

业绩环比逐步改善，行业景气度迎向上拐点

——2019年三季度报点评

增持|维持

事件:

2019年10月29日，公司发布2019年三季度报，前三季度实现收入32.84亿，同比下降21.86%；实现归母净利润3.58亿，同比下降25.67%。

点评:

● 业绩复合预期，主要客户去库存导致短期业绩波动

公司业绩复合预期，收入及利润下滑的原因是自去年二季度开始部分客户资本开支增速放缓，去库存不断深化。扣除股权激励费用对子公司苏州旭创单体报表净利润的影响之前，苏州旭创实现单体净利润约为4.3亿。100G产品价格较去年有所下滑，但在降本增效的影响下，公司毛利率保持稳定，前三季度毛利率28.3%，同比去年增加2.27pct，净利率10.9%，同比去年减少0.56pct。

● 环比改善明显，确认业绩低点

进入二三季度以来，客户去库存影响逐渐消除，单季度销售收入和净利润逐步改善。Q3公司实现收入12.49亿，同比减少9.33%，环比增加7.67%；实现归母净利润1.51亿，同比减少8.51%，环比增加39.81%。Q3毛利率28.06%，较去年Q3增加0.16pct，较今年Q2减少0.64pct；净利率12.06%，较去年Q3增加0.11pct，较今年Q2增加2.76pct。经营活动现金净流量1.46亿，去年Q3为0.88亿。

● 电信市场：5G 逐渐进入规模建设期，前传市场率先发力

5G大规模建设即将开启，电信光模块市场将开启新一轮的景气度，网络架构变化导致5G光模块市场规模较4G时期大增。今年二季度开始公司持续批量交付5G前传产品，并在重点客户处取得较为理想的份额。同时，5G中传、回传等新产品研发认证推进顺利，未来有望充分分享5G建设所带来的光模块市场红利。

● 数通市场：100G 产品需求回暖，400G 出货量逐渐增多

根据lightcounting数据，2019年以太网光模块市场将下滑18%，在此背景下，公司业绩也经历了短期的阵痛期。伴随着部分重点客户去库存的结束，对100G等产品的需求逐步回暖，公司100G等产品出货量保持着稳定回升。同时数据中心网络正向400G时代升级，公司向重点客户的400G产品导入顺利，400G产品出货量已逐步增多，未来业绩将持续改善。

● 投资建议与盈利预测

公司短期阵痛期已过，单季度业绩逐步改善，展望未来5G建设与数通客户400G产品逐渐放量将夯实未来业绩的高增长。参考公司三季度业绩，我们下调公司未来三年业绩。预计2019-2021年公司收入分别为46.69亿、56.95亿、73.41亿，净利润为5.41亿、8.19亿、11.99亿，对应当前股价的PE为53.31、35.21、24.05，维持“增持”评级，对应2020年PE45倍，目标价51.61元。

● 风险提示

5G网络建设不及预期、400G产品上量不及预期、100G产品竞争加剧导致价格下滑

当前价/目标价：41.45元/51.61元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：62.18/30.92

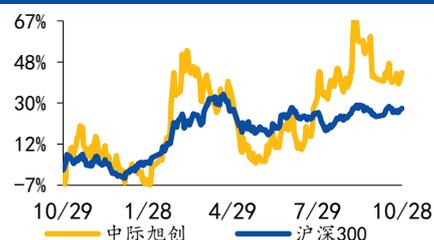
A股流通股(百万股)：350.51

A股总股本(百万股)：713.77

流通市值(百万元)：14528.64

总市值(百万元)：29585.66

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)首次覆盖报告：去库存影响消除确认业绩底部，400G和5G驱动未来高增长》2019.09.26

《国元证券*公司研究*中际旭创2017年年报及2018年一季报点评：行业持续景气，定增助力5G布局*褚杰*300308》2018.05.04

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020115080058

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2357.08 | 5156.31 | 4669.23 | 5695.28 | 7341.02 |
| 收入同比(%) | 1690.82 | 118.76 | -9.45 | 21.97 | 28.90 |
| 归母净利润(百万元) | 161.51 | 623.12 | 541.01 | 819.02 | 1199.31 |
| 归母净利润同比(%) | 1506.36 | 285.82 | -13.18 | 51.39 | 46.43 |
| ROE(%) | 4.03 | 13.05 | 7.67 | 10.48 | 13.42 |
| 每股收益(元) | 0.23 | 0.89 | 0.77 | 1.17 | 1.71 |
| 市盈率(P/E) | 178.57 | 46.28 | 53.31 | 35.21 | 24.05 |

资料来源：Wind,国元证券研究中心

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 4307.76 | 4158.11 | 6249.07 | 7252.45 | 8907.21 |
| 现金 | 957.23 | 1041.18 | 3137.25 | 3244.11 | 3359.15 |
| 应收账款 | 1012.57 | 840.11 | 923.19 | 1181.85 | 1813.79 |
| 其他应收款 | 9.05 | 3.68 | 11.04 | 11.87 | 14.31 |
| 预付账款 | 73.64 | 54.55 | 53.40 | 72.18 | 96.41 |
| 存货 | 1969.00 | 2118.97 | 1902.44 | 2483.91 | 3312.51 |
| 其他流动资产 | 286.28 | 99.61 | 221.75 | 258.52 | 311.04 |
| 非流动资产 | 3502.27 | 3922.09 | 4089.96 | 4270.84 | 4416.02 |
| 长期投资 | 25.40 | 102.52 | 105.76 | 108.45 | 110.34 |
| 固定资产 | 1162.10 | 1496.56 | 1747.46 | 1982.47 | 2183.12 |
| 无形资产 | 454.18 | 383.85 | 322.80 | 258.42 | 195.14 |
| 其他非流动资产 | 1860.59 | 1939.17 | 1913.93 | 1921.50 | 1927.42 |
| 资产总计 | 7810.02 | 8080.20 | 10339.03 | 11523.28 | 13323.23 |
| 流动负债 | 2947.12 | 2867.52 | 2826.75 | 3197.29 | 3829.69 |
| 短期借款 | 434.44 | 389.80 | 400.00 | 450.00 | 465.00 |
| 应付账款 | 1673.98 | 801.59 | 867.78 | 1122.76 | 1623.78 |
| 其他流动负债 | 838.70 | 1676.13 | 1558.97 | 1624.53 | 1740.91 |
| 非流动负债 | 857.05 | 436.20 | 462.54 | 510.94 | 559.16 |
| 长期借款 | 241.28 | 269.51 | 309.51 | 352.51 | 402.51 |
| 其他非流动负债 | 615.77 | 166.69 | 153.04 | 158.43 | 156.65 |
| 负债合计 | 3804.16 | 3303.72 | 3289.30 | 3708.23 | 4388.85 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 473.86 | 475.46 | 700.02 | 700.02 | 700.02 |
| 资本公积 | 3555.03 | 3696.50 | 4994.53 | 4994.53 | 4994.53 |
| 留存收益 | 265.61 | 870.72 | 1353.25 | 2118.32 | 3237.55 |
| 归属母公司股东权益 | 4005.86 | 4776.48 | 7049.73 | 7815.05 | 8934.37 |
| 负债和股东权益 | 7810.02 | 8080.20 | 10339.03 | 11523.28 | 13323.23 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|----------|---------|---------|---------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营活动现金流 | 42.36 | 660.01 | 696.57 | 412.64 | 424.58 |
| 净利润 | 161.51 | 623.12 | 541.01 | 819.02 | 1199.31 |
| 折旧摊销 | 101.56 | 203.32 | 195.29 | 229.66 | 259.96 |
| 财务费用 | 37.13 | 79.21 | 48.86 | 8.76 | 10.24 |
| 投资损失 | -10.99 | -6.65 | -8.10 | -7.61 | -7.77 |
| 营运资金变动 | -478.86 | -473.15 | -66.31 | -666.88 | -1056.42 |
| 其他经营现金流 | 232.01 | 234.16 | -14.18 | 29.69 | 19.27 |
| 投资活动现金流 | -147.35 | -673.08 | -346.28 | -395.31 | -387.32 |
| 资本支出 | 420.78 | 607.74 | 320.00 | 369.00 | 382.00 |
| 长期投资 | -23.13 | 72.05 | 3.24 | 2.69 | 1.89 |
| 其他投资现金流 | 250.30 | 6.71 | -23.04 | -23.62 | -3.43 |
| 筹资活动现金流 | 980.62 | 136.98 | 1745.77 | 89.54 | 77.78 |
| 短期借款 | 434.44 | -44.63 | 10.20 | 50.00 | 15.00 |
| 长期借款 | 241.28 | 28.23 | 40.00 | 43.00 | 50.00 |
| 普通股增加 | 257.85 | 1.60 | 224.56 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 3322.70 | 141.47 | 1298.02 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -3275.63 | 10.32 | 172.99 | -3.46 | 12.78 |
| 现金净增加额 | 868.91 | 138.71 | 2096.07 | 106.86 | 115.04 |

利润表

| 单位:百万元 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 2357.08 | 5156.31 | 4669.23 | 5695.28 | 7341.02 |
| 营业成本 | 1725.51 | 3749.97 | 3337.61 | 4009.87 | 5074.31 |
| 营业税金及附加 | 6.45 | 10.18 | 10.40 | 12.21 | 15.94 |
| 营业费用 | 32.02 | 60.23 | 57.51 | 70.62 | 91.76 |
| 管理费用 | 116.60 | 253.35 | 229.94 | 280.25 | 361.33 |
| 研发费用 | 129.31 | 309.47 | 310.00 | 330.00 | 350.00 |
| 财务费用 | 37.13 | 79.21 | 48.86 | 8.76 | 10.24 |
| 资产减值损失 | 20.29 | 66.02 | 77.00 | 60.00 | 66.00 |
| 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 | 8.10 | 7.61 | 7.77 |
| 营业利润 | 205.87 | 681.89 | 633.49 | 960.56 | 1407.95 |
| 营业外收入 | 0.41 | 3.08 | 4.00 | 5.00 | 6.00 |
| 营业外支出 | 0.39 | -9.98 | 1.00 | 2.00 | 3.00 |
| 利润总额 | 205.89 | 694.95 | 636.49 | 963.56 | 1410.95 |
| 所得税 | 44.39 | 71.84 | 95.47 | 144.53 | 211.64 |
| 净利润 | 161.51 | 623.12 | 541.01 | 819.02 | 1199.31 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 161.51 | 623.12 | 541.01 | 819.02 | 1199.31 |
| EBITDA | 344.56 | 964.43 | 877.64 | 1198.98 | 1678.15 |
| EPS (元) | 0.34 | 1.31 | 0.77 | 1.17 | 1.71 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 1690.82 | 118.76 | -9.45 | 21.97 | 28.90 |
| 营业利润 (%) | 2813.98 | 231.23 | -7.10 | 51.63 | 46.58 |
| 归属母公司净利润 (%) | 1506.36 | 285.82 | -13.18 | 51.39 | 46.43 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 26.79 | 27.27 | 28.52 | 29.59 | 30.88 |
| 净利率 (%) | 6.85 | 12.08 | 11.59 | 14.38 | 16.34 |
| ROE (%) | 4.03 | 13.05 | 7.67 | 10.48 | 13.42 |
| ROIC (%) | 4.18 | 12.56 | 10.24 | 12.71 | 15.74 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 48.71 | 40.89 | 31.81 | 32.18 | 32.94 |
| 净负债比率 (%) | 26.86 | 52.12 | 54.22 | 52.17 | 47.88 |
| 流动比率 | 1.46 | 1.45 | 2.21 | 2.27 | 2.33 |
| 速动比率 | 0.77 | 0.68 | 1.50 | 1.45 | 1.42 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.56 | 0.65 | 0.51 | 0.52 | 0.59 |
| 应收账款周转率 | 4.35 | 5.51 | 5.23 | 5.35 | 4.84 |
| 应付账款周转率 | 2.05 | 3.03 | 4.00 | 4.03 | 3.70 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.23 | 0.89 | 0.77 | 1.17 | 1.71 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.06 | 0.94 | 1.00 | 0.59 | 0.61 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 5.72 | 6.82 | 10.07 | 11.16 | 12.76 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 178.57 | 46.28 | 53.31 | 35.21 | 24.05 |
| P/B | 7.20 | 6.04 | 4.09 | 3.69 | 3.23 |
| EV/EBITDA | 87.00 | 31.08 | 34.16 | 25.00 | 17.86 |

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 |