

中际旭创 (300308.SZ) 买入 (维持评级)

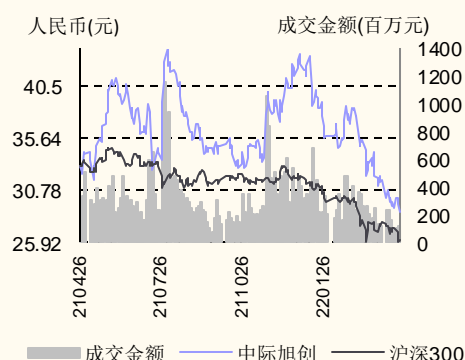
公司点评

市场价格 (人民币): 28.77 元

数通业务高增, 前瞻布局激光雷达

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 8.00 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 6.60 |
| 总市值(亿元) | 230.06 |
| 年内股价最高最低(元) | 44.00/28.77 |
| 沪深 300 指数 | 4013 |
| 创业板指 | 2297 |



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,050 | 7,695 | 9,721 | 11,858 | 14,001 |
| 营业收入增长率 | 48.17% | 9.16% | 26.33% | 21.98% | 18.08% |
| 归母净利润(百万元) | 865 | 877 | 1,154 | 1,455 | 1,785 |
| 归母净利润增长率 | 68.55% | 1.33% | 31.57% | 26.11% | 22.67% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.214 | 1.096 | 1.443 | 1.820 | 2.232 |
| 每股经营性现金流净额 | -0.06 | 0.89 | 2.19 | 1.26 | 1.77 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 10.97% | 7.63% | 9.17% | 10.44% | 11.43% |
| P/E | 41.91 | 38.77 | 19.94 | 15.81 | 12.89 |
| P/B | 4.60 | 2.96 | 1.83 | 1.65 | 1.47 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月24日晚公司发布21年报及22年一季报。21年营收76.95亿元, Y/Y 9.16%; 归母净利润8.77亿元, Y/Y 1.33%; 扣非净利润7.28亿元, Y/Y -4.78%。22Q1 营收20.89亿元, Y/Y 41.91%; 归母净利润2.17亿元, Y/Y 63.38%; 扣非净利润1.96亿元, Y/Y 79.62%。

经营分析

- 现金流增长显著, 资本运作优化战略布局。**21年经营活动现金流量净额8.13亿元, Y/Y 3647.48%, 主要由销售收入增加对应销售回款增加, 购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。21年完成向特定对象发行股票的工作, 募资26.99亿元。为推动光电产业链及其他高科技领域的布局, 与苏州元禾控股合资设立禾创致远基金管理公司, 设立2亿元规模的产业基金。12月末剥离子公司中际智能, 集中发展高端光通信收发模块业务。今年4月7日公告, 拟使用自有资金回购股份, 用于股权激励, 彰显信心。
- 持续加大研发投入, 创新技术优势持续增强。**全年研发投入5.66亿元, Y/Y 8.5%, 高端产品研发与制造工艺持续突破, 并前瞻布局激光雷达。800G光模块完成送样、测试和认证; 400G硅光芯片良率持续提升; 800G硅光芯片开发成功; 400G ZR和200G ZR产品小批量生产和出货; 持续打造1.6T硅光芯片、CPO、2.5D/3D混合封装平台。今年3月OFC 2022展会上800G硅光方案问世, 丰富800G产品矩阵; 基于自主设计硅光芯片的400G DR4+和100G FR1进入市场导入阶段。光通信与激光雷达底层工艺与技术相通, 公司成立专业团队研究激光雷达, 探索新的业绩增长点。
- 数通领域景气度高, 公司龙头地位稳固。**Lightcounting预测全球光模块市场规模未来5年CAGR 14%。受益于数据中心建设、5G网络深入布局, Yole预测2022年中国光模块市场规模有望达33亿美元, Y/Y 22%。“东数西算”要求加快大同东西部数据直连通道, 数通800G速率光模块和相干长距离光模块需求广阔。据Omdia报告, 公司21年市场份额全球第二, 约为10%, 行业龙头地位稳固。预计未来数通业务增速20%+。

盈利调整与投资建议

- 我们微调盈利预测(收入、归母净利润调整幅度<5%), 预计22-24年归母净利润11.54/14.55/17.85亿元, 对应PE 20/16/13倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 中美贸易摩擦升级; 竞争加剧价格下跌超预期; 新产品研发不及预期。

相关报告

- 《业绩拐点已至, 定增获批将提升市场地位-中际旭创三季报点评》, 2021.10.26
- 《新品研发持续突破, 产能巩固光模块龙头地位-新品研发持续突破, ...》, 2021.4.28

罗露

 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
 luolu@gjzq.com.cn

邵艺开

 联系人
 shaoyikai@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 主营业务收入 | 4,758 | 7,050 | 7,695 | 9,721 | 11,858 | 14,001 |
| 增长率 | | 48.2% | 9.2% | 26.3% | 22.0% | 18.1% |
| 主营业务成本 | -3,468 | -5,257 | -5,727 | -7,160 | -8,722 | -10,247 |
| %销售收入 | 72.9% | 74.6% | 74.4% | 73.7% | 73.6% | 73.2% |
| 毛利 | 1,290 | 1,793 | 1,968 | 2,562 | 3,135 | 3,754 |
| %销售收入 | 27.1% | 25.4% | 25.6% | 26.3% | 26.4% | 26.8% |
| 营业税金及附加 | -17 | -22 | -21 | -29 | -36 | -42 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 销售费用 | -55 | -107 | -73 | -146 | -166 | -196 |
| %销售收入 | 1.2% | 1.5% | 0.9% | 1.5% | 1.4% | 1.4% |
| 管理费用 | -275 | -370 | -434 | -496 | -593 | -672 |
| %销售收入 | 5.8% | 5.3% | 5.6% | 5.1% | 5.0% | 4.8% |
| 研发费用 | -362 | -506 | -541 | -690 | -830 | -980 |
| %销售收入 | 7.6% | 7.2% | 7.0% | 7.1% | 7.0% | 7.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 582 | 787 | 899 | 1,201 | 1,511 | 1,864 |
| %销售收入 | 12.2% | 11.2% | 11.7% | 12.3% | 12.7% | 13.3% |
| 财务费用 | -17 | -64 | -84 | -39 | -19 | -15 |
| %销售收入 | 0.4% | 0.9% | 1.1% | 0.4% | 0.2% | 0.1% |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | -75 | -39 | -47 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 7 | 58 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 68 | 228 | 85 | 210 | 180 | 203 |
| %税前利润 | 11.7% | 23.1% | 8.9% | 16.2% | 11.0% | 10.1% |
| 营业利润 | 576 | 990 | 963 | 1,302 | 1,638 | 2,009 |
| 营业利润率 | 12.1% | 14.0% | 12.5% | 13.4% | 13.8% | 14.3% |
| 营业外收支 | 0 | -3 | -3 | -3 | 1 | 1 |
| 税前利润 | 577 | 987 | 960 | 1,299 | 1,639 | 2,010 |
| 利润率 | 12.1% | 14.0% | 12.5% | 13.4% | 13.8% | 14.4% |
| 所得税 | -63 | -111 | -73 | -146 | -184 | -225 |
| 所得税率 | 11.0% | 11.2% | 7.6% | 11.2% | 11.2% | 11.2% |
| 净利润 | 513 | 876 | 886 | 1,154 | 1,455 | 1,785 |
| 少数股东损益 | 0 | 11 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 513 | 865 | 877 | 1,154 | 1,455 | 1,785 |
| 净利率 | 10.8% | 12.3% | 11.4% | 11.9% | 12.3% | 12.7% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 513 | 876 | 886 | 1,154 | 1,455 | 1,785 |
| 少数股东损益 | 0 | 11 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 246 | 340 | 425 | 520 | 584 | 689 |
| 非经营收益 | -4 | -178 | -92 | -230 | -93 | -134 |
| 营运资金变动 | -328 | -1,082 | -511 | 308 | -934 | -925 |
| 经营活动现金净流 | 428 | -44 | 709 | 1,752 | 1,012 | 1,415 |
| 资本开支 | -758 | -948 | -832 | -1,129 | -1,049 | -1,019 |
| 投资 | -700 | 59 | -421 | 5 | 0 | 0 |
| 其他 | -481 | 16 | 34 | 210 | 180 | 203 |
| 投资活动现金净流 | -1,939 | -873 | -1,219 | -914 | -869 | -816 |
| 股权募资 | 1,524 | 0 | 2,665 | 7 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 159 | 1,421 | -259 | -1,231 | 0 | 0 |
| 其他 | -118 | -158 | -159 | -173 | -176 | -193 |
| 筹资活动现金净流 | 1,565 | 1,263 | 2,247 | -1,397 | -176 | -193 |
| 现金净流量 | 53 | 347 | 1,737 | -559 | -33 | 405 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,236 | 1,679 | 3,515 | 2,955 | 2,922 | 3,327 |
| 应收款项 | 1,503 | 1,990 | 2,534 | 2,655 | 3,213 | 3,763 |
| 存货 | 2,504 | 3,774 | 3,799 | 4,904 | 5,974 | 7,019 |
| 其他流动资产 | 749 | 538 | 174 | 142 | 162 | 182 |
| 流动资产 | 5,991 | 7,982 | 10,022 | 10,656 | 12,271 | 14,291 |
| %总资产 | 57.1% | 58.6% | 60.5% | 59.5% | 61.3% | 63.7% |
| 长期投资 | 222 | 481 | 721 | 716 | 716 | 716 |
| 固定资产 | 2,100 | 2,776 | 3,284 | 3,774 | 4,175 | 4,488 |
| %总资产 | 20.0% | 20.4% | 20% | 21.1% | 20.9% | 20.0% |
| 无形资产 | 2,141 | 2,327 | 2,423 | 2,595 | 2,694 | 2,755 |
| 非流动资产 | 4,500 | 5,634 | 6,543 | 7,241 | 7,751 | 8,135 |
| %总资产 | 42.9% | 41.4% | 39.5% | 40.5% | 38.7% | 36.3% |
| 资产总计 | 10,491 | 13,616 | 16,565 | 17,897 | 20,023 | 22,427 |
| 短期借款 | 933 | 1,397 | 1,315 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1,737 | 2,070 | 1,515 | 3,172 | 3,862 | 4,536 |
| 其他流动负债 | 156 | 305 | 336 | 290 | 353 | 417 |
| 流动负债 | 2,826 | 3,772 | 3,166 | 3,462 | 4,216 | 4,953 |
| 长期贷款 | 466 | 1,430 | 1,262 | 1,562 | 1,562 | 1,562 |
| 其他长期负债 | 273 | 420 | 534 | 176 | 189 | 184 |
| 负债 | 3,565 | 5,622 | 4,962 | 5,200 | 5,967 | 6,699 |
| 普通股股东权益 | 6,926 | 7,889 | 11,489 | 12,583 | 13,942 | 15,613 |
| 其中：股本 | 713 | 713 | 800 | 800 | 800 | 800 |
| 未分配利润 | 1,294 | 2,090 | 2,861 | 3,947 | 5,306 | 6,978 |
| 少数股东权益 | 0 | 104 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| 负债股东权益合计 | 10,491 | 13,616 | 16,565 | 17,897 | 20,023 | 22,427 |

比率分析

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.72 | 1.21 | 1.10 | 1.44 | 1.82 | 2.23 |
| 每股净资产 | 9.70 | 11.06 | 14.36 | 15.74 | 17.43 | 19.52 |
| 每股经营现金净流 | 0.60 | -0.06 | 0.89 | 2.19 | 1.26 | 1.77 |
| 每股股利 | 0.01 | 0.04 | 0.12 | 0.08 | 0.12 | 0.14 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 7.41% | 10.97% | 7.63% | 9.17% | 10.44% | 11.43% |
| 总资产收益率 | 4.89% | 6.36% | 5.29% | 6.45% | 7.27% | 7.96% |
| 投入资本收益率 | 6.17% | 6.37% | 5.74% | 7.39% | 8.49% | 9.48% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -7.73% | 48.17% | 9.16% | 26.33% | 21.98% | 18.08% |
| EBIT增长率 | -24.78% | 35.40% | 14.14% | 33.59% | 25.85% | 23.35% |
| 净利润增长率 | -17.59% | 68.55% | 1.33% | 31.57% | 26.11% | 22.67% |
| 总资产增长率 | 29.84% | 29.78% | 21.66% | 8.04% | 11.88% | 12.01% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 76 | 69 | 83 | 70 | 70 | 70 |
| 存货周转天数 | 243 | 218 | 241 | 250 | 250 | 250 |
| 应付账款周转天数 | 108 | 91 | 82 | 115 | 115 | 115 |
| 固定资产周转天数 | 150 | 141 | 149 | 134 | 120 | 107 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -6.75% | 11.41% | -8.08% | -10.98% | -9.68% | -11.23% |
| EBIT利息保障倍数 | 34.1 | 12.3 | 10.7 | 30.7 | 78.6 | 121.3 |
| 资产负债率 | 33.98% | 41.29% | 29.95% | 29.06% | 29.80% | 29.87% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 8 | 14 | 25 | 54 |
| 增持 | 0 | 2 | 5 | 8 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.20 | 1.26 | 1.24 | 1.00 |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2020-04-25 | 买入 | 62.50 | N/A |
| 2 | 2020-08-28 | 买入 | 59.68 | 70.00 ~ 70.00 |
| 3 | 2020-10-30 | 买入 | 48.00 | 60.50 ~ 60.50 |
| 4 | 2021-02-27 | 买入 | 45.90 | 60.50 ~ 60.50 |
| 5 | 2021-04-28 | 买入 | 32.50 | N/A |
| 6 | 2021-10-26 | 买入 | 33.21 | 45.00 ~ 45.00 |

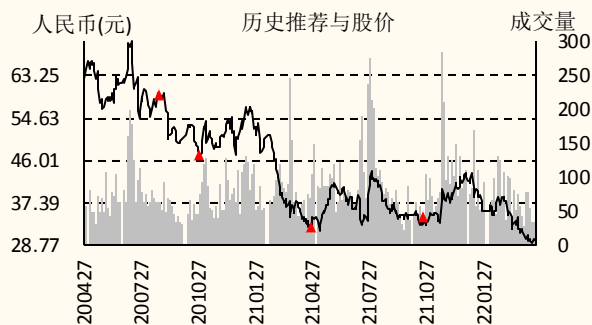
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402