

通信

持续高速增长，成长动能强劲

2021年04月23日

——新易盛（300502）2020及2021Q1财报点评

公司评级：买入(维持)

分析师：廖泽略

执业证书：S1030520080001

电话：0755-83199535

邮箱：liaozl@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1、光模块 2.0 时代，乘势而起的黑马
2021.04.16

核心观点：

- 1) **公司持续高速增长，成长动能强劲。**2020 年度，公司实现营业收入 19.97 亿元(+71.52%)，归母净利润 4.92 亿元(+131.03%)，四个季度营收同比增速分别为 21%/121%/107%/42%，归母净利润同比增速分别为 73%/180%/188%/88%。2021Q1，公司营收达 6.24 亿元，同比增长 131%，环比增长 11%，创单季度营收新高；实现归母净利润 1.12 亿元，为预告值中值水平，同比增长 99.95%。公司抓住了数据中心、5G 建设机遇，突破海外云客户，100G、400G 光模块持续批量交付，成长动能强劲。
- 2) **高速光模块批量出货、销售占比不断提升，持续带动公司销售量价齐升。**2020 年公司 4.25G 以上速率光模块实现营业收入 17.35 亿元，同比增长 96%，营收占比从 2019 年 76%提升至 87%。与此对应，2020 年公司销售光模块 650 万只，同比增加 25%；所实现平均销售单价为 192 元/只，同比上涨 42.2%。
- 3) **海外营收超国内营收，客户结构进一步优化。**2020 年公司实现国内营收 8.89 亿元(+32.94%)，实现海外营收 11.08 亿元(+123.55%)。公司海外营收开始超过国内营收，这受益于公司突破海外云客户。同时，2019 年公司前五大客户销售占比分别为：35.8%/8.5%/7.6%/5.1%/4.9%，其标准差为 0.13；2020 年对应占比分别为 27.3%/17.3%/5.3%/5.1%/4.6%，其标准差为 0.10。相比 2019 年，2020 年公司前五大客户销售占比更为均衡，结构得到优化。
- 4) **持续增加研发投入，多项进展突破，强化成长动能。**2020 年公司研发投入 8508 万(+4.60%)，营收占比为 4.26%。当年公司在高速率光模块、5G 相关光模块、光器件等相关研发项目上取得多项进展，并成功发布 400G QSFP-DD DR4 硅光模块，强化了公司成长动能。
- 5) **盈利预测与投资评级。**预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.77 元/2.00 元/2.42 元，对应市盈率分别为 24 倍/21 倍/18 倍。考虑公司抓住 400G 光模块升级机遇，突破海外云客户，成长动能强劲，维持公司“买入”评级。
- 6) **风险提示：**技术升级风险、市场竞争加剧、国际贸易争端风险、新冠疫情风险

新易盛（300502）与沪深 300 对比表现

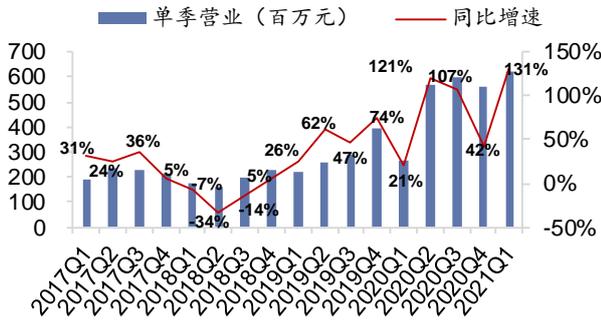


公司数据	Wind 资讯
总市值 (百万)	15,560.30
流通市值 (百万)	10,379.24
总股本 (百万股)	362.20
流通股本 (百万股)	233.35
日成交额 (百万)	287.58
当日换手率 (%)	2.79
第一大股东	高光荣

请务必阅读文末重要声明及免责条款

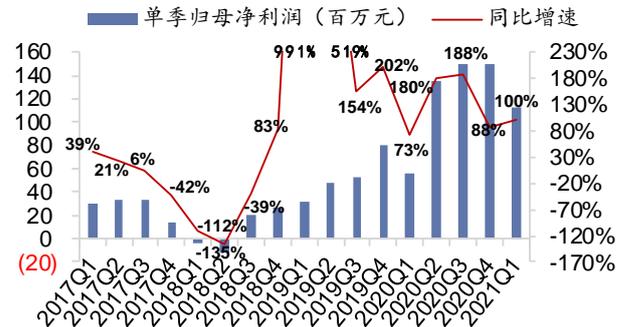
预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1997.94	2823.99	3727.52	4755.89
收入同比	71.52%	41.35%	31.99%	27.59%
净利润 (百万元)	491.76	642.26	725.58	877.28
净利润同比	131.0%	30.6%	13.0%	20.9%
毛利率	36.86%	35.73%	35.08%	34.27%
净利率	24.61%	22.74%	19.47%	18.45%
EPS (元)	1.36	1.77	2.00	2.42
PE (倍)	31.6	24.2	21.4	17.7

Figure 1 公司单季度营业收入及增速情况



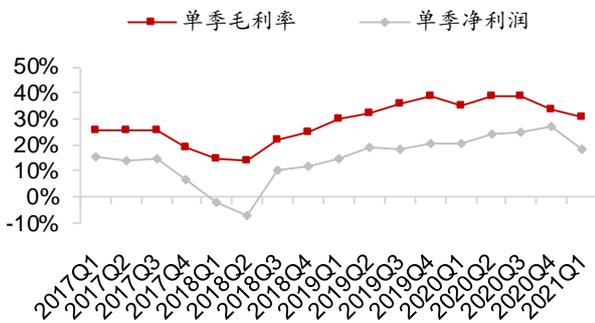
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司单季度归母净利润及增速情况



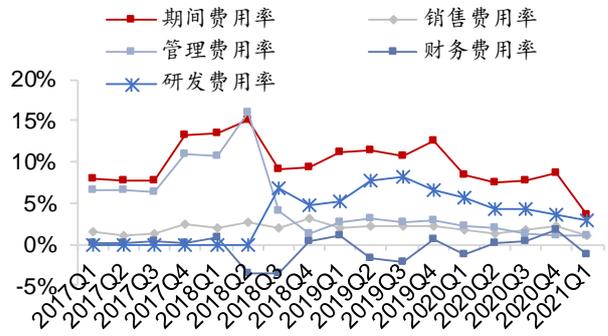
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司单季度毛利率及净利率情况



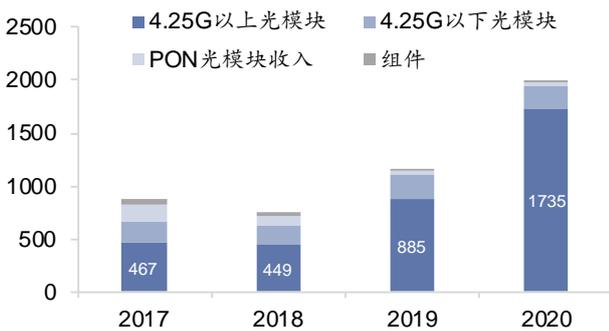
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 4 公司单季度期间费用率情况



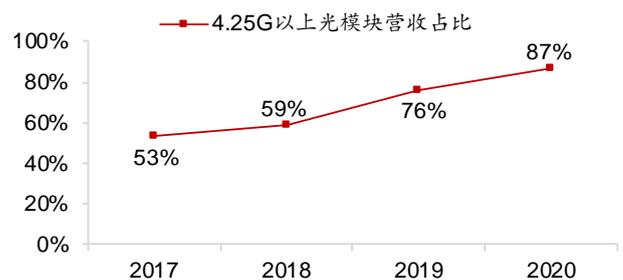
资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 5 公司营业收入按产品维度构成情况 (百万)



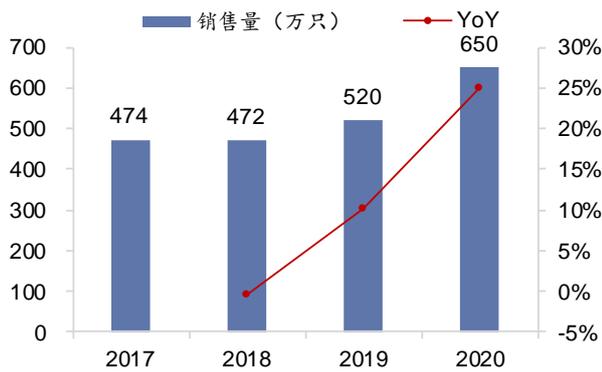
资料来源: 公司年报、世纪证券研究所

Figure 6 公司 4.25G 以上速率光模块营收占比



资料来源: 公司年报、世纪证券研究所

Figure 7 公司光模块销售数量情况



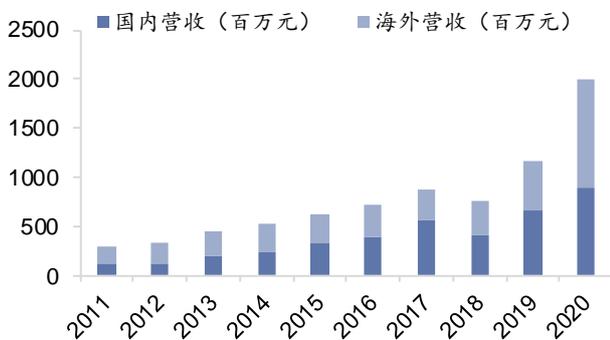
资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 8 公司光模块销售平均单价情况



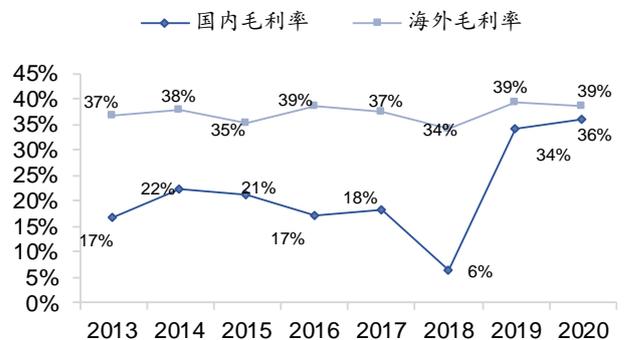
资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 9 公司营业收入按地区维度构成情况



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 10 公司不同销售地区毛利率情况



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 11 公司 2019、2020 前五大客户销售情况对比

序号	销售额 (百万元)			占年度销售总额比例			
	2019	2020	同比增加	2019	对应标准差	2020	对应标准差
第一名	417	546	31%	35.8%		27.3%	
第二名	98	346	252%	8.5%		17.3%	
第三名	89	105	18%	7.6%	0.13	5.3%	0.10
第四名	59	101	71%	5.1%		5.1%	
第五名	57	93	63%	4.9%		4.6%	

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

一、盈利预测及投资评级

1.1 关键建设

4.25G 以上光模块

公司 4.25G 以上光模块，2020 年营收占比达 87%，涵盖数通及电信领域光模块。考虑数通市场受益流量升级，100G 以上光模块出货量在 2020-2025 期间以 33% 年复合增长率增长；电信领域受益 5G 建设驱动，光模块规模年复合增长率为 7%；公司数通光模块突破海外云客户，抓住 400G 升级机会，电信光模块伴随国内大客户中兴成长，我们假设：

- 公司 4.25G 以上光模块销量增速 2021-2023 年分别为：24%、23%、20%，具体销量分别达 372 万只、458 万只、549 万只。
- 公司 4.25G 以上光模块平均销售价格，2021-2023 年增速分别为：20%、10%、8%，平均销售价格分别为 694、764、825 元/只。
- 综合预计公司 4.25G 以上光模块 2021-2023 营收分别为 25.8 亿元、34.9 亿元、45.4 亿元，增速分别为 49%、35%、30%。
- 对应 2021-2023 三年毛利率分别为：37%、36%、35%。

4.25G 以下光模块

公司 4.25G 以下光模块，2020 年营收占比达 10%，主要用于电信领域。考虑低速率光模块竞争壁垒较低，及电信领域光模块增速情况，我们假设：

- 2021-2023 年 4.25G 以下光模块销量增速分别为：5%、5%、5%。
- 平均销售价格增速分别为：-12%、-8%、-7%。
- 综合预计公司 4.25G 以下光模块 2021-2023 营收分别为 1.9 亿元、1.84 亿元、1.80 亿元，增速分别为 -8%、-3%、-2%。
- 对应 2021-2023 毛利率分别为：26%、25%、23%。

Figure 12 新易盛收入及毛利率预测

细分产品		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
4. 25G 以上光 模块	销量(万只)	144	207	300	372	458	549
	YoY	22%	44%	45%	24%	23%	20%
	价格(元/只)	312	427	578	694	764	825
	YoY	-21%	37%	35%	20%	10%	8%
	收入(百万元)	449	885	1735	2582	3494	4528
	YoY	-4%	97%	96%	49%	35%	30%
	毛利率	21.8%	38.8%	38.7%	37.0%	36.0%	35.0%
4. 25G 以下光 模块	销量(万只)	240	271	300	315	331	347
	YoY	0%	13%	11%	5%	5%	5%
	价格(元/只)	77	80	69	61	56	52
	YoY	-9%	3%	-13%	-12%	-8%	-7%
	收入(百万元)	185	216	206	191	184	180
	YoY	-9%	16%	-4%	-8%	-3%	-2%
	毛利率	27.4%	26.0%	28.1%	26%	25%	23%
PON 光 模块	销量(万只)	88	42	50	43	40	38
	YoY	-26%	-52%	-15%	-15%	-5%	-5%
	价格(元/只)	97	103	69	69	69	69
	YoY	-26%	6%	-33%	0%	0%	0%
	收入(百万元)	85	43	34	29	28	26
	YoY	-45%	-49%	-20%	-15%	-5%	-5%
	毛利率	-6.15%	-0.03%	11.90%	3.50%	3.50%	3.50%
组件及 其他	收入	41	21	22	22	22	22
	YoY	-19%	-48%	4%	0%	0%	0%
	毛利率	12.4%	21.7%	13.3%	13%	13%	13%
总营业收入(百万元)		760	1165	1998	2824	3728	4756
YoY		-13.4%	53.3%	71.5%	41.3%	32.0%	27.6%
综合毛利率		19.5%	34.7%	36.9%	35.7%	35.1%	34.3%

资料来源: Wind、公司公告、世纪证券研究所

1.2 盈利预测与投资评级

根据假设条件,我们预测公司 2021/2022/2023 年实现的营业收入分别为 28.24 亿元/37.28 亿元/47.56 亿元,同比增速分别为 41.3%/32.0%/27.6%;实现的归属母公司净利润分别为 6.42 亿元、7.26 亿元和 8.77 亿元,同比增速分别为 30.6%/35.1%/34.3%;实现的 EPS 分别为 1.77 元、2.00 元及 2.42 元。

根据盈利预测，公司 2021-2023 动态市盈率分别为 24.2/21.4/17.7 倍。考虑公司抓住 400G 光模块升级机遇，突破海外云客户，在研发、生产、经营、规模及客户资源方面具有比较优势，构建出核心竞争力，成长动能强劲，维持公司“买入”评级。

二、风险提示

2.1 技术升级风险

如果公司核心技术不能及时升级，或者研发方向出现误判，导致研发产品无法市场化，公司产品将存在被替代风险。同时，随着微光学器件和集成光子技术逐渐从实验室研究走向实际应用，光模块存在被具有更高集成度的光子器件替代的风险。

2.2 市场竞争加剧

随着光模块厂商扩产、新进入者增加，可能导致市场竞争加剧毛利率承压。

2.3 国际贸易争端风险

国际贸易摩擦及贸易政策变化及不确定的政治因素可能影响全球经济发展进程，公司海外营收占比约 50%，若贸易局势恶化，存在一定风险。

2.4 新冠疫情风险

目前全球新型冠状病毒肺炎疫情形势严峻，未来有可能对公司境外的产品销售和原材料采购产生一定的影响。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	1998	2824	3728	4756
每股收益	1.36	1.77	2.00	2.42	营业成本	1261	1815	2420	3126
每股净资产	9.51	11.29	13.31	15.74	毛利率%	36.9%	35.7%	35.1%	34.3%
每股经营现金流	0.43	2.15	1.81	2.11	营业税金及附加	8	11	14	18
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	33	47	78	105
P/E	31.64	24.23	21.45	17.74	营业费用率%	1.7%	1.7%	2.1%	2.2%
P/B	4.52	3.80	3.23	2.73	管理费用	32	59	104	137
P/S	7.79	5.51	4.17	3.27	管理费用率%	1.6%	2.1%	2.8%	2.9%
EV/EBITDA	29.00	16.30	14.13	11.11	研发费用	85	145	257	338
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	4.3%	5.2%	6.9%	7.1%
盈利能力指标 (%)					财务费用	9	0	0	0
毛利率	36.9%	35.7%	35.1%	34.3%	财务费用率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润率	24.6%	22.7%	19.5%	18.4%	资产减值损失	-44	0	0	0
净资产收益率	14.3%	15.7%	15.1%	15.4%	投资收益	5	0	0	0
资产回报率	11.7%	12.5%	11.8%	11.9%	营业利润	561	756	854	1032
投资回报率	14.4%	15.5%	15.1%	15.4%	营业外收支	0	0	0	0
盈利增长 (%)					利润总额	562	756	854	1032
营业收入增长率	71.5%	41.3%	32.0%	27.6%	所得税	70	113	128	155
EBIT 增长率	124.8%	29.0%	14.3%	20.9%	有效所得税率%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	131.0%	30.6%	13.0%	20.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	492	642	726	877
资产负债率	18.3%	20.3%	21.9%	23.0%					
流动比率	4.60	4.23	3.64	3.66	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
速动比率	3.33	3.40	2.84	2.86	货币资金	1931	2555	2637	3400
现金比率	2.53	2.47	1.97	2.01	应收款项	369	689	909	1160
经营效率指标 (%)					存货	972	845	1061	1327
应收帐款周转天数	67.39	89.00	89.00	89.00	其它流动资产	235	277	282	287
存货周转天数	281.18	170.00	160.00	155.00	流动资产合计	3507	4365	4888	6174
总资产周转率	0.47	0.55	0.60	0.64	长期股权投资	44	44	44	44
固定资产周转率	3.82	4.60	3.30	4.44	固定资产	523	614	1129	1071
					在建工程	37	4	4	4
					无形资产	7	7	7	7
					非流动资产合计	710	768	1284	1226
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产总计	4217	5133	6172	7400
净利润	492	642	726	877	短期借款	72	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付账款	568	796	1028	1285
非现金支出	97	51	61	63	预收账款	0	3	4	5
非经营收益	-26	0	0	0	其它流动负债	122	234	310	399
营运资金变动	-408	87	-131	-176	流动负债合计	762	1032	1342	1689
经营活动现金流	154	780	656	764	长期借款	0	0	0	0
资产	-291	-105	-573	-1	其它长期负债	11	11	11	11
投资	30	20	0	0	非流动负债合计	11	11	11	11
其他	4	0	0	0	负债总计	773	1043	1353	1700
投资活动现金流	-256	-85	-573	-1	实收资本	362	362	362	362
债权募资	166	-72	0	0	归属于母公司所有者权益	3444	4090	4819	5700
股权募资	1632	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-133	0	0	0	负债和所有者权益合计	4217	5133	6172	7400
融资活动现金流	1665	-72	0	0					
现金净流量	1562	623	83	763					

数据来源: wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。