

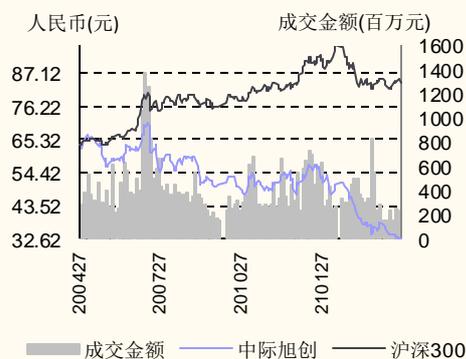
中际旭创 (300308.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 33.13 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.13
已上市流通 A 股(亿股)	6.82
总市值(亿元)	236.22
年内股价最高最低(元)	70.55/32.62
沪深 300 指数	5077
创业板指	2969



新品研发持续突破，产能巩固光模块龙头地位

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,758	7,050	9,059	11,345	13,952
营业收入增长率	-7.73%	48.17%	28.50%	25.24%	22.99%
归母净利润(百万元)	513	865	966	1,259	1,517
归母净利润增长率	-17.59%	68.55%	11.65%	30.24%	20.53%
摊薄每股收益(元)	0.719	1.214	1.355	1.765	2.128
每股经营性现金流净额	0.40	-0.15	3.30	1.75	2.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.41%	10.97%	10.88%	12.51%	13.22%
P/E	72.49	41.91	24.45	18.77	15.57
P/B	5.37	4.60	2.66	2.35	2.06

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月27日公司发布2020年年报和2021年一季报，2020年实现营收70.50亿元，同比增长48.17%；归母净利润8.65亿元，同比增长68.55%；扣非归母净利润7.64亿元，同比增长77.97%；2021Q1营收14.72亿元，同比增长10.98%；归母净利润1.33亿元，同比下降13.40%。

经营分析

- 20年营收与盈利双高增，21Q1盈利略下降。**20年业绩增长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。2021年Q1收入稳中略增，部分客户在年初决策全年采购计划的执行方案订单有所推后，且国内市场的增速有所调整；归母净利润同比下降13.40%，主要由于公司股权激励费用较去年同期增加1594.25万元。
- 持续投入新品研发，快速量产实现规模优势，高质量交付获客户认可。**公司2020年研发费用5.06亿元，同比增长39.76%，研发费用率7.18%，高速率光模块研发进展领先，下一代800G全系列产品已向客户送样测试；400G光通信模块持续驱动业绩增长；25G MWDW彩光光模块产品和200G回传等5G产品已率先通过客户认证并开始批量供货。公司凭借领先技术，结合“以销定产”的生产模式、优化的供应链管理，2020年全年实现高端光模块生产778万只，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，并有效降低制造及采购成本。
- 受益于行业需求旺盛，龙头厂商率先受益，建议关注海外大客户订单节奏。**随着云计算市场渗透率提升、全球流量暴涨，据LightCounting最新预测显示，2025年光模块行业在113亿美元左右，未来5年以CAGR10%的增速保持增长，龙头公司率先受益。我们看好公司数通市场布局，预计今年Q2与Q3公司数通光模块出货量将获得持续提升，建议关注订单获取节奏。

盈利调整与投资建议

- 我们根据年报与一季报调整盈利预测。预计公司21-23年收入90.59 (-14.8%) / 113.45 (-9.9%) / 139.52亿元，归母净利润为9.66 (-20.7%) / 12.59 (-12.3%) / 15.17亿元，对应PE为24/19/16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

- 《数通+电信双轮驱动业绩增长，龙头地位稳固-数通+电信双轮驱动...》，2021.2.27
- 《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》，2020.10.30
- 《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

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)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5,156	4,758	7,050	9,059	11,345	13,952
增长率		-7.7%	48.2%	28.5%	25.2%	23.0%
主营业务成本	-3,750	-3,468	-5,257	-6,758	-8,509	-10,518
%销售收入	72.7%	72.9%	74.6%	74.6%	75.0%	75.4%
毛利	1,406	1,290	1,793	2,301	2,836	3,435
%销售收入	27.3%	27.1%	25.4%	25.4%	25.0%	24.6%
营业税金及附加	-10	-17	-22	-27	-34	-42
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-60	-55	-107	-136	-159	-195
%销售收入	1.2%	1.2%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
管理费用	-253	-275	-370	-471	-567	-670
%销售收入	4.9%	5.8%	5.3%	5.2%	5.0%	4.8%
研发费用	-309	-362	-506	-652	-794	-977
%销售收入	6.0%	7.6%	7.2%	7.2%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	773	582	787	1,014	1,282	1,551
%销售收入	15.0%	12.2%	11.2%	11.2%	11.3%	11.1%
财务费用	-79	-17	-64	-69	-11	0
%销售收入	1.5%	0.4%	0.9%	0.8%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-66	140	72	-69	-39	-52
公允价值变动收益	14	0	7	0	0	0
投资收益	7	68	228	210	180	203
%税前利润	1.0%	11.7%	23.1%	19.3%	12.7%	11.9%
营业利润	682	576	990	1,091	1,416	1,707
营业利润率	13.2%	12.1%	14.0%	12.0%	12.5%	12.2%
营业外收支	13	0	-3	-3	1	1
税前利润	695	577	987	1,088	1,417	1,708
利润率	13.5%	12.1%	14.0%	12.0%	12.5%	12.2%
所得税	-72	-63	-111	-122	-159	-191
所得税率	10.3%	11.0%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
净利润	623	513	876	966	1,259	1,517
少数股东损益	0	0	11	0	0	0
归属于母公司的净利润	623	513	865	966	1,259	1,517
净利率	12.1%	10.8%	12.3%	10.7%	11.1%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	623	513	876	966	1,259	1,517
少数股东损益	0	0	11	0	0	0
非现金支出	269	104	275	504	496	534
非经营收益	90	-4	-178	-97	-83	-124
营运资金变动	-323	-328	-1,082	978	-423	-404
经营活动现金净流	660	286	-109	2,350	1,248	1,523
资本开支	-603	-758	-948	-1,013	-924	-944
投资	-72	-700	59	5	0	0
其他	2	-481	16	210	180	203
投资活动现金净流	-673	-1,939	-873	-799	-744	-741
股权募资	52	1,524	0	91	0	0
债权募资	151	159	1,421	499	30	123
其他	-51	-118	-158	-186	-176	-191
筹资活动现金净流	152	1,565	1,263	403	-146	-68
现金净流量	139	-88	281	1,955	358	714

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,041	1,236	1,679	3,634	3,993	4,707
应收账款	884	1,503	1,990	2,474	3,074	3,750
存货	2,119	2,504	3,774	4,073	4,895	5,763
其他流动资产	114	749	538	373	395	420
流动资产	4,158	5,991	7,982	10,555	12,358	14,641
%总资产	51.5%	57.1%	58.6%	62.9%	64.8%	67.1%
长期投资	107	222	481	476	476	476
固定资产	1,645	2,100	2,776	3,233	3,698	4,156
%总资产	20.4%	20.0%	20%	19.3%	19.4%	19.1%
无形资产	2,147	2,141	2,327	2,389	2,388	2,387
非流动资产	3,922	4,500	5,634	6,233	6,707	7,175
%总资产	48.5%	42.9%	41.4%	37.1%	35.2%	32.9%
资产总计	8,080	10,491	13,616	16,788	19,064	21,815
短期借款	1,452	933	1,397	1,490	1,520	1,643
应付款项	1,316	1,737	2,070	3,907	4,914	6,072
其他流动负债	100	156	305	206	258	317
流动负债	2,868	2,826	3,772	5,602	6,693	8,033
长期贷款	270	466	1,430	2,030	2,030	2,030
其他长期负债	167	273	420	167	180	175
负债	3,304	3,565	5,622	7,799	8,903	10,237
普通股股东权益	4,776	6,926	7,889	8,884	10,058	11,474
其中：股本	475	713	713	713	713	713
未分配利润	850	1,294	2,090	2,996	4,169	5,585
少数股东权益	0	0	104	104	104	104
负债股东权益合计	8,080	10,491	13,616	16,788	19,064	21,815

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.31	0.72	1.21	1.36	1.77	2.13
每股净资产	10.05	9.70	11.06	12.46	14.11	16.09
每股经营现金净流	1.39	0.40	-0.15	3.30	1.75	2.14
每股股利	0.01	0.04	0.12	0.08	0.12	0.14
回报率						
净资产收益率	13.05%	7.41%	10.97%	10.88%	12.51%	13.22%
总资产收益率	7.71%	4.89%	6.36%	5.76%	6.60%	6.95%
投入资本收益率	10.56%	6.17%	6.37%	7.11%	8.19%	8.93%
增长率						
主营业务收入增长率	118.76%	-7.73%	48.17%	28.50%	25.24%	22.99%
EBIT 增长率	122.67%	-24.78%	35.40%	28.84%	26.34%	21.02%
净利润增长率	285.82%	-17.59%	68.55%	11.65%	30.24%	20.53%
总资产增长率	3.46%	29.84%	29.78%	23.30%	13.56%	14.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66	76	69	70	70	70
存货周转天数	199	243	218	220	210	200
应付账款周转天数	107	108	91	115	115	115
固定资产周转天数	106	150	141	100	72	53
偿债能力						
净负债/股东权益	14.25%	-6.75%	11.41%	-3.89%	-6.68%	-10.97%
EBIT 利息保障倍数	9.8	34.1	12.3	14.6	115.1	50,196.0
资产负债率	40.89%	33.98%	41.29%	46.46%	46.70%	46.93%

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	0	2	13	37	83
增持	0	0	4	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.24	1.21	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	2019-08-26	买入	40.29	N/A
2	2019-10-30	买入	41.20	N/A
3	2020-04-25	买入	62.50	N/A
4	2020-08-28	买入	59.68	70.00~70.00
5	2020-10-30	买入	48.00	60.50~60.50
6	2021-02-27	买入	45.90	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