

## 业绩复苏迎接新时代，外延收购强化成长基础

## 增持|维持

### ——2019 年年报及 2020 年一季报点评

#### 事件：

2020年4月23日，公司发布2019年年报以及2020年一季报。2019年实现收入47.58亿，同比减少7.73%；实现归母净利润5.13亿，同比减少17.59%。2020年一季度实现收入13.26亿元，同比增加51.44%；实现归母净利润1.54亿元，同比增加37.28%。

#### 点评：

#### ● 业绩基本符合预期，前景逐渐光明

苏州旭创单体实现收入46.31亿元，实现净利润6.31亿，分别较2018年下滑7.34%、9.86%。全年光模块销量462万只，同比增加9.48%。业绩下滑的原因是部分客户资本开支增速放缓、去库存等因素的影响，全年收入和利润呈现下滑状态。但业绩回落影响在去年年初较为突出，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，公司收入和净利润在季度间稳步回升。2020Q1疫情导致复工推迟，但公司努力将疫情对公司生产经营的影响降至最低，实现了较为快速的增长。

#### ● 5G、400G 齐发力，高速光模块逐渐发力

伴随5G前传25G的逐渐上量，以及100G的回暖和400G的小批量出货，公司高速率产品贡献了收入的绝大部分。25G/100G/400G产品实现收入36.01亿，同比下滑3.94%，占收入的比重为75.69%，对应毛利率26.74%；10G/40G产品实现收入10.3亿，同比下滑17.53%，占收入的比重为21.65%，对应毛利率29.23%。预计2020年25G/100G/400G产品比重有望进一步提升。

#### ● 逆境加大研发投入，未雨绸缪下一代产品

尽管2019年公司业绩下滑，但仍然在研发方面加大了投入，去年研发投入达到4.46亿，其中苏州旭创研发投入4.38亿，同比增加32.32%。公司主要加大了下一代速率的数通产品、硅光及相干等方面新品的研发进度，也取得了相关成果包括：完成800G光模块的预研；对400G硅光芯片的工艺进行了优化、改进和投产；100G、200G等相干光模块先后进入市场。

#### ● 收购储翰科技，增厚利润，优势互补，强化市场竞争力

公司此前发布公告，拟以4.84亿元收购储翰科技67.19%股权，交易完成后，储翰科技将成为公司控股子公司纳入公司合并范围。

储翰科技业务分为芯片封装、光电器件及光模块三大类，其中，芯片封装主要为光电器件及光电模块生产服务，基本不对外销售。产品应用范

#### 附表：盈利预测

| 财务数据和估值    | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E    |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 5156.31 | 4757.68 | 6770.24 | 8906.57 | 10755.14 |
| 收入同比(%)    | 118.76  | -7.73   | 42.30   | 31.55   | 20.76    |
| 归母净利润(百万元) | 623.12  | 513.49  | 900.29  | 1194.46 | 1433.69  |
| 归母净利润同比(%) | 285.82  | -17.59  | 75.33   | 32.68   | 20.03    |
| ROE(%)     | 13.05   | 7.41    | 11.25   | 13.03   | 13.56    |
| 每股收益(元)    | 0.87    | 0.72    | 1.26    | 1.67    | 2.01     |
| 市盈率(P/E)   | 71.05   | 86.22   | 49.18   | 37.07   | 30.88    |

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价：62.08元/75.74元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：72.47 / 30.92

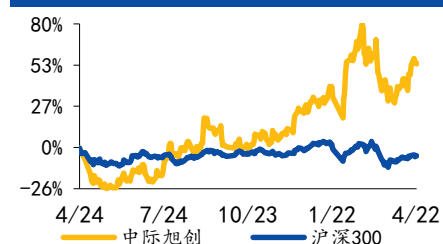
A股流通股(百万股)：398.72

A股总股本(百万股)：713.17

流通市值(百万元)：24752.34

总市值(百万元)：44273.29

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-中际旭创(300308)点评报告：业绩高速增长，新基建加码背景下迎发展良机》  
2020.04.10

《国元证券公司研究-中际旭创(300308)点评报告：单季度业绩持续改善，5G+400G时代旭日东升》  
2020.02.23

#### 报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

围包括 FTTH、移动通信以及数据中心。

我们认为收购完成后，首先将增厚公司未来三年业绩。储翰科技 2019 年实现收入 5.29 亿元，实现净利润 1871.1 万元。同时，被收购方承诺 2020-2022 年储翰科技扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 3000 万元、4800 万元、5700 万。假设储翰顺利完成业绩承诺，2020-2022 年将给公司增加 2016 万元（具体金额取决于储翰科技并表时间）、3225 万元、3830 万元利润。

其次，储翰科技与公司在主要产品的研发方向、生产制造、产品应用领域、客户群体、市场区域等侧重点不同，供应链又有所重合，收购完成后，两家企业在技术进步、客户资源共享、规模化交付能力、成本控制、市场占有率提升、供应链整合等形成协同效应，中长期将强化双方的市场竞争力。

#### ● 5G：稳增长背景下，5G 建设节奏有望加快，带动电信市场高景气

疫情导致宏观经济承压的背景下，工信部强调要加快 5G 建设进度，特别是独立组网的建设，以图充分发挥 5G 建设对“稳投资”、带动产业链发展的积极作用。2020 年国内 5G 建设开始逐渐放量，全年建设 5G 基站有望超过 60 万，带动电信市场高景气。旭创自 2015 年起就开始率先研发 5G 光模块产品，目前，前传、中传、回传光模块的多个系列规格先后导入国内主设备商客户，其中 25G 前传光模块的出货量位居行业前列。在 5G 前传光模块方面，公司取得了良好的份额和订单，同时中传和回传产品也在积极参与设备商招标，有望继续延续前传领域的表现。

#### ● 数通：云计算迎来景气回升，400G 时代龙头再发力

北美云服务厂商资本开支自 2019Q2 开始逐渐回暖，带动 100G 需求恢复正常水平。同时 400G 开始放量，2020 年全球出货量有望达到 80 万只，短期疫情导致远程办公、在线教育等云应用快速发展，叠加 5G 时代流量爆发式增长，推动云计算行业持续高景气。阿里计划未来 3 年再投 2000 亿，用于云操作系统、服务器、芯片、网络等重大核心技术研发攻坚和面向未来的数据中心建设，彰显巨头未来对云计算市场的投入。我们认为在 400G 时代，公司有望复制 100G 时代高速增长的态势。

#### ● 投资建议与盈利预测

在全球光模块市场景气度持续提升的背景下，公司将进入 5G 和 400G 双轮驱动的新时代。在不考虑储翰科技并表的影响下，预计 2020-2022 年公司收入分别为 67.70 亿、89.06 亿、107.55 亿，净利润为 9 亿、11.94 亿、14.33 亿，对应当前股价的 PE 为 49.18、37.07、30.88 倍，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

5G 产品竞争加剧的风险、400G 放量不及预期的风险、100G 价格下滑超预期的风险

\*国元持仓披露：持仓超过 1%需披露，不超过 1%则无需披露。

**财务预测表**

| 资产负债表          |         |          |          |          |          |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元         |         |          |          |          |          |
| 会计年度           | 2018    | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
| <b>流动资产</b>    | 4158.11 | 5991.34  | 7493.34  | 9210.24  | 11403.43 |
| 现金             | 1041.18 | 1236.19  | 2872.50  | 2767.73  | 2896.47  |
| 应收账款           | 840.11  | 1132.54  | 1348.32  | 1865.10  | 2679.93  |
| 其他应收款          | 3.68    | 9.73     | 12.96    | 15.62    | 19.92    |
| 预付账款           | 54.55   | 65.12    | 79.09    | 115.76   | 147.55   |
| 存货             | 2118.97 | 2503.62  | 2817.42  | 3983.62  | 5069.60  |
| 其他流动资产         | 99.61   | 1044.13  | 363.06   | 462.41   | 589.95   |
| <b>非流动资产</b>   | 3922.09 | 4499.83  | 4433.12  | 4572.41  | 4671.41  |
| 长期投资           | 102.52  | 221.07   | 105.76   | 108.45   | 110.34   |
| 固定资产           | 1496.56 | 1949.86  | 2168.31  | 2370.55  | 2538.47  |
| 无形资产           | 383.85  | 311.00   | 241.44   | 172.13   | 102.73   |
| 其他非流动资产        | 1939.17 | 2017.90  | 1917.61  | 1921.28  | 1919.87  |
| <b>资产总计</b>    | 8080.20 | 10491.17 | 11926.46 | 13782.64 | 16074.84 |
| <b>流动负债</b>    | 2867.52 | 2826.08  | 3214.09  | 3849.28  | 4669.13  |
| 短期借款           | 389.80  | 652.29   | 400.00   | 450.00   | 465.00   |
| 应付账款           | 801.59  | 1259.47  | 1285.14  | 1800.65  | 2485.10  |
| 其他流动负债         | 1676.13 | 914.32   | 1528.95  | 1598.63  | 1719.03  |
| <b>非流动负债</b>   | 436.20  | 738.87   | 712.02   | 766.61   | 830.31   |
| 长期借款           | 269.51  | 465.50   | 505.50   | 548.50   | 598.50   |
| 其他非流动负债        | 166.69  | 273.37   | 206.52   | 218.11   | 231.81   |
| <b>负债合计</b>    | 3303.72 | 3564.95  | 3926.11  | 4615.89  | 5499.43  |
| 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           | 3696.50 | 5064.12  | 5064.12  | 5064.12  | 5064.12  |
| 留存收益           | 870.72  | 1320.51  | 2220.80  | 3387.10  | 4795.88  |
| 归属母公司股东权益      | 4776.48 | 6926.22  | 8000.34  | 9166.75  | 10575.41 |
| <b>负债和股东权益</b> | 8080.20 | 10491.17 | 11926.46 | 13782.64 | 16074.84 |

| 现金流量表          |         |          |         |          |          |
|----------------|---------|----------|---------|----------|----------|
| 单位:百万元         |         |          |         |          |          |
| 会计年度           | 2018    | 2019     | 2020E   | 2021E    | 2022E    |
| <b>经营活动现金流</b> | 660.01  | 569.46   | 358.72  | 64.71    | 266.96   |
| 净利润            | 623.12  | 513.49   | 900.29  | 1194.46  | 1433.69  |
| 折旧摊销           | 203.32  | 246.12   | 239.53  | 270.23   | 301.40   |
| 财务费用           | 79.21   | 17.08    | 14.26   | -21.75   | -16.18   |
| 投资损失           | -6.65   | -67.58   | -70.00  | -90.00   | -100.00  |
| 营运资金变动         | -473.15 | -383.70  | -818.30 | -1344.22 | -1382.82 |
| 其他经营现金流        | 234.16  | 244.05   | 92.94   | 55.99    | 30.86    |
| <b>投资活动现金流</b> | -673.08 | -1939.37 | 533.81  | -315.18  | -297.37  |
| 资本支出           | 607.74  | 759.31   | 320.00  | 369.00   | 382.00   |
| 长期投资           | 72.05   | 699.60   | -115.31 | 2.69     | 1.89     |
| 其他投资现金流        | 6.71    | -480.46  | 738.49  | 56.51    | 86.52    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 136.98  | 1557.15  | 743.78  | 145.70   | 159.15   |
| 短期借款           | -44.63  | 262.48   | -252.29 | 50.00    | 15.00    |
| 长期借款           | 28.23   | 195.99   | 40.00   | 43.00    | 50.00    |
| 普通股增加          | 1.60    | 237.71   | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加         | 141.47  | 1367.62  | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金流        | 10.32   | -506.66  | 956.07  | 52.70    | 94.15    |
| <b>现金净增加额</b>  | 138.71  | 195.01   | 1636.31 | -104.77  | 128.74   |

| 利润表             |         |         |         |         |          |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 单位:百万元          |         |         |         |         |          |
| 会计年度            | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E    |
| <b>营业收入</b>     | 5156.31 | 4757.68 | 6770.24 | 8906.57 | 10755.14 |
| 营业成本            | 3749.97 | 3467.78 | 4942.83 | 6430.91 | 7765.93  |
| 营业税金及附加         | 10.18   | 16.60   | 20.20   | 28.07   | 33.30    |
| 营业费用            | 60.23   | 54.84   | 80.71   | 104.65  | 126.59   |
| 管理费用            | 253.35  | 274.58  | 362.07  | 482.44  | 586.47   |
| 研发费用            | 309.47  | 362.35  | 390.00  | 530.00  | 640.00   |
| 财务费用            | 79.21   | 17.08   | 14.26   | -21.75  | -16.18   |
| 资产减值损失          | -66.02  | -141.66 | 20.00   | 70.00   | 70.00    |
| 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   | 70.00   | 90.00   | 100.00   |
| <b>营业利润</b>     | 681.89  | 576.38  | 1054.17 | 1402.25 | 1683.70  |
| 营业外收入           | 3.08    | 0.50    | 6.00    | 5.00    | 6.00     |
| 营业外支出           | -9.98   | 0.20    | 1.00    | 2.00    | 3.00     |
| <b>利润总额</b>     | 694.95  | 576.68  | 1059.17 | 1405.25 | 1686.70  |
| 所得税             | 71.84   | 63.19   | 158.87  | 210.79  | 253.00   |
| <b>净利润</b>      | 623.12  | 513.49  | 900.29  | 1194.46 | 1433.69  |
| 少数股东损益          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 623.12  | 513.49  | 900.29  | 1194.46 | 1433.69  |
| EBITDA          | 964.43  | 839.58  | 1307.96 | 1650.73 | 1968.92  |
| EPS (元)         | 1.31    | 0.72    | 1.26    | 1.67    | 2.01     |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2018   | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 118.76 | -7.73  | 42.30 | 31.55 | 20.76 |
| 营业利润 (%)        | 231.23 | -15.47 | 82.90 | 33.02 | 20.07 |
| 归属母公司净利润 (%)    | 285.82 | -17.59 | 75.33 | 32.68 | 20.03 |
| <b>获利能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 27.27  | 27.11  | 26.99 | 27.80 | 27.79 |
| 净利率 (%)         | 12.08  | 10.79  | 13.30 | 13.41 | 13.33 |
| ROE (%)         | 13.05  | 7.41   | 11.25 | 13.03 | 13.56 |
| ROIC (%)        | 12.56  | 8.26   | 12.77 | 13.74 | 14.17 |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 40.89  | 33.98  | 32.92 | 33.49 | 34.21 |
| 净负债比率 (%)       | 52.12  | 39.23  | 50.42 | 46.16 | 41.78 |
| 流动比率            | 1.45   | 2.12   | 2.33  | 2.39  | 2.44  |
| 速动比率            | 0.68   | 1.23   | 1.41  | 1.31  | 1.31  |
| <b>营运能力</b>     |        |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.65   | 0.51   | 0.60  | 0.69  | 0.72  |
| 应收账款周转率         | 5.51   | 4.80   | 5.45  | 5.52  | 4.72  |
| 应付账款周转率         | 3.40   | 3.37   | 3.88  | 4.17  | 3.62  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.87   | 0.72   | 1.26  | 1.67  | 2.01  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.93   | 0.80   | 0.50  | 0.09  | 0.37  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 6.70   | 9.71   | 11.22 | 12.85 | 14.83 |
| <b>估值比率</b>     |        |        |       |       |       |
| P/E             | 71.05  | 86.22  | 49.18 | 37.07 | 30.88 |
| P/B             | 9.27   | 6.39   | 5.53  | 4.83  | 4.19  |
| EV/EBITDA       | 45.18  | 51.90  | 33.32 | 26.40 | 22.13 |

## 投资评级说明

| (1) 公司评级定义 |                                 | (2) 行业评级定义 |                                |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上   | 推荐         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 增持         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 | 中性         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 持有         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间    | 回避         | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |
| 卖出         | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上    |            |                                |

### 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

| 合肥                                | 上海                                   |
|-----------------------------------|--------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            |
| 传真：(0551) 62207952                | 传真：(021) 68869125                    |
|                                   | 电话：(021) 51097188                    |