

# 中际旭创 (300308)

证券研究报告

2020年02月23日

## 业绩符合预期，400G 和 5G 进入加速成长期

### 事件

公司发布 2019 年度业绩快报，2019 年公司预计实现营业收入 47.58 亿元，同比下滑 7.73%；归母净利润 5.13 亿元，同比下滑 17.64%，接近业绩预告中值。

Q4 单季度预计实现营业收入 14.74 亿元，同比增长 54.56%，环比增长 18.02%；归母净利润 1.55 亿元，同比增长 9.66%，环比增长 3.15%。

### 我们点评如下：

**19 年初云计算厂商资本开支放缓的影响基本消除，单季度公司收入和利润环比持续改善，19Q4 单季度收入创新高。**

19Q1 北美主要云计算厂商资本开支连续多个季度首次下滑，导致行业新增需求以及存量库存消化放缓，对公司业绩形成不利影响。但随着云厂商收入和业务量的持续高速增长，云厂商的资本开支从 2019Q2 开始持续回升。公司作为全球高端数通光模块龙头，伴随云计算资本开支回暖，100G 数通光模块出货量持续稳步回升，对公司业绩带来重要支撑，同时 400G 逐步起量，5G 产品批量交付，推动公司单季度收入和利润环比持续提升，19Q4 单季度收入创新高，前期行业不利影响基本消除。

**审慎会计处理计提存货跌价、长期股权投资及子公司资产减值，以及人民币升值等对利润形成一定影响。中长期看，一次性费用影响有望逐步消除。**报告期内，公司计提对质量问题导致呆滞的原材料库存计提减值，对部分第三方公司长期股权投资以及中际智能的资产计提减值，合计影响净利润 1.18 亿元，不考虑上述减值因素，公司净利润同比基本持平。预计未来存货减值、长期股权投资减值将逐步减少，对公司业绩的影响有望消除。同时，由于公司海外收入占比较高，汇率波动将带来一定影响。2019Q4 人民币升值对公司毛利率以及账面美元资产汇兑损失形成了一定的不利影响。中长期看，公司持续拓展国内业务，加强外汇资产管理，有望减弱汇率波动带来的影响。

**重申公司核心成长逻辑：数通 400G 重点客户导入顺利，出货量持续增长，成为公司长期成长驱动力。电信 5G 前传持续批量交付，中回传等高端产品认证推进顺利，拟收购 OSA 优质标的，强化成本竞争力，优化产业链布局，提升成长性和抗风险能力。**

2019 年云计算厂商开始逐步导入 400G 数通光模块，公司延续 100G 时代全球领先的市场地位，400G 产品顺利导入重点客户，出货量逐步起量，有望占据先发优势，在新产品导入期获得更高市场份额。同时公司在电信市场重点突破，5G 前传产品持续批量交付，中回传高端高速电信光模块产品认证顺利。公司拟收购成都储翰，强化电信产品 OSA 封装能力，延伸产业链布局，进一步提升成本和产品竞争力，增强长期成长性和抗风险能力。

### 盈利预测与投资建议：

公司数通市场领先地位进一步强化，5G 产品持续批量出货，中回传高端产品有望突破。展望未来，公司在高速数通光模块行业龙头地位稳固，云计算资本开支持续回暖驱动公司长期成长；5G 电信前传产品批量交付，价值量更高的中回传领域有望突破，形成数通+电信双轮驱动公司长期成长。预计公司 19-21 年归母净利润分别为 5.1、9.0、12.1 亿元，对应 20 年 54 倍、21 年 40 倍市盈率，维持“增持”评级。

**风险提示：**收购进展低预期、人民币升值超预期、下游资本开支低于预期

### 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   | 68.37 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) | 350.59      |
| A 股总市值(百万元)   | 48,759.10   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 23,969.67   |
| 每股净资产(元)      | 9.44        |
| 资产负债率(%)      | 31.32       |
| 一年内最高/最低(元)   | 70.70/29.40 |

### 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

- 《中际旭创-公司点评:期待协同效应显现，强化成本优势和竞争力》2020-02-16
- 《中际旭创-公司点评:云计算+5G 驱动长期成长，短期费用影响有望消除》2020-02-05
- 《中际旭创-季报点评:业绩符合预期，云 CAPEX 持续回暖，5G 带来增量需求》2019-10-29



| 财务数据和估值     | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 2,357.08 | 5,156.31 | 4,720.19 | 5,860.99 | 7,379.44 |
| 增长率(%)      | 1690.82  | 118.76   | (8.46)   | 24.17    | 25.91    |
| EBITDA(百万元) | 459.31   | 1,238.74 | 785.41   | 1,246.90 | 1,608.01 |
| 净利润(百万元)    | 161.51   | 623.12   | 513.45   | 902.95   | 1,207.77 |
| 增长率(%)      | 1,506.36 | 285.82   | (17.60)  | 75.86    | 33.76    |
| EPS(元/股)    | 0.23     | 0.87     | 0.72     | 1.27     | 1.69     |
| 市盈率(P/E)    | 301.90   | 78.25    | 95.04    | 54.00    | 40.37    |
| 市净率(P/B)    | 12.17    | 10.21    | 8.81     | 7.68     | 6.56     |
| 市销率(P/S)    | 20.69    | 9.46     | 10.34    | 8.32     | 6.61     |
| EV/EBITDA   | 60.42    | 16.13    | 60.74    | 38.65    | 28.57    |

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)      | 2017            | 2018            | 2019E           | 2020E           | 2021E            |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 货币资金            | 957.23          | 1,041.18        | 2,569.14        | 2,042.87        | 4,290.60         |
| 应收票据及应收账款       | 1,100.64        | 880.48          | 692.92          | 1,130.50        | 1,001.34         |
| 预付账款            | 73.64           | 54.55           | 59.69           | 78.58           | 96.00            |
| 存货              | 1,969.00        | 2,118.97        | 1,117.97        | 2,684.47        | 1,825.41         |
| 其他              | 207.25          | 62.92           | 165.69          | 86.28           | 196.18           |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>4,307.76</b> | <b>4,158.11</b> | <b>4,605.41</b> | <b>6,022.71</b> | <b>7,409.53</b>  |
| 长期股权投资          | 25.40           | 102.52          | 102.52          | 102.52          | 102.52           |
| 固定资产            | 1,162.10        | 1,496.56        | 1,664.91        | 1,763.18        | 1,729.10         |
| 在建工程            | 109.48          | 148.10          | 75.24           | 46.10           | 34.44            |
| 无形资产            | 454.18          | 413.95          | 346.17          | 278.39          | 210.61           |
| 其他              | 1,751.10        | 1,760.96        | 1,757.41        | 1,753.87        | 1,750.32         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>3,502.27</b> | <b>3,922.09</b> | <b>3,946.26</b> | <b>3,944.05</b> | <b>3,826.98</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>7,810.02</b> | <b>8,080.20</b> | <b>8,551.67</b> | <b>9,966.76</b> | <b>11,236.51</b> |
| 短期借款            | 434.44          | 389.80          | 300.00          | 300.00          | 300.00           |
| 应付票据及应付账款       | 1,673.98        | 941.94          | 962.15          | 1,342.36        | 1,567.24         |
| 其他              | 838.70          | 1,535.78        | 1,433.67        | 1,656.49        | 1,614.38         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>2,947.12</b> | <b>2,867.52</b> | <b>2,695.82</b> | <b>3,298.85</b> | <b>3,481.62</b>  |
| 长期借款            | 241.28          | 269.51          | 150.00          | 150.00          | 150.00           |
| 应付债券            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             |
| 其他              | 615.77          | 166.69          | 166.69          | 166.69          | 166.69           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>857.05</b>   | <b>436.20</b>   | <b>316.69</b>   | <b>316.69</b>   | <b>316.69</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>3,804.16</b> | <b>3,303.72</b> | <b>3,012.51</b> | <b>3,615.54</b> | <b>3,798.31</b>  |
| 少数股东权益          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             |
| 股本              | 473.86          | 475.46          | 713.77          | 713.17          | 713.17           |
| 资本公积            | 3,555.03        | 3,696.50        | 3,492.57        | 3,492.57        | 3,492.57         |
| 留存收益            | 3,820.64        | 4,567.22        | 4,825.39        | 5,638.05        | 6,725.04         |
| 其他              | (3,843.67)      | (3,962.70)      | (3,492.57)      | (3,492.57)      | (3,492.57)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>4,005.86</b> | <b>4,776.48</b> | <b>5,539.16</b> | <b>6,351.21</b> | <b>7,438.20</b>  |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>7,810.02</b> | <b>8,080.20</b> | <b>8,551.67</b> | <b>9,966.76</b> | <b>11,236.51</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2017            | 2018            | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 161.51          | 623.12          | 513.45          | 902.95          | 1,207.77        |
| 折旧摊销           | 101.56          | 203.32          | 212.29          | 238.66          | 253.52          |
| 财务费用           | 23.73           | 79.20           | (0.39)          | (12.84)         | (25.75)         |
| 投资损失           | (10.99)         | (6.65)          | (7.00)          | (10.00)         | (12.00)         |
| 营运资金变动         | 160.86          | (805.58)        | 1,002.30        | (1,336.98)      | 1,047.23        |
| 其它             | (395.31)        | 566.61          | 0.00            | 0.00            | (0.00)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>41.36</b>    | <b>660.01</b>   | <b>1,720.65</b> | <b>(218.21)</b> | <b>2,470.76</b> |
| 资本支出           | 2,658.21        | 1,060.36        | 240.00          | 240.00          | 140.00          |
| 长期投资           | 3.32            | 77.12           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (2,807.89)      | (1,810.56)      | (473.00)        | (470.00)        | (268.00)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(146.35)</b> | <b>(673.08)</b> | <b>(233.00)</b> | <b>(230.00)</b> | <b>(128.00)</b> |
| 债权融资           | 1,021.90        | 1,721.75        | 1,512.44        | 1,512.44        | 1,512.44        |
| 股权融资           | 3,253.60        | 86.30           | 300.96          | 12.24           | 25.75           |
| 其他             | (3,294.88)      | (1,671.07)      | (1,773.09)      | (1,602.73)      | (1,633.22)      |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>980.62</b>   | <b>136.98</b>   | <b>40.31</b>    | <b>(78.06)</b>  | <b>(95.03)</b>  |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | (20.00)         | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>875.63</b>   | <b>123.91</b>   | <b>1,507.96</b> | <b>(526.27)</b> | <b>2,247.73</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2017            | 2018            | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,357.08</b> | <b>5,156.31</b> | <b>4,720.19</b> | <b>5,860.99</b> | <b>7,379.44</b> |
| 营业成本             | 1,725.51        | 3,749.97        | 3,427.35        | 4,148.12        | 5,237.28        |
| 营业税金及附加          | 6.45            | 10.18           | 7.08            | 8.21            | 9.59            |
| 营业费用             | 32.02           | 60.23           | 53.34           | 52.75           | 59.04           |
| 管理费用             | 116.61          | 253.35          | 233.65          | 263.74          | 295.18          |
| 研发费用             | 129.31          | 309.47          | 292.65          | 339.94          | 405.87          |
| 财务费用             | 37.13           | 79.21           | (0.39)          | (12.84)         | (25.75)         |
| 资产减值损失           | 20.29           | 66.02           | 120.00          | 50.00           | 30.00           |
| 公允价值变动收益         | (109.24)        | 14.21           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 10.99           | 6.65            | (13.00)         | 10.00           | 12.00           |
| 其他               | 182.15          | (74.87)         | 26.00           | (20.00)         | (24.00)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>205.87</b>   | <b>681.89</b>   | <b>573.51</b>   | <b>1,021.08</b> | <b>1,380.24</b> |
| 营业外收入            | 0.41            | 3.08            | 3.40            | 5.00            | 8.00            |
| 营业外支出            | 0.39            | (9.98)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>205.89</b>   | <b>694.95</b>   | <b>576.91</b>   | <b>1,026.08</b> | <b>1,388.24</b> |
| 所得税              | 44.39           | 71.84           | 63.46           | 123.13          | 180.47          |
| <b>净利润</b>       | <b>161.51</b>   | <b>623.12</b>   | <b>513.45</b>   | <b>902.95</b>   | <b>1,207.77</b> |
| 少数股东损益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>161.51</b>   | <b>623.12</b>   | <b>513.45</b>   | <b>902.95</b>   | <b>1,207.77</b> |
| 每股收益(元)          | 0.23            | 0.87            | 0.72            | 1.27            | 1.69            |

| 主要财务比率         | 2017      | 2018    | 2019E   | 2020E  | 2021E   |
|----------------|-----------|---------|---------|--------|---------|
| <b>成长能力</b>    |           |         |         |        |         |
| 营业收入           | 1690.82%  | 118.76% | -8.46%  | 24.17% | 25.91%  |
| 营业利润           | -8628.86% | 231.23% | -15.89% | 78.04% | 35.17%  |
| 归属于母公司净利润      | 1506.36%  | 285.82% | -17.60% | 75.86% | 33.76%  |
| <b>获利能力</b>    |           |         |         |        |         |
| 毛利率            | 26.79%    | 27.27%  | 27.39%  | 29.23% | 29.03%  |
| 净利率            | 6.85%     | 12.08%  | 10.88%  | 15.41% | 16.37%  |
| ROE            | 4.03%     | 13.05%  | 9.27%   | 14.22% | 16.24%  |
| ROIC           | 40.56%    | 16.91%  | 9.42%   | 19.98% | 20.37%  |
| <b>偿债能力</b>    |           |         |         |        |         |
| 资产负债率          | 48.71%    | 40.89%  | 35.23%  | 36.28% | 33.80%  |
| 净负债率           | 1.61%     | 14.25%  | -19.08% | -8.35% | -37.35% |
| 流动比率           | 1.46      | 1.45    | 1.71    | 1.83   | 2.13    |
| 速动比率           | 0.79      | 0.71    | 1.29    | 1.01   | 1.60    |
| <b>营运能力</b>    |           |         |         |        |         |
| 应收账款周转率        | 3.99      | 5.21    | 6.00    | 6.43   | 6.92    |
| 存货周转率          | 2.31      | 2.52    | 2.92    | 3.08   | 3.27    |
| 总资产周转率         | 0.56      | 0.65    | 0.57    | 0.63   | 0.70    |
| <b>每股指标(元)</b> |           |         |         |        |         |
| 每股收益           | 0.23      | 0.87    | 0.72    | 1.27   | 1.69    |
| 每股经营现金流        | 0.06      | 0.93    | 2.41    | -0.31  | 3.46    |
| 每股净资产          | 5.62      | 6.70    | 7.76    | 8.91   | 10.43   |
| <b>估值比率</b>    |           |         |         |        |         |
| 市盈率            | 301.90    | 78.25   | 95.04   | 54.00  | 40.37   |
| 市净率            | 12.17     | 10.21   | 8.81    | 7.68   | 6.56    |
| EV/EBITDA      | 60.42     | 16.13   | 60.74   | 38.65  | 28.57   |
| EV/EBIT        | 77.53     | 19.26   | 83.23   | 47.80  | 33.92   |

### 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        |