

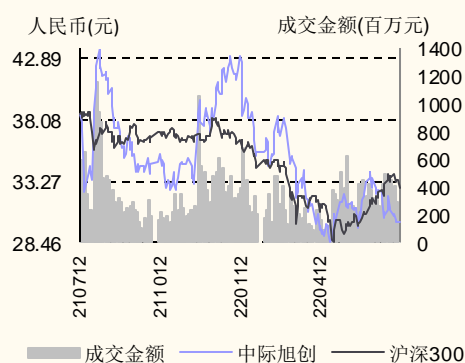
中际旭创 (300308.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 30.08 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.00
已上市流通 A 股(亿股)	7.47
总市值(亿元)	240.54
年内股价最高最低(元)	43.68/28.56
沪深 300 指数	4355
创业板指	2767



相关报告

- 《数通业务高增，前瞻布局激光雷达-中际旭创 21 年报及 22Q1 季...》，2022.4.25
- 《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

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

产品结构优化提升毛利率，数通高景气持续

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	20.85	16.53	13.48
P/B	4.60	2.96	1.91	1.73	1.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 7月11日晚公司发布22年半年报预告，根据预告中值，上半年归母净利润4.9亿元，Y/Y 43.77%；扣非净利润4.4亿元，Y/Y 42.83%。超市场预期。

经营分析

- 高速率光模块占比提升、成本控制提升毛利率水平。** 测算 2022Q2 单季度归母净利润 2.73 亿元，Y/Y 31.25%，Q/Q 25.8%；扣非净利润 2.44 亿元，Y/Y 22.61%。22 年 H1 受益于数据中心客户流量需求增长和研发资本支出的持续投入，公司 200G、400G 等高速率产品出货量增长显著，收入结构占比提升，叠加公司长期研发投入改进制造工艺、提升良率、降低成本等因素，产品综合毛利率有提升。同时，公司销售收入以美元为主，参考 21 年海外收入占比约 80%，美元升值对公司收入和毛利率带来正向影响。
- 疫情、缺芯等宏观因素不影响高成长，交付能力、研发创新优势持续增强。** 面对二季度疫情期间物流受阻、部分原材料短缺等不利因素，公司快速响应客户需求，从产品研发、生产投入、供应管理和质量保证等环节全面满足客户需求，保持市场领先份额，体现极强的韧性。同时，公司保障研发费用投入，在高端光模块、光学核心技术的新领域应用、先进封装技术等方面前瞻布局，有望持续加强创新优势，维持行业领先地位。
- 数通领域景气度高于市场预期，公司龙头地位稳固。** 市场担忧中美贸易关系、美国宏观经济等因素对公司业务的影响，但我们认为云计算、数据中心景气度仍将持续，行业总体将维持长期 20%左右的 CAGR，且公司产品与技术优势、产能布局可满足客户的旺盛需求，预计增速超行业平均。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，在手订单推进情况良好。预计未来公司数通业务增速 20%+，且新产品研发布局有望打开新增长曲线。

盈利调整与投资建议

- 我们维持盈利预测，预计 22-24 年归母净利 11.54/14.55/17.85 亿元，当前股价对应 PE 21/17/13 倍，估值处于低位，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。

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

来源：公司年报、国金证券研究所

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%

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	1	7	20	46	72
增持	0	1	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.09	1.12	1.00

来源：聚源数据

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。

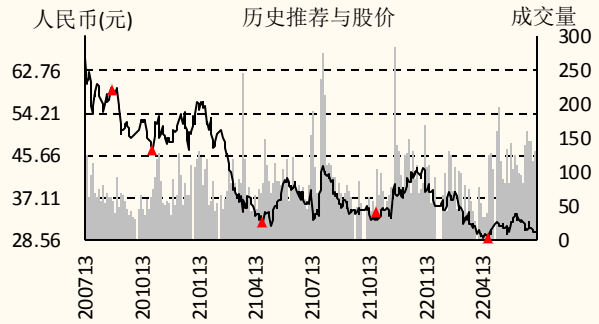
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-28	买入	59.68	70.00 ~ 70.00
2	2020-10-30	买入	48.00	60.50 ~ 60.50
3	2021-02-27	买入	45.90	60.50 ~ 60.50
4	2021-04-28	买入	32.50	N/A
5	2021-10-26	买入	33.21	45.00 ~ 45.00
6	2022-04-25	买入	28.77	N/A

来源：国金证券研究所



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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