

400G 驱动公司业绩高增长，阶段性波动不改龙头本色

——2020 年年报及 2021 年一季报点评

事件:

2021年4月27日，公司发布2020年年报及2021年一季报。2020年实现收入70.50亿(+48.17%,yoy)；实现归母净利润8.65亿(+68.55%,yoy)，实现扣非后净利润7.64亿(+77.97%,yoy)。2021Q1实现收入14.72亿(+10.98%,yoy)；实现归母净利润1.33亿(-13.40%,yoy)；实现扣非后净利润1.09亿(-19.10%,yoy)。

点评:

● 全年业绩符合预期，客户采购阶段性波动影响一季度业绩

2020年海外数通市场400G持续升级、国内5G建设起量以及收购储翰科技的并表共同推动了全年业绩的大增。2021Q1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，导致收入增速不高。同时，由于储翰科技并表和股权激励带来的管理和研发费用增长，导致净利润有所下滑。预计二季度收入和利润将有明显改善。

● 各项经营指标稳健，备货充足影响现金流

收入结构方面，由于400G产品的放量，100G产品出货量继续保持增长，高速率产品收入占比达到85.23%；低速率产品收入占比为7.12%；储翰科技主营的接入网光模块和光组件收入占比为5.02%。2020年毛利率为25.43%(-1.68pcts,yoy)，净利率12.28%(+1.49pcts,yoy)。经营性现金流量净额2168.82万元，同比减少96.19%，主要是为满足订单交付备货增加导致。截止2020年底，公司存货37.74亿，同比增加50.72%。

● 持续加大研发投入，产品与技术储备优势明显

2020年公司研发人员达到1098人同比增加95.72%，研发人员占比由16.27%提高到18.88%；研发投入5.21亿，其中苏州旭创单体研发投入4.83亿，同比增长10%。2020年公司设立旭创研究院，引进海外高端人才，自由探索光通信及其他广电产业链细分领域，增强公司新技术储备能力及领先的研发技术优势。目前，公司800G数通产品已向客户送样测试；硅光100G/200G/400G芯片在功耗、良率、工艺方面以及模块方案进行了优化；相干产品方面，100G和200G相干光模块已实现销售且销量逐步增长，400G ZR相干产品开始小规模供货；基于波分复用技术开发的25G MWDWDM彩光模块产品和200G回传等5G产品率先通过客户认证并开始批量供货。未来公司增长具备了扎实的产品基础。

● 400G 生命周期尚未结束，全年需求不必悲观

参考100G生命周期，400G升级换代尚未结束，全年需求量保持高位，有望达到200万支，市场空间将超过10亿美元，同比增长140%，叠加客户200G上量，全年数通市场不必悲观。国内5G建设平稳，疫情之后海外5G建设起量，国内10G PON建设，电信市场光模块需求确定性高。公司在技术、产品、交付能力方面均具备明显优势。

● 投资建议与盈利预测

公司为光模块行业龙头，短期业绩波动不改公司核心竞争力。预计

买入|维持

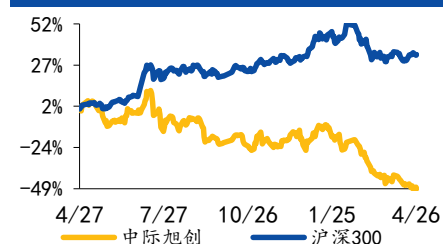
当前价/目标价: 32.50元/45.35元

目标期限: 6个月

基本数据

52周最高/最低价(元):	70.55 / 32.5
A股流通股(百万股):	681.71
A股总股本(百万股):	713.02
流通市值(百万元):	22155.65
总市值(百万元):	23173.03

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) 2020年业绩快报点评: 业绩符合预期, 400G 龙头高速增长》
2021.02.28

《国元证券公司研究-中际旭创(300308) 2020年业绩预告点评: 业绩高速增长, 400G 持续发力夯实成长基础》
2021.01.29

《国元证券行业研究-2021年通信行业策略报告: 方兴未艾新基建, 云化物联露锋芒》
2020.12.17

报告作者

分析师 常启辉
执业证书编号 S0020517090001
电话 021-51097188-1936
邮箱 changqihui@gzq.com.cn

2021-2023 年公司收入为 91.49/117.58/146.93 亿,净利润为 10.78/13.36/16.63 亿,对应当前股价的 PE 为 22.50/17.35/13.93 倍,维持“买入”评级。

● **风险提示**

5G 建设不及预期、数通产品价格下滑较大的风险、汇率波动的风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4757.68	7049.59	9149.40	11758.13	14692.51
收入同比 (%)	-7.73	48.17	29.79	28.51	24.96
归母净利润(百万元)	513.49	865.48	1078.25	1335.67	1663.95
归母净利润同比(%)	-17.59	68.55	24.58	23.87	24.58
ROE (%)	7.41	10.97	11.90	12.90	13.88
每股收益 (元)	0.72	1.21	1.51	1.87	2.33
市盈率(P/E)	45.14	26.78	21.50	17.35	13.93

资料来源：Wind,国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5991.34	7981.89	9695.63	11248.98	14381.01
现金	1236.19	1679.48	1451.40	2284.87	3337.65
应收账款	1132.54	1514.46	3605.35	3471.57	4339.37
其他应收款	9.73	24.71	23.17	32.51	41.21
预付账款	65.12	40.38	108.89	157.79	208.60
存货	2503.62	3774.29	3594.70	4212.64	5276.80
其他流动资产	1044.13	948.57	912.12	1089.61	1177.38
非流动资产	4499.83	5633.84	5875.16	6055.02	6298.84
长期投资	221.07	433.47	433.47	433.47	433.47
固定资产	1949.86	2726.16	2782.95	2914.82	3117.91
无形资产	311.00	360.20	371.20	382.20	393.20
其他非流动资产	2017.90	2114.01	2287.53	2324.53	2354.26
资产总计	10491.17	13615.73	15570.78	17304.00	20679.85
流动负债	2826.08	3772.06	4235.82	4219.26	5541.07
短期借款	652.29	1040.64	200.00	200.00	200.00
应付账款	1259.47	1367.31	2722.30	2454.49	3513.28
其他流动负债	914.32	1364.11	1313.52	1564.77	1827.80
非流动负债	738.87	1850.19	2150.71	2588.17	2989.63
长期借款	465.50	1429.75	1829.75	2229.75	2629.75
其他非流动负债	273.37	420.44	320.97	358.43	359.89
负债合计	3564.95	5622.25	6386.53	6807.43	8530.71
少数股东权益	0.00	104.27	120.12	139.78	164.26
股本	713.17	713.17	713.17	713.17	713.17
资本公积	5064.12	5147.15	5147.15	5147.15	5147.15
留存收益	1320.51	2126.09	3204.34	4498.08	6127.40
归属母公司股东权益	6926.22	7889.22	9064.13	10356.79	11984.87
负债和股东权益	10491.17	13615.73	15570.78	17304.00	20679.85

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	569.46	21.69	734.91	966.08	1270.68
净利润	513.49	876.42	1094.10	1355.33	1688.44
折旧摊销	246.12	340.26	285.66	312.64	347.89
财务费用	17.08	63.94	137.05	124.45	116.72
投资损失	-67.58	-228.09	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-383.70	-1166.03	-624.30	-869.29	-922.41
其他经营现金流	244.05	135.18	-157.60	42.96	40.05
投资活动现金流	-1939.37	-872.82	-428.22	-466.16	-566.31
资本支出	759.31	956.07	300.00	400.00	500.00
长期投资	699.60	-222.41	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-480.46	-139.16	-128.23	-66.16	-66.31
筹资活动现金流	1557.15	1299.74	-534.77	333.54	348.41
短期借款	262.48	388.36	-840.64	0.00	0.00
长期借款	195.99	964.25	400.00	400.00	400.00
普通股增加	237.71	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1367.62	83.03	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-506.66	-135.89	-94.12	-66.46	-51.59
现金净增加额	195.01	411.89	-228.08	833.46	1052.78

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4757.68	7049.59	9149.40	11758.13	14692.51
营业成本	3467.78	5256.96	6805.74	8766.04	10979.00
营业税金及附加	16.60	21.97	36.60	43.57	55.89
营业费用	54.84	106.71	107.05	151.04	183.13
管理费用	274.58	370.14	365.98	564.39	734.63
研发费用	362.35	506.43	550.00	650.00	800.00
财务费用	17.08	63.94	137.05	124.45	116.72
资产减值损失	-141.66	-65.37	-5.00	-20.00	-20.00
公允价值变动收益	0.00	7.48	7.00	7.00	7.00
投资净收益	67.58	228.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	576.38	989.80	1223.98	1520.64	1895.15
营业外收入	0.50	0.33	6.00	5.00	6.00
营业外支出	0.20	3.16	1.00	2.00	3.00
利润总额	576.68	986.96	1228.98	1523.64	1898.15
所得税	63.19	110.53	134.88	168.32	209.72
净利润	513.49	876.42	1094.10	1355.33	1688.44
少数股东损益	0.00	10.94	15.85	19.65	24.49
归属母公司净利润	513.49	865.48	1078.25	1335.67	1663.95
EBITDA	839.58	1394.00	1646.70	1957.73	2359.76
EPS (元)	0.72	1.21	1.51	1.87	2.33

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-7.73	48.17	29.79	28.51	24.96
营业利润(%)	-15.47	71.73	23.66	24.24	24.63
归属母公司净利润(%)	-17.59	68.55	24.58	23.87	24.58
获利能力					
毛利率(%)	27.11	25.43	25.62	25.45	25.27
净利率(%)	10.79	12.28	11.78	11.36	11.33
ROE(%)	7.41	10.97	11.90	12.90	13.88
ROIC(%)	8.26	10.71	12.73	13.89	15.37
偿债能力					
资产负债率(%)	33.98	41.29	41.02	39.34	41.25
净负债比率(%)	39.23	50.28	36.48	41.57	39.03
流动比率	2.12	2.12	2.29	2.67	2.60
速动比率	1.20	1.08	1.41	1.63	1.60
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.58	0.63	0.72	0.77
应收账款周转率	4.77	5.25	3.52	3.27	3.70
应付账款周转率	3.37	4.00	3.33	3.39	3.68
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	1.21	1.51	1.87	2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.03	1.03	1.35	1.78
每股净资产(最新摊薄)	9.71	11.06	12.71	14.52	16.81
估值比率					
P/E	45.14	26.78	21.50	17.35	13.93
P/B	3.35	2.94	2.56	2.24	1.93
EV/EBITDA	28.29	17.04	14.42	12.13	10.06

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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。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连带损失承担任何责任。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售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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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