

业绩高速增长符合预期, 产品技术行业领先

投资要点

- **业绩总结:** 公司2020年上半年实现营业收入32.5亿元,较去年同期增长59.4%;实现净利润3.7亿元,较去年同期增长76.1%。
- **收入利润双双高增长, 各项业务迅速放量。** 受益于国内外IDC市场需求回暖、主要云厂商客户资本开支增长, 公司上半年业绩恢复迅速。国内外客户也都在积极部署IDC, 加大对5G建设的投入。海外客户已经开始着手部署400G光模块, 国内客户在新基建背景下也在积极开展IDC投资, 公司400G产品需求开始迅速释放、100G产品需求继续保持稳健增长。5G光模块方面, 国内5G网络建设的全面铺开也为其增长注入了动力。公司Q2实现营业收入19.2亿元, 较去年同期增长65.5%;实现净利润2.1亿元, 较去年同期增长96.2%。公司业绩迅速企稳回升的原因是公司400G与5G光模块业务客户需求量大幅提升, 同时, 一季度疫情积压的订单量在二季度得到了释放。
- **研发持续高投入, 产品技术行业领先。** 公司2020年上半年研发投入1.8亿元, 同比增长了22.5%。公司十分重视研发投入, 花费大量的时间精力在技术创新突破上, 目前公司已经组织建立了一支由国内外优秀人员组成的专家团队。在产品技术方面, 公司已经拥有了单模并行光学设计与精密制造技术, 多模并行光学设计与耦合技术、高速电子器件设计、仿真、测试技术, 并自主开发了全自动、高效率的组装测试平台。在研发专利方面, 公司已累计获得了国外授权专利16项, 国内专利100项, 其中发明50项, 公司行业领先的产品技术为公司未来的长足发展奠定了坚实的基础。
- **产品类型丰富, 行业竞争力显著。** 公司自成立以来一直深耕光通信模块业务, 现已拥有多种类型的光模块产品, 能够应对丰富的应用场景。同时公司的供货能力和产业规模位于行业前列, 这为公司持续保持行业领先地位提供强力支持。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.24元、1.69元、2.20元, 未来三年归母净利润将达到45%的复合增长率。考虑到公司产品技术不断创新, 400G与5G光模块业务客户需求量持续大幅提升, 5G通信行业发展迅速, 我们给予公司20年60倍PE估值, 目标价为74.4元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、海外疫情加剧、产品研发不及预期等风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4757.68	6622.75	8579.53	11120.88
增长率	-7.73%	39.20%	29.55%	29.62%
归属母公司净利润(百万元)	513.49	884.65	1208.65	1566.25
增长率	-17.59%	72.28%	36.63%	29.59%
每股收益EPS(元)	0.72	1.24	1.69	2.20
净资产收益率ROE	7.41%	12.25%	13.83%	15.57%
PE	82	48	35	27
PB	6.10	5.84	4.83	4.20

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.13
流通A股(亿股)	6.75
52周内股价区间(元)	40.0-72.47
总市值(亿元)	422.27
总资产(亿元)	125.60
每股净资产(元)	10.18

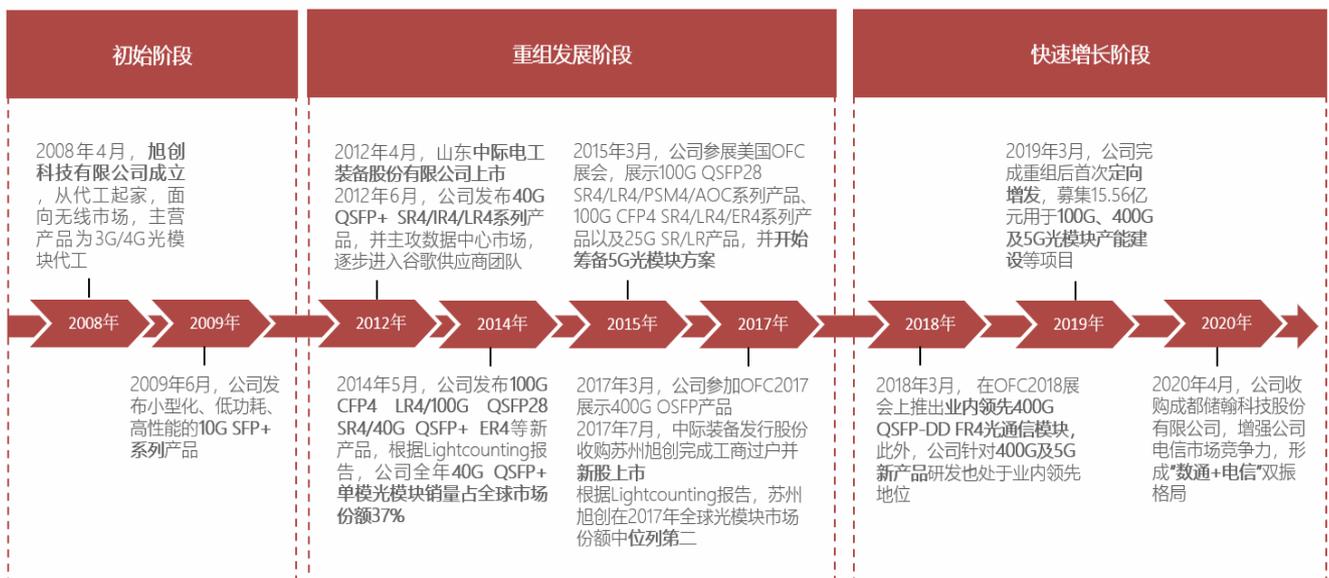
相关研究

1 公司为光通信技术创新型企业

公司是一家集光通信器件、智能装备设计研发制造于一身的技术创新型企业。公司的主营业务是高端光通信收发模块和智能装备制造两大板块，形成了双主业独立运营、协同发展的经营模式。公司的全资子公司苏州旭创致力于高端光通信收发模块的研发、制造和销售，产品主要应用于云计算数据中心、数据通信、5G 无线网络和电信传输网络等领域的国内外客户。公司在高端光通信收发模块方面十分注重技术研发投入，持续推动产品向高端化发展，在行业里也一直保持着领先身位。同时公司的全资子公司中际智能是以电机定子绕组制造装备的研发、制造、销售及售后服务作为主营业务线，子公司产品覆盖了工业电机、新能源汽车、家用电器等多个领域，拥有三十多个系列、二百多个品种的产品，是国内电机绕组制造装备的领军企业。

子公司苏州旭创于 2008 年 4 月成立，从代工起家，面向无线市场，主营产品为 3G 和 4G 光模块代工，并发布系列产品，在 3G 市场初露锋芒。先后发布了 10G/25G/40G/100G 光收发模块，广泛应用于数据通信和电信市场。2014 年，在全球数据中心 40G 光模块的普及下，公司不断引领行业发展，根据 Lightcounting 报告，2014 年公司全年 40G QSFP+单模光模块销量占全球市场份额 37%。2015 年起，公司开始筹备 5G 光模块方案，苏州旭创持续保持光模块市场领先地位，并进入国内数据中心市场。2017 年，中际装备发行股份收购苏州旭创，成为全球高端光通信收发模块领域的领军企业之一，根据 Lightcounting 报告，苏州旭创在 2017 年全球光模块市场份额中位列第二。2018 年，公司顺利进入 5G 无线市场，并推出业内首款 400G QSFP-DD FR4 光通信模块，在全球大型数据中心光模块需求增幅较大的竞争格局下，以研发优势巩固了市场份额。2019 年，公司继续加大新产品研发力度，完成重组后首次定向增发，募集 15.56 亿元用于 100G/400G 和 5G 光模块产能建设等项目。2020 年，公司收购成都储翰科技股份有限公司，形成“数通+电信”双振格局，在电信市场占有一席之地。

图 1：苏州旭创发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

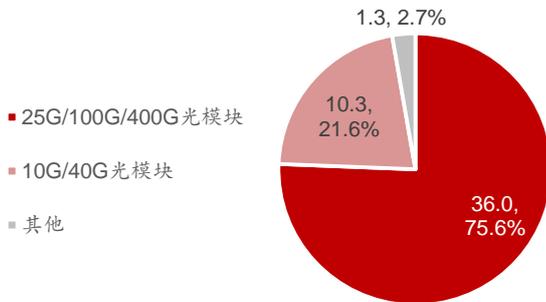
公司主营业务为 10G/25G/40G/100G/400G 高速光通信模块及其测试系统的研发、设计、制造和销售，为客户提供光通信模块产品。

表 1：中际旭创主营业务

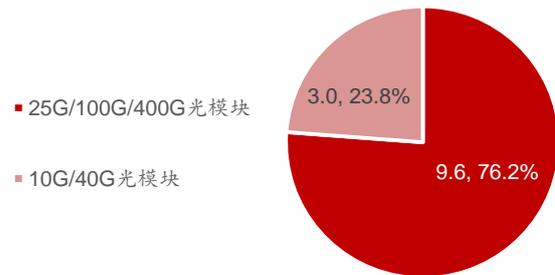
产品系列	产品外观	产品特性	应用场景
400G QSFP-DD		包括 8x50G 和 4X100G 两种架构方案。该系列的产品符合 IEEE 802.3bs 和 QSFP-DD MSA 标准	主要应用于 400G 以太网、数据中心和云网络
400G OSFP		采用 8x50G 架构方案，该系列的产品符合 IEEE 802.3bs 和 OSFP MSA 标准	主要应用于 400G 以太网、数据中心和云网络
100G QSFP28/ Single Lambda		具有功耗低、体积小、速率高等特性，有利于数据中心增加容量、提高端口密度和降低功耗	主要应用于 100G 数据中心内部网络、数据中心互联、城域网络、5G 网络等环境
100G CFP4		具有功耗低、体积小、支持双速率	支持以太网和 OTU4 应用
40G QSFP+		具有功耗低、体积小、速率高等特性，有利于数据中心增加容量、提高端口密度和降低功耗	广泛应用于大型数据中心、园区网络、城域网络等环境
25G SFP28		具有功耗低、体积小、速率高、宽温度范围等特性	主要应用于数据中心、5G 网络、25G 以太网、光纤通道等环境
10G SFP+		传输速率为 10G，目前 10G 主流产品，具有功耗低、体积小、速率高等特性	主要应用于数据中心、城域网、无线网络、传输网络等环境
10G XFP		拥有激光等级 1、符合 XFP MSA、符合 IEEE 802.3ae、I2C 管理接口、line/client 端回送功能的产品特性	主要应用于 8.5Gb/s 光纤通道、OC-192 与 STM-64 上行/下行多路复用器、数据存储网络、告诉数据通信与 IP 路由器 ATM 核心交换机

数据来源：公司官网，西南证券整理

从营收结构来看,公司主要业务有 25G/100G/400G 光模块和 10G/40G 光模块两大块业务, 2019 年分别占营收比重为 75.6%、21.6%。而在公司的毛利结构中, 25G/100G/400G 光模块和 10G/40G 光模块分别占总毛利比例为 76.2%和 23.8%, 25G/100G/400G 光模块业务是公司最主要的业务, 也是公司最主要的利润来源。

图 2: 公司各业务占比 (亿元)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 3: 公司各业务毛利占比 (亿元)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

公司营收迅速发展, 盈利水平大幅增长。公司营收和归母净利润近年来一直呈快速上升趋势, 公司营收从 2015 年的 1.2 亿元上升至 2019 年的 47.6 亿元, 复合增速达到了 251%。公司归母净利润从 2015 年的 0.1 亿元上涨至 2019 年的 5.1 亿元, 复合增速达到了 267%。营收与归母净利润的快速增长主要是由于公司主营业务结构发生了变化, 在原有电机绕组设备制造业务的基础上, 新增了高端光模块设备制造业务, 实现双主业并行发展。而受益于北美和中国 IDC 市场的高速发展, 公司获得了大量的订单, 同时公司不断推动技术创新, 在行业里一直保持着领先身位。受益于国内外 IDC 市场需求回暖、主要云厂商客户资本开支增长, 公司上半年业绩恢复迅速。公司上半年实现营业收入 32.5 亿元, 较去年同期增长 59.4%; 实现净利润 3.7 亿元, 较去年同期增长 76.1%。国内外客户也都在积极部署 IDC, 加大对 5G 建设的投入。海外客户已经开始着手部署 400G 光模块, 国内客户在新基建背景下也在积极开展 IDC 投资, 公司 400G 产品需求开始迅速释放、100G 产品需求继续保持稳健增长。5G 光模块方面, 国内 5G 网络建设的全面铺开也为其增长注入了动力。公司 Q2 实现营业收入 19.2 亿元, 较去年同期增长 65.5%; 实现净利润 2.1 亿元, 较去年同期增长 96.2%。公司业绩迅速企稳回升的原因是公司 400G 与 5G 光模块业务客户需求量大幅提升, 同时, 一季度疫情积压的订单量在二季度得到了释放。

图 4: 公司近 5 年营收及增长情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 公司近 5 年归母净利润及增长情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着信息流量爆发式增长，全球 5G 快速发展，光通信模块将会迎来大量订单。公司旗下子公司苏州旭创凭借其能够在光通信模块业务大幅增长中优先受益。今年客户对光通信模块需求剧增，预计未来将维持稳健增速。假设 2020-2022 年 25/100/400G 光模块业务订单量增速分别为 40%、30%、30%，10/40G 光模块业务订单量增速在未来三年内为 40%、30%、30%；

假设 2：在电机绕组装备制造领域，公司产品线齐全，是国内少数能为客户提供定子绕组制造系列成套装备的厂家之一，能够提供定子绕组制造全部生产过程所需装备。该业务今年上半年受到疫情影响可控，收入利润略有增长，但增势缓慢。公司也在积极进行产品结构和营销策略的转型，向工业电机自动线及新能源汽车驱动电机、变频电机市场进行拓展，预计未来该业务订单量将维持平稳增速。假设 2020-2022 年自动生产线和半自动生产线业务订单量增速均为 10%、10%、10%；

假设 3：重要零部件业务非公司主营业务，随着公司在行业里逐渐形成规模效应，未来业务增速有望维持稳定水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表：

表 2：分业务收入

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
25/100/400G 光模块	收入	3601.2	5041.6	6554.1	8520.4
	增速	-3.9%	40.0%	30.0%	30.0%
10/40G 光模块	收入	1029.8	1441.8	1874.3	2436.6
	增速	-17.5%	40.0%	30.0%	30.0%
自动生产线	收入	44.9	49.4	54.3	59.7
	增速	-39.4%	10.0%	10.0%	10.0%
半自动生产线	收入	42.2	46.4	51.1	56.2
	增速	-17.1%	10.0%	10.0%	10.0%
重要零部件	收入	39.6	43.5	45.7	48.0
	增速	17.9%	10.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	4757.7	6622.7	8579.5	11120.9
	增速	-7.7%	39.2%	29.5%	29.6%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值与投资建议

可比公司估值：

我们选取光通信行业中的三家可比公司，三家可比公司主营业务与中际旭创相似，都是以光通信模块相关产品技术为主。2020 年三家公司平均估值为 62 倍，考虑到 5G 行业发展迅速，公司 400G 与 5G 光模块业务客户需求量大幅提升，产品技术取得新突破，我们认为公司估值水平相对于行业平均水平被低估。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）		PE（倍）	
			20E	21E	20E	21E
300548.SZ	博创科技	54.37	0.69	1.08	78.03	50.23
300394.SZ	天孚通信	66.58	1.22	1.58	53.40	40.80
300502.SZ	新易盛	67.09	1.22	1.72	55.33	39.46
平均值					62.25	43.50

数据来源：Wind，西南证券整理

投资建议：

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.24 元、1.69 元、2.20 元，未来三年归母净利润将达到 45% 的复合增长率。考虑到公司产品技术不断创新，400G 与 5G 光模块业务客户需求量持续大幅提升，5G 通信行业发展迅速，给予公司 20 年 60 倍目标 PE，目标价为 74.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4757.68	6622.75	8579.53	11120.88	净利润	513.49	884.65	1208.65	1566.25
营业成本	3467.78	4834.61	6434.64	8340.66	折旧与摊销	246.12	169.61	169.61	169.61
营业税金及附加	16.60	19.76	27.04	34.43	财务费用	17.08	212.43	-9.81	-12.71
销售费用	54.84	79.47	111.53	144.57	资产减值损失	-141.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	274.58	430.48	600.57	778.46	经营营运资本变动	-533.88	-61.13	-1131.64	-868.03
财务费用	17.08	212.43	-9.81	-12.71	其他	468.30	6.85	-90.94	59.26
资产减值损失	-141.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	569.46	1212.40	145.88	914.38
投资收益	67.58	2.43	2.56	2.99	资本支出	-272.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-13.47	-4.37	-6.67	其他	-1667.32	-7.85	-1.81	-3.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1939.37	-7.85	-1.81	-3.68
营业利润	576.38	1034.96	1413.74	1831.78	短期借款	262.48	-652.29	0.00	0.00
其他非经营损益	0.30	-0.04	0.22	0.51	长期借款	195.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	576.68	1034.92	1413.96	1832.29	股权融资	1605.33	0.00	0.00	0.00
所得税	63.19	150.27	205.31	266.05	支付股利	-62.71	-102.70	-176.93	-241.73
净利润	513.49	884.65	1208.65	1566.25	其他	-443.95	-976.90	491.29	12.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1557.15	-1731.88	314.36	-229.02
归属母公司股东净利润	513.49	884.65	1208.65	1566.25	现金流量净额	195.01	-527.33	458.43	681.68
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1236.19	708.86	1167.30	1848.97	成长能力				
应收和预付款项	1204.44	1504.77	2025.39	2593.83	销售收入增长率	-7.73%	39.20%	29.55%	29.62%
存货	2503.62	3541.30	4843.12	6228.36	营业利润增长率	-15.47%	79.56%	36.60%	29.57%
其他流动资产	1047.08	704.41	726.40	754.95	净利润增长率	-17.59%	72.28%	36.63%	29.59%
长期股权投资	221.07	221.07	221.07	221.07	EBITDA 增长率	-12.95%	68.78%	11.05%	26.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2100.46	1988.40	1876.34	1764.29	毛利率	27.11%	27.00%	25.00%	25.00%
无形资产和开发支出	2123.37	2067.58	2011.79	1956.01	三费率	7.28%	10.91%	8.19%	8.19%
其他非流动资产	54.92	53.16	51.39	49.63	净利率	10.79%	13.36%	14.09%	14.08%
资产总计	10491.17	10789.56	12922.80	15417.11	ROE	7.41%	12.25%	13.83%	15.57%
短期借款	652.29	0.00	0.00	0.00	ROA	4.89%	8.20%	9.35%	10.16%
应付和预收款项	1587.82	2400.75	2880.01	3882.10	ROIC	8.44%	15.88%	16.25%	18.38%
长期借款	465.50	465.50	465.50	465.50	EBITDA/销售收入	17.65%	21.40%	18.34%	17.88%
其他负债	859.35	698.75	839.53	1007.23	营运能力				
负债合计	3564.95	3565.00	4185.04	5354.83	总资产周转率	0.51	0.62	0.72	0.78
股本	713.17	713.17	713.17	713.17	固定资产周转率	2.76	3.50	4.82	6.66
资本公积	5064.12	5090.39	5090.39	5090.39	应收账款周转率	4.77	5.16	5.13	5.09
留存收益	1320.51	2102.46	3134.18	4458.70	存货周转率	1.44	1.55	1.52	1.50
归属母公司股东权益	6926.22	7224.56	8737.76	10062.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.45%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	6926.22	7224.56	8737.76	10062.28	资产负债率	33.98%	33.04%	32.38%	34.73%
负债和股东权益合计	10491.17	10789.56	12922.80	15417.11	带息债务/总负债	31.35%	13.06%	11.12%	8.69%
					流动比率	2.12	2.29	2.54	2.48
					速动比率	1.23	1.03	1.14	1.13
					股利支付率	12.21%	11.61%	14.64%	15.43%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	839.58	1417.00	1573.54	1988.68	每股收益	0.72	1.24	1.69	2.20
PE	82.23	47.73	34.94	26.96	每股净资产	9.71	10.13	12.25	14.11
PB	6.10	5.84	4.83	4.20	每股经营现金	0.80	1.70	0.20	1.28
PS	8.88	6.38	4.92	3.80	每股股利	0.09	0.14	0.25	0.34
EV/EBITDA	49.69	29.16	25.97	20.20					
股息率	0.15%	0.24%	0.42%	0.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn