

Q1 增长稳健，电信数通共振行业景气度，持续看好业绩高歌稳进

买入 (维持)

2020 年 04 月 27 日

证券分析师 侯宾

执业证号: S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

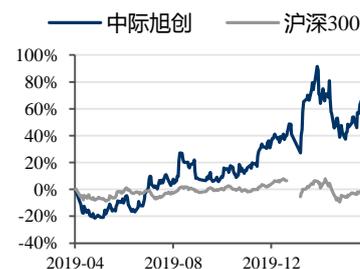
yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,758	7,791	9,789	11,847
同比 (%)	-7.7%	63.8%	25.6%	21.0%
归母净利润 (百万元)	513	866	1,186	1,568
同比 (%)	-17.6%	68.6%	37.1%	32.1%
每股收益 (元/股)	0.72	1.21	1.66	2.20
P/E (倍)	88.12	52.28	38.14	28.87

投资要点

- **事件:** 4 月 24 日, 中际旭创公布 2019 年年度报告及 2020 年 Q1 业绩, 2019 年实现营业收入 47.58 亿元, 同比下降 7.73%。2020 年 Q1 实现营业收入 13.27 亿元, 较去年同比增长 51.44%。
- **去库存影响消退后, 业绩逐季提升:** 受下游云厂商资本开支放缓及全球去库存影响, 2019 年中际旭创业绩有所下滑但仍逐季直线提升。去库存影响消退后, 公司业绩增长稳健, 积极防控全球疫情, 将生产经营影响有效降至最低。
- **新基建与疫情加速“数通+电信”光模块需求, 行业景气度将平稳向上:** 楷全球新冠疫情加速流量爆发, 5G、IDC 与云计算需求旺盛, 权威机构频频发声力挺“新基建”, 均为光模块市场带来催化剂。5G 技术与数据中心网络架构升级, 促使光模块需求升级, 100G 需求平稳, 400G 有序上量。我们预计, 海外疫情影响对于 B 端及数据中心建设影响有限, 而国内疫情的平复有利于后续交付建设进程, 整体行业景气度也将逐季提升, 平稳向上。
- **收购成都储翰, 完善电信布局提升市场份额:** 2020 年 4 月 17 日, 公司与储翰科技签署《关于成都储翰科技股份有限公司之股份转让协议》, 拟以 3.84 亿元现金向王勇等 83 名交易对手方购买其合计持有的储翰科技 67.19% 股权。本次交易完成后, 将战略补齐中际旭创中低端产能, 完善产业链布局, 并助力打造数通电信双龙头。我们认为, 完成此次收购整合后将有利于增强公司的核心竞争力, 发挥协同效应对未来经营业绩增长产生积极影响。
- **加快研发高端产品, 力争行业迭代中继续保持领先优势:** 公司持续加大研发投入力度, 在扩大产能基础上, 加快 800G 光模块、400G 硅光芯片、相干光模块等高端产品研发进度。我们认为, 公司夯实并拓展核心技术, 以确保紧跟行业需求, 在行业快速迭代中占得先机保持领先优势, 为未来经营业绩持续快速增长提供了有力支撑。
- **盈利预测与评级:** 未来我们持续看好中际旭创业绩实现稳健增长, 预计 2020-2022 年营业收入分别为 77.91 亿元、97.89 亿元以及 118.47 亿元, 归母净利润分别为 8.66 亿元、11.86 亿元以及 15.68 亿元, EPS 分别为 1.21 元、1.66 元以及 2.20 元, 对应 PE 分别为 52X/38X/29X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 400G 高速光模块市场需求增长未及预期; 5G 市场拓展不及预期; 人民币汇率波动风险; 中美贸易摩擦存在进一步升级可能。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	63.45
一年最低/最高价	28.27/73.45
市净率(倍)	6.38
流通 A 股市值(百万元)	25298.58

基础数据

每股净资产(元)	9.95
资产负债率(%)	35.59
总股本(百万股)	713.17
流通 A 股(百万股)	398.72

相关研究

- 1、《中际旭创 (300308): Q1 盈利高增长, 海外 400G 与国内新基建双驱动, 持续看好未来业绩高歌稳进》2020-04-10
- 2、《中际旭创 (300308): Q4 业绩稳步回升, 受益光模块景气度稳步向上, 电信数通双轮驱动业绩高歌稳进》2020-02-23
- 3、《中际旭创 (300308): 战略收购成都储翰, 完善电信市场布局, 打造电信数通双龙头》2020-02-17

内容目录

1. 去库存影响消退后，业绩逐季提升	3
1.1. 受资本开支放缓及去库存影响，2019 年业绩下滑但仍逐季攀升	3
1.2. 三费控制能力较好，有效支撑盈利	4
1.3. 经营利润率与现金流稳定	5
2. 加码研发，巩固核心竞争力	6
2.1. 中际旭创加快新品研发步伐	6
2.2. 核心竞争力	7
2.3.1 快速量产及高质的交付能力	7
2.3.2 规模优势与质量保障为后续业务开展保驾护航	7
2.3.3 领先的研发与创新能力	7
3. 储翰科技收购即将完成，布局电信市场竞争力不断上升	7
3.1. 收购整合完成后，将形成显著协同效应持续推高业绩升	8
3.2. 拓展电信市场客户，补全中低端产品及产业链布局	8
4. 新基建助推 5G 与数据中心发展，激发光模块需求	8
4.1. 疫情推动下，流量爆发式增长继续利好光模块	8
4.2. 新基建促发 5G、数据中心需求，数通电信光模块市场双拉动	9
5. 盈利预测与评级	10
6. 风险提示	10

图表目录

图 1：中际旭创营业总收入及同比增速	3
图 2：中际旭创归母净利润及同比增速	3
图 3：中际旭创营业总收入及环比增速	4
图 4：中际旭创归母净利润及环比增速	4
图 5：2019 年度中际旭创地区营收占比	4
图 6：中际旭创三大费用明细	4
图 7：中际旭创经营活动现金净流（亿元）	5
图 8：中际旭创 EPS	5
图 9：中际旭创经营利润率	5
图 10：中际旭创现金收入比	5
图 11：研发投入情况	6
图 12：储翰科技各类产品一览	8
图 13：2016-2021 年全球云数据中心流量增长预测（单位：ZB）	9
图 14：我国 IDC 市场规模及增速（亿元，%）	10
表 1：中际旭创细项业务数据	3
表 2. 17-19 年研发人员增长	6

1. 去库存影响消退后，业绩逐季提升

1.1. 受资本开支放缓及去库存影响，2019 年业绩下滑但仍逐季攀升

4 月 24 日，中际旭创公布 2019 年年度报告及 2020 年 Q1 业绩，2019 年实现营业收入 47.58 亿元，同比下降 7.73%，实现归属于母公司股东的净利润为 5.13 亿元，较去年同比下降 17.59%，基本每股收益为 0.73 元/股。2020 年 Q1 实现营业收入 13.27 亿元，较去年同比增长 51.44%，实现归属于母公司股东的净利润为 1.54 亿元，较去年同比增长 54.43%，基本每股收益为 0.20 元/股。

图 1：中际旭创营业总收入及同比增速

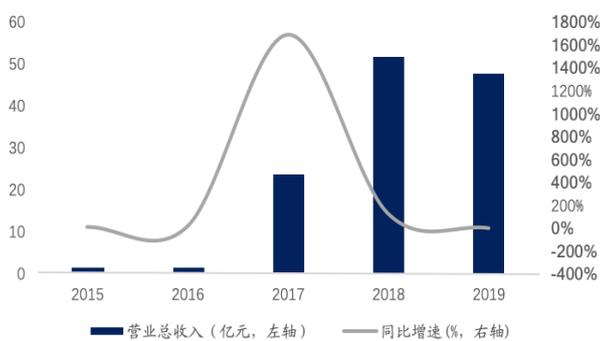
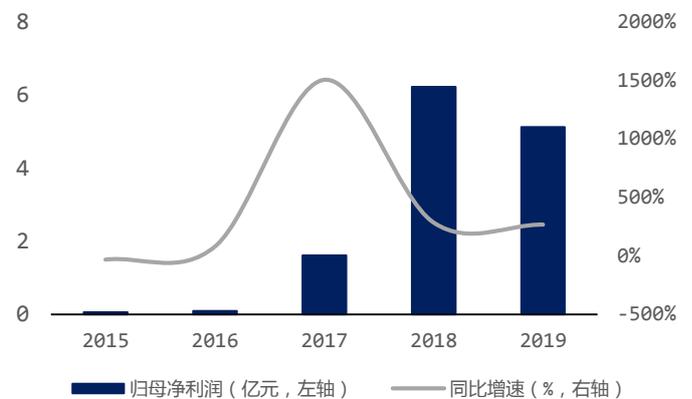


图 2：中际旭创归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019 年营业收入较上年同期有所下降，主要受部分客户开支增速放缓、去库存等外部因素影响，公司全年销售收入和净利润较去年同期有所回落。

表 1：中际旭创细项业务数据

行业分类	项目	2019 年		2018 年		同比增减
		金额 (元)	占营业成本比重	金额 (元)	占营业成本比重	
高端光通信收发模块	10G/40G 光模块	728,844,494.78	21.02%	944,605,566.74	25.19%	-22.84%
高端光通信收发模块	25G/100G/400G 光模块	2,638,183,131.80	76.08%	2,693,384,964.82	71.82%	-2.05%
电机绕组装备	单/多工序机	33,678,719.34	0.97%	34,827,240.54	0.93%	-3.30%
电机绕组装备	自动生产线	35,100,014.90	1.01%	57,401,058.07	1.53%	-38.85%
电机绕组装备	重要零部件	31,968,765.92	0.92%	19,750,321.47	0.53%	61.86%

数据来源：wind，东吴证券研究所

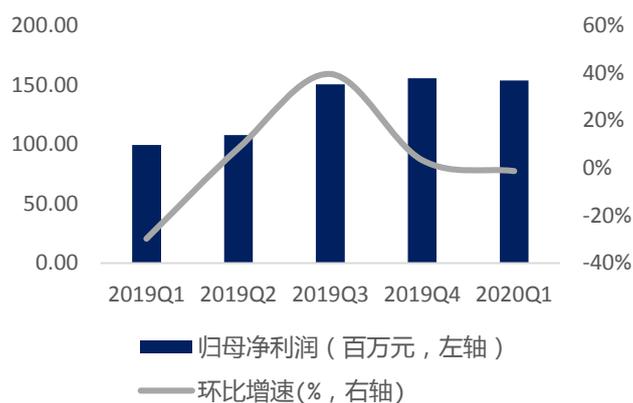
全年来看，业绩回落影响在年初较为突出，进入二季度以后，公司进一步优化业务布局、抗风险能力增强；同时，得益于 100G 产品需求回暖、400G 产品逐步起量、5G 产品批量交付等原因，公司销售收入和净利润在季度间稳步回升。

图 3：中际旭创营业总收入及环比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：中际旭创归母净利润及环比增速

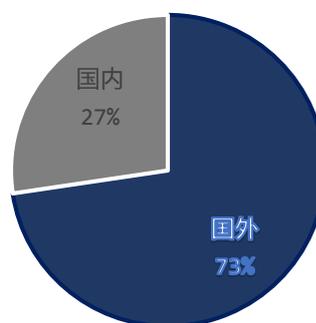


数据来源：Wind，东吴证券研究所

由于客户开支增速放缓，导致光模块业务下滑回落。在电机绕组装备业务中**主抓外部市场经营线和内部管理提升线，在重要零部件部分实现大幅增长。**

2019 年国内市场实现营业收入 13.02 亿元，同比下降 3.46%，占营业收入的为 27%。国际市场实现营业收入 34.56 亿元，同比下降 9.24%，占营业收入的 73%。

图 5：2019 年度中际旭创地区营收占比

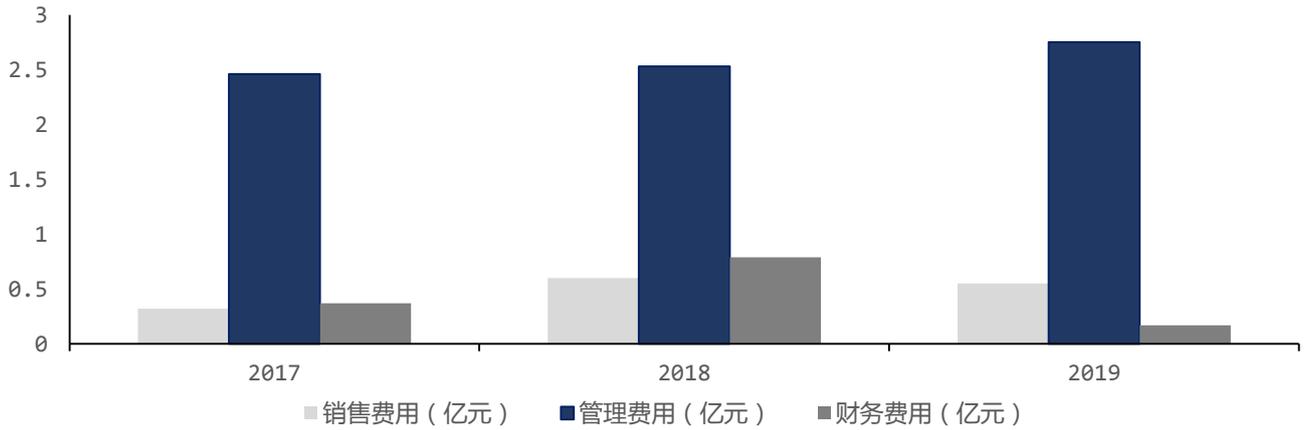


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 三费控制能力较好，有效支撑盈利

2019 年发生的三大费用中：管理费用为 2.75 亿元，小幅提升同比增长 8.38%；销售费用为 0.55 亿元，同比下降 8.95%；财务费用为 0.17 亿元，同比下降 78.44%。

图 6：中际旭创三大费用明细

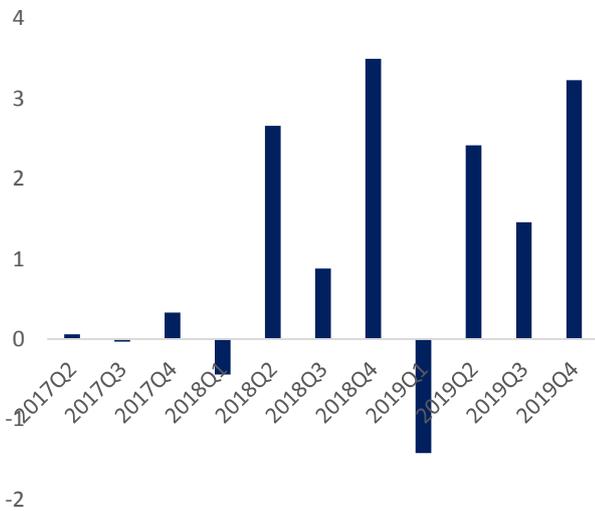


数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.3. 经营利润率与现金流稳定

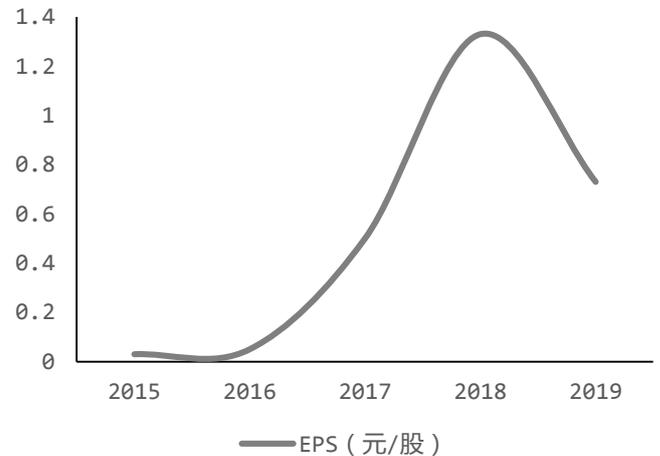
2018 年 Q2 以来, 经营状况逐步修复, 经营活动现金净流显著改善, 2019 年实现经营活动现金流量净额 5.69 亿元, 实现每股收益 0.73 元/股。因公司 2019 年 4 月非公开发行股票, 2019 年 6 月实施资本公积转增股本以及公司净利润同比减少, 导致上述基本每股收益较去年同期减少 46.32%。

图 7: 中际旭创经营活动现金净流 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 中际旭创 EPS

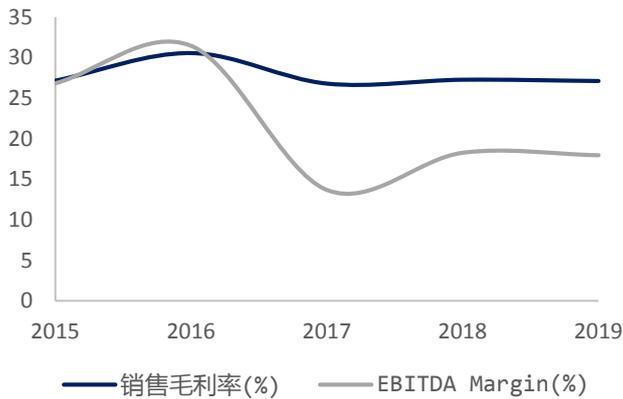


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

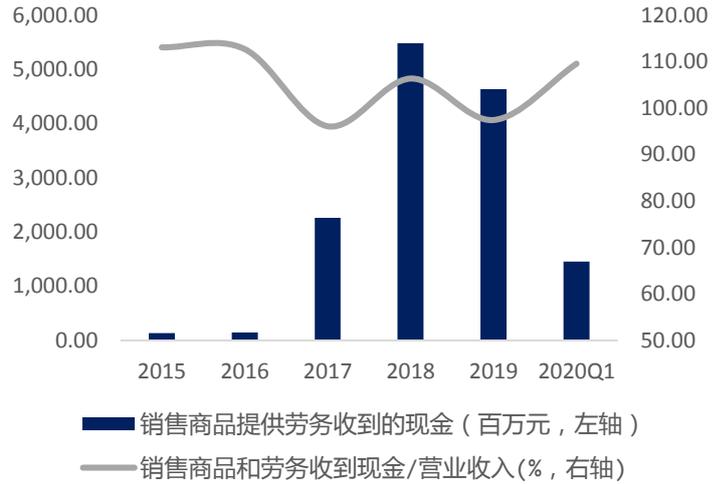
2017 年完成重大资产重组后, 中际旭创经营利润率与现金收入比基本稳定, 毛利率稳定在 27% 左右, 现金收入比控制在 100% 上下。

图 9: 中际旭创经营利润率

图 10: 中际旭创现金收入比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



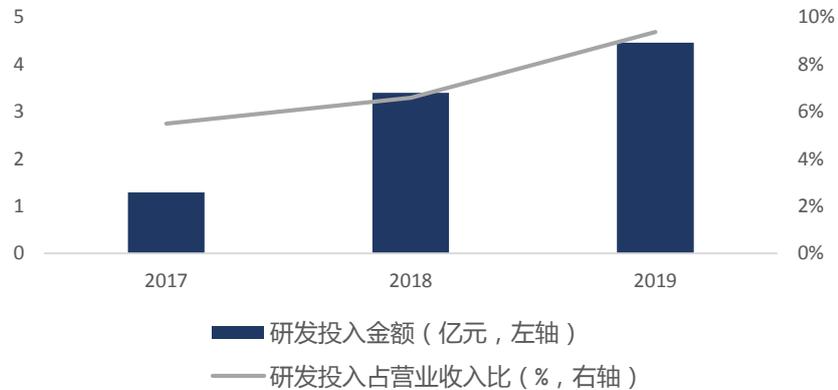
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 加码研发, 巩固核心竞争力

2.1. 中际旭创加快新品研发步伐

2019 年中际旭创研发投入为 4.46 亿元, 较去年同比增长 31.26%。自 2017 年重组完成后, 公司持续注重研发实力, 研发投入占收比稳步提升, 至 2019 年底已达 9.37%。

图 11: 研发投入情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2019 年中际旭创研发人员为 561 人, 较去年同比增加 9.6%, 研发人员占比为 16.27%。为提高公司产品竞争力, 公司逐步加大研发投入, 并在系统中对研发项目进行逐项管理。自 2018 年度起, 满足研发费用资本化条件, 进行研发费用资本化。

表 2.17-19 年研发人员增长

	2019	2018	2017
研发人员数量 (人)	561	512	397
研发人员数量占比 (%)	16.27%	21.17%	17.53%

数据来源：中际旭创 2019 年报，东吴证券研究所

加快新品研发速度，全面布局新一代产品：中际旭创继续在研发方面加大投入，在下一代速率的数通产品、硅光及相干等方面加快新品研发进度。主要的成果包括：完成 800G 光模块的预研；对 400G 硅光芯片的工艺进行了优化、改进和投片；100G、200G 等光模块先后进入市场。

募投项目进展顺利，确保产能不断提升：苏州旭创利用定增募集资金顺利推进“400G 光通信模块研发生产项目”、“安徽铜陵光模块产业园建设项目”建设，为提高交付能力、市场竞争能力和生产效率起到了重要作用。

2.2. 核心竞争力

2.3.1 快速量产及高质的交付能力

公司拥有制造管理经验平均超过 10 年，光通信运营经验平均超过 8 年的管理团队，建立了有效的人员培训和认证系统。同时，公司创建了完善的产品生产计划（PMP）和生产作业指导书（MOI），建有 10 万级洁净室的净化生产环境及自动化生产线，实施有效的生产车间管理系统，实现过程管控，保证可追溯性、质量控制和测试数据自动处理。全面保障了产品的质量的同时提高了生产效率。

2.3.2 规模优势与质量保障为后续业务开展保驾护航

公司从第三方专业机构的体系认证，到进行客户满意度调查，实行 SCAR 进行供应商管理，制定生产作业指导书及培训体系，再通过建立可追溯记录系统加强质量管理，促进公司产品质量得到业界厂商的广泛认可，先后获得了年度数据中心最佳产品、中国数据中心创新产品等荣誉。

同时，由于生产规模及供货能力位居行业前列，规模优势大幅提升公司承接大额订单能力的同时有效降低了公司的制造及采购成本。为市场竞争力持续领先提供强力支持。

2.3.3 领先的研发与创新能力

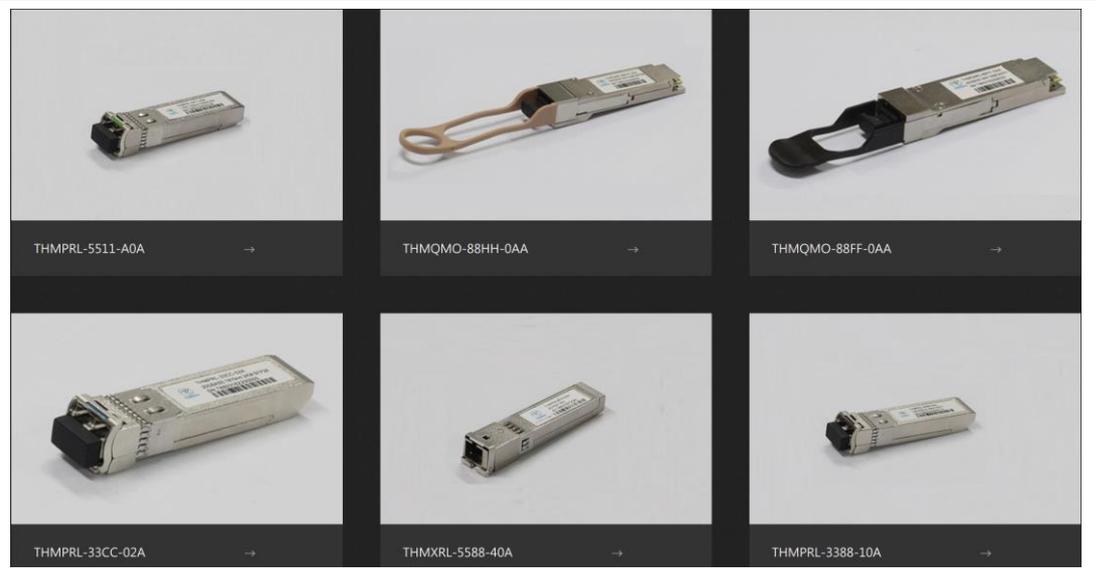
在持续的创新技术方面，旭创拥有一支由多名海归专家以及国内外优秀的技术和市场人员组成的团队。这支团队立足于通过自主技术创新，打造具有国际竞争力的高速光通信收发模块的研发、设计和制造公司。苏州旭创作为 IEEE 光通信光模块 OSFP 企业产业联盟成员和 IEEE 802.3 and ITUQ2 for PON convergence 编制成员，国际行业组织 25G Ethernet 和 50G Consortium 产业联盟成员，CCSA 中国通信标准化协会传输网接入网 TC6-光器件 WG4 工作组成员，以及中国电子元件光电线缆及光器件协会理事成员单位，长期致力于通过持续的创新推动行业技术的发展。

3. 储翰科技收购即将完成，布局电信市场竞争力不断上升

3.1. 收购整合完成后，将形成显著协同效应持续推高业绩升

4月17日晚间，中际旭创与成都储翰科技股份有限公司的相关股东签署了《关于成都储翰科技股份有限公司之股份转让协议》，拟以38,400.45万元现金向王勇等83名交易对手方购买其合计持有的储翰科技67.19%的股权。

图 12：储翰科技各类产品一览



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

储翰科技在光电器件的设计，封装，生产方面，在自动化生产平台及设备的自主研发应用与推广方面具有较强的竞争优势，业务包括 Triplexer、OLT、ONU 等系列低速产品优化，工艺技术水平在国内同行业中居于领先地位。2017 年，储翰 BOSA 全自动化生产线投入生产，企业人力成本降低，产能不断攀升。

3.2. 拓展电信市场客户，补全中低端产品及产业链布局

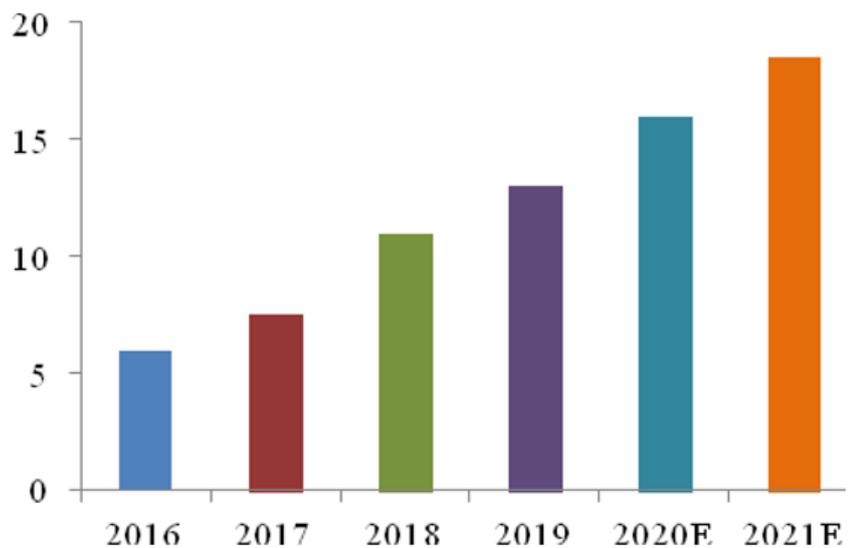
此次收购在战略上为旭创补齐了中低端产能。从市场角度来讲，成都储翰 95%以上都是国内销售，覆盖中兴、烽火以及华为等主设备商；中际旭创作为数通市场的龙头企业，主要客户为全球互联网云计算厂商头部企业，因此国外收入占比达 70%以上。成都储翰作为细分行业龙头，为中际旭创带来电信市场的重要客户资源，有望推动中际旭创快速成长为电信数通双龙头。

4. 新基建助推 5G 与数据中心发展，激发光模块需求

4.1. 疫情推动下，流量爆发式增长继续利好光模块

2019 年，中际旭创实现营收 47.58 亿元，同比下滑 7.73%，但随着 100G 光模块需求逐渐回暖，400G 持续出货，公司第三，第四季度业绩较上半年迎来稳步提升。与此同时，公司 2020 年第一季度营收达 13.27 亿元，同比增长 51.44%，营业利润同比增长 48.26%，可见疫情对公司业务影响有限，流量增长反而助推公司业绩向上。

图 13：2016-2021 年全球云数据中心流量增长预测（单位：ZB）



数据来源：Cisco，东吴证券研究所

疫情期间公司业务依旧稳健：中际旭创公告显示，新冠疫情爆发后，公司积极制定防控措施保护公司利益与员工安全，全力组织有序复工复产，将疫情对公司生产影响降至最低，实现 2020Q1 业绩同比大幅上升。与此同时，受疫情影响，在线教育与远程办公服务需求不断拉升，带动数据中心发展并利好公司光模块业务。

4.2. 新基建促发 5G、数据中心需求，数通电信光模块市场双拉动

随着全面布局建设 5G 网络时代，信息流量将呈现爆发式增长，云计算和大数据等技术的应用也驱动全球超大规模数据中心的加速建设，共同驱使光模块技术的迭代更新及规模化需求。

400G 光模块成为数据中心新的技术需求：

5G 是数据流量大爆炸时代，数据中心内部的网络架构升级，如纵向流量场景下更为扁平化及智能化的两层叶脊拓扑配置，催动数据中心骨干网络进入 400G 时代。中际旭创有全球领先水平的唯一量产 400G 单模产品，占据全球一半的市场份额，公司凭借出色的交付能力，稳居市场前位。高门槛高毛利为中际旭创未来增长提供保障。

5G 基站高速率与高频衰减特性重塑光模块需求：

5G 基站由于高频衰减，覆盖密度将是 4G 时代的 3 倍左右。此外，5G 承载接入网从 4G 时期的“BBU+RRU”两级架构演变成为“CU+DU+AAU”三级结构，基站数与接入点的双双增加意味着对光模块需求量的提升。

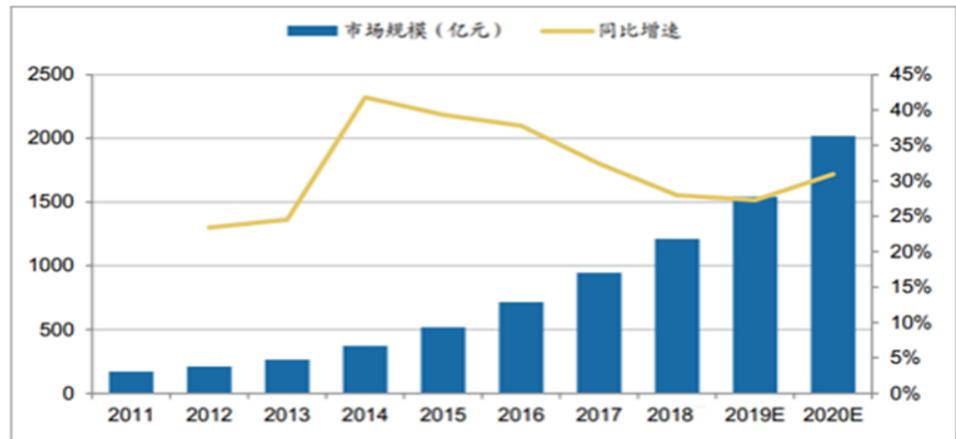
目前中际旭创推出的 5G 前传光模块已经通过验证，马上进入到正式量产阶段，中传和回传部分的光模块研发认证推进顺利使旭创在开拓电信业务方面走的更远。目前 5G 前传网络以 25G 光模块为主，中传或以 50G PAM4 为主，回传或将使用

100G/200G/400G 相干光模块，价格相对于 4G 产品更高，市场空间更加广阔。

IDC 市场前景广阔，光模块需求放量增长：

据智研咨询预计到 2020 年，超大规模数据中心将占到全部数据中心服务器数量的 47%，数据运算能力的 68%，数据存储量的 57%和数据传输量的 53%。数据中心的高景气度将为上游器件提供商带来丰厚收益，公司持续发挥光电系统整合方面的优势，通过对核心技术的持续投入，在行业中不断领先。

图 14：我国 IDC 市场规模及增速（亿元，%）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

5. 盈利预测与评级

未来我们持续看好中际旭创业绩实现稳健增长，预计 2020-2022 年营业收入分别为 77.91 亿元、97.89 亿元以及 118.47 亿元，归母净利润分别为 8.66 亿元、11.86 亿元以及 15.68 亿元，EPS 分别为 1.21 元、1.66 元以及 2.20 元，对应 PE 分别为 52X/38X/29X，维持“买入”评级。

6. 风险提示

5G 产业进度不及预期。

网络建设进度不及预期。

相关技术研发进度不及预期。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,991	12,470	12,281	17,380	营业收入	4,758	7,791	9,789	11,847
现金	1,236	3,892	4,890	5,918	减:营业成本	3,468	5,801	7,106	8,577
应收账款	1,133	2,098	1,961	2,951	营业税金及附加	17	23	31	37
存货	2,504	5,229	4,243	7,190	营业费用	55	106	123	149
其他流动资产	1,119	1,251	1,186	1,320	管理费用	275	662	783	829
非流动资产	4,500	7,017	8,219	9,092	财务费用	17	245	430	513
长期股权投资	221	340	458	577	资产减值损失	-142	0	0	0
固定资产	1,950	4,286	5,346	6,068	加:投资净收益	68	9	9	10
在建工程	151	212	229	249	其他收益	0	0	0	0
无形资产	407	405	408	418	营业利润	576	963	1,325	1,751
其他非流动资产	1,772	1,774	1,777	1,780	加:营业外净收支	0	7	5	6
资产总计	10,491	19,487	20,500	26,471	利润总额	577	970	1,330	1,757
流动负债	2,826	11,013	10,950	15,496	减:所得税费用	63	104	144	190
短期借款	652	7,878	8,016	11,309	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1,259	2,188	2,035	3,063	归属母公司净利润	513	866	1,186	1,568
其他流动负债	914	947	899	1,124	EBIT	610	1,167	1,695	2,193
非流动负债	739	742	677	590	EBITDA	856	1,450	2,125	2,725
长期借款	466	468	403	317					
其他非流动负债	273	273	273	273	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3,565	11,755	11,627	16,086	每股收益(元)	0.72	1.21	1.66	2.20
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	9.71	10.84	12.44	14.56
归属母公司股东权益	6,926	7,732	8,873	10,385	发行在外股份(百万 股)	713	713	713	713
负债和股东权益	10,491	19,487	20,500	26,471	ROIC(%)	6.4%	6.4%	8.6%	8.8%
					ROE(%)	7.4%	11.2%	13.4%	15.1%
					毛利率(%)	27.1%	25.5%	27.4%	27.6%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	10.8%	11.1%	12.1%	13.2%
经营活动现金流	569	-1,313	3,011	-227	资产负债率(%)	34.0%	60.3%	56.7%	60.8%
投资活动现金流	-1,939	-2,791	-1,623	-1,395	收入增长率(%)	-7.7%	63.8%	25.6%	21.0%
筹资活动现金流	1,557	6,760	-389	2,649	净利润增长率(%)	-17.6%	68.6%	37.1%	32.1%
现金净增加额	195	2,656	998	1,028	P/E	88.12	52.28	38.14	28.87
折旧和摊销	246	283	431	532	P/B	6.53	5.85	5.10	4.36
资本开支	759	2,399	1,083	754	EV/EBITDA	52.48	34.02	22.78	18.57
营运资本变动	-384	-2,697	973	-2,829					

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>