

2024年03月06日
新易盛(300502.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

网络接配及塔设

Q4 业绩显著恢复，公司产品技术优势显著

■ 电信市场需求减弱影响全年业绩，Q4 业绩显著恢复：

2023 年国外数据中心市场需求平稳，新产品推进顺利，但电信市场业务受行业结构性调整需求减弱，2023 年公司实现营业收入 31.08 亿元，同比下降 6.13%。因部分产品价格根据市场情况进行调整毛利率水平下降，2023 年净利润同比下滑幅度大于营收下滑幅度。2023 年公司实现归母净利润 6.91 亿元，同比下降 23.57%；实现扣非归母净利润 6.79 亿元，同比下降 13.42%。其中 Q4 单季度公司实现营业收入 10.21 亿元，同比增长 13.95%，环比增长 30.56%；实现归母净利润 2.61 亿元，同比增长 85.11%，环比增长 85.11%，Q4 业绩显著修复。

■ 发布 2024 年股票激励计划，高营业收入目标彰显公司信心：

2024 年 1 月 4 日，公司发布《2024 年限制性股票激励计划(草案)》。拟向激励对象授予权益总计不超过 400 万股，约占草案公告时公司股本总额的 0.563%，授予价格均为 23.24 元/股。首次授予激励对象不超过 146 人，为公司高级管理人员、中层管理人员及核心骨干。首次授予的限制性股票归属期的相应考核年度为 2024/2025/2026 年三个会计年度，对应的营业收入业绩考核目标分别为 45/110/195 亿元。除公司层面业绩考核外，公司对激励对象个人还设置了严密的绩效考核，能够对激励对象的工作绩效作出较为准确、全面的综合评价。此次激励计划有利于进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司管理团队及骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起。

■ AI 带动高速光模块发展应用，公司产品技术优势显著：

2023 年以来 AI 行业快速发展，AI 大模型的训练和推理应用对 AI 数据中心的网络带宽提出更大的需求，AI 数据中心的发展加速高速光模块的发展和应用。2023 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，高速率光模块产品销售占比持续提升。公司已成功推出 800G 的单波 200G 光模块产品，同时 800G 和 400G 光模块产品组合已涵盖基于硅光解决方案的 800G、400G 光模块产品及 400G ZR/ZR+相干光模块产品、以及基于 LPO 方案的 800G 光模块；公司是国内少数具备 100G、400G 和 800G 光模块批量交付能力的、掌握高速率光器件芯片封装和光器件封装的企业。2024 年 2 月 23 日，公司基于 LPO 方案的 800G 光模块荣获 Lightwave 创

投资评级

买入-A
首次评级

6 个月目标价

79.38 元

股价 (2024-03-05)

68.68 元

交易数据

总市值(百万元)

48,757.24

流通市值(百万元)

42,418.00

总股本(百万股)

709.92

流通股本(百万股)

617.62

12 个月价格区间

29.56/84.43 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	36.9	37.7	125.0
绝对收益	48.3	42.8	111.3

张真桢

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521110001

zhangzz2@essence.com.cn

路璐

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122050020

lulu2@essence.com.cn

相关报告

新奖。公司将基于现有产品与技术优势，加速全球化布局，深入参与新产品新技术的市场竞争，进一步提升公司在光模块行业的核心竞争力。

投资建议：

公司是国内领先的光模块解决方案与服务提供商。我们预计公司 2023 年-2025 年的营业收入分别为 31.08/52.50/74.34 亿元，归母净利润分别为 6.91/13.42/18.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.97/1.89/2.62 元。我们给予公司 2024 年 42 倍 PE，对应 6 个月目标价 79.38 元，首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

风险提示：市场竞争加剧；产品替代；产品研发进度不及预期；客户扩张不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,908.4	3,310.6	3,107.8	5,250.0	7,434.0
净利润	661.9	903.6	690.6	1,342.4	1,858.9
每股收益(元)	0.93	1.27	0.97	1.89	2.62
每股净资产(元)	5.58	6.80	7.99	9.74	12.16

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	69.5	50.9	66.6	34.3	24.7
市净率(倍)	11.6	9.5	8.1	6.7	5.3
净利润率	22.8%	27.3%	22.2%	25.6%	25.0%
净资产收益率	16.7%	18.7%	12.2%	19.4%	21.5%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
ROIC	44.0%	35.4%	22.7%	61.3%	41.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

1. 盈利预测

光模块业务:根据观研天下数据,2022 年全球光模块市场规模约 96 亿美元,同比增长 9.09%。预计 2027 年全球光模块市场规模有望突破 150 亿美元。根据华经产业研究院数据,2022 年我国光模块的市场规模约为 476.82 亿元,预计 2023 年中国光模块行业市场规模有望达到 554.5 亿元。近年来,我国光模块厂商在技术、成本、市场、运营等方面的优势逐渐凸显,占全球光模块市场的份额逐步提升。2023 年 AI 行业迎来快速发展。一方面,AI 的发展将带来算力需求的大幅提升,进而带来服务器需求量大幅提升,拉动配套光模块数量增加。另一方面,AI 服务器对高端光模块需求相较普通服务器提升,服务器与光模块配套比例提高拉动光模块需求增加。随着人工智能的快速发展与商业化应用落地,光模块行业发展已经步入新阶段。国产厂商有望凭借着 400G 时代的先发优势,在 800G 光模块时代继续取得领先的优势,以及在共封装光学领域取得突破。近期海外大厂频繁加单 800G 光模块,人工智能发展带动算力需求进而带动光模块需求快速提升逻辑得到验证。公司自成立以来一直专注于光模块的研发、生产和销售,公司是国内少数批量交付运用于数据中心市场的 100G、200G、400G、800G 高速光模块、掌握高速率光器件芯片封装和光器件封装的企业。公司目前已成功推出 800G 的系列高速光模块产品,基于硅光解决方案的 800G、400G 光模块产品及 400G ZR/ZR+ 相干光模块产品、以及基于 LPO 方案的 800G 光模块产品。公司 800G 相关光模块产品已实现批量出货。2022 年公司产能为 786 万只,产量为 752 万只。在 AI 领域迅速发展的背景下,对光模块产业链未来的产品迭代、需求增长有促进作用,公司在 OFC2023 已发布了多款基于新技术领域的高速率光模块产品,预计未来将持续受益。

我们预计公司光模块业务营业收入将受益于行业需求旺盛与公司产品性能优异、客户资源优质、产品持续迭代实现快速增长。2023 年由于电信市场需求减弱影响全年业绩,2024 年开始受益于数据中心光模块需求放量同时电信市场由于 5.5G 建设需求回暖而快速增长。毛利率 2023 年因低速率光模块降价有所回落。2024 年将受益于高端光模块需求占比快速提升而增长,2025 年由于高端产品价格年降而稍有回落。预计 2023-2025 年点对点光模块业务分别实现营业收入 30.47/51.80/73.56 亿元,实现毛利率 30.0%/35.0%/34.0%。

我们预计公司 2023 年-2025 年的营业收入分别为 31.08/52.50/74.34 亿元,归母净利润分别为 6.91/13.42/18.59 亿元,对应 EPS 分别为 0.97/1.89/2.62 元。我们给予公司 2024 年 42 倍 PE,对应 6 个月目标价 79.38 元,首次覆盖,给予“买入-A”投资评级。

表1: 公司 2023-2025 年盈利预测 (单位:百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,908.4	3,310.6	3,107.8	5,250.0	7,434.0
YoY	45.6%	13.8%	-6.1%	68.9%	41.6%
成本	1,972.7	2,096.9	2,184	3,426	4,920
毛利率	32%	37%	30%	35%	34%
归母净利润	661.9	903.6	690.6	1,342.4	1,858.9
点对点光模块	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,840.0	3,248.5	3,047.1	5,180.0	7,355.7
YoY	46%	14%	-6.2%	70.0%	42.0%
毛利率	32.4%	36.7%	30.0%	35.0%	34.0%
PON	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	43.1	26.3	21.1	26.3	30.3
YoY	26%	-39%	-20.0%	25.0%	15.0%
毛利率	18.8%	7.3%	8.0%	10.0%	10.0%
组件	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	25.3	35.8	39.7	43.7	48.0
YoY	15%	41%	11%	10%	10%
毛利率	28.8%	57.4%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,908.4	3,310.6	3,107.8	5,250.0	7,434.0	成长性					
减:营业成本	1,972.7	2,096.9	2,184.1	3,425.7	4,920.4	营业收入增长率	45.6%	13.8%	-6.1%	68.9%	41.6%
营业税费	7.9	7.4	9.3	15.8	22.3	营业利润增长率	35.4%	35.2%	-23.3%	95.6%	38.5%
销售费用	35.7	52.5	38.8	63.0	81.8	净利润增长率	34.6%	36.5%	-23.6%	94.4%	38.5%
管理费用	33.9	84.5	62.2	94.5	133.8	EBITDA 增长率	32.1%	30.9%	-31.5%	98.2%	33.8%
研发费用	108.4	187.2	139.9	215.3	297.4	EBIT 增长率	31.2%	30.6%	-35.0%	112.5%	36.2%
财务费用	-7.6	-124.5	-65.3	-5.7	-44.3	NOPLAT 增长率	30.6%	21.7%	-20.4%	111.3%	36.2%
资产减值损失	-55.5	-127.9	-75.8	-86.4	-96.7	投资资本增长率	51.1%	24.3%	-21.8%	102.6%	-13.5%
加:公允价值变动收益	41.4	-3.5	-51.6	8.6	11.5	净资产增长率	14.9%	22.0%	17.4%	21.9%	24.9%
投资和汇兑收益	4.3	105.1	25.0	5.0	5.0						
营业利润	760.0	1,027.8	788.1	1,541.6	2,135.7	利润率					
加:营业外净收支	3.1	0.1	1.1	1.4	0.9	毛利率	32.2%	36.7%	29.7%	34.7%	33.8%
利润总额	763.1	1,027.9	789.2	1,543.0	2,136.6	营业利润率	26.1%	31.0%	25.4%	29.4%	28.7%
减:所得税	101.1	124.3	98.7	200.6	277.8	净利润率	22.8%	27.3%	22.2%	25.6%	25.0%
净利润	661.9	903.6	690.6	1,342.4	1,858.9	EBITDA/营业收入	31.7%	36.5%	26.7%	31.3%	29.6%
						EBIT/营业收入	29.3%	33.6%	23.3%	29.3%	28.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	70	69	72	37	22
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	145	160	140	144	147
货币资金	1,579.8	1,785.0	3,326.1	2,308.4	4,614.4	流动资产周转天数	460	442	547	429	404
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	60	69	63	64	65
应收帐款	589.6	670.5	423.2	1,438.2	1,255.7	存货周转天数	155	163	158	154	158
应收票据	-	33.5	5.2	18.4	26.2	总资产周转天数	562	584	729	527	469
预付帐款	3.3	3.9	3.4	7.2	9.0	投资资本周转天数	231	274	288	226	199
存货	1,526.2	1,469.2	1,256.7	3,245.6	3,300.0						
其他流动资产	225.3	243.3	232.6	233.7	236.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.7%	18.7%	12.2%	19.4%	21.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.6%	15.4%	10.3%	15.5%	17.3%
长期股权投资	40.6	-	-	-	-	ROIC	44.0%	35.4%	22.7%	61.3%	41.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	608.9	661.0	580.4	499.8	419.2	销售费用率	1.2%	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%
在建工程	148.0	371.5	371.5	371.5	371.5	管理费用率	1.2%	2.6%	2.0%	1.8%	1.8%
无形资产	6.3	177.2	152.2	127.2	102.2	研发费用率	3.7%	5.7%	4.5%	4.1%	4.0%
其他非流动资产	136.3	461.0	366.8	388.6	405.5	财务费用率	-0.3%	-3.8%	-2.1%	-0.1%	-0.6%
资产总额	4,864.2	5,876.1	6,718.3	8,638.5	10,740.3	四费/营业收入	5.9%	6.0%	5.6%	7.0%	6.3%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	523.4	477.8	514.5	1,038.2	1,215.8	资产负债率	18.6%	17.8%	15.6%	20.0%	19.6%
应付票据	231.8	169.0	306.6	430.0	593.4	负债权益比	22.9%	21.7%	18.5%	25.0%	24.4%
其他流动负债	139.1	284.9	180.4	201.4	222.6	流动比率	4.39	4.51	5.24	4.34	4.65
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.68	2.94	3.98	2.40	3.02
其他非流动负债	11.2	115.2	45.8	57.4	72.8	利息保障倍数	-112.68	-8.93	-11.07	-269.45	-47.25
负债总额	905.5	1,046.9	1,047.3	1,727.0	2,104.6	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.08	0.09	0.07	0.14	0.19
股本	507.1	507.1	709.9	709.9	709.9	分红比率	8.6%	7.1%	7.1%	7.6%	7.2%
留存收益	3,501.6	4,319.3	4,961.1	6,201.6	7,925.8	股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
股东权益	3,958.7	4,829.2	5,671.0	6,911.5	8,635.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.93	1.27	0.97	1.89	2.62
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	5.58	6.80	7.99	9.74	12.16
净利润	661.9	903.6	690.6	1,342.4	1,858.9	PE(X)	69.5	50.9	66.6	34.3	24.7
加:折旧和摊销	72.2	97.0	105.6	105.6	105.6	PB(X)	11.6	9.5	8.1	6.7	5.3
资产减值准备	66.2	127.9	-	-	-	P/FCF	-273.6	127.3	35.5	-51.5	18.7
公允价值变动损失	-41.4	3.5	-51.6	8.6	11.5	P/S	15.8	13.9	14.8	8.8	6.2
财务费用	5.2	-40.0	-65.3	-5.7	-44.3	EV/EBITDA	19.7	8.3	51.3	26.5	18.7
投资收益	-3.8	-105.1	-25.0	-5.0	-5.0	CAGR(%)	26.6%	27.2%	12.0%	26.6%	27.2%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	2.6	1.9	5.6	1.3	0.9
营运资金的变动	-646.4	-98.5	647.5	-2,372.8	464.3	ROIC/WACC	4.2	3.4	2.2	5.8	3.9
经营活动产生现金流量	218.5	831.4	1,301.7	-926.9	2,390.9	REP	1.9	1.1	9.0	1.7	2.7
投资活动产生现金流量	-259.9	-639.7	25.0	5.0	5.0						
融资活动产生现金流量	-218.6	-39.0	214.4	-95.8	-89.9						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034