

## 新易盛（300502）

证券研究报告

2025 年 05 月 12 日

## 25 年一季度再创新高，硅光产业线逐步丰富

**事件：**公司发布 24 年年报及 25 年一季报。24 年全年营业收入 86.47 亿元（YoY +179.15%），归母净利润 28.38 亿元（YoY +312.26%）；25 年 Q1 营业收入 40.52 亿元（YoY +264.13%），归母净利润 15.73 亿元（YoY +384.54%）。

**24 年非海外大客户订单增幅显著：**2024 年公司高速率光模块、硅光模块、相干光模块、800G LPO 光模块等相关新产品新技术研发项目取得多项突破和进展。从收入端来看，24 年海外收入 68.05 亿元（YoY +162.31%），主要因为 800G 产品已逐渐上量，我们判断海外行业客户使用以太网方案驱动配套的 800G 光模块需求持续增长；国内收入 18.42 亿元（YoY +265.95%），我们推测或将因为客户 FTTH-CHINA 对接的东欧等地客户订单增长，并通过浙江粮油按照三方《出口合作协议书》约定进行采购及结算。

**关税背景下公司风险可控：**从采购端来看，公司拓展国产芯片在光模块中的应用，提升光模块核心零部件的国产化率，在不确定的国际形势下提升公司产品供应链的稳定性及公司自身的抗风险能力；从出口端看，公司出口目的地既有海外地区也有国内地区，且国内销售及终端为非美地区比例在 2024 年已大幅增长。此外，公司泰国工厂一期已于 2023 年上半年投入使用，泰国工厂二期已于 2024 年底基本完成，预计 2025 年正式投入运营。

**公司业绩季度环比持续增长，25 年一季度再创新高：**公司业绩季度环比持续增长，Q1 创新高：24Q4 收入 35.16 亿元（QoQ +46.35%），归母净利润 11.92 亿元（QoQ +52.61%）；25Q1 收入 40.52 亿元（QoQ +15.24%），归母净利润 15.73 亿元（QoQ +31.95%），Q1 归母净利率相较 Q4 显著提升 4.92pct。主要因为公司 800G 光模块已经批量出货，且高速率产品销售占比持续提升。此外，公司 1.6T 光模块已完成项目的各项样品验证、进入小批量生产阶段，我们判断随着 800G 模块占比继续提升，叠加 1.6T 规模化量产，有望继续带动公司盈利能力提升。

**24 年毛利率持续提升，费用率缩减：**24 年毛利率提升 13.73pct，费用率虽同比+1.17pct，但盈利能力仍显著增强。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别-0.09/-0.51/+0.34/+1.42pct，销售&管理费用快速增长，但在收入高速增长的趋势下费用率未有增加。研发投入大幅增加，主要投向 1.6T 光模块、高速 AEC 电缆模块、相干技术、LPO 技术及硅光技术，多项研发成果已完成验收进入小批量阶段。

**硅光产业线逐步丰富：**2024 年，子公司 Alpine 已完成技术产品 2 样品交付，公司利用该样品进行硅光模块生产并于在 2025 年 OFC 发布及展示，Alpine2024 年业绩实现金额为 325 万美元。公司于 24 年成功推出基于硅光解决方案的已成功推出基于硅光解决方案的 400G、800G 光模块产品及 400G ZR/ZR+相干光模块产品，在低功耗下实现高速率传输。

**盈利预测：**AI+云计算数据中心市场高速发展的双驱动背景下，公司客户和产品结构不断优化，LPO+1.6T 为长期成长点。我们认为 AI 有望在中长期拉动 800G 光模块需求增长，我们预测 25-27 年归母净利润分别为 73.30/116.21/143.98 亿元（23 年年报点评预测 25-26 年业绩为 26.49/35.39），对应 PE 分别为 11X/6.7X/5.4X，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求低于预期；全球疫情影响超预期；市场竞争风险；产品研发风险；文中测算具有一定主观性，仅供参考。

## 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 通信/通信设备  |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格   | 109.21 元 |
| 目标价格   | 元        |

## 基本数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股)   | 708.81       |
| 流通 A 股股本(百万股) | 630.20       |
| A 股总市值(百万元)   | 77,408.77    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 68,823.63    |
| 每股净资产(元)      | 14.01        |
| 资产负债率(%)      | 33.14        |
| 一年内最高/最低(元)   | 160.20/65.64 |

## 作者

|                           |                      |
|---------------------------|----------------------|
| 王奕红                       | 分析师                  |
| SAC 执业证书编号：S1110517090004 | wangyihong@tfzq.com  |
| 余芳沁                       | 分析师                  |
| SAC 执业证书编号：S1110521080006 | yufangqin@tfzq.com   |
| 唐海清                       | 分析师                  |
| SAC 执业证书编号：S1110517030002 | tanghaiqing@tfzq.com |

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 1 《新易盛-年报点评报告:单季度盈利能力显著提升，LPO+1.6T 为长期增长点》 2024-05-06
- 2 《新易盛-公司点评:23Q4 业绩显著改善，高速光模块持续放量》 2024-03-06
- 3 《新易盛-季报点评:短期业绩承压 Q3 单季收入端环比回暖》 2023-10-25

| 财务数据和估值       | 2023     | 2024     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 3,097.61 | 8,646.83 | 20,714.49 | 31,997.73 | 39,564.99 |
| 增长率(%)        | (6.43)   | 179.15   | 139.56    | 54.47     | 23.65     |
| EBITDA(百万元)   | 960.55   | 3,791.89 | 8,479.24  | 13,160.83 | 15,868.51 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 688.36   | 2,837.81 | 7,329.75  | 11,621.15 | 14,398.00 |
| 增长率(%)        | (23.82)  | 312.26   | 158.29    | 58.55     | 23.89     |
| EPS(元/股)      | 0.97     | 4.00     | 10.34     | 16.40     | 20.31     |
| 市盈率(P/E)      | 112.45   | 27.28    | 10.56     | 6.66      | 5.38      |
| 市净率(P/B)      | 14.16    | 9.29     | 4.91      | 2.83      | 1.85      |
| 市销率(P/S)      | 24.99    | 8.95     | 3.74      | 2.42      | 1.96      |
| EV/EBITDA     | 33.47    | 21.04    | 8.66      | 4.74      | 3.14      |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023            | 2024             | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 2,515.32        | 1,600.27         | 3,720.96         | 14,715.18        | 27,183.07        |
| 应收票据及应收账款        | 741.13          | 2,549.79         | 3,779.64         | 4,753.09         | 4,478.74         |
| 预付账款             | 8.29            | 3.00             | 21.59            | 37.47            | 20.74            |
| 存货               | 963.35          | 4,132.07         | 9,699.66         | 11,823.68        | 15,411.59        |
| 其他               | 107.32          | 640.31           | 361.19           | 343.78           | 425.37           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4,335.41</b> | <b>8,925.44</b>  | <b>17,583.03</b> | <b>31,673.19</b> | <b>47,519.51</b> |
| 长期股权投资           | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 固定资产             | 1,310.39        | 2,021.79         | 1,892.30         | 1,745.81         | 1,583.32         |
| 在建工程             | 49.16           | 397.15           | 480.19           | 516.41           | 672.16           |
| 无形资产             | 193.07          | 171.52           | 148.77           | 126.02           | 103.27           |
| 其他               | 551.95          | 750.66           | 417.17           | 542.46           | 529.07           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,104.57</b> | <b>3,341.11</b>  | <b>2,938.43</b>  | <b>2,930.70</b>  | <b>2,887.81</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>6,439.98</b> | <b>12,266.55</b> | <b>20,521.46</b> | <b>34,603.89</b> | <b>50,407.33</b> |
| 短期借款             | 0.00            | 0.00             | 50.00            | 50.00            | 50.00            |
| 应付票据及应付账款        | 632.56          | 2,844.37         | 4,225.18         | 6,461.44         | 7,605.69         |
| 其他               | 221.08          | 970.47           | 381.65           | 594.11           | 847.61           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>853.63</b>   | <b>3,814.84</b>  | <b>4,656.83</b>  | <b>7,105.55</b>  | <b>8,503.30</b>  |
| 长期借款             | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 106.62          | 113.84           | 111.87           | 110.78           | 112.17           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>106.62</b>   | <b>113.84</b>    | <b>111.87</b>    | <b>110.78</b>    | <b>112.17</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>974.01</b>   | <b>3,938.42</b>  | <b>4,768.71</b>  | <b>7,216.32</b>  | <b>8,615.47</b>  |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 股本               | 709.92          | 708.81           | 708.81           | 708.81           | 708.81           |
| 资本公积             | 1,530.79        | 1,614.73         | 1,755.79         | 1,755.79         | 1,755.79         |
| 留存收益             | 3,216.70        | 5,944.65         | 13,274.40        | 24,895.55        | 39,293.56        |
| 其他               | 8.57            | 59.94            | 13.76            | 27.42            | 33.71            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>5,465.98</b> | <b>8,328.13</b>  | <b>15,752.75</b> | <b>27,387.57</b> | <b>41,791.86</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6,439.98</b> | <b>12,266.55</b> | <b>20,521.46</b> | <b>34,603.89</b> | <b>50,407.33</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2023            | 2024              | 2025E           | 2026E            | 2027E            |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|------------------|------------------|
| 净利润            | 688.36          | 2,837.81          | 7,329.75        | 11,621.15        | 14,398.00        |
| 折旧摊销           | 127.66          | 209.65            | 232.24          | 239.24           | 245.24           |
| 财务费用           | (18.12)         | 1.19              | (93.10)         | (324.14)         | (739.39)         |
| 投资损失           | (2.68)          | (1.06)            | (10.00)         | (4.00)           | (4.00)           |
| 营运资金变动         | 274.41          | (2,291.67)        | (5,340.56)      | (745.61)         | (1,935.89)       |
| 其它             | 176.36          | (114.99)          | 21.12           | 28.00            | 30.00            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,245.98</b> | <b>640.93</b>     | <b>2,139.44</b> | <b>10,814.63</b> | <b>11,993.96</b> |
| 资本支出           | 477.62          | 1,220.83          | 165.01          | 107.32           | 214.36           |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 其他             | (927.21)        | (2,717.84)        | (418.05)        | (265.54)         | (486.11)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(449.59)</b> | <b>(1,497.01)</b> | <b>(253.04)</b> | <b>(158.22)</b>  | <b>(271.75)</b>  |
| 债权融资           | 108.87          | 179.22            | 139.42          | 324.14           | 739.39           |
| 股权融资           | (97.52)         | 134.20            | 94.87           | 13.67            | 6.28             |
| 其他             | (78.58)         | (436.85)          | 0.00            | 0.00             | (0.00)           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(67.23)</b>  | <b>(123.42)</b>   | <b>234.29</b>   | <b>337.81</b>    | <b>745.68</b>    |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>729.16</b>   | <b>(979.51)</b>   | <b>2,120.69</b> | <b>10,994.22</b> | <b>12,467.89</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2023            | 2024            | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>3,097.61</b> | <b>8,646.83</b> | <b>20,714.49</b> | <b>31,997.73</b> | <b>39,564.99</b> |
| 营业成本             | 2,137.66        | 4,780.19        | 11,065.38        | 17,218.68        | 21,788.22        |
| 营业税金及附加          | 16.81           | 71.86           | 47.64            | 73.59            | 91.00            |
| 销售费用             | 37.57           | 97.52           | 227.86           | 319.98           | 395.65           |
| 管理费用             | 76.21           | 169.02          | 372.86           | 447.97           | 474.78           |
| 研发费用             | 133.77          | 403.17          | 807.87           | 1,087.92         | 1,266.08         |
| 财务费用             | (108.24)        | (179.32)        | (93.10)          | (324.14)         | (739.39)         |
| 资产/信用减值损失        | (19.81)         | (79.64)         | 12.00            | (4.00)           | (2.00)           |
| 公允价值变动收益         | (14.75)         | (7.11)          | 21.12            | 28.00            | 30.00            |
| 投资净收益            | 2.68            | 1.06            | 10.00            | 4.00             | 4.00             |
| 其他               | 50.92           | 158.62          | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>营业利润</b>      | <b>784.78</b>   | <b>3,231.46</b> | <b>8,329.10</b>  | <b>13,201.73</b> | <b>16,320.66</b> |
| 营业外收入            | 4.01            | 3.99            | 6.95             | 5.56             | 5.50             |
| 营业外支出            | 0.07            | 1.25            | 3.00             | 1.44             | 1.89             |
| <b>利润总额</b>      | <b>788.73</b>   | <b>3,234.21</b> | <b>8,333.05</b>  | <b>13,205.85</b> | <b>16,324.27</b> |
| 所得税              | 100.37          | 396.40          | 1,003.30         | 1,584.70         | 1,926.26         |
| <b>净利润</b>       | <b>688.36</b>   | <b>2,837.81</b> | <b>7,329.75</b>  | <b>11,621.15</b> | <b>14,398.00</b> |
| 少数股东损益           | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>688.36</b>   | <b>2,837.81</b> | <b>7,329.75</b>  | <b>11,621.15</b> | <b>14,398.00</b> |
| 每股收益（元）          | 0.97            | 4.00            | 10.34            | 16.40            | 20.31            |

| 主要财务比率         | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | -6.43%  | 179.15% | 139.56% | 54.47%  | 23.65%  |
| 营业利润           | -23.64% | 311.77% | 157.75% | 58.50%  | 23.63%  |
| 归属于母公司净利润      | -23.82% | 312.26% | 158.29% | 58.55%  | 23.89%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 30.99%  | 44.72%  | 46.58%  | 46.19%  | 44.93%  |
| 净利率            | 22.22%  | 32.82%  | 35.38%  | 36.32%  | 36.39%  |
| ROE            | 12.59%  | 34.08%  | 46.53%  | 42.43%  | 34.45%  |
| ROIC           | 21.18%  | 102.84% | 117.18% | 95.90%  | 111.70% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 15.12%  | 32.11%  | 23.24%  | 20.85%  | 17.09%  |
| 净负债率           | -45.95% | -19.17% | -23.30% | -53.55% | -64.92% |
| 流动比率           | 5.00    | 2.33    | 3.78    | 4.46    | 5.59    |
| 速动比率           | 3.89    | 1.25    | 1.69    | 2.79    | 3.78    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 4.31    | 5.25    | 6.55    | 7.50    | 8.57    |
| 存货周转率          | 2.55    | 3.39    | 3.00    | 2.97    | 2.91    |
| 总资产周转率         | 0.50    | 0.92    | 1.26    | 1.16    | 0.93    |
| <b>每股指标（元）</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.97    | 4.00    | 10.34   | 16.40   | 20.31   |
| 每股经营现金流        | 1.76    | 0.90    | 3.02    | 15.26   | 16.92   |
| 每股净资产          | 7.71    | 11.75   | 22.22   | 38.64   | 58.96   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 112.45  | 27.28   | 10.56   | 6.66    | 5.38    |
| 市净率            | 14.16   | 9.29    | 4.91    | 2.83    | 1.85    |
| EV/EBITDA      | 33.47   | 21.04   | 8.66    | 4.74    | 3.14    |
| EV/EBIT        | 38.53   | 22.15   | 8.91    | 4.82    | 3.19    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |                                          | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |