

# 中际旭创 (300308)

证券研究报告

2018 年 10 月 31 日

## 业绩持续高增长，云计算+5G 打开长期成长空间

### 事件：

公司披露三季报，前三季度公司实现营收 42.0 亿元，同比增长 269%，归母净利润 4.8 亿元，同比增长 281%。三季度单季公司实现营收 13.8 亿元，同比增长 28.9%，归母净利润 1.65 亿元，同比增长 34.5%。

### 我们点评如下：

**三季度业绩符合预期，公司数通光模块龙头地位稳固，100G 光模块出货量快速增长推动业绩持续高增长，400G 开始小批量出货，未来有望延续行业领先地位。**

18 年前三季度 100G 光模块出货量同比显著增长，是业绩增长主要推动力，剔除股权激励费用影响，苏州旭创单体净利润 5.5 亿元，同比持续快速增长。下一代 400G 高速光模块产品公司已经实现对下游客户小批量出货，产品研发和客户认证、出货进度领先其他竞争对手。光模块行业规模效应显著，公司有望在 400G 时代建立先发优势，延续 100G 时代行业领先地位。

**公司增效降本成果显著，新产品迭代、成本管控等措施有效对冲光模块行业价格持续下降的影响，推动公司毛利率稳步提升，费用率控制良好。**

三季度单季公司毛利率 28%，环比回升 2 个百分点，公司前期库存消化进度有所波动对毛利率产生一定影响，随着出货进度恢复正常，工艺优化和成本管控持续推进，叠加人民币贬值的因素，在光模块行业正常的价格下降趋势下公司毛利率稳步回升，体现公司较强的上下游议价能力和工艺水平及成本管控能力。下一阶段公司重点推进的 400G 数通光模块以及 5G 基站侧 25G 光模块产品进展顺利，新产品迭代有望对整体盈利能力形成正向促进。公司费用控制良好，费用率基本稳定，股权激励费用导致管理费用短期波动，随着股权激励费用摊销逐步完成，管理费用率有望回归正常。

**公司设立并增资宁波创泽云投资合伙企业，专注光通信高端器件及先进技术开发应用相关标的的投资，关注公司未来向上游高端器件、芯片领域的投资布局，有望进一步提升公司核心竞争实力。**

18 年 3 月公司全资子公司苏州旭创等发起成立宁波创泽云投资合伙企业，10 月取得私募基金备案后，目前苏州旭创已累计出资 3205 万元。宁波创泽云专注投资光通信高端器件和技术相关标的，光通信行业技术壁垒和附加值较高，高端芯片、器件等在光模块成本占比较高，公司未来有望加快高端器件、芯片等领域的业务拓展和产业链延伸，提升核心器件供应能力，保障公司主业盈利能力和长期核心竞争力。

**展望未来，云计算+5G 是公司未来持续增长核心驱动力，公司产能持续释放，成本不断优化，业绩有望持续高速增长。**

全球云计算持续快速发展，根据 Cisco 预测，全球云计算数据中心 IP 流量未来 5 年年复合增速达到 30%，数据流量持续增长叠加时延性能要求不断提高，对高速数通光模块带来持续旺盛需求。公司高速光模块产能持续释放，成本不断优化，400G 数通及 25G 电信光模块推进顺利，价值量和盈利能力进一步提升。公司有望充分受益云计算和 5G 对光模块产生的持续旺盛需求，业绩有望持续高速增长。

### 盈利预测与投资建议：

公司 100G 光模块出货量持续快速增长，400G 和 5G 无线光模块推进顺利，有望占据下一代光模块和 5G 电信光模块领先优势，新产品顺利迭代叠加公司有力的成本管控，推动公司毛利率稳步回升，受益云计算和 5G 的长期需求，公司业绩有望持续高速增长。预计公司 18-20 年归母净利润 6.5、9.5、12.2 亿元，对应 18 年 30 倍、19 年 20 倍市盈率，维持“买入”评级。

**风险提示：**运营商集采低预期、汇率波动、贸易战风险、技术研发风险

### 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 通信/通信设备  |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格   | 38.26 元  |
| 目标价格   | 元        |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 475.50      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 218.25      |
| A 股总市值(百万元)   | 19,253.16   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8,836.76    |
| 每股净资产(元)      | 9.18        |
| 资产负债率(%)      | 46.46       |
| 一年内最高/最低(元)   | 82.00/36.25 |

### 作者

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 唐海清                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110517030002 |     |
| tanghaiqing@tfzq.com      |     |
| 姜佳汛                       | 联系人 |
| jiangjiaxun@tfzq.com      |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《中际旭创-公司点评:业绩持续高增长毛利率稳步回升，长期竞争力突显》 2018-10-14
- 2 《中际旭创-公司点评:董事长和总裁增持彰显长期信心，看好公司核心竞争优势》 2018-09-11
- 3 《中际旭创-半年报点评:毛利率稳步回升，400G 和 5G 产品推进顺利，长期前景广阔》 2018-08-08



| 财务数据和估值     | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 131.62   | 2,357.08 | 5,639.16 | 7,126.00 | 9,253.94 |
| 增长率(%)      | 8.41     | 1690.82  | 139.24   | 26.37    | 29.86    |
| EBITDA(百万元) | 27.55    | 330.01   | 877.42   | 1,218.01 | 1,508.87 |
| 净利润(百万元)    | 10.05    | 161.51   | 646.74   | 954.26   | 1,217.35 |
| 增长率(%)      | 79.73    | 1,506.36 | 300.44   | 47.55    | 27.57    |
| EPS(元/股)    | 0.02     | 0.34     | 1.36     | 2.01     | 2.56     |
| 市盈率(P/E)    | 1,914.95 | 119.21   | 29.77    | 20.18    | 15.82    |
| 市净率(P/B)    | 34.64    | 4.81     | 3.95     | 3.37     | 2.83     |
| 市销率(P/S)    | 146.28   | 8.17     | 3.41     | 2.70     | 2.08     |
| EV/EBITDA   | 183.47   | 84.09    | 20.33    | 15.22    | 11.07    |

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)      | 2016          | 2017            | 2018E           | 2019E            | 2020E            |
|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 69.26         | 957.23          | 2,201.82        | 1,503.10         | 3,337.25         |
| 应收账款            | 56.39         | 1,021.62        | 858.10          | 1,319.29         | 1,251.25         |
| 预付账款            | 11.10         | 73.64           | 125.31          | 119.82           | 200.83           |
| 存货              | 71.61         | 1,969.00        | 1,732.38        | 2,593.56         | 3,064.98         |
| 其他              | 95.63         | 286.28          | 313.58          | 311.73           | 372.69           |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>303.99</b> | <b>4,307.76</b> | <b>5,231.19</b> | <b>5,847.51</b>  | <b>8,227.00</b>  |
| 长期股权投资          | 22.08         | 25.40           | 25.40           | 25.40            | 25.40            |
| 固定资产            | 183.77        | 1,162.10        | 1,681.31        | 2,289.10         | 2,832.33         |
| 在建工程            | 1.49          | 109.48          | 203.79          | 249.52           | 219.81           |
| 无形资产            | 96.98         | 454.18          | 429.20          | 388.28           | 315.87           |
| 其他              | 23.84         | 1,751.10        | 1,724.15        | 1,723.82         | 1,723.49         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>328.16</b> | <b>3,502.27</b> | <b>4,063.86</b> | <b>4,676.12</b>  | <b>5,116.90</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>632.15</b> | <b>7,810.02</b> | <b>9,295.05</b> | <b>10,523.63</b> | <b>13,343.90</b> |
| 短期借款            | 0.00          | 434.44          | 300.00          | 300.00           | 300.00           |
| 应付账款            | 23.65         | 1,764.45        | 2,769.73        | 3,142.39         | 4,590.95         |
| 其他              | 43.69         | 748.23          | 833.69          | 840.31           | 1,128.58         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>67.34</b>  | <b>2,947.12</b> | <b>3,903.41</b> | <b>4,282.70</b>  | <b>6,019.53</b>  |
| 长期借款            | 0.00          | 241.28          | 150.00          | 150.00           | 150.00           |
| 应付债券            | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 其他              | 9.03          | 615.77          | 369.89          | 369.89           | 369.89           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>9.03</b>   | <b>857.05</b>   | <b>519.89</b>   | <b>519.89</b>    | <b>519.89</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>76.37</b>  | <b>3,804.16</b> | <b>4,423.31</b> | <b>4,802.59</b>  | <b>6,539.42</b>  |
| 少数股东权益          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 股本              | 216.01        | 473.86          | 475.50          | 475.50           | 475.50           |
| 资本公积            | 232.34        | 3,555.03        | 3,555.03        | 3,555.03         | 3,555.03         |
| 留存收益            | 338.60        | 3,820.64        | 4,396.24        | 5,245.53         | 6,328.98         |
| 其他              | (231.17)      | (3,843.67)      | (3,555.03)      | (3,555.03)       | (3,555.03)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>555.78</b> | <b>4,005.86</b> | <b>4,871.74</b> | <b>5,721.04</b>  | <b>6,804.48</b>  |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>632.15</b> | <b>7,810.02</b> | <b>9,295.05</b> | <b>10,523.63</b> | <b>13,343.90</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2016           | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 10.05          | 161.51          | 646.74          | 954.26          | 1,217.35        |
| 折旧摊销           | 31.22          | 101.56          | 91.46           | 97.41           | 98.89           |
| 财务费用           | 1.19           | 23.73           | 3.47            | (6.04)          | (14.55)         |
| 投资损失           | (3.39)         | (10.99)         | (21.50)         | (21.50)         | (21.50)         |
| 营运资金变动         | (81.87)        | 161.52          | 1,192.96        | (935.42)        | 1,191.82        |
| 其它             | 76.63          | (395.97)        | (24.76)         | 0.00            | (0.00)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>33.83</b>   | <b>41.36</b>    | <b>1,888.36</b> | <b>88.71</b>    | <b>2,472.01</b> |
| 资本支出           | 28.49          | 2,658.21        | 925.88          | 710.00          | 540.00          |
| 长期投资           | 1.98           | 3.32            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (111.12)       | (2,807.89)      | (1,559.62)      | (1,398.50)      | (1,058.50)      |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(80.65)</b> | <b>(146.35)</b> | <b>(633.74)</b> | <b>(688.50)</b> | <b>(518.50)</b> |
| 债权融资           | 7.28           | 1,021.90        | 796.19          | 796.19          | 796.19          |
| 股权融资           | 0.79           | 3,253.60        | 286.82          | 6.04            | 14.55           |
| 其他             | (10.23)        | (3,294.88)      | (1,093.04)      | (901.16)        | (930.10)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(2.16)</b>  | <b>980.62</b>   | <b>(10.04)</b>  | <b>(98.93)</b>  | <b>(119.36)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(48.98)</b> | <b>875.63</b>   | <b>1,244.59</b> | <b>(698.72)</b> | <b>1,834.15</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2016          | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>131.62</b> | <b>2,357.08</b> | <b>5,639.16</b> | <b>7,126.00</b> | <b>9,253.94</b> |
| 营业成本             | 91.40         | 1,725.51        | 4,164.04        | 5,191.13        | 6,790.25        |
| 营业税金及附加          | 2.75          | 6.45            | 12.15           | 15.76           | 19.47           |
| 营业费用             | 3.70          | 32.02           | 44.42           | 97.88           | 163.65          |
| 管理费用             | 40.82         | 245.91          | 593.12          | 680.72          | 845.50          |
| 财务费用             | (1.11)        | 37.13           | 3.47            | (6.04)          | (14.55)         |
| 资产减值损失           | (0.13)        | 20.29           | 36.20           | 41.40           | 46.60           |
| 公允价值变动收益         | 0.00          | (109.24)        | (24.76)         | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 3.39          | 10.99           | 21.50           | 21.50           | 21.50           |
| 其他               | (6.78)        | 182.16          | 6.53            | (43.00)         | (43.00)         |
| <b>营业利润</b>      | <b>(2.41)</b> | <b>205.87</b>   | <b>782.49</b>   | <b>1,126.65</b> | <b>1,424.53</b> |
| 营业外收入            | 13.37         | 0.41            | 14.00           | 14.00           | 14.00           |
| 营业外支出            | 0.05          | 0.39            | 0.40            | 0.40            | 0.40            |
| <b>利润总额</b>      | <b>10.91</b>  | <b>205.89</b>   | <b>796.09</b>   | <b>1,140.25</b> | <b>1,438.13</b> |
| 所得税              | 0.86          | 44.39           | 149.35          | 185.98          | 220.78          |
| <b>净利润</b>       | <b>10.05</b>  | <b>161.51</b>   | <b>646.74</b>   | <b>954.26</b>   | <b>1,217.35</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>10.05</b>  | <b>161.51</b>   | <b>646.74</b>   | <b>954.26</b>   | <b>1,217.35</b> |
| 每股收益（元）          | 0.02          | 0.34            | 1.36            | 2.01            | 2.56            |

  

| 主要财务比率         | 2016      | 2017      | 2018E   | 2019E  | 2020E  |
|----------------|-----------|-----------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |           |           |         |        |        |
| 营业收入           | 8.41%     | 1690.82%  | 139.24% | 26.37% | 29.86% |
| 营业利润           | -195.58%  | -8628.86% | 280.09% | 43.98% | 26.44% |
| 归属于母公司净利润      | 79.73%    | 1506.36%  | 300.44% | 47.55% | 27.57% |
| <b>获利能力</b>    |           |           |         |        |        |
| 毛利率            | 30.56%    | 26.79%    | 26.16%  | 27.15% | 26.62% |
| 净利率            | 7.64%     | 6.85%     | 11.47%  | 13.39% | 13.15% |
| ROE            | 1.81%     | 4.03%     | 13.28%  | 16.68% | 17.89% |
| ROIC           | -0.78%    | 40.56%    | 15.82%  | 27.11% | 23.84% |
| <b>偿债能力</b>    |           |           |         |        |        |
| 资产负债率          | 12.08%    | 48.71%    | 47.59%  | 45.64% | 49.01% |
| 净负债率           | -3.46%    | 0.00%     | 37.46%  | 24.91% | 36.79% |
| 流动比率           | 4.51      | 1.46      | 1.34    | 1.37   | 1.37   |
| 速动比率           | 3.45      | 0.79      | 0.90    | 0.76   | 0.86   |
| <b>营运能力</b>    |           |           |         |        |        |
| 应收账款周转率        | 1.90      | 4.37      | 6.00    | 6.55   | 7.20   |
| 存货周转率          | 1.71      | 2.31      | 3.05    | 3.29   | 3.27   |
| 总资产周转率         | 0.21      | 0.56      | 0.66    | 0.72   | 0.78   |
| <b>每股指标（元）</b> |           |           |         |        |        |
| 每股收益           | 0.02      | 0.34      | 1.36    | 2.01   | 2.56   |
| 每股经营现金流        | 0.07      | 0.09      | 3.97    | 0.19   | 5.20   |
| 每股净资产          | 1.17      | 8.42      | 10.25   | 12.03  | 14.31  |
| <b>估值比率</b>    |           |           |         |        |        |
| 市盈率            | 1,914.95  | 119.21    | 29.77   | 20.18  | 15.82  |
| 市净率            | 34.64     | 4.81      | 3.95    | 3.37   | 2.83   |
| EV/EBITDA      | 183.47    | 84.09     | 20.33   | 15.22  | 11.07  |
| EV/EBIT        | -1,436.06 | 121.37    | 22.70   | 16.54  | 11.85  |

## 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<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |