

光模块驱动业绩稳健增长，市场进入上升期， 盈利能力有望持续优化

买入（维持）

2019年08月24日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

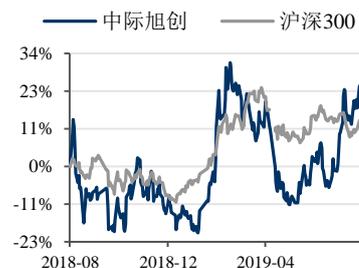
houb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5156	5702	7300	9192
同比（%）	118.8%	10.6%	28.0%	25.9%
归母净利润（百万元）	623.12	708.90	1020.43	1304.08
同比（%）	285.8%	13.8%	43.9%	27.8%
每股收益（元/股）	1.31	0.99	1.43	1.83
P/E（倍）	30.74	40.57	28.18	22.05

投资要点

- **事件：**2019H1 中际旭创实现收入 2035.20 百万元，同比下降 27.97%，其中 2019Q2 公司实现收入 1159.56 百万元，同比下降 18.74%。2019H1 归母公司净利润达到人民币 207.31 百万元，同比下降 34.58%，其中 2019Q2 公司实现归母净利润 107.81 百万元，同比下降 36.26%。
- **营业收入稳步提升，5G 开发进展良好：**进入二季度以来，得益于部分重点客户对 100G 等产品的需求开始回升、400G 产品出货量开始逐步增加、5G 前传产品开始批量交付等因素，中际旭创销售收入和净利润较一季度环比有了稳步提升。公司 2019 年第二季度收入较第一季度增加 32.42%，归母净利润较一季度增加 8.35%。
- **三费有所下降，研发支出转化成果显著：**2019Q2 中际旭创销售费用 11.29 百万元，较上一季度减少 14.60%；2019Q2 管理费用（含研发费用）154.67 百万元，较一季度增加 43.75%，抛开研发费用，与一季度基本持平；2019Q2 财务费用-4.39 百万元，较一季度减少 131.40%。2019H1 中际旭创研发支出 190.81 百万元，同比增长 15.92%。公司每年立项的新产品项目有二十多项，年度内可完成成果产业化项目达 2/3 以上，成果转化优势显著。
- **数据中心加速建设，5G 网络建设蓄势待发，光模块前景广阔：**云计算和大数据等技术的应用驱动全球超大规模数据中心的加速建设，催生了行业对高速光模块需求量的提升，同时也推动了光模块的迭代更新。5G 网络建设蓄势待发，承载超大带宽的技术升级及电信运营商降本增效的需求，催动了电信光模块市场进入上升周期，前景广阔。未来公司针对 400G 高速光通信模块及 5G 通讯光模块新产品的研发将持续处于业内领先地位。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.99 元、1.43 元、1.83 元，当前股价对应 PE 分别为 41/28/22X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**400G 以上高速光模块市场需求增长不及预期；中美贸易摩擦存在进一步升级可能；5G 市场拓展不及预期；光模块产品竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.29
一年最低/最高价	25.82/45.86
市净率(倍)	4.45
流通 A 股市值(百万元)	13901.81

基础数据

每股净资产(元)	9.06
资产负债率(%)	33.49
总股本(百万股)	713.77
流通 A 股(百万股)	345.04

相关研究

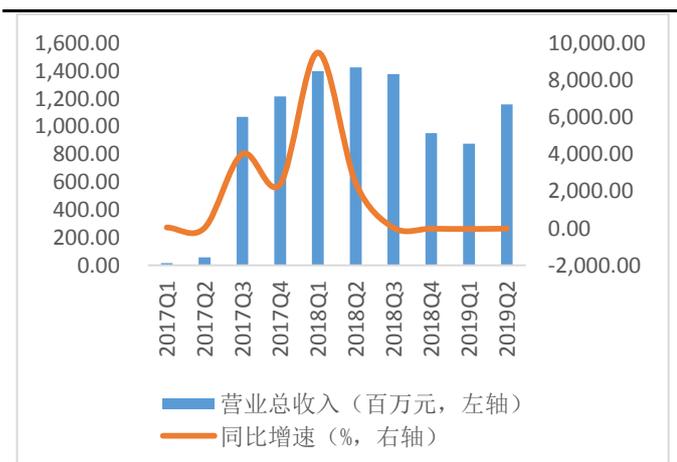
1、《中际旭创 (300308)：中际旭创：受益 400G 光模块需求，契合 5G 大潮，伴随行业发展继续成长》2019-07-09

1. 营业收入稳步提升，5G 开发进展良好

2019H1 中际旭创实现收入 2035.20 百万元，同比下降 27.97%，其中 2019Q2 公司实现收入 1159.56 百万元，同比下降 18.74%，主要系 2019 上半年全球经济形势错综复杂、数据中心市场投资节奏放缓等不利因素。2019H1 归母公司净利润达到人民币 207.31 百万元，同比下降 34.58%，其中 2019Q2 公司实现归母净利润 107.81 百万元，同比下降 36.26%，主要系公司部分客户资本开支增速放缓和去库存、重点客户尚未开始全面导入 400G 等因素影响。

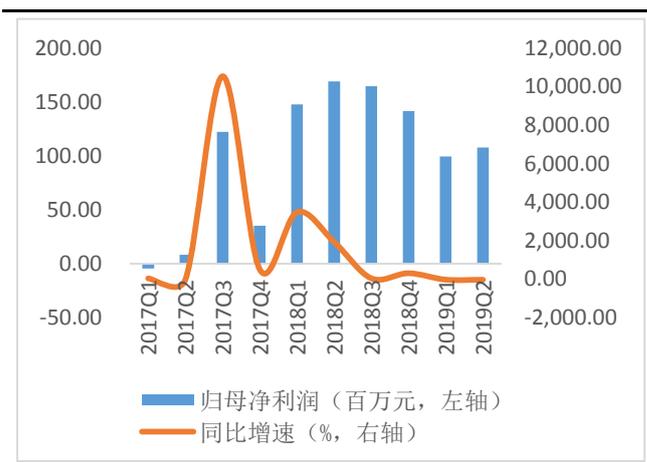
但进入二季度以来，得益于部分重点客户对 100G 等产品的需求开始回升、400G 产品出货量开始逐步增加、5G 前传产品开始批量交付等因素，中际旭创销售收入和净利润较一季度环比有了稳步提升。公司 2019 年第二季度收入较第一季度增加 32.42%，归母净利润较一季度增加 8.35%。中际旭创子公司苏州旭创在国内 5G 市场的开发亦取得良好的进展，25G 前传产品已在报告期内批量交付客户，同时中传和回传产品也正在加紧送样、认证或测试中。

图 1：中际旭创单季营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

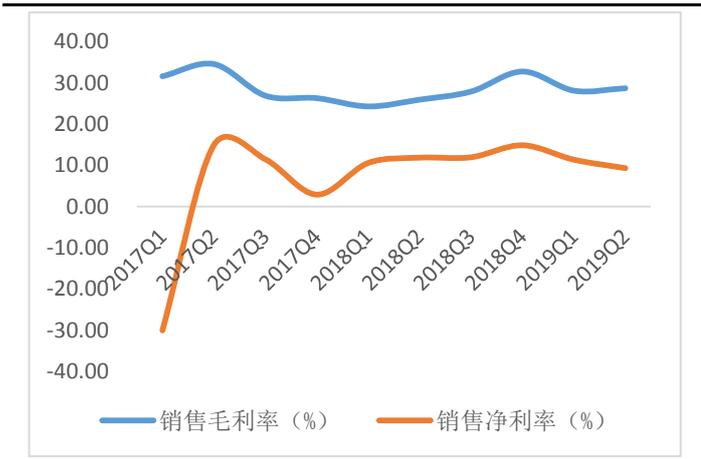
图 2：中际旭创单季归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

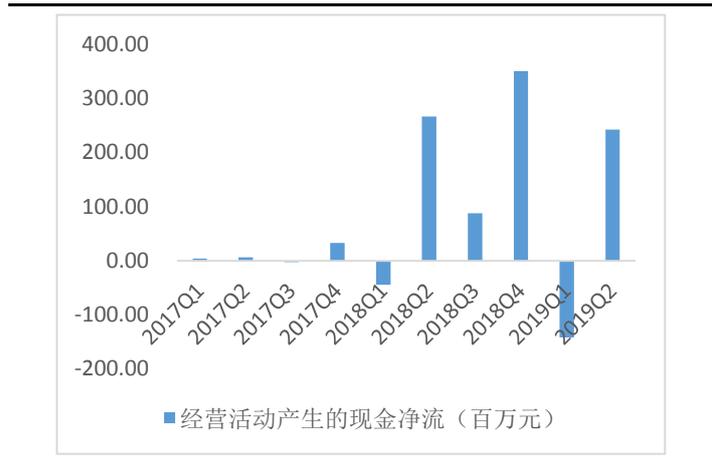
2019Q2 中际旭创销售毛利率为 28.70%，较上一季度增长 0.59 个 PC。销售净利率为 9.30%，较一季度下降 2.06 个 PC。2019H1 中际旭创经营活动产生的现金净流量为 100.56 百万元，同比下降 54.70%，主要系本期营业收入减少导致回款减少。

图 3：中际旭创单季度销售毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：中际旭创单季度现金净流

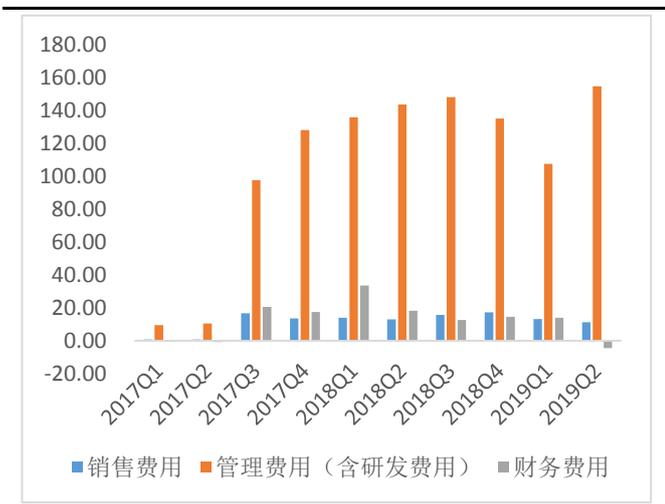


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 三费有所下降，研发支出转化成果显著

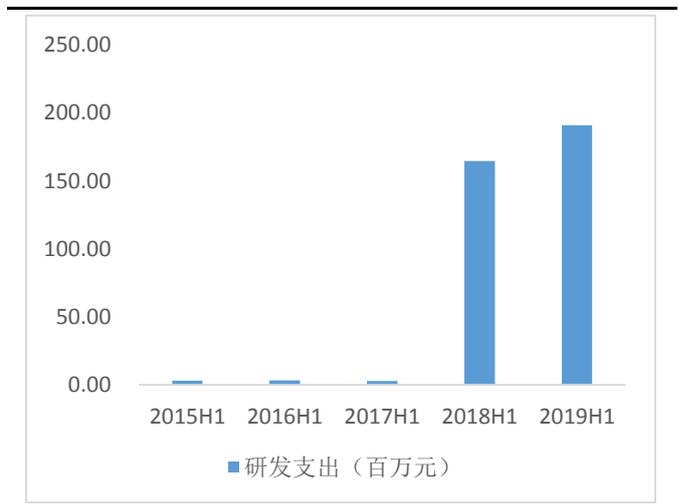
2019Q2 中际旭创销售费用 11.29 百万元，较上一季度减少 14.60%；2019Q2 管理费用（含研发费用）154.67 百万元，较一季度增加 43.75%，抛开研发费用，与一季度基本持平；2019Q2 财务费用-4.39 百万元，较一季度减少 131.40%，主要原因为上一季度发生超额业绩奖励折现费用，本期未发生该类折现费用；同时本期汇兑损失较上期大幅减少。2019H1 中际旭创研发支出 190.81 百万元，同比增长 15.92%。公司每年立项的新产品项目有二十多项，年度内可完成成果产业化项目达 2/3 以上，成果转化优势显著。

图 5：中际旭创三费（百万元）



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

图 6：公司研发支出（百万元）



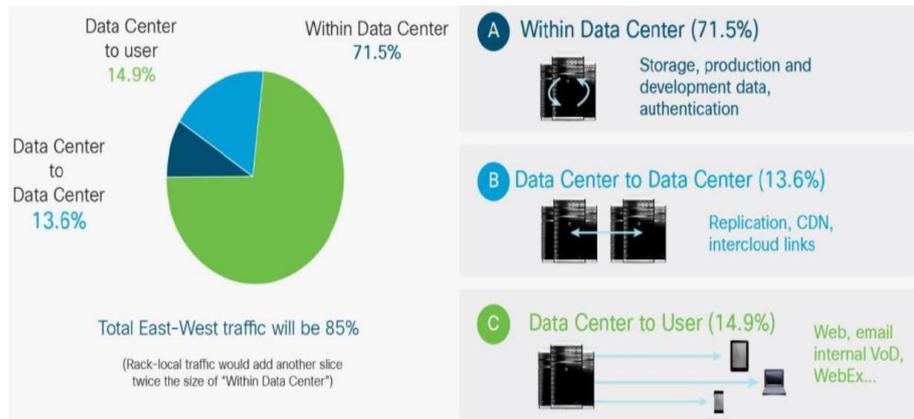
数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

3. 数据中心加速建设，5G 网络建设蓄势待发，光模块前景广阔

在网络时代信息流量的爆发式增长背景下，云计算和大数据等技术的应用驱动全球超大规模数据中心的加速建设，催生了行业对高速光模块需求量的提升，同时也推动了光模块的迭代更新。根据思科 (Cisco) 公司预测，全球超大型数据中心数量预计由 2016

年的 338 个增长至 2021 年的 628 个（占比达 53%），复合年增长率达 13%。

图 7：2021 年全球数据中心流量分类

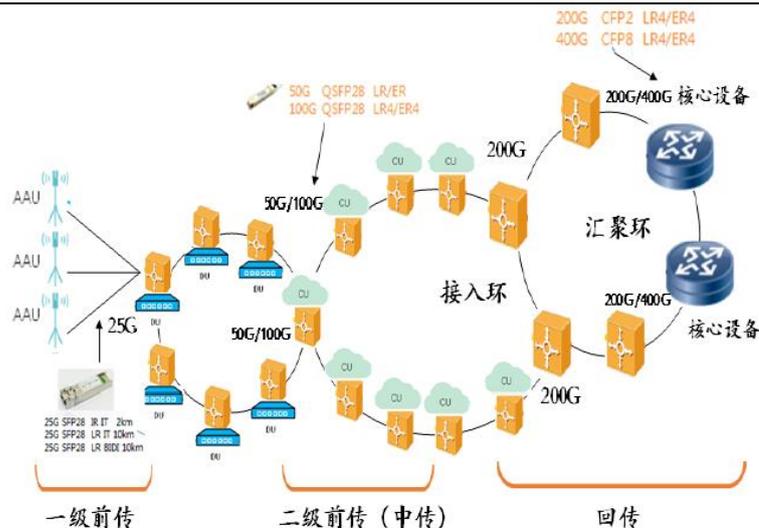


数据来源：Cisco Global Index 2016-2021，东吴证券研究所

5G 网络建设蓄势待发，承载超大带宽的技术升级及电信运营商降本增效的需求，催动了电信光模块市场进入上升周期，前景广阔。5G 网络的建设相较 4G 时代提升了对光模块产品的数量需求、速率要求，要求的传输距离也会越来越远。目前 5G 前传网络以 25G 光模块产品为主；中传或以 50G PAM4 为主；5G 回传或将使用 100G/200G/400G 相干光模块（高速长距）。

中际旭创在高端光通信收发模块产品研发和设计领域、成本管控及经营管理上均具有突出优势。根据 Light counting 报告，中际旭创子公司苏州旭创在 2017 年全球光模块市场份额中位列第二，未来公司针对 400G 高速光通信模块及 5G 通讯光模块新产品的研发将持续处于业内领先地位。

图 8：中国移动设想下一种典型的 5G 承载网络架构



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.99 元、1.43 元、1.83 元，当前股价对应 PE 分别为 41/28/22X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

1、400G 以上高速光模块市场需求增长不及预期，导致公司营收增长疲软。互联网公司资本开支主要用于购买服务器、网络交换设备以及光模块。若是互联网公司资本开支执行不及预期会使高速光模块市场增长不及预期。

2、中美贸易摩擦存在进一步升级可能，公司海外设厂及寻找代工存在不确定性风险。鉴于特朗普团队对贸易和全球化的敌对意识形态，美国政府很可能继续对中国和其他主要贸易伙伴采取单边主义的保护政策。

3、5G 市场拓展不及预期的风险。运营商 5G 资费方案完善进度加快，但应用端市场拓展尚不及预期，5G 应用初期内容生态建设稍显乏力。

4、光模块产品竞争加剧的风险。100G 光模块已经是较为成熟的技术，不少公司已经具备了封装能力。若是有供货商为了获得更多的市场份额而采用激进的市场销售策略，会使得高速光模块单价大幅下滑，从而使得高速光模块销售金额增长不及预期。

中际旭创三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4158.1	6378.1	7977.5	10146.1	营业收入	5156.3	5701.5	7300.3	9192.1
现金	1041.2	526.1	500.0	700.0	减: 营业成本	3750.0	3943.0	5032.5	6376.5
应收账款	884.2	2400.8	3074.0	3870.6	营业税金及附加	10.2	114.0	146.0	183.8
存货	2119.0	3272.2	4176.4	5291.8	营业费用	60.2	171.0	219.0	275.8
其他流动资产	113.8	179.0	227.0	283.8	管理费用	324.4	640.0	742.4	839.2
非流动资产	3922.1	4116.3	4285.2	4464.7	财务费用	79.2	45.7	18.2	51.9
长期股权投资	102.5	179.6	256.8	256.8	加: 投资净收益	6.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	1644.7	1774.6	1878.7	2070.1	其他收益	-257.0	12.8	12.4	12.0
无形资产	383.8	371.1	358.7	346.7	营业利润	681.9	800.6	1154.6	1476.9
其他非流动资产	1791.1	1791.1	1791.1	1791.1	加: 营业外净收支	13.1	5.0	5.0	5.0
资产总计	8080.2	10494.5	12262.6	14610.8	利润总额	695.0	805.6	1159.6	1481.9
流动负债	2867.5	1423.6	2247.2	3487.0	减: 所得税费用	71.8	96.7	139.1	177.8
短期借款	1452.2	50.0	390.0	1141.6	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	941.9	1080.3	1378.8	1747.0	归属母公司净利润	623.1	708.90	1020.43	1304.08
其他流动负债	473.3	379.3	478.5	598.4	EBIT	1082.6	846.3	1172.8	1528.8
非流动负债	436.2	436.2	436.2	436.2	EBITDA	1283.9	1023.3	1365.3	1738.9
长期借款	269.5	269.5	269.5	269.5					
其他非流动负债	166.7	166.7	166.7	166.7	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3303.7	1859.8	2683.4	3923.2	每股收益(元)	1.31	0.99	1.43	1.83
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	10.05	12.10	13.42	14.97
归属母公司股东权益	4776.5	8634.7	9579.2	10687.7	发行在外股份(百万股)	475.5	713.8	713.8	713.8
负债和股东权益	8080.2	10494.5	12262.6	14610.8	ROIC(%)	17.0%	10.1%	11.3%	12.3%
					ROE(%)	13.0%	8.2%	10.7%	12.2%
					毛利率(%)	27.1%	28.8%	29.1%	28.6%
					EBIT Margin(%)	21.0%	14.8%	16.1%	16.6%
					销售净利率(%)	12.1%	12.4%	14.0%	14.2%
					资产负债率(%)	40.9%	17.7%	21.9%	26.9%
					收入增长率(%)	118.8%	10.6%	28.0%	25.9%
					净利润增长率(%)	285.8%	13.8%	43.9%	27.8%

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

