

## 400G 产品放量增长, 公司业绩快速上升

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2020年全年实现营业收入70.5亿元, 较上年同期增长48%; 实现归母净利润8.7亿元, 较上年同期增长69%。2021年Q1实现营收14.7亿元, 同比增长11%; 归母净利润1.3亿元, 同比下降13%。
- 公司为光模块龙头企业, 400G 放量年将优先受益。** 公司在海外数通光模块市场上拥有绝对领先的地位。2021年是数通市场上400G放量增长的大年, 公司充分发挥技术领先、快速交付的优势, 400G数通光模块产品的出货量持续增长, 并且400G产品已成为公司的主力出货产品之一。我们预计公司今年400G数通光模块产品仍将快速增长, 在全球400G出货量中取得近一半的市场份额。
- 研发持续高投入, 新产品进展顺利。** 公司2020年研发投入5.1亿元, 同比增长了40%。公司十分重视研发投入, 花费大量的时间精力在技术创新突破上, 目前已经在硅光模块、相干技术等新兴领域取得了可观的成绩。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都已经进行了进一步的优化和改进; 在相干产品方面, 100G和200G相干光模块已实现销售, 并呈逐步增长态势, 400G ZR相干产品也已开始小批量供货。
- 收购储瀚科技, 丰富电信市场布局。** 公司2020年完成了对储瀚科技的收购, 取得了储瀚科技67.2%的股份。储瀚科技主营是PON光模块等电信光模块产品, 公司通过储瀚科技丰富了对电信光模块市场的布局, 同时也进一步提高国内市场的占有率。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为1.54元、1.95元、2.49元, 未来三年归母净利润将达到27%的复合增长率。考虑到公司产品技术不断创新, 400G与5G光模块业务客户需求量持续大幅提升, 5G通信行业发展迅速, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧、海外疫情加剧、产品研发不及预期等风险。

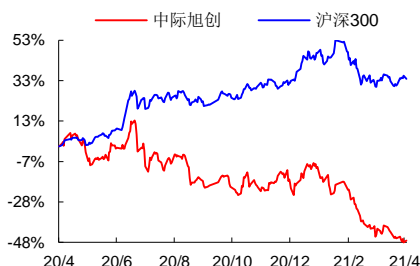
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7049.59	9365.91	12202.99	15557.18
增长率	48.17%	32.86%	30.29%	27.49%
归属母公司净利润(百万元)	865.48	1095.20	1392.75	1773.50
增长率	68.55%	26.54%	27.17%	27.34%
每股收益EPS(元)	1.21	1.54	1.95	2.49
净资产收益率ROE	10.96%	13.03%	13.86%	15.37%
PE	27	22	17	13
PB	2.99	2.83	2.36	2.06

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅  
执业证号: S1250517050002  
电话: 021-58351932  
邮箱: cxya@swsc.com.cn  
联系人: 叶泽佑  
电话: 021-58351932  
邮箱: yezy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.13
流通A股(亿股)	6.82
52周内股价区间(元)	32.5-70.55
总市值(亿元)	231.73
总资产(亿元)	131.55
每股净资产(元)	11.30

### 相关研究

- 中际旭创(300308): 数通电信齐头并进, 光模块龙头地位稳固 (2021-01-29)
- 中际旭创(300308): 电信数通业务双轮驱动, 产品技术行业领先 (2020-10-29)
- 中际旭创(300308): 业绩高速增长符合预期, 产品技术行业领先 (2020-08-31)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：随着信息流量爆发式增长，全球 5G 快速发展，光通信模块将会迎来大量订单。同时，今年是数通市场 400G 光模块放量增长的大年，而公司凭借其技术优势，400G 产品出货量在 2020 年占得了全球出货量的一半，我们预计 2021 年将延续这个市场占比。公司 200G 产品在 2021 年 Q1 也已经获得了下游客户的大量订单，预计今年将会快速增长。随着电信市场招标落地后，电信市场光模块订单预计在 2021 年下半年会迅速复苏反弹。今年客户对光通信模块需求剧增，在光模块产品价格下降的趋势上，光模块需求量剧增仍旧非常显著，预计未来将维持稳健增速。10/40G 光模块在未来几年将会逐渐被高端光模块所替代，订单量维持匀速下降趋势。假设 2021-2023 年 25/100/400G 光模块业务订单量增速分别为 45%、35%、30%，10/40G 光模块业务订单量增速在未来三年内为 -20%、-25%、-25%；

假设 2：其他业务非公司主营业务，随着公司在行业里逐渐形成规模效应，主营业务将更加聚焦，未来其他业务增速会逐渐放缓。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入预测

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
25/100/400G 光模块	收入	5941.9	8615.8	11631.3	15120.7
	增速	65.0%	45.0%	35.0%	30.0%
10/40G 光模块	收入	823.9	659.1	494.3	370.8
	增速	-20.0%	-20.0%	-25.0%	-25.0%
其他业务	收入	107.1	91.0	77.4	65.8
	增速	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
合计	收入	7049.6	9365.9	12203.0	15557.2
	增速	48.2%	32.9%	30.3%	27.5%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7049.59	9365.91	12202.99	15557.18	净利润	876.42	1100.69	1400.79	1784.73
营业成本	5256.96	7024.43	9396.30	11979.03	折旧与摊销	340.26	164.02	164.02	164.02
营业税金及附加	21.97	30.35	39.04	49.99	财务费用	63.94	254.59	45.07	57.45
销售费用	106.71	121.76	176.94	225.58	资产减值损失	-65.37	0.00	0.00	0.00
管理费用	370.14	655.61	915.22	1166.79	经营营运资本变动	-1543.77	-767.50	-1371.61	-1743.61
财务费用	63.94	254.59	45.07	57.45	其他	350.20	-23.20	-118.75	66.27
资产减值损失	-65.37	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>21.69</b>	<b>728.60</b>	<b>119.51</b>	<b>328.87</b>
投资收益	228.09	2.43	2.56	2.99	资本支出	-560.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	7.48	6.11	5.55	6.06	其他	-311.94	8.54	8.11	9.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-872.82</b>	<b>8.54</b>	<b>8.11</b>	<b>9.05</b>
<b>营业利润</b>	<b>989.80</b>	<b>1287.70</b>	<b>1638.52</b>	<b>2087.39</b>	短期借款	388.36	-220.72	-61.28	333.51
其他非经营损益	-2.84	-0.04	0.22	0.51	长期借款	964.25	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>986.96</b>	<b>1287.66</b>	<b>1638.74</b>	<b>2087.90</b>	股权融资	83.03	0.00	0.00	0.00
所得税	110.53	186.97	237.94	303.16	支付股利	0.00	-173.10	-219.04	-278.55
净利润	876.42	1100.69	1400.79	1784.73	其他	-135.89	-1086.21	436.41	-57.45
少数股东损益	10.94	5.50	8.04	11.23	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1299.74</b>	<b>-1480.03</b>	<b>156.09</b>	<b>-2.50</b>
归属母公司股东净利润	865.48	1095.20	1392.75	1773.50	<b>现金流量净额</b>	<b>411.89</b>	<b>-742.89</b>	<b>283.71</b>	<b>335.42</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1679.48	936.59	1220.30	1555.72	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1645.50	2275.97	2927.57	3751.38	销售收入增长率	48.17%	32.86%	30.29%	27.49%
存货	3774.29	5110.09	7000.02	8860.30	营业利润增长率	71.73%	30.10%	27.24%	27.39%
其他流动资产	882.62	579.96	685.69	810.69	净利润增长率	70.68%	25.59%	27.26%	27.41%
长期股权投资	433.47	433.47	433.47	433.47	EBITDA 增长率	66.04%	22.40%	8.28%	24.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2775.52	2652.33	2529.15	2405.97	毛利率	25.43%	25.00%	23.00%	23.00%
无形资产和开发支出	2286.04	2249.32	2212.59	2175.86	三费率	7.67%	11.02%	9.32%	9.32%
其他非流动资产	138.81	134.70	130.60	126.49	净利率	12.43%	11.75%	11.48%	11.47%
<b>资产总计</b>	<b>13615.73</b>	<b>14372.44</b>	<b>17139.39</b>	<b>20119.89</b>	ROE	10.96%	13.03%	13.86%	15.37%
短期借款	1040.64	819.92	758.64	1092.15	ROA	6.44%	7.66%	8.17%	8.87%
应付和预收款项	1884.29	2629.85	3583.30	4493.77	ROIC	11.88%	13.86%	13.40%	14.71%
长期借款	1429.75	1429.75	1429.75	1429.75	EBITDA/销售收入	19.77%	18.22%	15.14%	14.84%
其他负债	1267.57	1046.93	1258.47	1488.81	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5622.25</b>	<b>5926.45</b>	<b>7030.16</b>	<b>8504.47</b>	总资产周转率	0.58	0.67	0.77	0.84
股本	713.17	713.17	713.17	713.17	固定资产周转率	3.02	3.51	4.80	6.43
资本公积	5147.15	5147.15	5147.15	5147.15	应收账款周转率	5.25	5.12	5.04	5.00
留存收益	2126.09	3048.19	4221.90	5716.85	存货周转率	1.61	1.54	1.54	1.50
归属母公司股东权益	7889.22	8336.23	9991.42	11486.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.34%	—	—	—
少数股东权益	104.27	109.77	117.81	129.04	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7993.49</b>	<b>8446.00</b>	<b>10109.23</b>	<b>11615.42</b>	资产负债率	41.29%	41.23%	41.02%	42.27%
负债和股东权益合计	13615.73	14372.44	17139.39	20119.89	带息债务/总负债	43.94%	37.96%	31.13%	29.65%
					流动比率	2.12	2.18	2.28	2.25
					速动比率	1.12	0.93	0.93	0.92
					股利支付率	0.00%	15.81%	15.73%	15.71%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1394.00	1706.31	1847.60	2308.86	每股收益	1.21	1.54	1.95	2.49
PE	27.29	21.57	16.96	13.32	每股净资产	11.06	11.69	14.01	16.11
PB	2.99	2.83	2.36	2.06	每股经营现金	0.03	1.02	0.17	0.46
PS	3.35	2.52	1.94	1.52	每股股利	0.00	0.24	0.31	0.39
EV/EBITDA	17.54	14.42	13.13	10.51					
股息率	0.00%	0.73%	0.93%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn