

新易盛（300502）

证券研究报告

2024 年 05 月 06 日

单季度盈利能力显著提升，LPO+1.6T 为长期增长点

事件：公司年报数据：23 年实现营业收入 30.98 亿元，同减 6.43%；归母净利润 6.88 亿元，同减 23.82%。一季报数据：24 年 Q1 实现营业收入 11.13 亿元，同增 85.41%，环增 10.12%；归母净利润 3.25 亿元，同增 200.96%，环增 25.40%。

全年 400G 占比显著增长，产品结构有较大改善：传统光通信市场相对低迷，AI 所带来的增量需求尚未在公司业绩中有效体现，导致收入利润下滑。但产品结构变动带动模块 ASP 由 428 元提升至 503 元。公司模块销量由 759 万只减少至 603 万只，但我们判断 400G 销量有较大增量。受益于 AI，最大客户销售额由 9.8 亿元增长至 11.4 亿元。我们假设 400G 光模块价格年降为 15%，则公司 400G 产品出货量增幅预计超 30%。

季度间毛利率提升趋势显著：虽然 23 年全年毛利率同比下滑 5.7pct，但季度间提升趋势显著。23Q4 毛利率为 36.77%，同减 3.75pct 环增 10.61pct；24 年 Q1 毛利率 42%，同增 7.96pct 环增 5.24pct，我们判断主要原因可能：1）公司技术创新推动光模块向更小型封装、更低功耗、更低成本的方向发展；2）公司减少低毛利率产品出货，业务结构优化。我们认为随着 800G 等更高速率大批量出货，盈利能力仍有提升空间。

费用管控得当，24Q1 收入快速扩张费用率同比缩减：23 年全年期间费用率同比缩减 1.54pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比减少 0.37/0.09/1.34/-0.27pct。24Q1 期间费用率同比缩减 4.47pct，销售/管理/研发/财务费用率分别减少 0.58/0.33/0.48/4.24pct，虽然 Q1 薪酬增加导致费用绝对值有较大变化，但收入快速起量促使费用率降低，财务费用变动较大主要由于利息收入增加。

存货周转有望加速，在产品增加印证产能提升：公司存货 22 年末/23 年年末/24 年一季末分别为 14.7 亿/9.63 亿/15.06 亿。对比 22 年/23 年账面价值，原材料从 4.9 亿减少至 2.8 亿或表示原材料周转加速；在产品由 2.34 亿显著增长至 3.04 亿，侧面印证客户需求增长及公司产能提升；发出商品从 3.53 亿显著降至 1.61 亿元，我们预计为客户提货加速所致。

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，我们调整 24-26 年归母净利润分别为 16.10/26.49/35.39 亿元（此前预测 24-25 年归母净利润为 14.6/20.3 亿元），对应 PE 分别为 38X/23X/17X，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	86.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	709.92
流通 A 股股本(百万股)	617.62
A 股总市值(百万元)	61,408.00
流通 A 股市值(百万元)	53,423.95
每股净资产(元)	8.17
资产负债率(%)	21.17
一年内最高/最低(元)	88.30/29.98

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《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
- 2 《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
- 3 《新易盛-半年报点评:Q2 环比回暖，800G 放量可期》 2023-08-27

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,310.57	3,097.61	6,135.44	9,867.34	12,608.70
增长率(%)	13.83	(6.43)	98.07	60.83	27.78
EBITDA(百万元)	1,395.75	960.55	1,953.71	3,148.11	4,088.45
归属母公司净利润(百万元)	903.58	688.36	1,609.98	2,648.63	3,539.08
增长率(%)	36.51	(23.82)	133.89	64.51	33.62
EPS(元/股)	1.27	0.97	2.27	3.73	4.99
市盈率(P/E)	67.96	89.21	38.14	23.18	17.35
市净率(P/B)	12.72	11.23	8.45	6.18	4.56
市销率(P/S)	18.55	19.82	10.01	6.22	4.87
EV/EBITDA	7.17	33.47	30.27	17.99	13.24

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,784.97	2,515.32	2,054.95	4,438.89	6,949.07
应收票据及应收账款	695.43	741.13	1,133.59	1,497.70	1,444.33
预付账款	3.90	8.29	0.65	23.83	8.07
存货	1,469.20	963.35	4,065.62	4,007.57	6,204.23
其他	251.87	107.32	297.02	329.33	365.91
流动资产合计	4,205.37	4,335.41	7,551.83	10,297.32	14,971.61
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	661.02	1,310.39	1,249.51	1,175.14	1,087.76
在建工程	371.52	49.16	129.16	129.16	129.16
无形资产	177.17	193.07	168.86	144.65	120.44
其他	460.99	551.95	424.53	502.84	487.16
非流动资产合计	1,670.70	2,104.57	1,972.06	1,951.79	1,824.53
资产总计	5,876.06	6,439.98	9,523.90	12,249.11	16,796.14
短期借款	0.00	0.00	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	605.16	632.56	1,937.81	1,898.45	2,899.40
其他	301.67	221.08	188.92	263.69	278.00
流动负债合计	906.83	853.63	2,176.73	2,212.14	3,227.40
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	115.16	106.62	77.65	99.81	94.69
非流动负债合计	115.16	106.62	77.65	99.81	94.69
负债合计	1,046.89	974.01	2,254.38	2,311.95	3,322.10
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	507.09	709.92	709.92	709.92	709.92
资本公积	1,727.09	1,530.79	1,755.79	1,755.79	1,755.79
留存收益	2,592.23	3,216.70	4,826.68	7,475.30	11,014.38
其他	2.76	8.57	(22.86)	(3.84)	(6.05)
股东权益合计	4,829.17	5,465.98	7,269.52	9,937.16	13,474.04
负债和股东权益总计	5,876.06	6,439.98	9,523.90	12,249.11	16,796.14

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	903.58	688.36	1,609.98	2,648.63	3,539.08
折旧摊销	96.99	127.66	165.08	168.58	171.58
财务费用	(40.03)	(18.12)	(79.24)	(112.59)	(197.44)
投资损失	(105.08)	(2.68)	(10.00)	(4.00)	(4.00)
营运资金变动	(106.35)	274.41	(2,210.14)	(354.29)	(1,108.29)
其它	82.24	176.36	(5.08)	28.00	30.00
经营活动现金流	831.35	1,245.98	(529.39)	2,374.33	2,430.94
资本支出	600.53	477.62	188.97	47.84	65.12
长期投资	(40.56)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,199.63)	(927.21)	(438.97)	(169.84)	(181.12)
投资活动现金流	(639.66)	(449.59)	(250.00)	(122.00)	(116.00)
债权融资	127.67	108.87	125.46	112.59	197.44
股权融资	(39.91)	12.34	193.56	19.02	(2.20)
其他	(126.73)	(188.45)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(38.97)	(67.23)	319.02	131.61	195.24
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	152.72	729.16	(460.37)	2,383.94	2,510.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,310.57	3,097.61	6,135.44	9,867.34	12,608.70
营业成本	2,096.86	2,137.66	4,023.17	6,458.55	8,169.44
营业税金及附加	7.39	16.81	14.11	22.69	29.00
销售费用	52.51	37.57	64.42	93.74	113.48
管理费用	84.52	76.21	92.03	113.47	138.70
研发费用	187.24	133.77	181.00	271.35	315.22
财务费用	(124.52)	(108.24)	(79.24)	(112.59)	(197.44)
资产/信用减值损失	(98.08)	(19.81)	(8.00)	(30.00)	(30.00)
公允价值变动收益	(3.53)	(14.75)	(5.08)	28.00	30.00
投资净收益	105.08	2.68	10.00	4.00	4.00
其他	(24.67)	50.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,027.78	784.78	1,836.86	3,022.12	4,044.31
营业外收入	4.18	4.01	6.95	5.62	5.53
营业外支出	4.09	0.07	3.00	2.38	1.82
利润总额	1,027.86	788.73	1,840.81	3,025.35	4,048.02
所得税	124.28	100.37	230.84	376.72	508.94
净利润	903.58	688.36	1,609.98	2,648.63	3,539.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	903.58	688.36	1,609.98	2,648.63	3,539.08
每股收益（元）	1.27	0.97	2.27	3.73	4.99

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	13.83%	-6.43%	98.07%	60.83%	27.78%
营业利润	35.24%	-23.64%	134.06%	64.53%	33.82%
归属于母公司净利润	36.51%	-23.82%	133.89%	64.51%	33.62%
获利能力					
毛利率	36.66%	30.99%	34.43%	34.55%	35.21%
净利率	27.29%	22.22%	26.24%	26.84%	28.07%
ROE	18.71%	12.59%	22.15%	26.65%	26.27%
ROIC	35.41%	21.18%	59.03%	51.03%	65.07%
偿债能力					
资产负债率	17.82%	15.12%	23.67%	18.87%	19.78%
净负债率	-36.90%	-45.95%	-27.58%	-44.17%	-51.20%
流动比率	4.51	5.00	3.47	4.65	4.64
速动比率	2.94	3.89	1.60	2.84	2.72
营运能力					
应收账款周转率	5.20	4.31	6.55	7.50	8.57
存货周转率	2.21	2.55	2.44	2.44	2.47
总资产周转率	0.62	0.50	0.77	0.91	0.87
每股指标（元）					
每股收益	1.27	0.97	2.27	3.73	4.99
每股经营现金流	1.17	1.76	-0.75	3.34	3.42
每股净资产	6.80	7.70	10.24	14.00	18.98
估值比率					
市盈率	67.96	89.21	38.14	23.18	17.35
市净率	12.72	11.23	8.45	6.18	4.56
EV/EBITDA	7.17	33.47	30.27	17.99	13.24
EV/EBIT	7.70	38.53	33.06	19.01	13.82

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 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com