中际旭创（300308）

三季度业绩稳步增长，公司加大研发投入，巩固行业龙头地位

买入（维持）

2020 年 10 月 29 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,758	7,791	9,789	11,847
同比（%）	-7.7%	63.8%	25.6%	21.0%
归母净利润（百万元）	513	902	1,228	1,682
同比（%）	-17.6%	75.7%	36.1%	37.0%
每股收益（元/股）	0.72	1.27	1.72	2.36
P/E（倍）	66.80	38.01	27.94	20.39

投资要点

- **事件：**10 月 28 日，中际旭创公布 2020 年三季度报告，前三季度公司实现营业收入 52.05 亿元，同比增长 58.49%；实现归母净利润 6.00 亿元，同比增长 67.62%，增速符合三季度业绩预告。
- **业绩稳步提升，毛利率企稳，净利率回升：**2020 年 Q3 单季度实现营业收入 19.60 亿元，同比增长 56.97%，同比增速较 Q2（65.46%）下降 8.49pp；实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 55.90%，环比增长 11.00%，业绩增速符合三季度业绩预告。盈利能力方面，二季度以来公司毛利率出现企稳态势，2020 年前三季度毛利率为 24.94%，基本与上半年持平；销售净利率为 11.61%，较上半年（11.28%）提升 0.33pp。
- **持续加大研发投入，巩固行业龙头地位：**公司 2020 年 Q3 单季度发生研发费用 1.77 亿元，同比和环比均有大幅上升。Q3 公司研发费用率为 5.95%，较二季度（4.57%）环比提升 1.38pp。公司持续加大研发投入力度，在扩大产能基础上，加快 800G 光模块、400G 硅光芯片、相干光模块等高端产品研发进度。我们认为，公司夯实并拓展核心技术，以确保紧跟行业需求，在行业快速迭代中占得先机保持领先优势，有力巩固公司的行业龙头地位。
- **补全战略版图，充分享受下游需求红利：**公司于 2020 年 4 月 17 日收购成都储翰，并于 5 月并表，补全了公司中低端电信产品的战略布局，助力公司实现电信+数通两市场的双轮驱动。目前国内 5G 网络加速建设，全球范围内数据中心数量高速增长，电信+数通市场需求共振下，行业空间将实现大幅提升。产品结构方面，数通端光模块处于 100G 需求平稳，400G 不断上量的阶段，公司作为传统数通光模块领域的龙头厂商，占据 400G 产品全球最大的市场份额，将率先享受 400G 新品红利，助力公司业绩实现进一步的提升。
- **盈利预测与评级：**我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 77.91 亿元、97.89 亿元、118.47 亿元，归母净利润分别为 9.02 亿元、12.28 亿元、16.82 亿元，每股收益分别为 1.27 元、1.72 元、2.36 元，对应的 PE 估值分别为 38.01/27.94/20.39 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**400G 需求不及预期；5G 基站建设不及预期；100G 降价超出预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.10
一年最低/最高价	40.94/73.35
市净率(倍)	4.52
流通 A 股市值(百万元)	32695.59

基础数据

每股净资产(元)	10.64
资产负债率(%)	41.83
总股本(百万股)	713.17
流通 A 股(百万股)	679.74

相关研究

1、《中际旭创（300308）：前三季度业绩预期增长稳健，电信&数通双向发力，行业龙头继续领跑》2020-10-19

2、《中际旭创（300308）：400G 光模块快速上量，100G 继续平稳增长，20H1 业绩符合预期》2020-08-27

3、《中际旭创（300308）：中报业绩亮眼，电信、数通市场需求助推业绩高歌稳进》2020-07-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

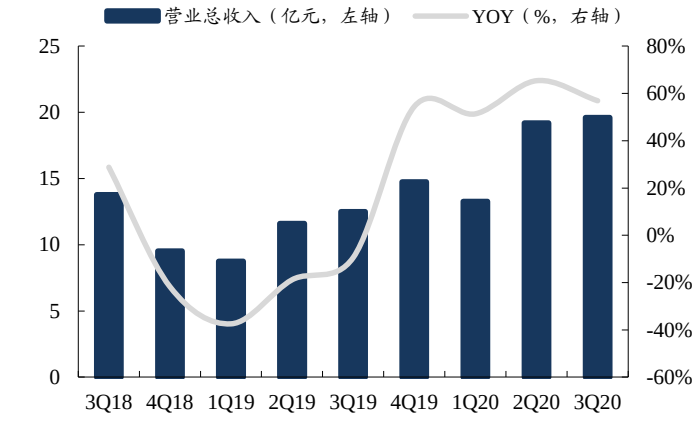
1. 三季度业绩符合预期，加大研发巩固龙头地位

1.1. 受益下游需求红利，公司业绩高速增长

2020 年前三季度公司实现营业收入 52.05 亿元，同比增长 58.49%；实现归母净利润 6.00 亿元，同比增长 67.62%，**增速符合三季度业绩预告**。其中 Q3 单季度实现营业收入 19.60 亿元，同比增长 56.97%，同比增速较 Q2（65.46%）下降 8.49pp；实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 55.90%，环比增长 11.00%。

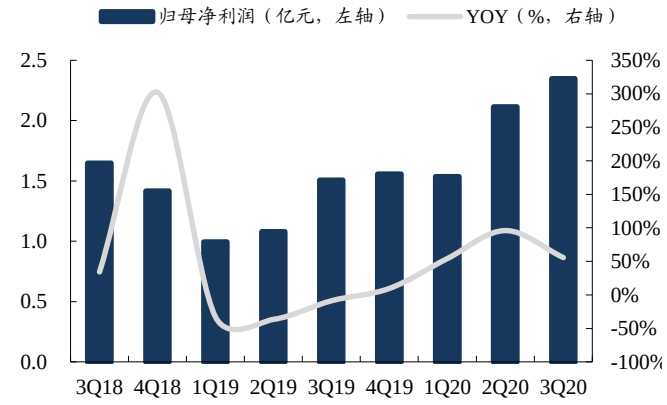
公司业绩高速增长主要是受益于国内外数据中心客户资本开支的增长和数据中心建设推进，同时国内加快 5G 网络建设投入，给下游需求带来较大增量；此外公司自 2020 年 5 月起将储瀚科技纳入合并报表范围，也带来收入的增长。

图 1：中际旭创单季度营业总收入及同比增速



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



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 产品盈利能力企稳，现金流环比改善

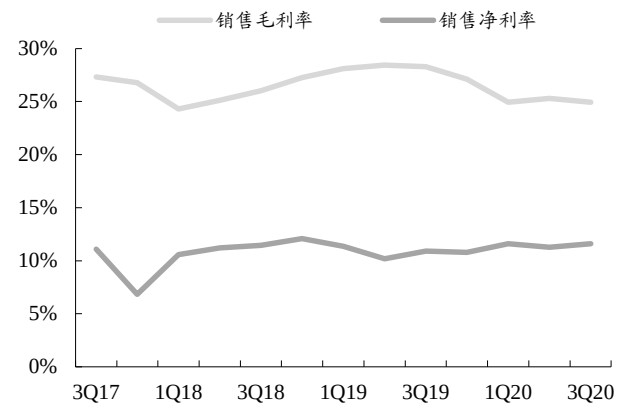
公司产品盈利能力企稳。受疫情影响，一季度公司毛利率下滑较为明显，但二季度以来公司毛利率出现企稳态势。2020 年前三季度毛利率为 24.94%，较上半年(25.30%)小幅下滑 0.36pp；销售净利率为 11.61%，较上半年（11.28%）提升 0.33pp。

2020 年单三季度经营活动产生的现金净流量为 0.82 亿元，2020Q3 存量货币资金 14.36 亿元，同比有所下降，但相比 Q2 环比大幅改善 45.83%。

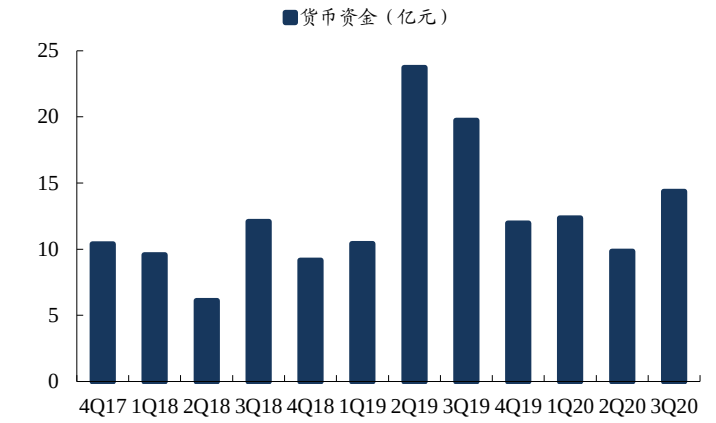
图 3：中际旭创销售毛利率、净利率

图 4：中际旭创货币资金情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Wind，东吴证券研究所



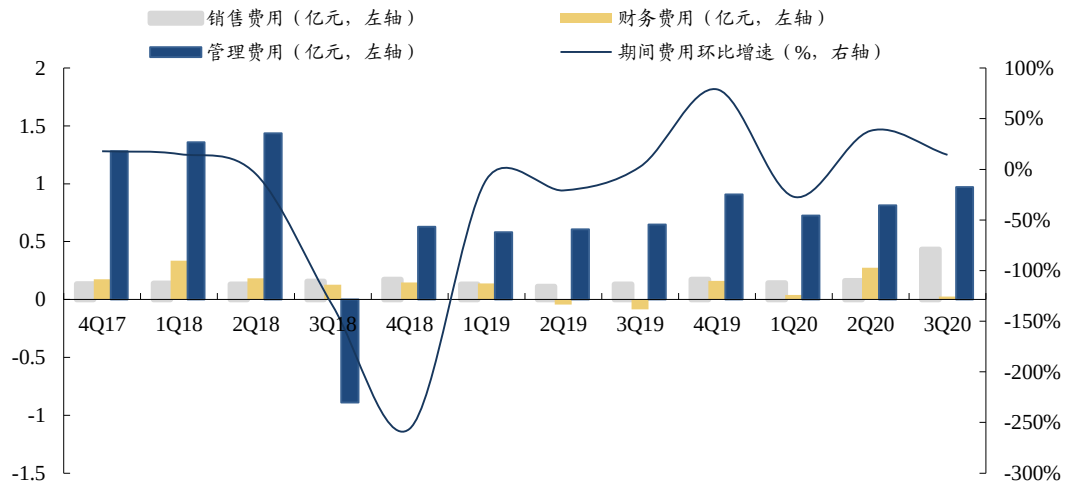
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 费用控制能力良好，加大研发巩固龙头地位

2020 年前三季度公司发生销售费用、管理费用和财务费用合计 3.59 亿元，同比上升 61.40%。从 Q3 单季度来看，发生三项费用合计 1.43 亿元，占营收 7.30%，较 Q2（6.52%）环比上升 0.78pp，但总体而言费用率仍控制良好。

从分项费用来看，公司 Q3 单季度发生销售费用 0.43 亿元，环比大幅提升 164.73%，主要是因为本期营业收入增加带来销售费用增加，此外公司自 2020 年 5 月起将储瀚科技纳入合并报表范围也带来销售费用增加；发生管理费用 0.97 亿元，环比上升 19.47%；发生财务费用 0.03 亿元，环比下降 90.72%，主要原因是二季度公司银行融资规模增长带来利息费用增加，以及汇率波动加剧带来汇兑收益减少，使得二季度财务费用大幅提升，三季度则恢复正常。

图 5：中际旭创的三大费用明细（亿元）及环比增速（%）

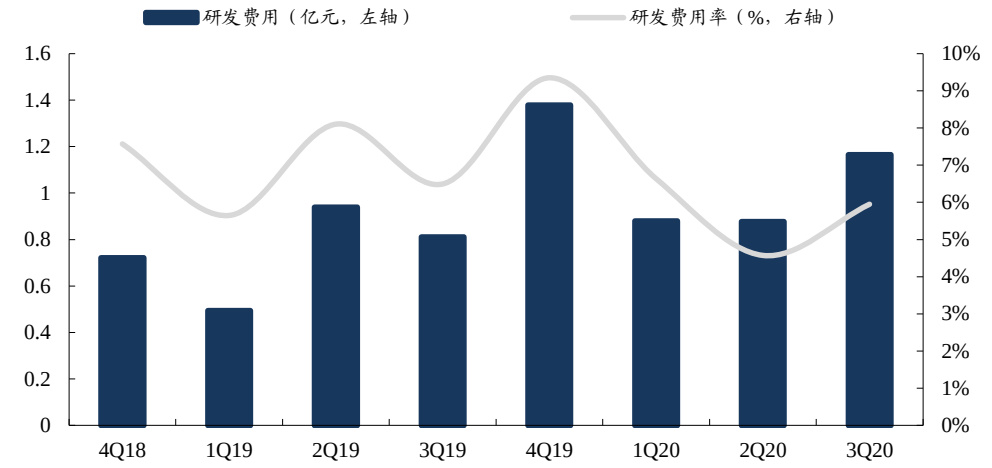


数据来源：Wind，东吴证券研究所

中际旭创 2020 年前三季度发生研发费用 2.92 亿元，同比上升 30.18%，其中 Q3 单季度发生研发费用 1.77 亿元，同比上升 43.77%，环比上升 32.98%。Q3 公司研发费用

率为 5.95%，较二季度（4.57%）环比提升 1.38pp。公司持续加大研发投入，我们认为这将促使公司在光模块领域的龙头地位进一步稳固。

图 6：中际旭创研发费用（亿元）及研发费用率（%）

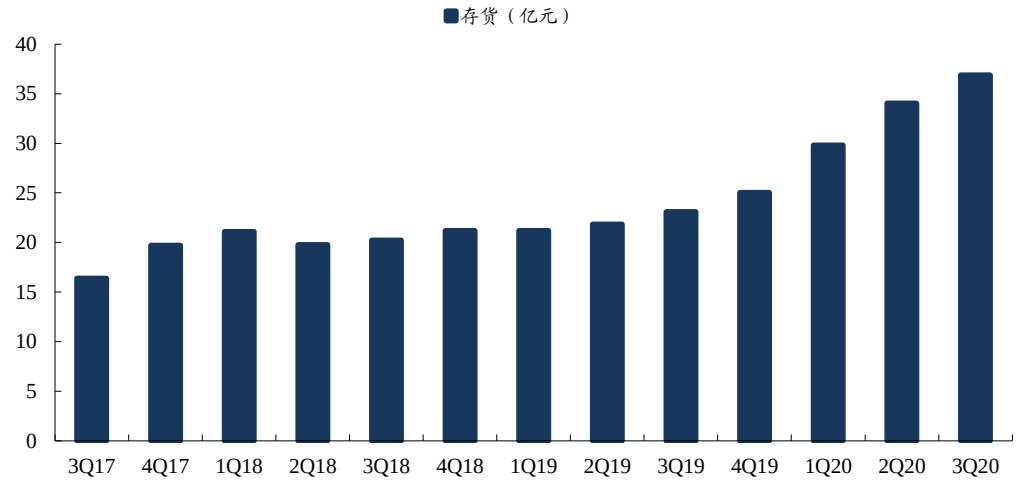


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 产能大幅提升，存货储备增加

公司存货储备力度随营收扩张而不断加大。2020 年 Q3 公司存货 36.87 亿元，环比上升 8.29%，主要原因是：一方面，公司产能规模、存货储备随营收不断提升；另一方面，公司为满足订单交付存货备货增加。我们认为，加大存货储备也同时彰显了公司对于下半年业绩增长的信心。

图 7：中际旭创存货（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 盈利预测与评级

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 77.91 亿元、97.89 亿元、118.47 亿元，归母净利润分别为 9.02 亿元、12.28 亿元、16.82 亿元，每股收益分别为 1.27 元、1.72

元、2.36 元，对应的 PE 估值分别为 38.01/27.94/20.39 倍，维持“买入”评级。

3. 风险提示

400G 需求不及预期；5G 基站建设不及预期；100G 降价超出预期。

中际旭创三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,991**	**7,149**	**8,180**	**10,380**
现金	1,236	1,492	2,623	3,749
应收账款	1,133	2,098	1,961	2,951
存货	2,504	2,311	2,407	2,359
其他流动资产	1,119	1,248	1,189	1,321
非流动资产	**4,500**	**4,857**	**5,175**	**5,459**
长期股权投资	221	221	221	221
固定资产	1,950	2,246	2,543	2,797
在建工程	151	211	226	244
无形资产	407	405	408	418
其他非流动资产	1,772	1,774	1,777	1,780
资产总计	**10,491**	**12,006**	**13,356**	**15,839**
流动负债	**2,826**	**3,577**	**3,826**	**4,766**
短期借款	652	652	652	652
应付账款	1,259	2,120	2,152	3,013
其他流动负债	914	805	1,022	1,101
非流动负债	**739**	**660**	**579**	**495**
长期借款	466	387	305	221
其他非流动负债	273	273	273	273
负债合计	**3,565**	**4,237**	**4,404**	**5,260**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,926	7,769	8,951	10,579
负债和股东权益	**10,491**	**12,006**	**13,356**	**15,839**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	569	1,222	1,900	1,873
投资活动现金流	-1,939	-584	-591	-582
筹资活动现金流	1,557	-383	-178	-166
现金净增加额	195	255	1,131	1,126
折旧和摊销	246	210	251	296
资本开支	759	357	318	284
营运资本变动	-384	33	345	-137

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**4,758**	**7,791**	**9,789**	**11,847**
减:营业成本	3,468	5,686	7,187	8,689
营业税金及附加	17	23	31	37
营业费用	55	106	123	149
管理费用	275	873	951	1,034
财务费用	17	60	55	30
资产减值损失	-142	0	0	0
加:投资净收益	68	7	8	8
其他收益	0	-24	-30	-10
营业利润	**576**	**1,027**	**1,421**	**1,905**
加:营业外净收支	0	7	5	6
利润总额	**577**	**1,033**	**1,426**	**1,911**
减:所得税费用	63	131	198	229
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**513**	**902**	**1,228**	**1,682**
EBIT	610	1,046	1,415	1,864
EBITDA	856	1,256	1,666	2,159

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.72	1.27	1.72	2.36
每股净资产(元)	9.71	10.89	12.55	14.83
发行在外股份(百万股)	713	713	713	713
ROIC(%)	6.4%	10.1%	12.0%	14.0%
ROE(%)	7.4%	11.6%	13.7%	15.9%
毛利率(%)	27.1%	27.0%	26.6%	26.7%
销售净利率(%)	10.8%	11.6%	12.5%	14.2%
资产负债率(%)	34.0%	35.3%	33.0%	33.2%
收入增长率(%)	-7.7%	63.8%	25.6%	21.0%
净利润增长率(%)	-17.6%	75.7%	36.1%	37.0%
P/E	66.80	38.01	27.94	20.39
P/B	4.95	4.42	3.83	3.24
EV/EBITDA	39.69	26.63	19.35	14.38

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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