

中际旭创 (300308)

公司研究/点评报告

受需求影响业绩有所回落，依然看好光模块全球景气度提升，旭创龙头起航时 —中际旭创 2019 业绩快报点评

点评报告/通信行业

2020 年 02 月 24 日

中际旭创 2019 业绩快报：2019 年公司实现营收 47.58 亿元，同比下降 7.73%；营业利润 5.76 亿元，同比下降 15.46%；归母净利润 5.13 亿元，同比下降 17.64%；2019 年净利率为 10.78%，加权平均 ROE 为 8.29%；2019Q4 实现营收 14.74 亿元，同比增加 54.7%，环比增加 18.0%，单季度实现净利润 1.55 亿元，同比增加 9.2%，环比增加 2.6%。苏州旭创实现单体报表净利润约 6.31 亿元，同比下降 9.7%，扣除股权激励费用对净利润的影响，实现净利润约 6.60 亿元。

● 受全球需求下降影响全年业绩有所回落，2019Q4 单季度业绩止跌回升趋势向好

受部分客户资本开支增速放缓、去库存等外部因素影响，公司全年销售收入和净利润较去年同期有所回落。公司在 2019 上半年业绩回落较明显，2019Q1-Q2 业绩分别同比下滑 33.1%和 36.1%；进入二季度以后，公司进一步优化业务布局、抗风险能力增强；同时，得益于 100G 产品需求回暖、400G 产品逐步起量、5G 产品批量交付等原因，公司销售收入和净利润在下半年稳步回升，2019Q3-Q4 归母净利润分别同比下滑-8.5%和同比增长 9.2%，呈止跌回升迹象。此外，公司对子公司苏州旭创由于原材料质量问题导致的呆滞库存等问题存货计提减值，2019 年末该类减值准备余额为 1.0 亿元，公司合并净利润因此调减 8,950.25 万元。

● 数通光模块市场：100G 需求回暖、400G 逐步起量，将贡献公司未来业绩主要增量

海内外云厂商资本开支逐步回暖，行业景气度提升，2020-2021 年 400G 光模块逐步起量，将实现规模发货，将贡献公司未来业绩的主要增量。2019 年海内外主要互联网云厂商资本开支下滑，全球光模块处于去库存阶段，随着 2019Q3-Q4 云厂商资本开支回暖，带动行业景气度提升，2020 年 400G 产品有望逐步起量。根据 Lightcounting 对光模块产业的预测，2019 年全球光模块销售额约为 60 亿美元，预计 2019-2024 未来五年复合增速达到 20.5%。

● 电信市场：5G 即将进入加速建设阶段，旭创拟收购储翰科技，积极扩展电信市场

站在 5G 通信时代的开端，中际旭创收购储翰科技，能够借助储翰科技的大规模生产能力和光器件组件的低成本制造能力，积极拓展电信市场，实现 5G 产品批量交付；且能够与旭创的产业链形成互补协同效应，强化 OSA 自产进一步扩大光模块产能；此外结合储翰科技已有的客户优势，拓展电信市场更多市场份额。

● 投资建议

中际旭创为全球光模块龙头企业，绑定谷歌产品技术快速迭代，100G/400G 产品率先出货绑定客户具备先发优势，市场份额较高，随着海内外云厂商资本开支逐步回暖，产业景气度回升，技术上数通光模块向 400G 演进，预计 2020 年将逐步放量；在电信市场，公司拥有前传、回传等光模块产品，已实现批量交付，我们认为未来公司有望在 5G 加速建设和数通市场景气度回升的背景下，迎来更大规模的发展。我们预计公司 2020-2021 年实现归母净利润分别为 8.63 亿元、11.59 亿元，对应 2020-2021 年 PE 分别为 43.1X 和 32.1X，参考主要光通信公司 2020 年 PE 均值为 48X，而公司作为全球光模块龙头具备估值溢价，维持“推荐”评级。

● 风险提示

并购储翰科技不及预期风险，光通信 400 产品更迭不及预期，需求不及预期，5G 建设不及预期，行业竞争加剧风险，疫情持续蔓延风险。

推荐

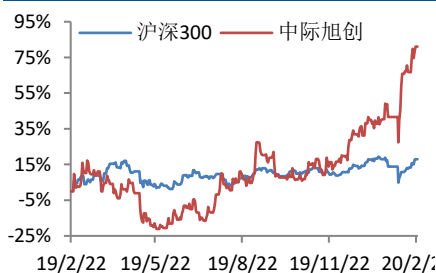
维持评级

当前价格：68.37 元

交易数据 2020-02-21

近 12 个月最高/最低(元)	68.37/29.77
总股本(百万股)	713.17
流通股本(百万股)	350.59
流通股比例(%)	49.16
总市值(亿元)	487.59
流通市值(亿元)	239.70

公司与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证 S0100519030001

电话：010-85127512

邮箱：liuxin@mszq.com

研究助理：包江麟

执业证 S0100119080002

电话：021-60876728

邮箱：baojianglin@mszq.com

相关研究

- 1.【民生通信 | 行业深度】数据中心 IDC 行业深度研究报告：沧海流量，信息基石
- 2.【民生通信 | 行业专题】短期需求叠加长期逻辑，IDC 及云计算产业链投资图谱
- 3.中际旭创(300308)拟收购储翰科技点评：增强规模生产和低成本能力，积极拓展电信市场
- 4.中际旭创(300308)2018 年业绩预告点评：业绩稳定增长，5G 成为新增长点

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,156	4,758	6,705	7,855
增长率 (%)	118.8%	-7.7%	40.9%	17.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	623	513	863	1,159
增长率 (%)	285.8%	-17.7%	68.3%	34.2%
每股收益 (元)	0.87	0.72	1.21	1.62
PE (现价)	46.57	72.52	43.09	32.10
PB	6.08	7.03	6.05	5.09

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,156	4,758	6,705	7,855
营业成本	3,750	3,450	4,798	5,456
营业税金及附加	10	26	26	32
销售费用	60	62	86	94
管理费用	253	338	416	487
研发费用	309	314	432	510
EBIT	773	568	947	1,276
财务费用	79	5	-10	-16
资产减值损失	66	0	0	0
投资收益	7	8	8	8
营业利润	682	571	966	1,300
营业外收支	13	5	5	5
利润总额	695	576	971	1,305
所得税	72	63	108	146
净利润	623	513	863	1,159
归属于母公司净利润	623	513	863	1,159
EBITDA	976	568	947	1,276
资产负债表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,041	2,071	2,467	3,267
应收账款及票据	880	1,099	1,484	1,726
预付款项	55	144	158	179
存货	2,119	1,846	2,628	2,963
其他流动资产	63	68	70	72
流动资产合计	4,158	5,228	6,807	8,207
长期股权投资	103	103	103	103
固定资产	1,497	1,497	1,497	1,497
无形资产	384	384	384	384
非流动资产合计	3,922	3,948	4,006	4,060
资产合计	8,080	9,175	10,814	12,267
短期借款	390	390	390	390
应付账款及票据	942	1,255	1,825	2,016
其他流动负债	1,536	1,805	2,011	2,114
流动负债合计	2,868	3,450	4,225	4,520
长期借款	270	270	270	270
其他长期负债	167	167	167	167
非流动负债合计	436	436	436	436
负债合计	3,304	3,887	4,662	4,956
股本	475	475	475	475
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,776	5,289	6,152	7,311
负债和股东权益合计	8080	9175	10814	12267

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	118.8%	-7.7%	40.9%	17.2%
EBIT 增长率	122.7%	-26.5%	66.8%	34.6%
净利润增长率	285.8%	-17.7%	68.3%	34.2%
盈利能力				
毛利率	27.3%	27.5%	28.4%	30.5%
净利润率	12.1%	10.8%	12.9%	14.8%
总资产收益率 ROA	7.7%	5.6%	8.0%	9.4%
净资产收益率 ROE	13.0%	9.7%	14.0%	15.9%
偿债能力				
流动比率	1.45	1.52	1.61	1.82
速动比率	0.69	0.94	0.95	1.12
现金比率	0.36	0.60	0.58	0.72
资产负债率	40.9%	42.4%	43.1%	40.4%
经营效率				
应收账款周转天数	70.12	84.33	80.79	80.19
存货周转天数	198.95	195.25	199.91	198.20
总资产周转率	0.65	0.55	0.67	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.87	0.72	1.21	1.62
每股净资产	6.70	7.42	8.63	10.25
每股经营现金流	0.93	1.49	0.65	1.21
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	46.57	72.52	43.09	32.10
PB	6.08	7.03	6.05	5.09
EV/EBITDA	20.51	43.02	25.38	18.23
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	623	513	863	1,159
折旧和摊销	203	0	0	0
营运资金变动	-323	543	-408	-305
经营活动现金流	660	1,063	463	862
资本开支	-603	-20	-54	-49
投资	-72	0	0	0
投资活动现金流	-673	-12	-46	-41
股权募资	52	0	0	0
债务募资	151	0	0	0
筹资活动现金流	137	-21	-21	-21
现金净流量	124	1,030	396	800

分析师与研究助理简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名等。

包江麟，民生证券通信行业研究助理，南京大学产业经济学硕士，本科数学专业，2019年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。