

2021年04月27日

单季度收入创新高，期待毛利改善

新易盛(300502)

1、事件概述：2020年，营业收入19.98亿元，同比增长71.52%；归母净利润4.92亿元，同比增长131.03%；2021年Q1营业收入6.24亿元，同比增长131.21%；归母净利润1.12亿元，同比增长99.95%。

2、5G+数据中心400G销量大幅增长单季度收入创新高，毛利下滑单季度盈利水平下滑：我们判断主要原因在于公司400G数据中心产品在2020年获得客户认可之后，持续带动公司收入高速增长，2021年Q1公司单季度收入创历史新高；

公司销售费用率压降明显：受到新冠疫情的影响，公司销售费用中市场推广、差旅、运输费用同比降幅较大，预期持续改善空间有限；公司毛利率连续两个季度毛利下滑，我们判断公司与人工成本、产品价格有关。

3、公司其他费用率均小幅下降的背景下，公司盈利能力未见持续改善，主要原因还是在于毛利率压力较大。

4、公司存货规模增长较快，关注公司库存商品存货风险：公司原材料、库存商品、自制半成品等存货增长较快。

另外公司应收账款、存货规模持续增加，应付账款规模未见明显变化，我们判断未来公司经营现金流存在短期压力。

5、投资建议：预计公司21-23年收入由29.4亿元、39.3亿元、N/A调整为27.6亿元、36.4亿元、43.8亿元，归母净利润由6.8亿元、8.8亿元、N/A调整为6.1亿元、7.4亿元、8.2亿元，对应PE估值25.2X/20.5X/18.6X，维持“增持”评级。

6、风险提示：5G及数据中心需求放缓，公司收入降低，存货跌价；400G等新产品市场拓展不利。

盈利预测与估值

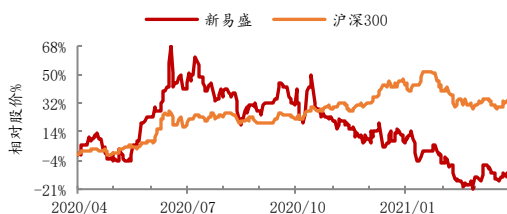
财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,165	1,998	2,757	3,635	4,384
YoY (%)	53.3%	71.5%	38.0%	31.8%	20.6%
归母净利润(百万元)	213	492	605	744	819
YoY (%)	568.7%	131.0%	23.0%	22.9%	10.2%
毛利率 (%)	34.7%	36.9%	31.4%	31.6%	31.0%
每股收益 (元)	0.59	1.36	1.67	2.05	2.26
ROE	16.0%	14.3%	14.9%	15.5%	14.6%
市盈率	71.55	30.97	25.18	20.48	18.59

资料来源：wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：
最新收盘价：40.79

股票代码：300502
52周最高价/最低价：83.75/38.02
总市值(亿)147.74
自由流通市值(亿)95.18
自由流通股数(百万)233.35



分析师：宋辉
邮箱：songhui@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080003
联系电话：

分析师：柳珏廷
邮箱：liujt@hx168.com.cn
SAC NO: S1120119060016
联系电话：

相关研究

- 【华西通信】新易盛(300502.SZ)：Q1业绩超预期，400G和5G产品持续增长
2021.04.02
- 【华西通信】新易盛(300502.SZ)：业绩超预期，高速率产品持续增长
2021.01.28
- 新易盛(300502.SZ)：Q3业绩再创历史新高，400G光模块起量
2020.10.28

1. 事件：

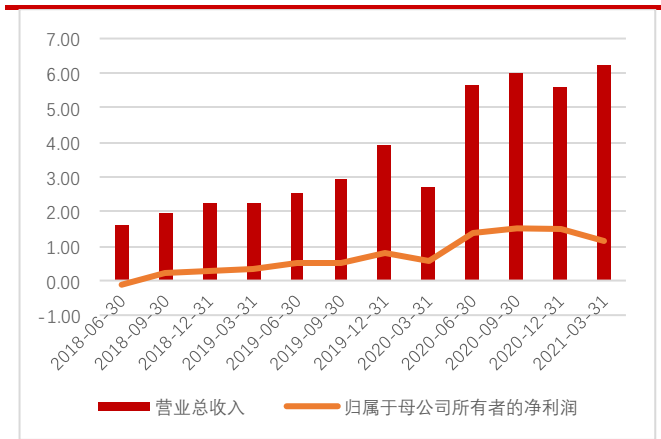
2020 年，营业收入 19.98 亿元，同比增长 71.52%；归母净利润 4.92 亿元，同比增长 131.03%；

2021 年 Q1 营业收入 6.24 亿元，同比增长 131.21%；归母净利润 1.12 亿元，同比增长 99.95%。

2. 5G+数据中心 400G 销量大幅增长单季度收入创新高，毛利下滑单季度盈利水平下滑

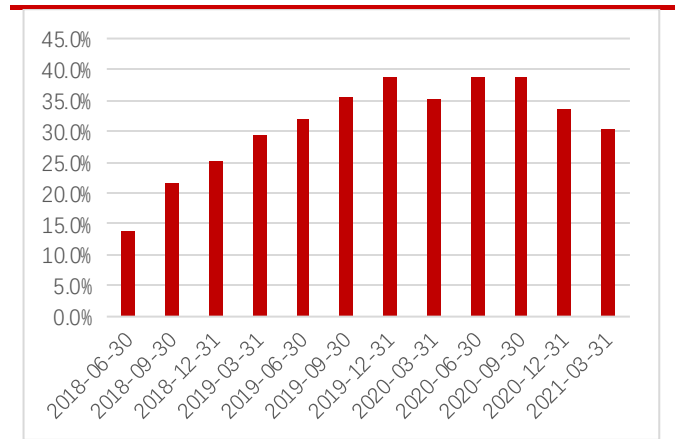
受益于国内 5G 建设、流量增长和数据中心建设，公司 5G 光模块以及 400G 数据中心光模块销量增长迅速，2021 年 Q1 公司单季度收入创历史新高，我们判断主要原因在于公司 400G 数据中心产品在 2020 年获得客户认可之后，持续带动公司收入高速增长。

图 1 公司单季度收入（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 公司单季度毛利率（%）

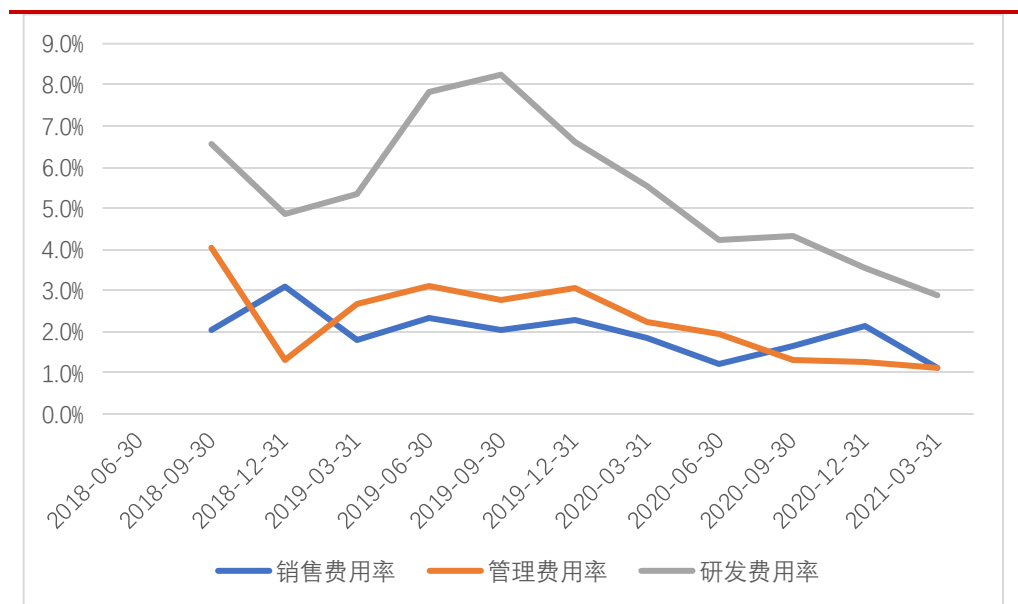


资料来源：wind，华西证券研究所

400G 放量过程中，产品毛利预计有较大压力：光模块行业整体自动化水平较低，人工占整个生产制造成本很高，产品上量过程中，人员成本预计压力较大。另外，新产品放量一般会面临着产品价格下降，这也是光模块行业的一般规律，公司毛利率连续两个季度毛利下滑，我们判断公司与人工成本、产品价格有关。

公司其他费用率均小幅下降的背景下，公司盈利能力未见持续改善，主要原因还是在于毛利率压力较大。

图 3 公司单季度三费率 (%)



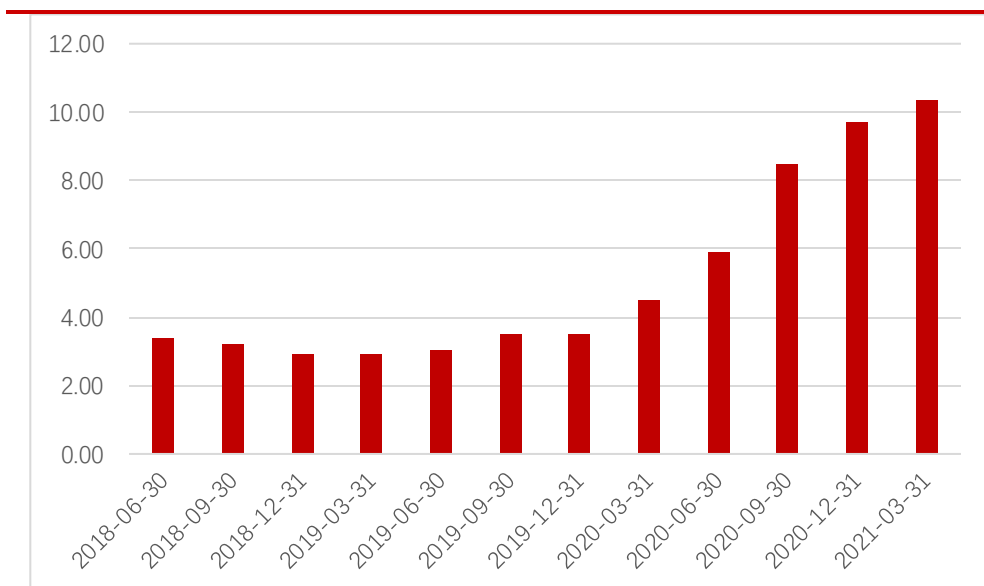
资料来源：wind，华西证券研究所

3. 库存商品存货规模较大关注库存风险，经营性现金流单季度转负

公司存货规模增长较快，关注公司库存商品存货风险：公司原材料、库存商品、自制半成品等存货增长较快。

另外公司应收账款、存货规模持续增加，应付账款规模未见明显变化，我们判断未来公司经营性现金流存在短期压力。

图 4 公司存货规模（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

4. 期待公司收入结构优化、自动化水平提升

公司高速率光模块、5G 相关光模块、光器件相关研发项目取得多项进展，并成功发布了 400G QSFP-DD DR4 硅光模块，进一步提升了公司在产品和技术方面的竞争力。

积极开拓市场，优化客户结构报告期内，公司市场拓展工作持续取得进展，目前已与全球主流的设备商及互联网厂商建立了良好的合作关系。公司不断加强市场推广和客户拓展力度，通过客户交流、展会、电子商务平台等方式对公司及其产品进行有效宣传推广，扩大市场影响力，进一步提升市场占有率。

工艺流程优化，提高自动化水平：推进信息化系统升级，提高生产自动化水平，加大技术创新和工艺设备的升级改造力度，提高关键工序的自动化水平，充分发挥设备能效。

5. 投资建议

预计公司 21-23 年收入由 29.4 亿元、39.3 亿元、N/A 调整为 27.6 亿元、36.4 亿元、43.8 亿元，归母净利润由 6.8 亿元、8.8 亿元、N/A 调整为 6.1 亿元、7.4 亿元、8.2 亿元，对应 PE 估值 25.2X/20.5X/18.6X，维持“增持”评级。

6. 风险提示

5G 及数据中心需求放缓，公司收入降低，存货跌价；400G 等新产品市场拓展不利。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,998	2,757	3,635	4,384	净利润	492	605	744	819
YoY (%)	71.5%	38.0%	31.8%	20.6%	折旧和摊销	50	33	30	29
营业成本	1,261	1,891	2,486	3,025	营运资金变动	-408	-246	-304	-247
营业税金及附加	8	12	15	18	经营活动现金流	154	373	455	575
销售费用	33	54	73	87	资本开支	-291	-157	-175	-162
管理费用	32	55	80	94	投资	30	0	0	0
财务费用	9	-19	-26	-34	投资活动现金流	-256	-151	-167	-152
资产减值损失	-44	-20	-25	-23	股权募资	1,632	0	0	0
投资收益	5	6	8	10	债务募资	166	-72	0	0
营业利润	561	658	818	896	筹资活动现金流	1,665	-73	0	0
营业外收支	0	34	32	40	现金净流量	1,562	149	287	422
利润总额	562	692	850	936					
所得税	70	87	106	117	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	492	605	744	819	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	492	605	744	819	营业收入增长率	71.5%	38.0%	31.8%	20.6%
YoY (%)	131.0%	23.0%	22.9%	10.2%	净利润增长率	131.0%	23.0%	22.9%	10.2%
每股收益	1.36	1.67	2.05	2.26	盈利能力 (%)				
					毛利率	36.9%	31.4%	31.6%	31.0%
					净利率	24.6%	21.9%	20.5%	18.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	11.7%	12.1%	12.2%	11.4%
货币资金	1,931	2,081	2,368	2,790	净资产收益率 ROE	14.3%	14.9%	15.5%	14.6%
预付款项	2	5	5	6	偿债能力 (%)				
存货	972	1,263	1,745	2,089	流动比率	4.60	4.36	3.95	3.88
其他流动资产	603	821	975	1,142	速动比率	3.33	3.03	2.59	2.53
流动资产合计	3,507	4,168	5,093	6,029	现金比率	2.53	2.18	1.84	1.79
长期股权投资	44	44	44	44	资产负债率	18.3%	19.3%	21.3%	21.8%
固定资产	523	668	836	998	经营效率 (%)				
无形资产	7	6	6	5	总资产周转率	0.47	0.55	0.60	0.61
非流动资产合计	710	848	1,001	1,151	每股指标 (元)				
资产合计	4,217	5,016	6,094	7,179	每股收益	1.36	1.67	2.05	2.26
短期借款	72	0	0	0	每股净资产	9.51	11.18	13.23	15.50
应付账款及票据	568	742	1,024	1,226	每股经营现金流	0.43	1.03	1.26	1.59
其他流动负债	122	214	266	329	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	762	956	1,290	1,555	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	30.97	25.18	20.48	18.59
其他长期负债	11	11	11	11	PB	5.83	3.76	3.18	2.71
非流动负债合计	11	11	11	11					
负债合计	773	967	1,301	1,566					
股本	362	362	362	362					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,444	4,049	4,793	5,613					
负债和股东权益合计	4,217	5,016	6,094	7,179					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，3年证券研究经验，主要关注5G和云相关产业链研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。