

2021年07月15日

中际旭创 (300308.SZ)

业绩符合预期，技术研发优势显著定增助力成长

■事件：7月14日，中际旭创发布2021年半年度业绩预告，预计2021年上半年实现归母净利润3.3亿元-3.6亿元，较上年同期减少0.35亿元-0.65亿元，同比下降1.41%-9.62%。公司二季度实现归母净利润1.96亿元-2.26亿元，同比增长-7.65%-7.1%，环比增长46.27%-68.66%。

■公司业绩短期承压，下半年业绩有望释放。上半年公司净利润较去年同期相比略有下降，根据公司公告，原因在于2020年下半年国内5G市场等资本开支增速放缓，部分订单推迟至本期出货导致订单价格调整和毛利下滑，叠加股权激励费用和近期汇率波动较大的负面影响。此外，受疫情影响，部分数据中心建设进度放缓，云厂商就有一定去库存压力。随着去库存周期进入尾声，预计下半年国内外数据中心客户环比资本开支投入力度有望大幅提升。

■定增扩大光模块、光电器件产能，中长期增长可期。公司7月12日披露非公开发行股票预案修订稿，拟募资总额不超26.99亿元，投资于苏州旭创光模块业务总部暨研发中心建设项目、苏州旭创高端光模块生产基地项目、铜陵旭创高端光模块生产基地项目、成都储翰生产基地技术改造项目、补充流动资金及偿还银行贷款。募集资金一方面将用于产能扩张，公司拟向其位于苏州、成都和铜陵的高端光模块生产基地投入15.7亿元，占募集资金比重58%。目前400G光模块已经规模商用，预计云数据中心的运营商需要在2023-2024年部署800G光模块以跟上数据流量的增长。项目建设周期为3年，计划在项目建成达产后总计扩充每年175万只400G、800G光模块的生产能力。此外，公司还计划通过此项目大幅增加各类F5G、5G接入用光电器件组件的生产能力，为下游客户提供定制化的产品服务和一揽子解决方案，扩大市场份额并提高公司在光通信领域的知名度和竞争力。

■光模块前瞻研发实力强劲，投入继续加码。研发方面，公司建立旭创技术研究院，引入顶尖技术人才，进一步加强公司研究实力，研究方向包括800G数通光模块产品及技术、相干光模块等高端技术领域。2020年公司研发人员大幅增长至1098人，同比增加95.7%，全年发生研发费用5.06亿元，同比上升39.76%。通过本次增发，公司拟向苏州旭创光模块业务总部暨研发中心建设项目投入5.6亿元，占募集资金比重21%，建设周期约为3年。公司大力布局未来1.6T和3.2T速率极有可能采用的共封装技术Co-Package，以及基于硅光子技术的光子传感和人工智能等前瞻性研究。公司高端光模块产品100G/400G光模块在国内同行业中处于技术领先地位，400G系列产

公司快报

证券研究报告

其他专用机械

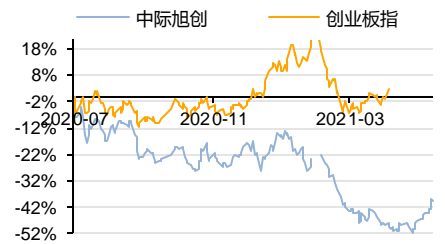
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**57.00元**
股价(2021-07-15) **33.88元**

交易数据

总市值(百万元)	28,591.95
流通市值(百万元)	27,336.67
总股本(百万股)	713.02
流通股本(百万股)	681.71
12个月价格区间	31.76/66.12元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
绝对收益	-12.8%	0.0%	-51.1%
相对收益	-11.4%	-4.3%	-58.2%

马天诣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521030001
maty@essence.com.cn

刘浩天

报告联系人

liuht1@essence.com.cn

品包括 SR8、DR4、FR4、LR4、DR1 等，可以满足客户多样化需求。在硅光模块方面，公司产品能力覆盖包括硅光芯片设计到模组封装全链条。通过加大研发投入，公司有望扩大其在行业中的技术领先优势，抢占高速率光模组先机。

■ **投资建议：**公司光模块产能持续扩大，同时加强相干模块及 800G 模块研发能力。随着国内外数据中心网络搭建不断加速，公司作为全球数通光模块龙头企业市场份额有望进一步上升。我们预测公司 2021/22/23 年收入为 88.25/110.15/133.73 亿元；预测净利润 10.89/13.57/16.29 亿元，EPS 1.53/1.90/2.28。给予 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 57 元。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**行业竞争格局加剧致产品降价、数通产品市场需求低于预期、定增落地时间不及预期、芯片供给不足。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,757.7	7,049.6	8,825.5	11,015.2	13,373.2
净利润	513.5	865.5	1,089.4	1,356.9	1,628.5
每股收益(元)	0.72	1.21	1.53	1.90	2.28
每股净资产(元)	9.71	11.06	12.56	14.26	16.31

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	47.0	27.9	22.2	17.8	14.8
市净率(倍)	3.5	3.1	2.7	2.4	2.1
净利润率	10.8%	12.3%	12.3%	12.3%	12.2%
净资产收益率	7.4%	11.0%	12.2%	13.3%	14.0%
股息收益率	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%
ROIC	9.8%	14.6%	12.8%	17.4%	16.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,757.7	7,049.6	8,825.5	11,015.2	13,373.2	成长性					
减:营业成本	3,467.8	5,257.0	6,555.0	8,179.1	9,928.8	营业收入增长率	-7.7%	48.2%	25.2%	24.8%	21.4%
营业税费	16.6	22.0	25.2	31.9	38.8	营业利润增长率	-15.5%	71.7%	23.6%	25.0%	20.3%
销售费用	54.8	106.7	112.8	141.0	171.2	净利润增长率	-17.6%	68.6%	25.9%	24.6%	20.0%
管理费用	274.6	370.1	468.8	584.9	710.1	EBITDA 增长率	11.1%	37.5%	8.6%	18.3%	16.7%
研发费用	362.4	506.4	612.0	763.4	926.8	EBIT 增长率	8.6%	37.6%	15.4%	22.5%	19.8%
财务费用	17.1	63.9	32.3	8.2	3.0	NOPLAT 增长率	-22.6%	77.1%	19.6%	22.5%	19.8%
资产减值损失	-141.7	-65.4	-47.0	-47.0	-47.0	投资资本增长率	18.2%	37.0%	-10.1%	30.1%	-13.2%
加:公允价值变动收益	-	7.5	56.1	95.7	-82.5	净资产增长率	45.0%	15.4%	13.5%	13.4%	14.3%
投资和汇兑收益	67.6	228.1	100.8	80.0	280.0						
营业利润	576.4	989.8	1,223.3	1,529.3	1,839.1	利润率					
加:营业外净收支	0.3	-2.8	3.5	0.9	0.9	毛利率	27.1%	25.4%	25.7%	25.7%	25.8%
利润总额	576.7	987.0	1,226.8	1,530.2	1,839.9	营业利润率	12.1%	14.0%	13.9%	13.9%	13.8%
减:所得税	63.2	110.5	132.9	165.7	199.3	净利润率	10.8%	12.3%	12.3%	12.3%	12.2%
净利润	513.5	865.5	1,089.4	1,356.9	1,628.5	EBITDA/营业收入	21.7%	20.1%	17.5%	16.6%	15.9%
						EBIT/营业收入	16.6%	15.4%	14.2%	14.0%	13.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	130	119	107	79	59
						流动营业资本周转天数	149	151	136	141	138
						流动资产周转天数	384	357	331	305	311
						应收帐款周转天数	75	68	69	71	70
						存货周转天数	175	160	161	166	162
						总资产周转天数	703	616	554	473	442
						投资资本周转天数	447	387	340	297	258
						投资回报率					
						ROE	7.4%	11.0%	12.2%	13.3%	14.0%
						ROA	4.9%	6.4%	8.1%	8.9%	9.4%
						ROIC	9.8%	14.6%	12.8%	17.4%	16.0%
						费用率					
						销售费用率	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
						管理费用率	5.8%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
						研发费用率	7.6%	7.2%	6.9%	6.9%	6.9%
						财务费用率	0.4%	0.9%	0.4%	0.1%	0.0%
						四费/营业收入	14.9%	14.9%	13.9%	13.6%	13.5%
						偿债能力					
						资产负债率	34.0%	41.3%	33.0%	33.2%	32.5%
						负债权益比	51.5%	70.3%	49.3%	49.7%	48.2%
						流动比率	2.12	2.12	1.97	2.48	2.39
						速动比率	1.23	1.12	0.98	1.04	1.26
						利息保障倍数	46.31	17.02	38.90	187.55	610.74
						分红指标					
						DPS(元)	0.08	0.12	0.16	0.20	0.24
						分红比率	11.7%	10.0%	10.6%	10.7%	10.4%
						股息收益率	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	513.5	876.4	1,089.4	1,356.9	1,628.5	EPS(元)	0.72	1.21	1.53	1.90	2.28
加:折旧和摊销	246.1	340.3	285.8	285.8	285.8	BVPS(元)	9.71	11.06	12.56	14.26	16.31
资产减值准备	141.7	65.4	-	-	-	PE(X)	47.0	27.9	22.2	17.8	14.8
公允价值变动损失	-	-7.5	56.1	95.7	-82.5	PB(X)	3.5	3.1	2.7	2.4	2.1
财务费用	39.9	-16.7	32.3	8.2	3.0	P/FCF	-30.3	-314.2	-83.8	-91.1	11.5
投资损失	-67.6	-228.2	-100.8	-80.0	-280.0	P/S	5.1	3.4	2.7	2.2	1.8
少数股东损益	-	10.9	4.6	7.6	12.1	EV/EBITDA	35.5	26.2	15.0	13.3	10.1
营运资金的变动	-600.7	-1,137.4	653.0	-2,655.3	1,073.5	CAGR(%)	38.5%	23.2%	20.6%	38.5%	23.2%
经营活动产生现金流量	569.5	21.7	2,020.2	-981.1	2,640.5	PEG	1.2	1.2	1.1	0.5	0.6
投资活动产生现金流量	-1,939.4	-872.8	-12.4	-111.7	445.5	ROIC/WACC	0.9	1.4	1.2	1.7	1.5
融资活动产生现金流量	1,557.1	1,299.7	-2,310.7	597.4	-1,049.6	REP	6.1	3.0	2.4	1.4	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马天诣声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售经理	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034