

网络接配及塔设

新易盛 (300502.SZ)

买入-B(维持)

2024年5月8日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2024年5月7日

收盘价(元):	83.30
年内最高/最低(元):	89.38/29.98
流通A股/总股本(亿):	6.18/7.10
流通A股市值(亿):	514.48
总市值(亿):	591.36

基础数据: 2024年3月31日

基本每股收益(元):	0.46
摊薄每股收益(元):	0.46
每股净资产(元):	8.17
净资产收益率(%):	5.60

资料来源: 最闻

分析师:

高宇洋

执业登记编码: S0760523050002

邮箱: gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码: S0760523120001

邮箱: zhangtian@sxzq.com

事件描述

公司发布 2023 年报及 2024 一季报。2023 年, 公司实现营收 31.0 亿元, 同比-6.4%, 实现归母净利润 6.9 亿元, 同比-23.8%。从 23Q4 来看, 公司实现营收 10.1 亿, 同比+12.8%, 环比+29.5%; 实现归母净利润 2.6 亿, 同比+83.4%, 环比+85.7%。2024 年一季度, 公司实现营收 11.1 亿, 同比+85.4%, 环比+9.9%, 实现归母净利润 3.3 亿, 同比+201.0%, 环比+26.9%。

事件点评

➤ **受益于北美重点客户上量, 23Q4 业绩环比快速增长。**2023 年, 公司业绩呈现前低后高的特点, Q4 增长明显, 主要为下游大客户需求节奏导致。根据我们对亚马逊、谷歌、Meta、微软四家公司资本开支的统计, 24Q4 合计为 418 亿美元, 同环比分别增加 8.9%、16.6%, 英伟达 GPU 产能释放明显拉动下游大客户 AI 投资。受益于主要大客户光模块采购量提升以及高速率产品占比提升, 公司 23Q4 收入和毛利率均实现环比大幅提升。全年来看, 尽管毛利率较 2022 年下滑 5.7%, 扣非后销售净利率下滑收窄至 1.8%, 主要由于 2022 年同期投资收益较高所致。

➤ **24Q1 环比继续增长, 扣非归母净利、毛利率创历史新高。**24Q1, 北美主要大客户保持了较强的投资力度, 公司收入、扣非归母净利润、毛利率均创下历史最高纪录。盈利能力提升一方面由于高速率产品销售占比提升, 另一方面来自公司持续优化成本管控能力。Q1 末公司存货为 15.1 亿元, 环比大幅增长 56.4%, 反映下游需求旺盛, 公司积极原材料备货。展望 2024 年, 我们认为公司收入有望保持环比增长态势, 一是下游大客户资本开支增加, 二是 800G 等更高速率产品占比提升, 三是通过新型号新产品(如 800G LPO)打开新客户进入窗口。

➤ **随着北美云大厂自研芯片及配套网络, AI 光模块未来客户将更加多元化, 公司面临较好市场机遇。**目前在 AI 集群网络中, 英伟达仍处于绝对领导地位, 但随着云大厂自研 AI 芯片出货比例提升, 有望产生高端光模块新客户新料号的需求。目前, 亚马逊、谷歌、微软、Meta 分别宣布了可用于 AI 训推的 Trainium2、TPUv5p、Maia100 以及 MTIA, 800G SR8&DR4&DR8&2*FR4 有望成为配套的主力光模块。LightCounting 认为, 2024、2025 全球 AI 集群光模块需求分别近 1000 万、1900 万只, 其中英伟达占比均超过一半, 而到 2029 年, 英伟达出货量占比将下降到 24%, 主要被云大厂自采替代。云大厂 AI 网络建设采取 ROCE 技术路线, 对光模块交



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



付能力和成本管控通常要求较高，新易盛与海外主流设备商和互联网厂商均建立了良好合作关系，曾充分接受了“线上经济”爆发期大客户订单交付能力的考验，在 AI 时代有望继续受惠于稳定的合作关系。公司已在成都完成新建厂房建设，泰国工厂二期也在建设中，为产能的快速上量做好准备。

➤ **光模块精益制造典范，盈利能力业内处于领先水平。**新易盛的毛利率在光模块业内处于领先水平，我们认为主要为以下因素共同影响。1) 战略聚焦海外大客户高速率产品；2) 主要生产位于西南地区人工成本较东部地区有一定优势；3) 与 DSP、VCSEL 等核心供应商博通保持长期战略合作关系，采购成本或有优势；4) 供应链和库存管理水平优秀；5) 管理层亲力亲为，坚持精益制造，销售、管理费用管控效果显著。

投资建议

➤ 我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 58.4 亿、83.3 亿、106.6 亿元，归母净利润分别为 16.2 亿、22.0 亿、29.2 亿，分别对应 5 月 7 日收盘价 P/E 为 36.6/26.9/20.2，维持“买入-B”评级。

风险提示

- 1、北美重点客户光模块需求不及预期风险。**公司 2023 年前五大客户占比 60.7%，主要以北美大客户高端光模块为主，若需求下滑对收入将产生显著不利影响。
- 2、毛利率下滑风险。**若新订单价格下降过快或原材料成本超预期上涨，公司盈利能力有下滑风险。
- 3、新客户拓展不及预期风险。**公司目前在多个新客户处于小批量出货状态，若拓展不及预期中长期成长能力将存在不确定性。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,311	3,098	5,841	8,331	10,664
YoY(%)	13.8	-6.4	88.6	42.6	28.0
净利润(百万元)	904	688	1,616	2,195	2,922
YoY(%)	36.5	-23.8	134.8	35.8	33.1
毛利率(%)	36.7	31.0	38.0	37.5	38.0
EPS(摊薄/元)	1.27	0.97	2.28	3.09	4.12
ROE(%)	18.7	12.6	22.8	24.5	25.5
P/E(倍)	65.4	85.9	36.6	26.9	20.2
P/B(倍)	12.2	10.8	8.4	6.6	5.2
净利率(%)	27.3	22.2	27.7	26.3	27.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4205	4335	6964	8826	12391
现金	1785	2515	2672	3664	4009
应收票据及应收账款	695	741	1496	1895	2534
预付账款	4	8	15	18	24
存货	1469	963	2658	3127	5689
其他流动资产	252	107	122	122	136
非流动资产	1671	2105	2226	2116	2012
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	661	1310	1404	1363	1263
无形资产	177	193	187	182	175
其他非流动资产	833	601	635	571	574
资产总计	5876	6440	9190	10942	14404
流动负债	932	867	1997	1880	2857
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	605	633	1647	1566	2452
其他流动负债	327	235	350	314	405
非流动负债	115	107	111	109	110
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	115	107	111	109	110
负债合计	1047	974	2108	1989	2967
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	507	710	710	710	710
资本公积	1727	1531	1531	1531	1531
留存收益	2592	3217	4510	6265	8603
归属母公司股东权益	4829	5466	7082	8953	11436
负债和股东权益	5876	6440	9190	10942	14404

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	831	1246	266	1189	565
净利润	904	688	1616	2195	2922
折旧摊销	97	128	153	171	181
财务费用	-125	-108	-174	-195	-298
投资损失	-105	-3	-3	-5	-8
营运资金变动	-127	167	-1338	-988	-2243
其他经营现金流	187	374	11	11	11
投资活动现金流	-640	-450	-281	-68	-79
筹资活动现金流	-39	-67	172	-130	-141
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.27	0.97	2.28	3.09	4.12
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.76	0.37	1.67	0.80
每股净资产(最新摊薄)	6.80	7.70	9.98	12.61	16.11

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3311	3098	5841	8331	10664
营业成本	2097	2138	3622	5207	6612
营业税金及附加	7	17	22	39	45
营业费用	53	38	82	109	128
管理费用	85	76	134	183	224
研发费用	187	134	245	342	427
财务费用	-125	-108	-174	-195	-298
资产减值损失	-98	-20	-82	-150	-203
公允价值变动收益	-4	-15	-9	-12	-11
投资净收益	105	3	3	5	8
营业利润	1028	785	1840	2506	3337
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	4	0	1	1	2
利润总额	1028	789	1843	2508	3339
所得税	124	100	227	314	417
税后利润	904	688	1616	2195	2922
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	904	688	1616	2195	2922
EBITDA	1086	861	1939	2609	3436

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.8	-6.4	88.6	42.6	28.0
营业利润(%)	35.2	-23.6	134.4	36.2	33.2
归属于母公司净利润(%)	36.5	-23.8	134.8	35.8	33.1
获利能力					
毛利率(%)	36.7	31.0	38.0	37.5	38.0
净利率(%)	27.3	22.2	27.7	26.3	27.4
ROE(%)	18.7	12.6	22.8	24.5	25.5
ROIC(%)	17.7	11.6	21.9	23.6	24.8
偿债能力					
资产负债率(%)	17.8	15.1	22.9	18.2	20.6
流动比率	4.5	5.0	3.5	4.7	4.3
速动比率	2.7	3.8	2.1	3.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	5.2	4.3	5.2	4.9	4.8
应付账款周转率	3.1	3.5	3.2	3.2	3.3
估值比率					
P/E	65.4	85.9	36.6	26.9	20.2
P/B	12.2	10.8	8.4	6.6	5.2
EV/EBITDA	52.9	65.8	29.2	21.3	16.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

