

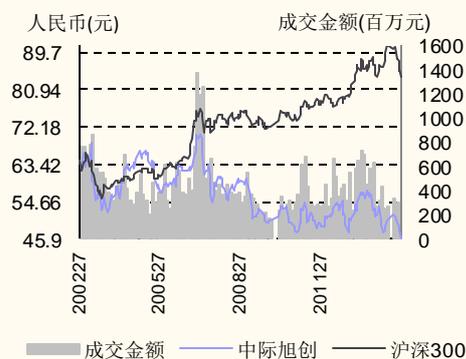
中际旭创 (300308.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 45.90 元
 目标价格 (人民币): 60.50-60.50 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 7.13 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 6.80 |
| 总市值(亿元) | 327.34 |
| 年内股价最高最低(元) | 70.55/45.90 |
| 沪深 300 指数 | 5337 |
| 创业板指 | 2914 |



数通+电信双轮驱动业绩增长，龙头地位稳固

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,156 | 4,758 | 7,053 | 10,627 | 12,584 |
| 营业收入增长率 | 218.10 | 350.29 | 679.74 | 679.74 | 679.74 |
| 归母净利润(百万元) | 40.69 | 52.15 | 48.00 | 48.00 | 48.00 |
| 归母净利润增长率 | 1.311 | 0.719 | 1.187 | 1.709 | 2.012 |
| 摊薄每股收益(元) | 118.76% | -7.73% | 48.25% | 50.68% | 18.41% |
| 每股经营性现金流净额 | | | | | |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | | | | | |
| P/E | 31.05 | 72.49 | 40.34 | 27.94 | 23.67 |
| P/B | 4.05 | 5.37 | 4.31 | 3.73 | 3.22 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2021年2月26日晚，公司发布2020年业绩快报，实现营业收入70.53亿元，同比增长48.25%；归母净利润8.49亿元，同比增长65.40%；扣非归母净利润7.50亿元，同比增长74.72%，总体业绩符合预期。

经营分析

- 受益于行业景气度与产品结构优化，营收与盈利同时放量。**公司Q4单季度实现营收18.48亿元，同比增长25.4%；净利润2.45亿元，同比增长57.2%，环比增长2.76%。主要受益于全球数通市场高景气，全球流量增长、海内外云厂商资本开支增加、光模块出货量持续提升。同时，国内5G网络建设加快带动公司电信产品增长，以及储翰科技并表。400G等高速率数通光模块产品出货增加、比重提升，我们判断公司产品结构优化、良率提升、快速交付，从而降低成本与费用，提升总体盈利能力，总体经营稳健。
- 公司专注新产品研发，快速量产与高质量交付赢得全球领先市场份额。**公司高速率光模块研发进展领先，于2020年底欧洲光纤通信展中宣布推出业界首个800G可插拔OSFP和QSFP-DD800系列光模块，预计今年上半年进行送样评估，Q4或2021年Q1实现量产。200G/400G CFP2 DCO相干光模块荣获“2020年度光通信最具竞争力产品”奖项。公司生产规模与供货能力强，赢得客户认可，16年至18年市场份额提升显著，第三方机构LightCounting预测20年公司市场份额全球第一。此外，公司通过收购储翰科技切入电信市场，补全战略地图，有利于抓住5G建网机会。
- 全球数据中心需求强劲，建议关注海外大客户订单节奏。**受益于全球流量增长与高速率光模块产品迭代，北美市场份额强劲，看好公司作为光模块龙头在数通市场的布局。海内外云厂商资本开支上行，预计今年Q2与Q3公司数通光模块出货量将获得持续提升。

盈利调整与投资建议

- 我们根据业绩快报调低20年收入预测(-4%)，调高毛利率(1.2 PP)与投资收益，调高财务费用与所得税费用。调整后预计公司20-22年归母净利润为8.49/12.25(-5.8%)/14.46(-9.6%)亿元，EPS为1.19/1.72(-5.5%)/2.03(-9.4%)元，对应PE为40/28/24倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 中美贸易摩擦升级；竞争加剧价格下跌超预期；新产品研发不及预期。

相关报告

- 《高景气周期下龙头地位巩固，持续高增可期-中际旭创 Q3 季报点评》，2020.10.20
- 《单季营收创新高，全年高增可期-国金通信-中际旭创 2020 年中...》，2020.8.28
- 《不惧疫情的高增-国金通信中际旭创年报季报点评》，2020.4.25

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

邵艺开

联系人
shaoyikai@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 主营业务收入 | 2,357 | 5,156 | 4,758 | 7,053 | 10,627 | 12,584 | 货币资金 | 957 | 1,041 | 1,236 | 2,201 | 1,802 | 2,147 |
| 增长率 | | 118.8% | -7.7% | 48.2% | 50.7% | 18.4% | 应收账款 | 1,110 | 884 | 1,503 | 2,112 | 3,156 | 3,706 |
| 主营业务成本 | -1,726 | -3,750 | -3,468 | -5,208 | -7,940 | -9,438 | 存货 | 1,969 | 2,119 | 2,504 | 3,496 | 5,003 | 5,689 |
| %销售收入 | 73.2% | 72.7% | 72.9% | 73.8% | 74.7% | 75.0% | 其他流动资产 | 272 | 114 | 749 | 752 | 784 | 804 |
| 毛利 | 632 | 1,406 | 1,290 | 1,845 | 2,687 | 3,146 | 流动资产 | 4,308 | 4,158 | 5,991 | 8,561 | 10,746 | 12,346 |
| %销售收入 | 26.8% | 27.3% | 27.1% | 26.2% | 25.3% | 25.0% | %总资产 | 55.2% | 51.5% | 57.1% | 62.5% | 65.2% | 66.2% |
| 营业税金及附加 | -6 | -10 | -17 | -35 | -53 | -63 | 长期投资 | 29 | 107 | 222 | 217 | 218 | 218 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 1,272 | 1,645 | 2,100 | 2,667 | 3,240 | 3,807 |
| 销售费用 | -32 | -60 | -55 | -71 | -101 | -113 | %总资产 | 16.3% | 20.4% | 20% | 19.5% | 19.7% | 20.4% |
| %销售收入 | 1.4% | 1.2% | 1.2% | 1.0% | 1.0% | 0.9% | 无形资产 | 2,173 | 2,147 | 2,141 | 2,126 | 2,131 | 2,136 |
| 管理费用 | -246 | -253 | -275 | -317 | -457 | -541 | 非流动资产 | 3,502 | 3,922 | 4,500 | 5,145 | 5,734 | 6,317 |
| %销售收入 | 10.4% | 4.9% | 5.8% | 4.5% | 4.3% | 4.3% | %总资产 | 44.8% | 48.5% | 42.9% | 37.5% | 34.8% | 33.8% |
| 研发费用 | 0 | -309 | -362 | -382 | -585 | -692 | 资产总计 | 7,810.02 | 8,080 | 10,491.17 | 13,706 | 16,480 | 18,663 |
| %销售收入 | 0.0% | 6.0% | 7.6% | 5.4% | 5.5% | 5.5% | 短期借款 | 781 | 1,452 | 933 | 1,427 | 1,400 | 1,347 |
| 息税前利润 (EBIT) | 347 | 773 | 582 | 1,040 | 1,492 | 1,737 | 应付款项 | 2,035 | 1,316 | 1,737 | 2,997 | 4,567 | 5,428 |
| %销售收入 | 14.7% | 15.0% | 12.2% | 14.7% | 14.0% | 13.8% | 其他流动负债 | 131 | 100 | 156 | 165 | 249 | 295 |
| 财务费用 | -37 | -79 | -17 | -61 | -79 | -77 | 流动负债 | 2,947 | 2,868 | 2,826 | 4,589 | 6,217 | 7,070 |
| %销售收入 | 1.6% | 1.5% | 0.4% | 0.9% | 0.7% | 0.6% | 长期贷款 | 241 | 270 | 466 | 1,066 | 1,066 | 1,066 |
| 资产减值损失 | -20 | -66 | -140 | -62 | -55 | -49 | 其他长期负债 | 616 | 167 | 273 | 167 | 180 | 175 |
| 公允价值变动收益 | -109 | 14 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 3,804 | 3,304 | 3,565 | 5,821 | 7,462 | 8,311 |
| 投资收益 | 11 | 7 | 68 | 70 | 70 | 71 | 普通股股东权益 | 4,006 | 4,776 | 6,926 | 7,885 | 9,018 | 10,352 |
| %税前利润 | 5.3% | 1.0% | 11.7% | 7.1% | 4.9% | 4.2% | 其中：股本 | 474 | 475 | 713 | 713 | 713 | 713 |
| 营业利润 | 206 | 682 | 576 | 992 | 1,433 | 1,687 | 未分配利润 | 252 | 850 | 1,294 | 2,081 | 3,214 | 4,548 |
| 营业利润率 | 8.7% | 13.2% | 12.1% | 14.1% | 13.5% | 13.4% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 0 | 13 | 0 | -3 | 1 | 1 | 负债股东权益合计 | 7,810 | 8,080 | 10,491 | 13,706 | 16,480 | 18,663 |
| 税前利润 | 206 | 695 | 577 | 989 | 1,434 | 1,688 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 8.7% | 13.5% | 12.1% | 14.0% | 13.5% | 13.4% | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 所得税 | -44 | -72 | -63 | -142 | -215 | -253 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 21.6% | 10.3% | 11.0% | 14.4% | 15.0% | 15.0% | 每股收益 | 0.341 | 1.311 | 0.719 | 1.187 | 1.709 | 2.012 |
| 净利润 | 162 | 623 | 513 | 847 | 1,219 | 1,435 | 每股净资产 | 8.454 | 10.046 | 9.704 | 11.056 | 12.645 | 14.515 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 0.087 | 1.388 | 0.798 | 1.191 | 0.965 | 2.089 |
| 归属于母公司的净利润 | 162 | 623 | 513 | 847 | 1,219 | 1,435 | 每股股利 | 0.010 | 0.038 | 0.123 | 0.084 | 0.120 | 0.142 |
| 净利率 | 6.9% | 12.1% | 10.8% | 12.0% | 11.5% | 11.4% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 4.03% | 13.05% | 7.41% | 10.74% | 13.52% | 13.86% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 2.07% | 7.71% | 4.89% | 6.18% | 7.40% | 7.69% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 5.37% | 10.56% | 6.17% | 8.44% | 10.87% | 11.41% |
| 净利润 | 162 | 623 | 513 | 847 | 1,219 | 1,435 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 1690.82% | 118.76% | -7.73% | 48.25% | 50.68% | 18.41% |
| 非现金支出 | 122 | 269 | 388 | 380 | 396 | 417 | EBIT 增长率 | N/A | 122.67% | -24.78% | 78.83% | 43.45% | 16.41% |
| 非经营收益 | 115 | 90 | -4 | 87 | 57 | 36 | 净利润增长率 | 1506.36% | 285.82% | -17.59% | 64.93% | 43.94% | 17.69% |
| 营运资金变动 | -357 | -323 | -328 | -464 | -984 | -398 | 总资产增长率 | 1135.46% | 3.46% | 29.84% | 30.64% | 20.24% | 13.24% |
| 经营活动现金净流 | 41 | 660 | 569 | 850 | 688 | 1,490 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -419 | -603 | -758 | -931 | -924 | -944 | 应收账款周转天数 | 82.7 | 65.6 | 75.7 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 投资 | 23 | -72 | -700 | 5 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 215.8 | 198.9 | 243.3 | 245.0 | 230.0 | 220.0 |
| 其他 | 250 | 2 | -481 | 70 | 70 | 71 | 应付账款周转天数 | 149.6 | 107.3 | 108.5 | 115.0 | 115.0 | 115.0 |
| 投资活动现金净流 | -146 | -673 | -1,939 | -856 | -854 | -873 | 固定资产周转天数 | 180.0 | 105.9 | 149.6 | 94.0 | 58.0 | 45.1 |
| 股权募资 | 760 | 52 | 1,524 | 174 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 260 | 151 | 159 | 956 | -27 | -53 | 净负债/股东权益 | 1.61% | 14.25% | -6.75% | -4.29% | 0.38% | -3.51% |
| 其他 | -45 | -51 | -118 | -159 | -206 | -219 | EBIT 利息保障倍数 | 9.4 | 9.8 | 34.1 | 14.7 | 16.5 | 23.6 |
| 筹资活动现金净流 | 974 | 152 | 1,565 | 243 | 48 | -756 | 资产负债率 | 48.71% | 40.89% | 33.98% | 37.95% | 40.20% | 37.17% |
| 现金净流量 | 869 | 139 | 195 | 633 | 340 | 215 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 2 | 24 | 33 | 45 | 101 |
| 增持 | 0 | 6 | 7 | 8 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.20 | 1.18 | 1.15 | 1.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2019-04-24 | 买入 | 54.40 | N/A |
| 2 | 2019-08-26 | 买入 | 40.29 | N/A |
| 3 | 2019-10-30 | 买入 | 41.20 | N/A |
| 4 | 2020-04-25 | 买入 | 62.50 | N/A |
| 5 | 2020-08-28 | 买入 | 59.68 | 70.00~70.00 |
| 6 | 2020-10-30 | 买入 | 48.00 | 60.50~60.50 |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402