

# 高端光模块优势显著，400G 放量助推公司业绩提升

中际旭创发布 2020 年报及 2021 年一季报。2020 年全年，实现营业收入 70.50 亿元，同比增长 48.17%，实现归母净利润 8.65 亿元，同比增长 68.56%。2021 年一季度，实现营业总收入 14.72 亿元，同比增长 10.98%，实现归母净利润 1.33 亿元，同比下降 13.4%。

## 核心观点

- **数通光模块领域持续领先：**2020 年，公司 100G 和 400G 产品的出货量同比均有较大幅度的提升，构成了业绩增长的重要来源，400G 产品业已成为公司的主力出货产品之一，目前该产品的全球市占率大约在 50%左右。未来随着出货规模扩大带来的采购成本下降及良率提升，公司 400G 产品毛利率有望同比有一定程度提高。
- **持续扩大产能巩固优势地位：**2021 年 5 月 8 日，公司发布《2021 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，拟募资不超过 27.77 亿元，扩充年产 175 万只高端光模块、800 万只接入网用光电器件、120 万只有线接入网用光模块的产能。项目达产后，将进一步提升公司在数通市场和电信市场的竞争力。
- **加大研发投入，新产品进度可期：**公司的 800G 数通产品已进入客户送样测试阶段，预计 2022 年初开始量产；硅光 100G/200G/400G 芯片在良率、功耗、工艺方面以及模块方案进行了优化；100G/200G 相干产品已实现销售，400G ZR 相干产品开始小批量供货；25G MWDW 彩光光模块产品和 200G 回传等 5G 产品已通过客户认证并开始批量供货。

## 财务预测与投资建议

- 考虑到当前 400G 产品的芯片资源仍相对紧缺，而未来随 400G 产品出货规模扩大将带来原材料采购成本下降及良率提升，我们适度调整了公司 21-23 年 EPS 预测，分别为 1.47/1.93/2.27 元（原 21/22 年 EPS 预测值为 1.52/1.81 元）。采用相对估值法，可比公司当前调整后的 2021 年平均市盈率为 29 倍，对应 2021 年目标价 42.63 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

云厂商资本支出不及预期；中美贸易摩擦加剧；新产品研发销售进程不及预期；产能建设进度不及预期；

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,758	7,050	8,730	10,725	12,543
同比增长(%)	-7.7%	48.2%	23.8%	22.8%	17.0%
营业利润(百万元)	576	990	1,193	1,567	1,845
同比增长(%)	-15.5%	71.7%	20.5%	31.3%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	513	865	1,049	1,377	1,621
同比增长(%)	-17.6%	68.6%	21.2%	31.3%	17.7%
每股收益(元)	0.72	1.21	1.47	1.93	2.27
毛利率(%)	27.1%	25.4%	26.5%	27.6%	27.8%
净利率(%)	10.8%	12.3%	12.0%	12.8%	12.9%
净资产收益率(%)	8.8%	11.7%	12.4%	14.3%	14.7%
市盈率	47.9	28.4	23.4	17.8	15.2
市净率	3.5	3.1	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月18日)	35.6元
目标价格	42.63元
52周最高价/最低价	72.81/31.31元
总股本/流通A股(万股)	71,302/68,171
A股市值(百万元)	25,383
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2021年05月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	8.34	3.73	-30.74	-44.76
相对表现	7.05	5.49	-24.05	-62
沪深300	1.29	-1.76	-6.69	17.24



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 张颖  
021-63325888\*6085  
zhangying1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514090001

联系人 马佳伟

majawei@orientsec.com.cn

## 相关报告

高速光模块龙头，正迎来 400G 和 5G 双重发展机遇 2020-06-29

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值表（截至 2021/5/18 收盘价）**

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）			市盈率		
			2021/5/18	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E
新易盛	300502	40.85	1.36	1.76	2.19	30.09	23.26	18.62
剑桥科技	603083	14.24	-1.06	0.12	0.43	-13.49	118.67	33.12
天孚通信	300394	43.41	1.29	1.73	2.24	33.74	25.16	19.37
光迅科技	002281	23.27	0.70	0.84	0.99	33.32	27.74	23.52
博创科技	300548	30.12	0.51	0.88	1.29	58.93	34.41	23.30
太辰光	300570	14.78	0.33	0.54	0.70	44.95	27.37	21.05
调整后平均						35.53	28.67	21.81

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,236	1,679	1,746	2,145	2,509	营业收入	4,758	7,050	8,730	10,725	12,543
应收票据、账款及款项融资	1,493	1,965	2,479	3,045	3,562	营业成本	3,468	5,257	6,415	7,761	9,058
预付账款	65	40	87	107	125	营业税金及附加	17	22	27	33	39
存货	2,504	3,774	4,491	5,433	6,340	营业费用	55	107	146	175	203
其他	693	522	392	392	392	管理费用及研发费用	637	877	1,072	1,295	1,497
<b>流动资产合计</b>	<b>5,991</b>	<b>7,982</b>	<b>9,195</b>	<b>11,122</b>	<b>12,928</b>	财务费用	17	64	146	164	172
长期股权投资	221	433	433	433	433	资产、信用减值损失	140	72	65	65	65
固定资产	1,950	2,726	3,136	3,441	3,693	公允价值变动收益	0	7	7	7	7
在建工程	151	49	51	53	56	投资净收益	68	228	228	228	228
无形资产	311	360	373	367	342	其他	85	102	100	100	100
其他	1,867	2,065	2,066	2,071	2,077	<b>营业利润</b>	<b>576</b>	<b>990</b>	<b>1,193</b>	<b>1,567</b>	<b>1,845</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,500</b>	<b>5,634</b>	<b>6,058</b>	<b>6,366</b>	<b>6,602</b>	营业外收入	1	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>10,491</b>	<b>13,616</b>	<b>15,253</b>	<b>17,488</b>	<b>19,530</b>	营业外支出	0	3	0	0	0
短期借款	652	1,041	1,349	1,777	1,777	<b>利润总额</b>	<b>577</b>	<b>987</b>	<b>1,193</b>	<b>1,567</b>	<b>1,845</b>
应付票据及应付账款	1,431	1,670	2,038	2,465	2,877	所得税	63	111	131	172	203
其他	742	1,061	930	975	1,023	<b>净利润</b>	<b>513</b>	<b>876</b>	<b>1,062</b>	<b>1,394</b>	<b>1,642</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,826</b>	<b>3,772</b>	<b>4,317</b>	<b>5,217</b>	<b>5,677</b>	少数股东损益	0	11	13	17	20
长期借款	466	1,430	1,430	1,430	1,430	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>513</b>	<b>865</b>	<b>1,049</b>	<b>1,377</b>	<b>1,621</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.72	1.21	1.47	1.93	2.27
其他	273	420	420	420	420						
<b>非流动负债合计</b>	<b>739</b>	<b>1,850</b>	<b>1,850</b>	<b>1,850</b>	<b>1,850</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,565</b>	<b>5,622</b>	<b>6,167</b>	<b>7,067</b>	<b>7,527</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	104	118	135	155	成长能力					
实收资本(或股本)	713	713	713	713	713	营业收入	-7.7%	48.2%	23.8%	22.8%	17.0%
资本公积	4,890	5,056	5,147	5,147	5,147	营业利润	-15.5%	71.7%	20.5%	31.3%	17.7%
留存收益	1,321	2,126	3,115	4,432	5,993	归属于母公司净利润	-17.6%	68.6%	21.2%	31.3%	17.7%
其他	2	(6)	(6)	(6)	(6)	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,926</b>	<b>7,993</b>	<b>9,086</b>	<b>10,421</b>	<b>12,003</b>	毛利率	27.1%	25.4%	26.5%	27.6%	27.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,491</b>	<b>13,616</b>	<b>15,253</b>	<b>17,488</b>	<b>19,530</b>	净利率	10.8%	12.3%	12.0%	12.8%	12.9%
						ROE	8.8%	11.7%	12.4%	14.3%	14.7%
						ROIC	7.1%	9.8%	10.3%	11.8%	12.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	513	876	1,062	1,394	1,642	净负债率	2.3%	14.4%	15.3%	13.6%	8.8%
折旧摊销	245	325	357	432	505	流动比率	2.12	2.12	2.13	2.13	2.28
财务费用	17	64	146	164	172	速动比率	1.20	1.08	1.05	1.05	1.12
投资损失	(68)	(228)	(228)	(228)	(228)	营运能力					
营运资金变动	(527)	(1,520)	(945)	(1,099)	(1,024)	应收账款周转率	4.8	5.3	5.0	4.9	4.8
其它	388	504	34	37	33	存货周转率	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>569</b>	<b>22</b>	<b>427</b>	<b>701</b>	<b>1,100</b>	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(583)	(994)	(789)	(741)	(741)	每股指标(元)					
长期投资	(123)	(207)	0	0	0	每股收益	0.72	1.21	1.47	1.93	2.27
其他	(1,233)	329	236	236	236	每股经营现金流	0.80	0.03	0.60	0.98	1.54
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,939)</b>	<b>(873)</b>	<b>(554)</b>	<b>(505)</b>	<b>(505)</b>	每股净资产	9.71	11.06	12.58	14.43	16.62
债权融资	(599)	1,040	0	0	0	估值比率					
股权融资	1,701	166	91	0	0	市盈率	47.9	28.4	23.4	17.8	15.2
其他	455	93	102	203	(232)	市净率	3.5	3.1	2.7	2.4	2.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,557</b>	<b>1,300</b>	<b>193</b>	<b>203</b>	<b>(232)</b>	EV/EBITDA	30.6	18.6	15.1	11.9	10.2
汇率变动影响	8	(37)	-0	-0	-0	EV/EBIT	43.3	24.4	19.2	14.8	12.7
<b>现金净增加额</b>	<b>195</b>	<b>412</b>	<b>67</b>	<b>399</b>	<b>364</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)