

公司研究 | 点评报告 | 新易盛 (300502.SZ)

毛利率呈现改善，研发投入大增拖累业绩

报告要点

21年得益于大客户需求增长及自身份额提升，公司实现强劲增长。22Q1收入增速有所放缓，或受下游客户提货节奏变动影响，1-3月数通产业链景气度高。21年电信产品毛利率承压较大，21Q4及22Q1毛利率改善趋势显著。研发投入大增拖累22Q1业绩增长。

分析师及联系人



于海宁

SAC : S0490517110002



黄天佑



祖圣腾



李烨

新易盛 (300502.SZ)

2022-04-24

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

毛利率呈现改善，研发投入大增拖累业绩

事件描述

4月21日，公司发布2021年年报及2022年一季报业绩，2021年实现营收29.08亿元，同比增长45.6%；归母净利润6.62亿元，同比增长34.6%；扣非净利润5.98亿元，同比增长30.3%。2022Q1实现营收7.39亿元，同比增长18.3%；归母净利润1.32亿元，同比增长17.8%；扣非净利润1.37亿元，同比增长27%。

事件评论

- 数通市场持续突破，22Q1增速阶段性放缓：**受益于海外数通大客户400G及配套100G产品的强劲需求拉动，以及公司自身市场地位的提升，2021年公司营收及业绩实现强劲增长。分地区来看，海外市场营收达22.43亿元，同比增长105.91%，考虑到海外经销业务经营平稳，直销给大客户的营收增速或更高；国内市场营收为5.97亿元，同比下滑29.97%，主要由于国内电信市场需求有所下滑。22Q1公司营收同比增速有所放缓，或主要由于下游客户提货节奏变动，对应22Q1存货环比增长1.4亿元。
- 1-3月数通上游景气旺盛，全年展望保持乐观：**数通市场景气持续向上，从服务器产业链上游信骅数据来看，22年3月营收同比增长66%，1-3月营收同比增长53%，反映数通行业景气度维持高位。展望22年，核心大客户400G需求持续向好，行业层面采用400G产品的客户或有所增加；海外200G需求爆发，公司有望取得客户突破。21H2以来5G建设节奏有所提速，叠加库存消化充分，22年电信传输侧需求有望回暖。
- 21年整体毛利率承压，21Q4及22Q1改善趋势显著：**拆分毛利率来看，2021年国内市场毛利率同比下滑7.55pct至29.73%，或主要受到国内电信市场产品需求下滑及产业链下游压价等因素影响；海外市场毛利率同比下滑4.34pct至33.12%，或主要由于：1) 直销给北美大客户的收入占比提升较多，对毛利率有结构性拉低；2) 21年上游芯片端压力较大，公司获取芯片的成本偏高。22Q1及21Q4公司毛利率分别环比提升2.8pct和0.5pct，或主要得益于高毛利率产品占比提升，以及公司自身工艺及良率的持续优化。
- 研发投入大增拖累22Q1业绩增长：**从季度趋势来看，21Q4和22Q1两个季度研发费用分别同比增长167%和108%，研发费用率分别同比提升2.4pct和2.1pct，对业绩有所拖累。2021年公司研发人员数量同比增长22.73%，研发投入加大或为了：1) 现有产品方案升级；2) 满足客户定制化需求；3) 加大对硅光、相干及800G产品的研发。此外，22Q1公司政府补助有所减少，且有一定投资亏损，归母净利润同比增速低于扣非净利润。
- 盈利预测及投资建议：**21年得益于大客户需求增长及自身份额提升，公司实现强劲增长。22Q1收入增速有所放缓，或受下游客户提货节奏变动影响，1-3月数通产业链景气度高。21年电信产品毛利率承压较大，21Q4及22Q1改善趋势显著。研发投入大增拖累22Q1业绩增长。预计2022-2024年公司归母净利润为8.13亿元、10.57亿元、12.51亿元，对应同比增速23%、30%、18%，对应PE 14倍、11倍、9倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 海外大客户突破不及预期；
- 400G及200G产品竞争加剧。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

| | |
|---------------|-------------|
| 当前股价(元) | 23.13 |
| 总股本(万股) | 50,709 |
| 流通A股/B股(万股) | 43,912/0 |
| 资产负债率 | 18.28% |
| 每股净资产(元) | 8.07 |
| 市盈率(当前) | 17.20 |
| 市净率(当前) | 2.87 |
| 近12月最高/最低价(元) | 50.26/23.12 |

注：股价为2022年4月22日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《单季营收创新高，新品推出彰显实力》2022-03-24
- 《环比趋势向好，静待新客户突破》2022-01-27
- 《Q3需求保持景气，积极扩大数通客群》2021-10-29


 更多研报请访问
长江研究小程序

财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入 | 2908 | 3613 | 4853 | 5842 | 货币资金 | 1580 | 2546 | 3293 | 4189 |
| 营业成本 | 1973 | 2431 | 3315 | 4025 | 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利 | 936 | 1182 | 1538 | 1817 | 应收账款 | 577 | 1039 | 1290 | 1552 |
| %营业收入 | 32% | 33% | 32% | 31% | 存货 | 1526 | 1166 | 1362 | 1544 |
| 营业税金及附加 | 8 | 14 | 18 | 22 | 预付账款 | 3 | 12 | 17 | 20 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 其他流动资产 | 238 | 92 | 94 | 96 |
| 销售费用 | 36 | 38 | 51 | 58 | 流动资产合计 | 3924 | 4855 | 6056 | 7401 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 长期股权投资 | 41 | 40 | 39 | 38 |
| 管理费用 | 34 | 36 | 46 | 53 | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 固定资产合计 | 609 | 790 | 1044 | 1280 |
| 研发费用 | 108 | 136 | 180 | 210 | 无形资产 | 6 | 8 | 9 | 11 |
| %营业收入 | 4% | 4% | 4% | 4% | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -8 | -19 | -27 | -33 | 递延所得税资产 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| %营业收入 | 0% | -1% | -1% | -1% | 其他非流动资产 | 247 | 257 | 267 | 277 |
| 加: 资产减值损失 | -55 | -60 | -70 | -80 | 资产总计 | 4864 | 5987 | 7452 | 9044 |
| 信用减值损失 | -11 | -10 | -12 | -14 | 短期贷款 | 0 | 80 | 70 | 60 |
| 公允价值变动收益 | 41 | 10 | 10 | 10 | 应付款项 | 520 | 599 | 817 | 992 |
| 投资收益 | 4 | 0 | 0 | 0 | 预收账款 | 0 | 7 | 10 | 12 |
| 营业利润 | 760 | 938 | 1219 | 1443 | 应付职工薪酬 | 55 | 207 | 282 | 342 |
| %营业收入 | 26% | 26% | 25% | 25% | 应交税费 | 66 | 72 | 87 | 105 |
| 营业外收支 | 3 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 252 | 207 | 281 | 341 |
| 利润总额 | 763 | 938 | 1219 | 1443 | 流动负债合计 | 894 | 1173 | 1548 | 1852 |
| %营业收入 | 26% | 26% | 25% | 25% | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税费用 | 101 | 125 | 162 | 192 | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 662 | 813 | 1057 | 1251 | 递延所得税负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 662 | 813 | 1057 | 1251 | 其他非流动负债 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 906 | 1184 | 1559 | 1863 |
| EPS (元) | 1.31 | 1.60 | 2.08 | 2.47 | 归属于母公司所有者权益 | 3959 | 4803 | 5894 | 7180 |
| | | | | | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 股东权益 | 3959 | 4803 | 5894 | 7180 |
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 负债及股东权益 | 4864 | 5987 | 7452 | 9044 |
| 经营活动现金流净额 | 219 | 1087 | 1059 | 1207 | | | | | |
| 取得投资收益收回现金 | 9 | 0 | 0 | 0 | 基本指标 | | | | |
| 长期股权投资 | 3 | 1 | 1 | 1 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 资本性支出 | -86 | -202 | -302 | -302 | 每股收益 | 1.31 | 1.60 | 2.08 | 2.47 |
| 其他 | -186 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.43 | 2.14 | 2.09 | 2.38 |
| 投资活动现金流净额 | -260 | -201 | -301 | -301 | 市盈率 | 30.01 | 14.43 | 11.10 | 9.37 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 市净率 | 5.02 | 2.44 | 1.99 | 1.63 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 22.25 | 9.18 | 6.43 | 4.83 |
| 银行贷款增加 (减少) | 0 | 80 | -10 | -10 | 总资产收益率 | 13.6% | 13.6% | 14.2% | 13.8% |
| 筹资成本 | -99 | 0 | -1 | -1 | 净资产收益率 | 16.7% | 16.9% | 17.9% | 17.4% |
| 其他 | -120 | 0 | 0 | 0 | 净利率 | 22.8% | 22.5% | 21.8% | 21.4% |
| 筹资活动现金流净额 | -219 | 80 | -11 | -11 | 资产负债率 | 18.6% | 19.8% | 20.9% | 20.6% |
| 现金净流量 (不含汇率变动影响) | -266 | 966 | 747 | 896 | 总资产周转率 | 0.60 | 0.60 | 0.65 | 0.65 |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。