705

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5156	4939	6117	7317
营业成本	3750	3599	4393	5194
营业税金及附加	10	10	12	15
销售费用	60	54	67	80
管理费用	563	466	499	531
财务费用	79	119	130	140
资产减值损失	66	22	25	27
公允价值变动	14	12	12	12
投资收益	7	8	8	8
营业利润	682	689	1012	1349
营业外收入	3	5	5	5
营业外支出	-10	0	0	0
利润总额	695	694	1017	1354
所得税	72	74	112	151
净利润	623	620	905	1203
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	623	620	905	1203
EPS(元)	0.87	0.87	1.27	1.69

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	118.8%	-4.2%	23.9%	19.6%
营业利润增长率	231.2%	1.0%	47.0%	33.3%
净利润增长率	285.8%	-0.6%	46.1%	32.9%
盈利能力				
毛利率	27.3%	27.1%	28.2%	29.0%
净利率	12.1%	12.5%	14.8%	16.4%
ROE	13.0%	6.9%	9.3%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	40.9%	27.9%	29.9%	31.1%
流动比率	1.45	2.35	2.31	2.30
速动比率	0.68	1.70	1.65	1.62
营运能力				
资产周转率	64.9%	55.1%	58.2%	61.4%
应收帐款周转率	550.7%	537.2%	553.3%	544.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.57	0.87	1.27	1.69
每股经营现金	0.92	2.58	1.49	1.98
每股净资产	6.69	12.64	13.58	14.77
估值比率(倍)				
PE	24.0	36.3	24.8	18.7
PB	4.7	2.5	2.3	2.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn