

## 方正证券研究所证券研究报告

中际旭创(300308)

公司研究

通信行业

公司财报点评

2020.04.24/推荐(维持)

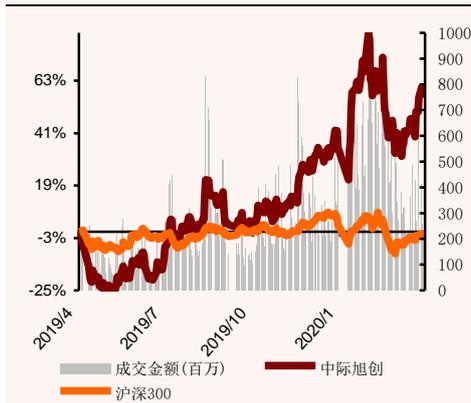
分析师

唐航

执业证书编号: S1220520030001

E-mail tanghang@foundersc.com

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

《【方正通信】中际旭创:业绩基本符合预期, 5G 与 400G 驱动公司业绩改善, 数通龙头继续保持领先地位》2020.02.02

《三季报业绩环比改善, 5G 与 400G 有望驱动公司业绩持续增长》2019.10.30

《数通&电信市场共同驱动业绩环比改善, 5G 中、回传&400G 有望提供新的增长点》2019.10.15

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 事件:

2020年4月23日, 公司发布2019年年度业绩报告及2020年一季报, 2019年全年实现营业收入47.58亿元(-7.73%), 实现归母净利润5.13亿元(-17.59%), 实现扣非归母净利润4.30亿元(-27.21%)。同时, 2020Q1实现营收13.26亿元(+51.44%), 实现扣非归母净利润1.35亿元(+37.28%)。

### 点评:

**1. 业绩基本符合预期, 盈利能力逐步改善, 疫情影响下业务进展顺利。**2019年受股权激励、资产评估增值计提折旧摊销、合并重组前长投计提减值、资产减值损失等因素影响, 全年实现营业收入47.58亿元, 同比下降-7.73%; 归母净利润5.13亿元, 同比下降-17.59%; 扣非归母净利润4.30亿元, 同比下降-27.21%。公司整体业绩符合预期, 盈利能力逐步改善。**1) 公司单季度业绩逐步改善, 进入快速增长期。**2019年一季度公司受北美Capex增速放缓、去库存等外部因素影响, 业绩有所下滑。从2019年二季度起, 部分重点客户100G产品需求回暖、以400G产品为代表的出货量逐步增多, 包括5G前传产品批量交付等因素共同带动下, 公司销售收入和净利润稳步回升, 2019年第四季度实现收入14.74亿元, 同比增长54.56%, 环比增长+18.02%; 实现归母净利1.56亿元, 同比增长+9.86%, 环比增长+3.34%, 2020Q1公司营业收入和归母净利润分别同比增长51%和54%, 受疫情影响较小。**2) 费用控制方面,**2019年公司研发费用进一步提高, 同比增长17.2%, 达到3.62亿元, 有助于公司保持行业竞争力; 销售费用率维持在1.2%左右, 有效拓展了公司在400G的产品布局; 管理费用同比增加8.4%, 财务费用受汇兑损益影响, 本期财务费用率由1.5%下降至0.4%。**3) 现金流未来有望得到改善,**由于本期结构性存款净流出金额增加和业绩补偿计划奖励支出, 公司投资活动产生的现金流量净额比上年同期减少185.92%; 但伴随公司非公开募股计划的完成, 募集资金除了进一步加强公司在400G产品的研发生产和安徽铜陵光模块产业园建设, 现金流得到缓解, 有助于公司生产经营, 进一步提升业绩。

**2. 全球光模块市场逐步回暖, 毛利率进一步企稳, 数通市场继续保持领先地位。**根据LightCounting数据, 预计全球光模块市场于2020年将重回增长且2019-2024年复合增长率有望达到22%, 将驱动公司业绩逐步增长。伴随着北美和国内主要云厂商客户资本开支、数据中心业务的恢复, 公司继续保持在云数据中心市场100G等数通产品的份额, 单季度收入有望持续增长。此外, 在全球疫情蔓延背景下, 远程办公、在线教育等云应用快速发展, 数通市场需求将持续提升。另一方面, 苏州旭

创与北美重点客户一直保持良好合作关系，公司凭借 400G 产品良好的交付能力和高性价比的解决方案等优势，市场份额进一步提升，有望复制 100G 时代高速增长的态势。同时，公司毛利率自 2015 年以来，基本稳定在 27.2%~30.6% 区间，近年来公司降本增效效果显著，毛利率水平有望得到进一步改善。

**3.收购储翰科技进一步完善“数通+电信”双翼布局，共同驱动公司业绩进一步增长。**公司拟以 3.84 亿元现金收购成都储翰 67.19% 股份，储翰科技产品以接入网、传输网、数据中心和 4G/5G 移动通信等场景的光模块，同时以光电器件组件为核心，进行产业链的垂直整合，构建了从芯片封装、光电器件组件、光电模块为主的较为完整的光电器件产业链。公司通过收购储翰科技，与苏州旭创发挥产业协同效应，加强公司国内市场竞争格局的适应和转变，实现相关低成本产品开发，全力提升国内市场的竞争力和市场份额，有效进一步巩固公司数通业务领先优势，并弥补电信市场的不足，进一步完善“数通+电信”双翼布局，我们看好公司在 5G 市场的进一步开拓前景。**电信业务上**，随着各运营公司 5G 招标逐步落地，同时公司前传产品已经开始批量交付客户，其他新产品研发认证也在顺利推进，公司有望成为基站光模块产品主要供应商，预计将带来新的业务增长点；**数通业务上**，公司在该领域位居国内龙头，体现在 100G 产品出货量、技术、成本以及客户开拓等方面都具有一定优势，随着云厂商资本开支逐步回暖，100G 市场将逐步企稳，我们看好旭创保持在数通市场的龙头地位。

**4.盈利预测与投资建议：**我们预计公司 20/21/22 年可实现营业收入分别为 65.07 亿元、83.48 亿元、104.35 亿元，实现归母净利润分别为 8.94 亿元、11.98 亿元、15.29 亿元，对应 PE 分别为 50/37/29 倍。由于公司凭借在数通市场的领先地位，同时随着运营商 5G 招标逐步落地，公司业绩有望继续保持较快增长，维持“推荐”评级。

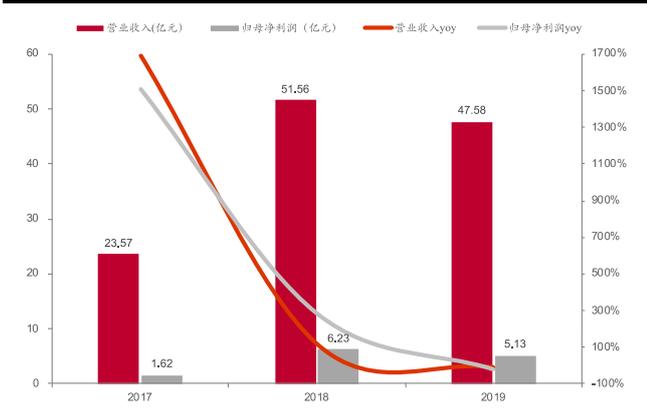
**5.风险提示：**5G 建设进度及需求不及预期；市场竞争加剧的风险；云厂商资本开支及需求不及预期；中美贸易冲突的不确定性等。

#### 盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4757.68	6506.69	8347.78	10434.73
(+/-) (%)	-7.73	36.76	28.30	25.00
净利润	513.49	894.36	1198.28	1528.76
(+/-) (%)	-17.59	74.17	33.98	27.58
EPS(元)	0.72	1.25	1.68	2.14
P/E	86.22	49.50	36.95	28.96

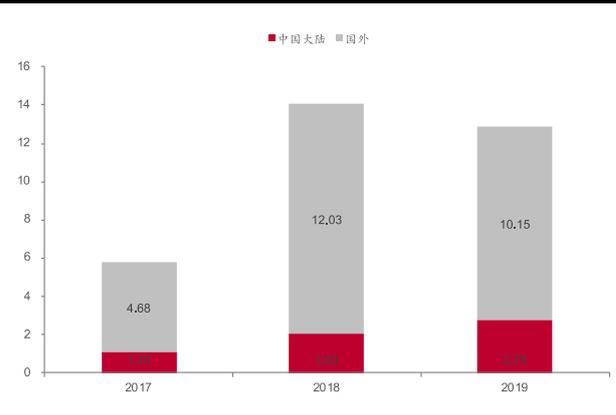
数据来源：wind 方正证券研究所

图表1： 公司 2017-2019 年业绩情况(单位:亿元)



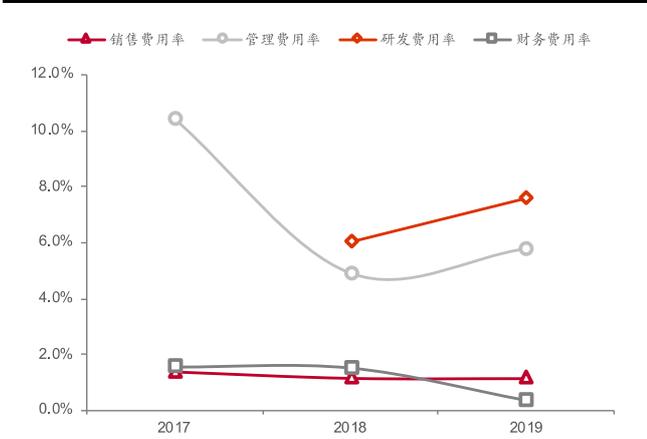
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表2： 公司业务分地区收入情况 (单位: 亿元)



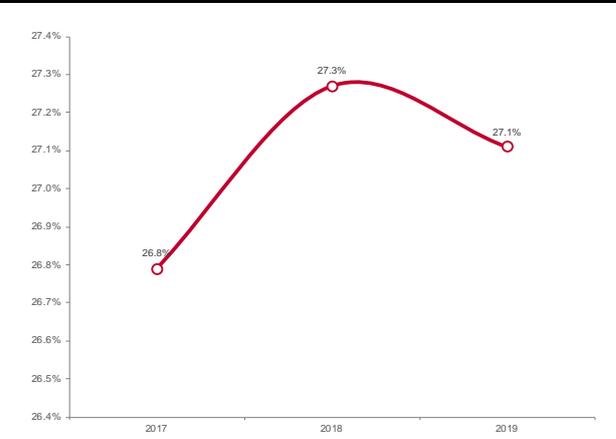
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表3： 公司 2017-2019 年费用率情况(单位:%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表4： 公司毛利率变化 (单位: %)



资料来源: wind, 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5991.34	7041.59	8499.15	10850.62	<b>营业总收入</b>	4757.68	6506.69	8347.78	10434.73
现金	1236.19	1287.24	1592.14	2357.75	营业成本	3467.78	4868.30	6171.88	7714.85
应收账款	1132.54	1291.95	1644.24	2073.88	营业税金及附加	16.60	18.60	24.38	31.25
其它应收款	9.73	9.33	11.55	14.63	营业费用	54.84	10.41	13.36	15.65
预付账款	65.12	103.94	119.49	153.74	管理费用	274.58	455.47	667.82	834.78
存货	2503.62	2945.76	3772.69	4759.25	财务费用	17.08	0.00	0.00	0.00
其他	1044.13	1403.36	1359.04	1491.37	资产减值损失	-141.66	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	4499.83	4747.22	4928.39	5099.68	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	222.30	250.71	284.92	328.32	投资净收益	67.58	28.41	34.21	43.40
固定资产	2100.46	2418.88	2635.64	2820.07	<b>营业利润</b>	576.38	982.33	1354.55	1731.60
无形资产	2141.02	2041.58	1971.79	1915.24	营业外收入	0.50	40.00	1.50	2.00
其他	36.05	36.05	36.05	36.05	营业外支出	0.20	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	10491.17	11788.81	13427.53	15950.29	<b>利润总额</b>	576.68	1022.33	1356.05	1733.60
<b>流动负债</b>	2826.08	3229.37	3669.81	4663.81	所得税	63.19	127.97	157.76	204.84
短期借款	652.29	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	513.49	894.36	1198.28	1528.76
应付账款	1259.47	1512.16	1859.84	2338.05	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	914.32	1717.21	1809.97	2325.76	<b>归属母公司净利润</b>	513.49	894.36	1198.28	1528.76
<b>非流动负债</b>	738.87	738.87	738.87	738.87	EBITDA	827.65	1427.02	1777.24	2176.28
长期借款	465.50	465.50	465.50	465.50	EPS (元)	0.72	1.25	1.68	2.14
其他	273.37	273.37	273.37	273.37					
<b>负债合计</b>	3564.95	3968.24	4408.68	5402.68	<b>主要财务比率</b>	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
股本	713.17	713.17	713.17	713.17	营业收入	-0.08	0.37	0.28	0.25
资本公积	5064.12	5064.12	5064.12	5064.12	营业利润	-0.15	0.70	0.38	0.28
留存收益	1320.51	2214.87	3413.15	4941.91	归属母公司净利润	-0.18	0.74	0.34	0.28
归属母公司股东权益	6926.22	7820.57	9018.86	10547.61	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	10491.17	11788.81	13427.53	15950.29	毛利率	0.27	0.25	0.26	0.26
					净利率	0.11	0.14	0.14	0.15
					ROE	0.07	0.11	0.13	0.14
					ROIC	0.08	0.16	0.18	0.20
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.34	0.34	0.33	0.34
					净负债比率	0.20	0.10	0.08	0.07
					流动比率	2.12	2.18	2.32	2.33
					速动比率	1.23	1.27	1.29	1.31
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.51	0.58	0.66	0.71
					应收账款周转率	4.82	5.37	5.69	5.61
					应付账款周转率	4.62	4.70	4.95	4.97
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.72	1.25	1.68	2.14
					每股经营现金	0.80	1.62	1.06	1.72
					每股净资产	9.71	10.97	12.65	14.79
					<b>估值比率</b>				
					P/E	86.22	49.50	36.95	28.96
					P/B	6.39	5.66	4.91	4.20
					EV/EBITDA	53.69	-0.38	-0.48	-0.74

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com