

2020 年报点评：业绩维持稳健增长，高端产品优势仍然显著

买入（维持）

2021 年 04 月 30 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,050	8,495	9,839	11,057
同比（%）	48.2%	20.5%	15.8%	12.4%
归母净利润（百万元）	865	1,073	1,287	1,470
同比（%）	68.6%	24.0%	19.9%	14.2%
每股收益（元/股）	1.21	1.51	1.81	2.06
P/E（倍）	28.18	22.72	18.95	16.60

投资要点

■ **事件：**4 月 26 日，中际旭创发布 2020 年度及 2021Q1 业绩报告，公司 2020 年全年实现营业总收入 70.5 亿元，同比+48.17%，实现归母净利润 8.65 亿元，同比+68.55%。2021 年 Q1 公司实现营业总收入 14.72 亿元，同比+10.98%，实现归母的净利润 1.33 亿元，同比-13.40%，符合我们预期。

■ **业绩再创新高，经营状况稳中有进：**中际旭创 2020 年 Q4 单季度实现营业总收入 18.45 亿元，同比增加 25.18%，同比增速较 Q3（56.97%）降低 31.79pp；实现归属于母公司的净利润 2.66 亿元，同比增加 70.7%，环比增长 13.19%。随着公司多项项目以及子公司业务的持续推进、与客户的关系稳定发展，毛利率稳中有升。2020 年度公司毛利率为 25.43%，较前三季度(24.94%)提升 0.49pp；销售净利率为 12.43%，较前三季度（11.61%）提升 0.82pp。2020 年单四季度经营活动产生的现金净流量为 1.58 亿元，较 Q3 增加 0.76 亿元；Q4 销售现金占收比（8.57%）较去年同期（21.93%）下降 13.36pp，但相比三季度有所提升。

■ **研发持续投入，公司维持高端产能优势：**中际旭创 2020 年全年发生研发费用 5.06 亿元，同比上升 39.76%，其中 Q4 发生研发费用 2.14 亿元，同比上升 55.36%。2021 年 Q1 发生研发费用 1.2 亿元，同比上升 36.27%。公司及全资子公司为提高公司产品竞争力，持续加大研发投入，在下一代速率的数通产品（800G）、硅光及相关方面取得新的进展。2020 年公司设立了旭创研究院，自由探索光通信及光电产业链细分领域，增强公司新技术储备能力及领先的研发技术优势。

■ **流量增长与 5G 建设周期赋能中际旭创光模块业务：**数通与电信市场共振，光模块需求稳步向上。公司受益于海外重点客户重点投入和批量部署 400G，发挥技术领先、快速交付的优势，100G 与 400G 产品的出货量持续增长。公司受益于国内 5G 网络快速建设带来的 5G 光模块需求增长，持续深入布局 5G 无线市场，加大对电信光模块产品的投入。目前公司已经形成了覆盖前传、中传、回传的全面的 5G 基站光模块产品系列，实现了在市场规模和出货量上的双增长。

■ **盈利预测与投资评级：**由于下游需求放缓，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.60/2.05 元下调至 1.51/1.81 元，预计 2023 年 EPS 为 2.06 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 22/18/16 倍，由于当前光模块下游仍维持较高景气度，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**高端光模块需求不达预期的风险；光模块市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.21
一年最低/最高价	31.31/72.81
市净率(倍)	3.03
流通 A 股市值(百万元)	23321.38

基础数据

每股净资产(元)	11.30
资产负债率(%)	37.95
总股本(百万股)	713.02
流通 A 股(百万股)	681.71

相关研究

1、《中际旭创（300308）：全年业绩持续提升，下游需求向好叠加产品稳步推进，公司发展进入快车道》2021-02-28

2、《中际旭创（300308）：Q4 业绩环比持续加速，“数通+电信”双向推动业绩进入发展快车道》2021-01-29

3、《中际旭创（300308）：募资加码高端光模块研发，重视核心技术人员激励，CAGR 14% 业绩目标彰显行业景气信心》2020-11-16

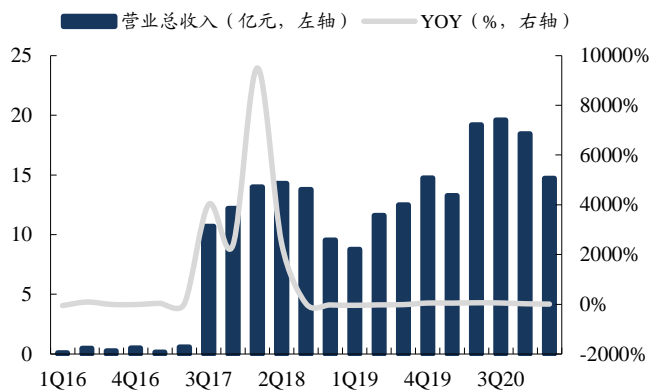
1. 光模块景气度持续向上,公司 2020 年度及一季度业绩稳步提升

1.1. 经营状况逐季提升,业绩持续创新高

中际旭创 2020 年全年实现营业总收入 70.5 亿元,同比增加 48.17%,实现归母净利润 8.65 亿元,同比增加 68.55%。其中 Q4 单季度实现营业总收入 18.45 亿元,同比增加 25.18%,同比增速较 Q3 (56.97%) 降低 31.79%;实现归属于母公司的净利润 2.66 亿元,同比增加 70.7%,环比增长 13.19%。2021 年 Q1,公司实现营业总收入 14.72 亿元,同比增加 10.98%,同比增速较 2020 年 Q4 (25.18%) 降低 14.20%;实现归属于母公司的净利润 1.33 亿元,同比减少 13.40%。

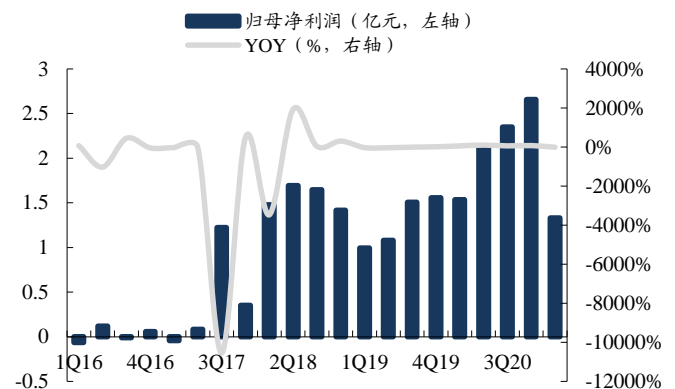
与客户关系稳定,公司持续推进基础设施建设。公司 2020 年主要受益于国内外数据中心客户资本开支增长和建设推进、国内 5G 网络建设投入,其中光模块销售收入较去年同期有所增长;此外,公司自 5 月起将储翰科技纳入合并报表范围,导致收入的增长。同时技术工艺的成熟以及良率的提升,新产品提效降本效果显著,业绩贡献逐步提升。

图 1: 中际旭创单季度营业总收入及同比增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 中际旭创单季度归母净利润及同比增速 (亿元, %)



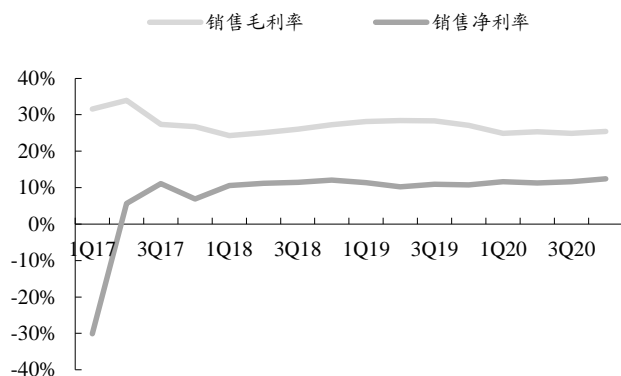
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 盈利能力稳步上升,现金流显著改善

公司产品盈利能力稳步上升。2020 年全年毛利率为 25.43%,较前三季度(24.94%)提升 0.49pp;销售净利率为 12.43%,较前三季度 (11.61%) 提升 0.82pp。

2020 年单四季度经营活动产生的现金净流量为 1.58 亿元,较 Q3 增加 0.76 亿元;Q4 销售现金占收比 (8.57%)较去年同期 (21.93%)下降 13.36pp,但相比三季度 (4.17%)提升 4.4pp。2021 年 Q1 经营活动产生的现金净流量为-1.31 亿元。

图 3: 中际旭创销售毛利率、净利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 中际旭创现金流情况 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(注: 现金占收比, 为销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入的比例。)

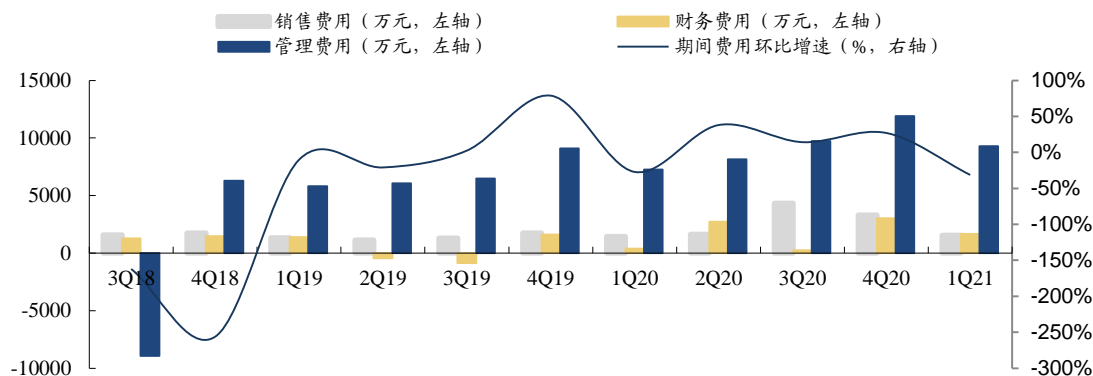
1.3. 费用控制能力良好, 持续保持研发投入

2020 年度中际旭创费用控制能力良好。2020 年 Q4 公司销售费用、管理费用和财务费用合计 1.81 亿元, 同比上升 46.53%, 环比上升 27.17%。Q4 三项费用占营收 9.86%, 较 Q3 (7.30%) 环比上升 2.56pp。

2020 年公司发生销售费用 1.07 亿元, 同比上升 90.28%, 环比下降 24.08%; 发生管理费用 3.70 亿元, 同比上升 30.84%, 环比上升 22.27%, 主要原因在于公司根据出货产品情况补充计提了产品质量保证金, 此外公司于 5 月起将储瀚科技纳入合并报表范围; 实现财务费用 6393.78 万元, 财务费用上升的主要原因是银行融资规模增长导致利息费用增加和汇率波动加剧导致汇兑收益减少。

2021 年 Q1 公司销售费用、管理费用和财务费用合计 1.25 亿元, 同比上升 38.19%。Q1 发生销售费用 1548.84 万元, 同比上升 8.82%, 环比下降 52.86%; 发生管理费用 9302.68 万元, 同比上升 28.36%, 环比下降 21.79%

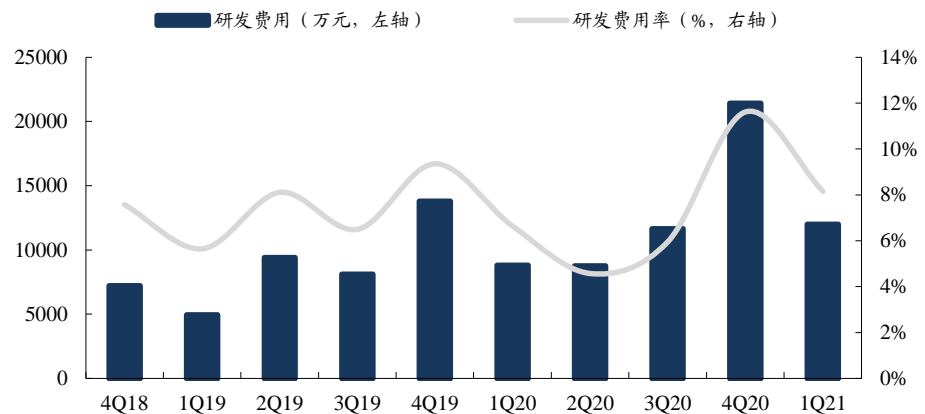
图 5: 中际旭创的三大费用明细及环比增速 (万元, %)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

中际旭创研发费用仍维持高位，多项研发项目有序开展。2020 年全年发生研发费用 5.06 亿元，同比上升 39.76%，其中 Q4 发生研发费用 2.14 亿元，同比上升 55.36%，环比上升 83.74%。2021 年 Q1 发生研发费用 1.2 亿元，同比上升 36.27%，环比下降 44.01%。一方面，由于公司及全资子公司为提高公司产品竞争力，持续加大研发投入，多项研发项目有序开展；另一方面公司于 5 月将储翰科技纳入合并报表范围带来研发费用增加。

图 6：中际旭创研发费用及费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 盈利预测与投资评级

由于下游需求放缓，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.60/2.05 元下调至 1.51/1.81 元，预计 2023 年 EPS 为 2.06 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 22/18/16 倍，由于当前光模块下游仍维持较高景气度，维持“买入”评级。

3. 风险提示

高端光模块需求不达预期的风险；光模块市场竞争加剧的风险。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7,982	8,678	9,044	10,236	营业收入	7,050	8,495	9,839	11,057
现金	1,679	2,806	1,627	2,723	减:营业成本	5,257	6,139	7,213	8,109
应收账款	1,584	1,332	1,389	1,879	营业税金及附加	22	24	28	34
存货	3,774	3,557	5,057	4,627	营业费用	107	110	126	145
其他流动资产	944	983	971	1,007	管理费用	877	1,019	1,112	1,238
非流动资产	5,634	6,346	6,981	7,476	研发费用	506	552	620	686
长期股权投资	433	713	1,009	1,325	财务费用	64	75	67	50
固定资产	2,726	3,113	3,419	3,646	资产减值损失	65	0	0	0
在建工程	49	103	140	156	加:投资净收益	228	78	95	117
无形资产	371	363	360	296	其他收益	107	60	71	81
其他非流动资产	2,053	2,053	2,053	2,053	资产处置收益	-4	-2	-1	-2
资产总计	13,616	15,023	16,026	17,712	营业利润	990	1,242	1,457	1,673
流动负债	3,772	4,438	4,474	5,042	加:营业外净收支	-3	3	3	1
短期借款	1,041	1,041	1,041	1,041	利润总额	987	1,245	1,460	1,674
应付账款	1,670	2,339	2,275	2,803	减:所得税费用	111	168	168	197
其他流动负债	1,061	1,059	1,158	1,198	少数股东损益	11	3	5	7
非流动负债	1,850	1,601	1,340	1,056	归属母公司净利润	865	1,073	1,287	1,470
长期借款	1,430	1,180	920	636	EBIT	1,094	1,284	1,492	1,698
其他非流动负债	420	420	420	420	EBITDA	1,434	1,567	1,827	2,074
负债合计	5,622	6,039	5,814	6,098	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	104	108	113	120	每股收益(元)	1.21	1.51	1.81	2.06
归属母公司股东权益	7,889	8,876	10,099	11,493	每股净资产(元)	11.06	12.45	14.16	16.12
负债和股东权益	13,616	15,023	16,026	17,712	发行在外股份(百万股)	713	713	713	713
					ROIC(%)	11.4%	14.3%	13.7%	16.0%
					ROE(%)	11.0%	12.0%	12.7%	12.7%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	25.4%	27.7%	26.7%	26.7%
	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	12.4%	12.6%	13.1%	13.3%
经营活动现金流	22	2,539	82	2,258	资产负债率(%)	41.3%	40.2%	36.3%	34.4%
投资活动现金流	-873	-940	-877	-759	收入增长率(%)	48.2%	20.5%	15.8%	12.4%
筹资活动现金流	1,300	-472	-384	-403	净利润增长率(%)	70.7%	22.9%	20.0%	14.3%
现金净增加额	412	1,127	-1,179	1,096	P/E	28.18	22.72	18.95	16.60
折旧和摊销	340	283	335	376	P/B	3.09	2.75	2.42	2.12
资本开支	956	432	339	179	EV/EBITDA	17.86	15.43	13.75	11.45
营运资本变动	-1,166	1,159	-1,519	468					

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>