天风证券 TF SECURITIES

中际旭创（300308）

证券研究报告
2020 年 07 月 09 日

业绩持续高增长，电信+数通全面推进长期空间广阔

事件：
公司发布 2020 年半年度业绩预告，预计上半年实现归母净利润 3.36-3.97 亿元，同比增长 62.08%-91.50%。其中，2020 年第二季度预计实现归母净利润 1.82-2.43 亿元，环比一季度增长 18-55%，同比 19 年二季度增长 69-125%。

我们点评如下：
年初疫情影响持续消除，全球数通市场持续回暖，电信市场 5G 等“新基建”加速推进，推动公司单季度业绩再创新高。
19 年初部分云厂商资本开支短期波动的影响基本消除，20 年 Q1 受疫情影响的背景下利润仍然维持同比 50%以上高增速，20 年 Q2 随着疫情影响逐步减弱，国内 5G 网络等“新基建”持续推进带动电信侧 25G 以及 50G/200G 等产品需求快速增长，数通市场海外主要云计算客户 400G 需求持续上量，公司凭借多年技术积淀，全球市场进度领先，未来将对公司业绩带来持续拉动。

数通市场受云计算流量增长的长期拉动，目前处于 400G 升级起量阶段，100G 需求也持续增长，流量带来需求增长叠加速率升级带来的价值量提升，对公司业绩形成重要驱动力。
云计算的载体是大型数据中心以及部署在数据中心中的服务器-交换机-光模块。随着云计算的持续发展，流量的长期快速增长将带动光模块需求的持续增长。同时，数通市场技术快速迭代，2020 年是 400G 升级上量的关键阶段，100G 需求也保持持续增长，数通市场整体需求量提升叠加价值量提升，对公司业绩形成长期成长重要驱动力。

5G 网络建设持续推进，2020 年 5G 独立组网建设规模推进后，对前传 25G、中传 50G 以及回传 100G/200G 乃至 400G 光模块产生大量新增需求，公司电信市场主要产品持续批量出货，对公司业绩形成重要补充。
公司 5G 产品在 2019 年开始导入国内主设备商客户，25G 前传光模块出货量居行业前列，50G 中传以及 200G 等回传产品也实现出货。随着 5G 独立组网建设的持续推进，前传-中传-回传各环节配套的光模块需求将持续落地。公司前期收购成都储翰，进一步强化电信产品封装能力和成本控制能力，电信市场将对公司业绩形成重要补充。

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，随着公司收购成都储翰完成，将进一步强化公司电信产品 OSA 等上游器件封装能力，延伸产业链布局，进一步提升成本和产品竞争力，形成数通+电信双轮驱动公司长期成长。预计公司 20-22 年归母净利润分别为 9.0、12.1、14.3 亿元，对应 20 年 53 倍、21 年 40 倍市盈率，维持“增持”评级。

风险提示：汇率波动超预期，下游资本开支低预期，行业竞争超预期

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	67.2 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)	398.72
A 股总市值(百万元)	47,924.70
流通 A 股市值(百万元)	26,793.76
每股净资产(元)	9.95
资产负债率(%)	35.59
一年内最高/最低(元)	73.45/29.40

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-年报点评报告:业绩符合预期，5G+400G 推动长期快速成长》2020-04-27
2 《中际旭创-公司点评:新基建拉动光模块需求，短期波动不改长期投资价值》2020-03-15
3 《中际旭创-公司点评:业绩符合预期，400G 和 5G 进入加速成长期》2020-02-23

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	5,831.42	7,297.32	8,256.66
增长率(%)	118.76	(7.73)	22.57	25.14	13.15
EBITDA(百万元)	1,238.74	1,394.41	1,272.31	1,633.19	1,868.96
净利润(百万元)	623.12	513.49	900.43	1,212.28	1,427.63
增长率(%)	285.82	(17.59)	75.36	34.63	17.76
EPS(元/股)	0.87	0.72	1.26	1.70	2.00
市盈率(P/E)	76.91	93.33	53.22	39.53	33.57
市净率(P/B)	10.03	6.92	6.18	5.38	4.67
市销率(P/S)	9.29	10.07	8.22	6.57	5.80
EV/EBITDA	16.13	26.29	37.07	28.57	24.27

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	1,166.28	1,519.82	2,774.27
应收票据及应收账款	880.48	1,132.54	1,394.41	1,848.85	1,820.78
预付账款	54.55	65.12	74.08	99.04	98.04
存货	2,118.97	2,503.62	3,064.54	4,004.62	4,207.34
其他	62.92	1,050.67	1,047.41	1,054.74	1,050.07
流动资产合计	**4,158.11**	**5,988.15**	**6,746.72**	**8,527.06**	**9,950.50**
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**	**11,202.32**	**12,911.20**	**14,151.23**
短期借款	389.80	652.29	504.52	350.00	300.00
应付票据及应付账款	941.94	1,431.47	1,422.22	2,121.02	1,906.12
其他	1,535.78	742.33	952.95	965.88	1,114.56
流动负债合计	**2,867.52**	**2,826.08**	**2,879.69**	**3,436.90**	**3,320.68**
长期借款	269.51	465.50	300.00	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**	**573.37**	**573.37**	**573.37**
负债合计	**3,303.72**	**3,564.95**	**3,453.06**	**4,010.27**	**3,894.05**
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	7,036.10	8,187.76	9,544.02
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**	**7,749.27**	**8,900.93**	**10,257.18**
负债和股东权益总	**8,080.20**	**10,491.17**	**11,202.32**	**12,911.20**	**14,151.23**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,156.31**	**4,757.68**	**5,831.42**	**7,297.32**	**8,256.66**
营业成本	3,749.97	3,467.78	4,176.12	5,193.67	5,912.60
营业税金及附加	10.18	16.60	17.49	21.89	24.77
营业费用	60.23	54.84	58.31	65.68	66.05
管理费用	253.35	274.58	279.91	328.38	330.27
研发费用	309.47	362.35	355.72	423.24	454.12
财务费用	79.21	17.08	14.64	4.67	(10.46)
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	97.32	116.78
其他	(74.87)	62.15	(162.20)	(194.63)	(233.56)
营业利润	**681.89**	**576.38**	**1,010.32**	**1,357.11**	**1,596.08**
营业外收入	3.08	0.50	3.40	5.00	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**	**1,011.72**	**1,362.11**	**1,604.08**
所得税	71.84	63.19	111.29	149.83	176.45
净利润	**623.12**	**513.49**	**900.43**	**1,212.28**	**1,427.63**
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**	**900.43**	**1,212.28**	**1,427.63**
每股收益（元）	0.87	0.72	1.26	1.70	2.00

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	623.12	513.49	900.43	1,212.28	1,427.63
折旧摊销	203.32	246.12	247.35	271.41	283.33
财务费用	79.20	39.89	14.64	4.67	(10.46)
投资损失	(6.65)	(67.58)	(81.10)	(97.32)	(116.78)
营运资金变动	(805.58)	(595.01)	(622.05)	(710.01)	(230.14)
其它	566.61	432.55	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	**660.01**	**569.46**	**459.28**	**681.03**	**1,353.59**
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)	(312.68)	(93.22)
投资活动现金流	**(673.08)**	**(1,939.37)**	**(123.90)**	**(107.68)**	**11.78**
债权融资	1,721.75	1,398.65	1,085.39	930.86	880.86
股权融资	86.30	1,682.87	(47.00)	(4.67)	10.46
其他	(1,671.07)	(1,524.37)	(1,443.67)	(1,146.00)	(1,002.25)
筹资活动现金流	**136.98**	**1,557.15**	**(405.29)**	**(219.81)**	**(110.93)**
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**	**(69.91)**	**353.53**	**1,254.45**

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	118.76%	-7.73%	22.57%	25.14%	13.15%
营业利润	231.23%	-15.47%	75.29%	34.32%	17.61%
归属于母公司净利润	285.82%	-17.59%	75.36%	34.63%	17.76%
获利能力					
毛利率	27.27%	27.11%	28.39%	28.83%	28.39%
净利率	12.08%	10.79%	15.44%	16.61%	17.29%
ROE	13.05%	7.41%	11.62%	13.62%	13.92%
ROIC	16.91%	9.76%	14.25%	17.35%	18.49%
偿债能力					
资产负债率	40.89%	33.98%	30.82%	31.06%	27.52%
净负债率	14.25%	2.35%	-1.04%	-6.62%	-18.46%
流动比率	1.45	2.12	2.34	2.48	3.00
速动比率	0.71	1.23	1.28	1.32	1.73
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	2.09	2.06	2.01
总资产周转率	0.65	0.51	0.54	0.61	0.61
每股指标（元）					
每股收益	0.87	0.72	1.26	1.70	2.00
每股经营现金流	0.93	0.80	0.64	0.95	1.90
每股净资产	6.70	9.71	10.87	12.48	14.38
估值比率					
市盈率	76.91	93.33	53.22	39.53	33.57
市净率	10.03	6.92	6.18	5.38	4.67
EV/EBITDA	16.13	26.29	37.07	28.57	24.27
EV/EBIT	19.26	31.80	46.01	34.26	28.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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