

新易盛 (300502.SZ)

增持 (首次)

AI 基础设施建设需求提升，卡位核心北美客户

受益于大模型产业快速发展、算力需求持续提升、数据中心的快速发展，北美云厂商加大 AI 领域投资力度和基础设施建设规模。光模块需求不断超预期，行业景气度持续提升。公司在光模块产品、技术、产能等方面的具备竞争优势，有望实现业绩快速增长。

- 受益于 AI 的爆发式发展，公司业绩逐季环比提升显著。2019~2022 年新易盛主要受到数通市场需求快速上涨的影响，营业收入实现快速增长；2022 年营业收入增长至 33.11 亿元。2023 年由于下游电信市场需求阶段性放缓及数通侧部分产品价格下降的影响，营业收入同比下降 6.43%。2024 年前三季度，受益于 AI 的爆发式增长拉动光模块需求，公司实现营业收入 51.30 亿元，同比增长 145.82%，实现归母净利润 16.46 亿元，同比增长 283.20%，业绩受 AI 需求驱动高速增长。
- AI 拉动高速光模块需求，光模块景气度持续提升。北美云厂商资本开支大幅上升，继续加大对 AI 领域的投资力度，不断布局 AI 基础设施建设；数据中心市场规模也将快速增长，拉动光模块需求；大模型产业迅速发展，GPT、文心一言、o1、豆包等大模型层出不穷，训练侧、推理侧算力需求均持续上升，为光模块市场空间增长持续注入动力。
- 重视行业新技术、新产品的研究，LPO 等领域具备技术优势。新易盛在高速率光模块、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。目前已成功推出基于 VCSEL/EML、硅光及薄膜铌酸锂方案的 400G、800G、1.6T 系列高速光模块产品，和 400G 800G ZR/ZR+相干光模块产品、以及基于 100G/lane 和 200G/lane 的 400G/800G LPO 光模块产品。
- 泰国工厂二期正加速推进建设，交付能力持续提升。根据公司年报，2020 年公司点对点光模块产能为 693 万只，2021 年为 742 万只，2022 年为 786 万只，2023 为 850 万只，2024 年为 912 万只，近年来产能持续攀升。2023 年底，公司泰国工厂一期已正式投产运营，产能持续扩大。泰国工厂二期正在加速推进建设中，预计 2024 年 Q4 建成。泰国工厂二期的规模较一期有较大的增长，预计建成后使得公司产能显著提升。
- 投资建议：受益于 AI 基础设施建设等因素，光模块需求保持旺盛。我们预计公司 2024、2025、2026 的年营业收入分别 72.47、125.33、162.93 亿元；归母净利润分别为 23.17、43.21、56.59 亿元。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧，技术升级风险，贸易摩擦汇率波动风险，客户集中度高风险。

TMT 及中小盘/通信

目标估值：NA

当前股价：139.52 元

基础数据

总股本 (百万股)	709
已上市流通股 (百万股)	626
总市值 (十亿元)	98.9
流通市值 (十亿元)	87.4
每股净资产 (MRQ)	10.0
ROE (TTM)	26.9
资产负债率	27.9%
主要股东	高光荣
主要股东持股比例	7.4%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
刘浩天 S1090523070005
liuhaotian@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3311	3098	7247	12533	16293
同比增长	14%	-6%	134%	73%	30%
营业利润(百万元)	1028	785	2652	4949	6483
同比增长	35%	-24%	238%	87%	31%

归母净利润(百万元)	904	688	2317	4321	5659
同比增长	37%	-24%	237%	86%	31%
每股收益(元)	1.27	0.97	3.27	6.10	7.98
PE	109.4	143.7	42.7	22.9	17.5
PB	20.5	18.1	12.9	8.8	6.3

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、深耕光模块行业，国际领先的光模块解决方案和服务提供商.....	5
1、公司是光模块国际领先企业.....	5
2、受 AI 需求推动业绩逐季环比显著增长.....	7
二、光通信行业：AI 拉动高速光模块需求，光模块景气度持续提升.....	10
1、AI 发展加速光模块行业发展.....	10
（1）光模块受益于 AI 爆发式的发展，光模块市场规模不断扩大.....	10
（2）北美云厂商资本开支大幅上涨.....	11
（3）训练侧与推理侧需求均大幅增长.....	12
2、技术路线变革升级：LPO 提供短距连接新方案.....	14
3、光模块国产厂商市场份额持续提升.....	15
三、产品储备丰富，技术、交付能力具备优势.....	17
1、公司产品矩阵丰富，光模块产品齐全.....	17
2、光模块技术储备丰富，已推出 800G、1.6T 光模块，深度布局 LPO.....	18
3、公司持续扩产，生产优势明显.....	19
四、盈利预测与估值.....	21
五、风险提示.....	21

图表目录

图 1 新易盛发展历程.....	5
图 2 新易盛光模块产品矩阵丰富.....	6
图 3 新易盛股权结构.....	7
图 4 新易盛股权结构.....	7
图 5 公司 2019-2024Q3 营业收入及增速（单位：亿元）.....	8
图 6 公司 2019-2024H1 各主营产品营收占比.....	8
图 7 公司 2019-2024Q3 归母净利润及增速（单位：亿元）.....	9
图 8 公司 2019-2024Q3 期间费用率情况.....	9
图 9 全球光模块销售额.....	10
图 10 全球以太网光模块销售额.....	10
图 11 全球用于 AI 集群的以太网光模块销售额.....	11

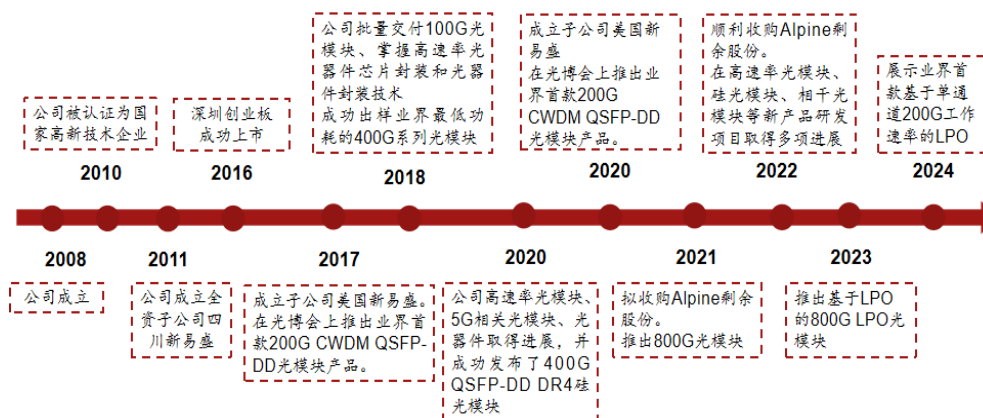
图 12 北美四大云厂商季度资本开支（单位：亿美元）	12
图 13 全球生成式 AI 计算市场规模预测	13
图 14 o1 的训练过程	13
图 15 OpenAI o1 的性能随训练时间和推理时间的增加而提升	14
图 16 LPO 解决方案与 LPO 方案与含 DSP 方案的对比	15
图 17 LPO MSA 成员	15
图 22 公司 100G、200G 和 400G 产品	18
图 23 公司 800G 和 1.6T 产品	18
图 24 公司 800GLPO 和 800GLPO 产品	19
图 25 公司点对点光模块产能（单位：万只）	20

一、深耕光模块行业，国际领先的光模块解决方案和服务提供商

1、公司是光模块国际领先企业

公司深耕光模块行业，产品种类丰富。成都新易盛通信技术股份有限公司 2008 年成立于中国成都，并于 2010 年被认证为国家高新技术企业，是一家领先的光模块解决方案与服务提供商。新易盛一直专注于研发、生产和销售多种类的高性能光模块和光器件，产品可广泛应用于数据中心、电信网络（FTTx、LTE 和传输）、安全监控以及智能电网等 ICT 行业。公司拥有 3000 多种产品，严格遵从 TUV、CE、UL、FCC、FDA、RoHS、REACH 和 EMC 等国际标准，产品已服务于来自全球 60 多个国家和地区的超过 300 个客户。

图 1 新易盛发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、公司年报、招商证券

公司专注于高性能光模块的研发、生产和销售，拥有较高品牌优势。目前，公司业务主要涵盖全系列光通信应用的光模块，公司一直致力于高性能光模块的研发、生产和销售，产品服务于 AI/ML 集群、云数据中心、数据通信、5G 无线网络、电信传输、固网接入等领域的国内外客户。公司自成立以来一直专注技术创新，从而推动光模块向更高速率、更小型封装、更低功耗、更低成本的方向发展。为云数据中心客户提供 100G、200G、400G、800G 及 1.6T 光模块产品；为电信设备商客户提供 5G 前传、中传和回传光模块、以及应用于城域网、骨干网和核心网传输的光模块解决方案。经过十多年的发展，已在本行业客户中拥有较高的品牌优势和影响力。

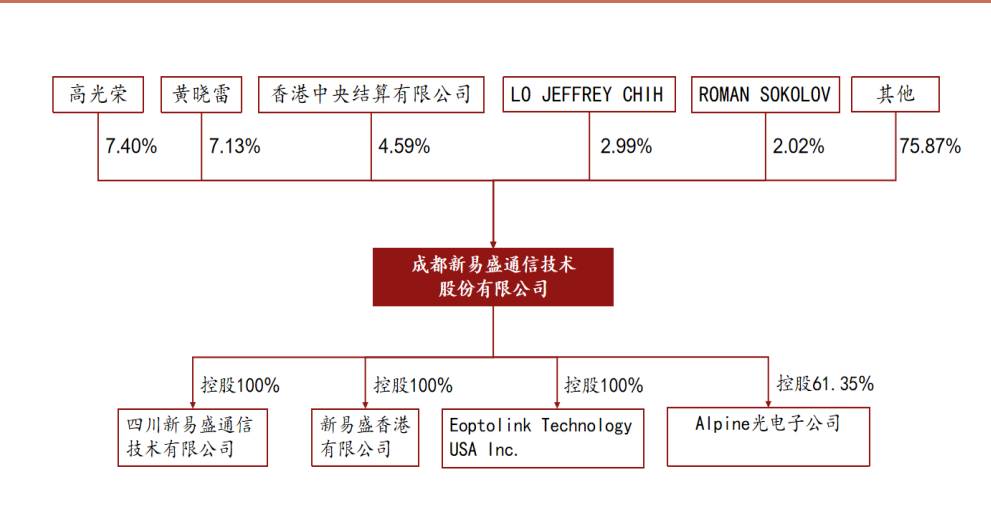
图 2 新易盛光模块产品矩阵丰富



资料来源：公司官网、招商证券

公司股权结构稳定。根据公司 2024 年中报，高光荣和黄晓雷作为一致行动人，分别持有公司 7.40%、7.13%的股份，为公司实际控制人。香港中央结算公司持有 4.59%的股份，LO JEFFREY CHIH 持有 2.99%的股份，ROMAN SOKOLOV 持有 2.02%的股份。公司目前有四家主要全资子公司：四川新易盛、香港新易盛、美国新易盛以及 Alpine（2022 年公司收购 Alpine 剩余股权，实现公司直接持股 Alpine 61.35%，通过美国新易盛间接持股 38.65%，合计持股 100%）。

图 3 新易盛股权结构



资料来源：IFind、公司公告、招商证券

公司管理层核心管理团队产业积淀深厚,专业能力突出。高光荣任董事长、董事,黄晓雷任董事、总经理,王诚任副总经理、董事会秘书,陈巍任副总经理,林小凤任财务总监。

图 4 新易盛股权结构

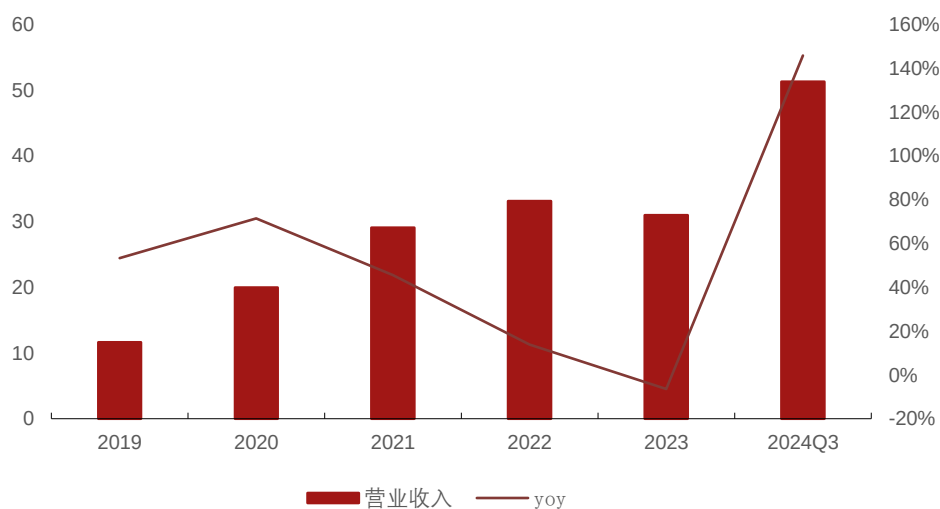
序号	姓名	年龄	职位	任职期间	工作经历
1	高光荣	55	董事长、董事	2011.12-至今	高光荣先生,中国国籍,出生于1969年5月,中专学历,毕业于成都无线电机械学校工业电气自动化专业。1989年至1998年任乐山无线电厂光通信分厂技术员;1998年至2001年任光通电子执行董事、总经理;2001年至2002年任四川九州光电子技术有限公司采购主管;2002年至2004年任光盛通监事;2004年至2008年任光盛通监事;2008年4月至2011年11月任新易盛有限董事长、财务总监;2011年12月至今任成都新易盛通信技术股份有限公司董事长。
2	黄晓磊	55	董事、总经理	2011.12-至今	黄晓雷先生,中国国籍,出生于1969年9月,研究生学历。1991年毕业于东南大学无线电系,获工学学士学位;2001年毕业于电子科技大学测试技术及仪器专业,获工学硕士学位。1991年至1998年任成都前锋电子仪器厂工程部工程师;1999年至2001年,创立慧达电子,任法定代表人;2001年至2002年任飞博创(成都)科技有限公司技术工程师;2002年至2003年于光玉科技从事测试工作;2005年至2007年任成都英思腾科技有限公司技术总监;2007年至2008年任光盛通信技术总监;2008年4月至2011年11月先后任新易盛有限技术总监、董事、总经理;2011年12月至今任成都新易盛通信技术股份有限公司董事、总经理。
3	王诚	41	副总经理、董事会秘书	2017.12-至今	王诚先生,中国国籍,本科学历,拥有深圳证券交易所颁发的《董事会秘书资格证书》。曾任成都华樱出国服务有限公司人事专员,新易盛有限职工监事、人事行政部经理,新易盛有限职工监事、人事行政部经理。2017年12月至今任成都新易盛通信技术股份有限公司副总经理、董事会秘书。
4	陈巍	44	副总经理	2011.12-至今	陈巍先生,中国国籍,本科学历。陈巍先生曾任武汉光迅科技股份有限公司深圳办事处主任,新易盛有限国内市场总监。2011年12月至今任成都新易盛通信技术股份有限公司副总经理。
5	林小凤	34	财务总监	2020.02-至今	林小凤女士,中国国籍,研究生学历,注册会计师。2014年毕业于西南财经大学,获会计硕士学位。2014年7月参加工作,2014年至2015年任成都新筑路桥机械股份有限公司内部审计师,2016年至2019年任信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)成都分所审计员、项目经理,2020年4月加入成都新易盛通信技术股份有限公司任财务副经理,2020年12月至今任成都新易盛通信技术股份有限公司财务总监。

资料来源：IFind、招商证券

2、受 AI 需求推动业绩逐季环比显著增长

受益于 AI 需求,公司业绩快速增长。2019~2022 年公司主要受到数通市场需求快速上涨的影响,实现营业收入快速增长,2022 年营业收入增长到 33.11 亿元。2023 年由于下游电信市场需求阶段性放缓以及数通侧部分产品价格下降的影响,营业收入同比下降 6.43%。2024 年 Q3,受益于 AI 的爆发式增长拉动光模块需求,实现营业收入 51.30 亿元,同比增长 145.82%,公司业绩实现快速增长。

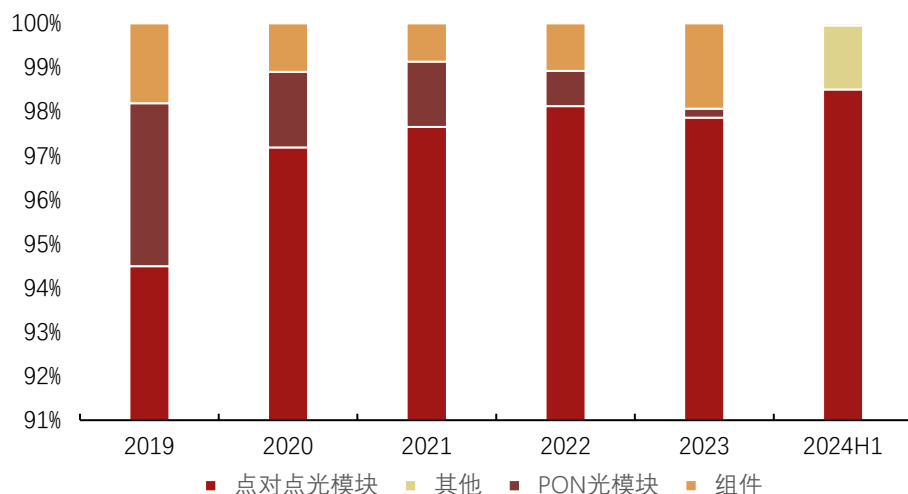
图 5 公司 2019-2024Q3 营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：IFind、招商证券

公司聚焦于点对点光模块,2019 年后点对点光模块保持营业收入占比 90%以上。点对点模块营业收入占比在 2019 年达到 90%以上并保持波动增长趋势,截止到 2024 年 H1,公司点对点光模块营收占比高达 98.50%,点对点光模块成为公司营业收入的主要来源。

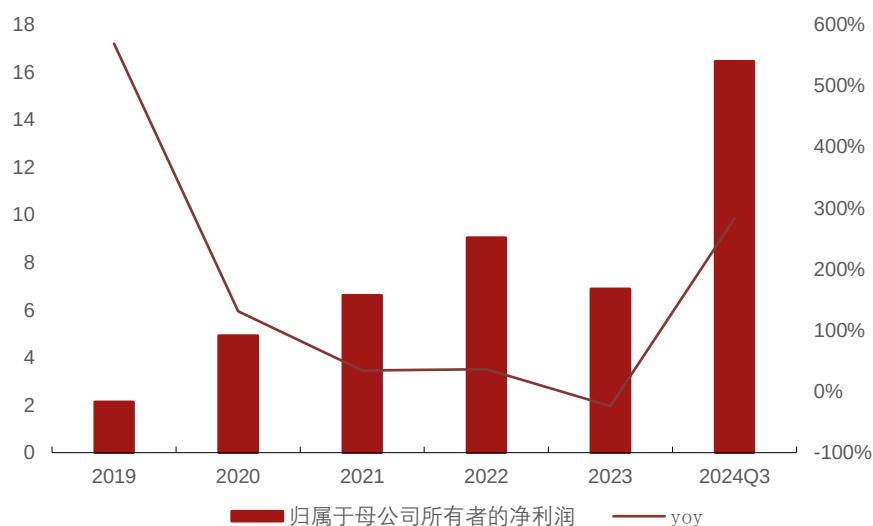
图 6 公司 2019-2024H1 各主营产品营收占比



资料来源：IFind、招商证券

得益于 AI 的强力驱动,归母净利润快速增长。公司归母净利润方面,2019~2024 Q3 归母净利润总体呈现增长趋势。2024Q3 得益于 AI 的强力驱动,公司业绩快速增长,实现归母净利润 16.46 亿元,同比增长 283.20%。

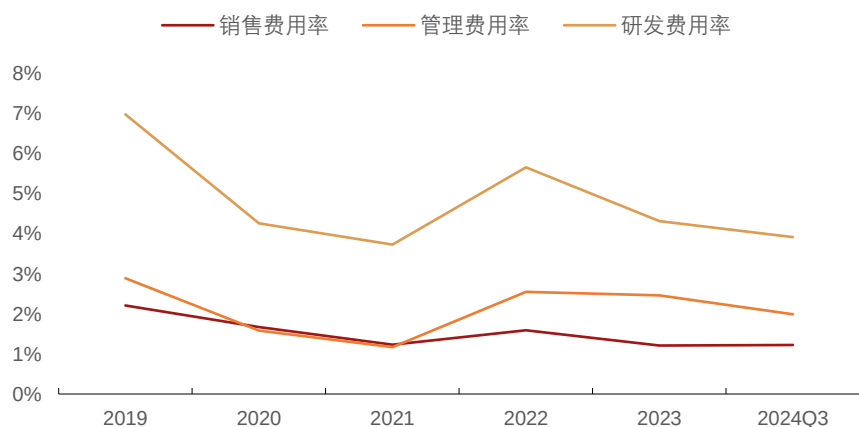
图 7 公司 2019-2024Q3 归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：IFind、招商证券

公司费用管控水平较好，研发费用率常年保持较高水平。公司费用率整体呈现下行趋势，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率稳定在较低水平，费用管控水平较好。2019~2024Q3 研发费用率分别为 6.98%、4.26%、3.73%、5.66%、4.32%、3.91%，保持较高水平，持续高研发投入有利于提升公司的创新能力及国内外市场竞争力。

图 8 公司 2019-2024Q3 期间费用率情况



资料来源：IFind、招商证券

二、光通信行业：AI 拉动高速光模块需求，光模块景气度持续提升

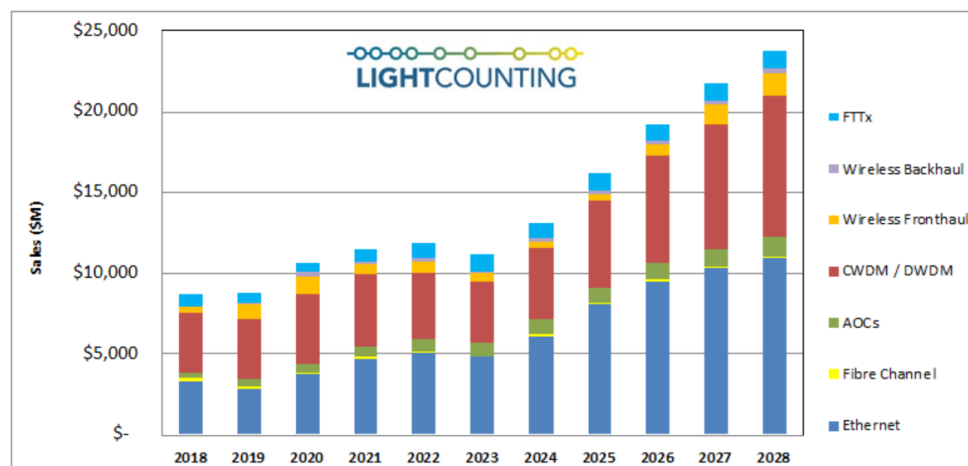
1、AI 发展加速光模块行业发展

（1）光模块受益于 AI 爆发式的发展，光模块市场规模不断扩大

受益于 AI 发展，光模块市场规模扩大。根据 LightCounting 的报告，2024 年以后各细分市场将恢复需求或继续增长，预计未来 5 年将以 16% 的年复合增长率持续增长。LightCounting 认为亚马逊、谷歌、微软和其他云计算公司有望引领新的 AI 应用的开发，这将需要对其人工智能集群进行重大升级，而人工智能集群需要使用大量光连接。未来两年主要是 400G 和 800G 以太网光模块和 AOC。

图 9 全球光模块销售额

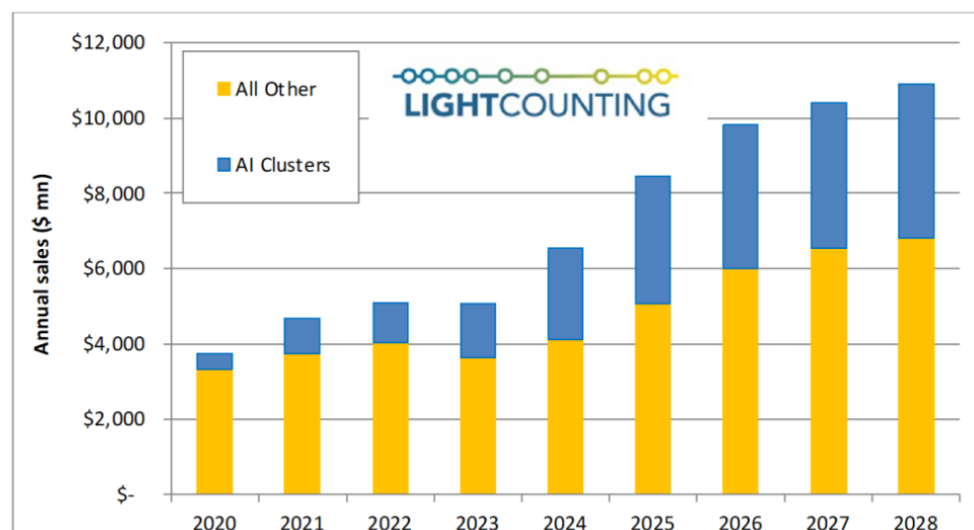
Global sales of optical transceivers 2018-2028 by segment



资料来源：LightCounting、招商证券

图 10 全球以太网光模块销售额

Figure: Sales of Ethernet Optical Transceivers by Application

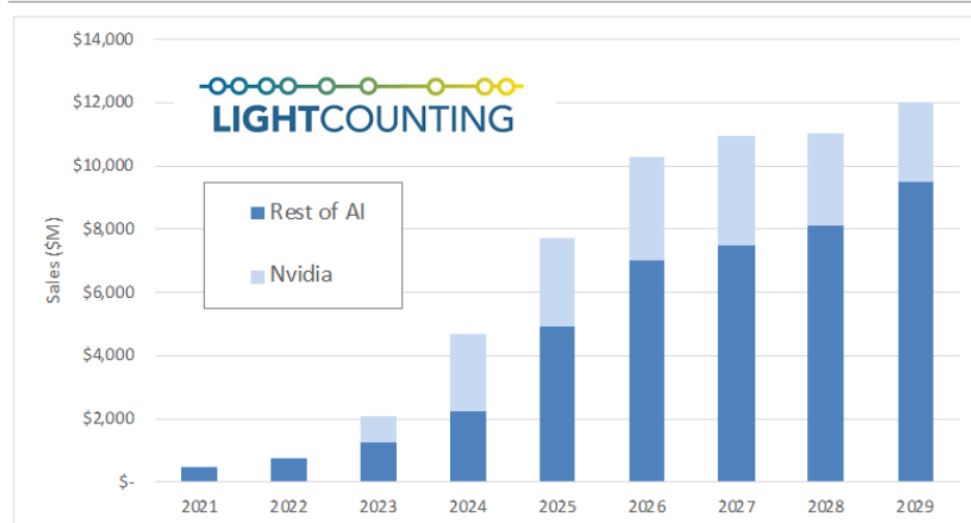


资料来源：LightCounting、招商证券

未来以太网光收发器市场规模将快速增长，主要应用场景为 AI 集群。图 2 显示了 LightCounting 对以太网光收发器销售的预测，其中包括对 AI 集群光连接对该市场的贡献的估计。未来 5 年，用于 AI 集群应用的光收发器的总销售额将达到 176 亿美元，相比同期所有其他应用以太网收发器 285 亿美元的收入，这确实是一个非常大的数字。而根据 LightCounting 对用于人工智能集群的以太网光模块销售额的最新预测，这一细分市场在 2024 年将增长一倍多。目前，4x100G 和 8x100G 光模块的需求量超过供应量的 100%，许多客户将不得不等到 2025 年才能交货。

图 11 全球用于 AI 集群的以太网光模块销售额

Figure: Sales of Ethernet Optical Transceivers for AI Clusters



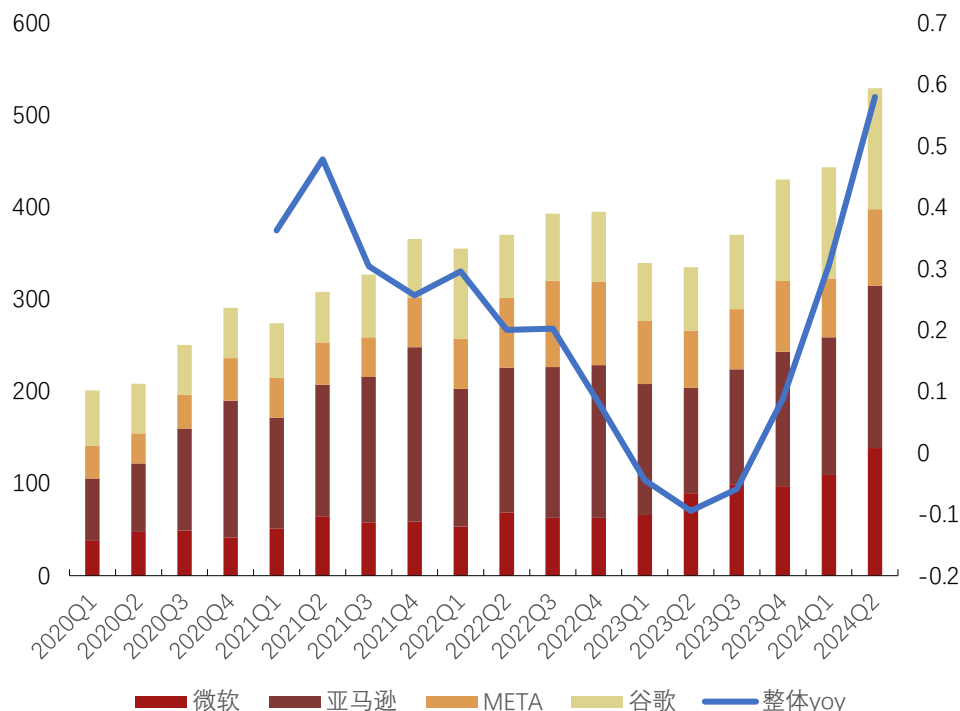
资料来源：LightCounting、招商证券

400G 和 800G 光模块销售额在未来将迎来激增。LightCounting 对 4x100G 光模块的预测值在 2025 年提高了 5 亿美元，在 2026 年提高了 10 亿美元。400G 的销售额预计将在 2026 年达到 40 亿美元以上的峰值。对 2025 年 8x100G 光模块的预测增加了 20 亿美元，预计 2026 年 800G 的销售额将超过 70 亿美元。

（2）北美云厂商资本开支大幅上涨

北美云厂商资本开支大幅上升。长期来看，光模块行业景气度与下游通信运营商和互联网内容提供商资本支出高度相关。北美云厂商表示将继续加大对 AI 领域的投资力度，不断布局 AI 基础设施建设，资本开支大幅上涨。2024Q1 北美四大云巨头（微软、Meta、谷歌、亚马逊）资本开支为 443 亿美元，同比增长 30.7%，2024Q2 北美四大云巨头（微软、Meta、谷歌、亚马逊）资本开支为 529 亿美元，同比增长 58%。

图 12 北美四大云厂商季度资本开支（单位：亿美元）



资料来源：IFind、招商证券

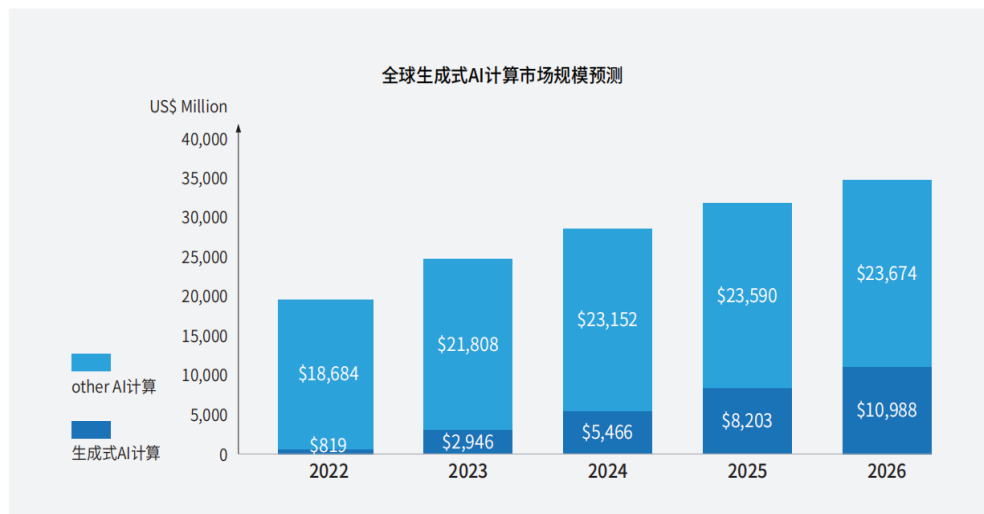
北美四大云厂商资本开支大多用于 AI 研发和建设。微软资本支出主要用于支持云和 AI 业务。该资本支出将一半用于建造和租赁数据中心，一半用于云及 AI 业务的服务器，即 CPU 和 GPU。Meta 预计全年资本支出将在 370—400 亿美元，预计 25 年的资本支出将大幅增长，将投资支持 AI 研究和产品开发工作。谷歌 2024Q1 资本开支 120 亿美元，预计全年季度资本支出将保持在或高于这一水平，今年的资本支出将增长 50% 或更多，达到至少 480 亿美元。谷歌还透露，大模型 Gemini 进展迅猛，导致资本开支上行，主要体现在基建投资。亚马逊首席财务官 Brian Olsavsky 表示计划上调 2024 年资本开支，以投入生成式 AI 项目、扩充 AWS 容量。

（3）训练侧与推理侧需求均大幅增长

大模型产业迅速发展，训练侧算力需求上升，拉动光模块需求。在 Transformer 及大语言模型（LLMs）出现前，绝大部分的 AI 模型训练和推理，对算力、显存等硬件资源要求不高，使用单机 CPU/GPU 或分布式小集群即可满足需求。近年来，大模型产业十分火爆，OpenAI 先后发布 GPT、GPT-2、GPT-3、ChatGPT-3.5、GPT-4、Sora、ChatGPT-4o 等大模型，谷歌推出 PaLM、PaLM2、Bard、Project Astra、Ve0 等模型，DeepMind、Meta、百度、字节跳动等厂商也陆续推出各自大模型。根据 IDC 的预测，全球 AI 计算市场规模将从 2022 年的 195.0 亿美元增长到 2026 年的 346.6 亿美元，其中生成式 AI 计算市场规模将从 2022 年的 8.2 亿美元增长到 2026 年的 109.9 亿美元。生成式 AI 计算占整体 AI 计算市场的比例将从 4.2% 增长到 31.7%。在 AIGC 领域，人工智能算法和技术被应用于各种领域和行业，如自动驾驶汽车、医疗诊断、金融预测等。随着以 GPT 为代表的人工智能大语言模型的发布和不断发展，算力（训练侧）的需求急剧增长，各大厂商持续加大算力投资，算力需求的激增进而拉动了光模块的快速发展。AI 成为光模块数通

市场的主要增长源。

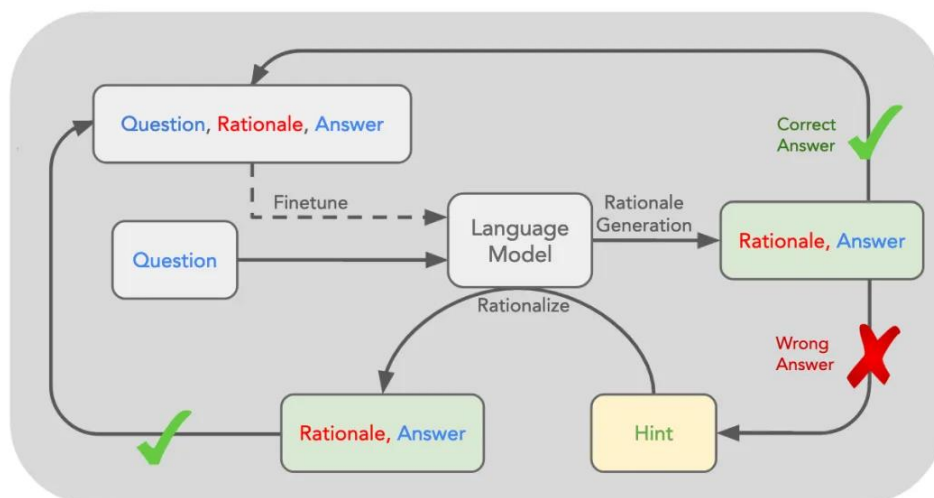
图 13 全球生成式 AI 计算市场规模预测



资料来源：《2022-2023 全球计算力指数评估报告》、招商证券

OpenAI o1 实现 Scaling Law 从训练到推理的转变，有望引领新一轮的推理算力投资。传统 GPT 1 到 4 时代的 Pre-Training（预训练）阶段 Scaling Law 依赖模型参数、训练算力和数据规模三方面的共同增长。但随着大模型所需要的高质量数据的缺少，已无法快速有效地提升模型性能，算力投资的作用可能会衰减。而 2024 年 9 月 OpenAI o1 的发布暂时解决了这一问题。OpenAI o1 实现 Scaling Law 从训练到推理的转变，可能引领新一轮的推理算力投资。o1 采用 CoT(Chain-of-Thought, 思维链)，把一个复杂问题拆解成若干简单步骤，类似 AlphaGo 下棋（Monte Carlo Tree Search (MCTS)）——搜索+强化学习，可以训练大模型快速找到通向正确答案的 COT 路径。o1 通过将复杂问题拆解为多个连续关联的简单问题，模仿人类逐步解决问题的方式，从而提升了模型的推理性能。

图 14 o1 的训练过程



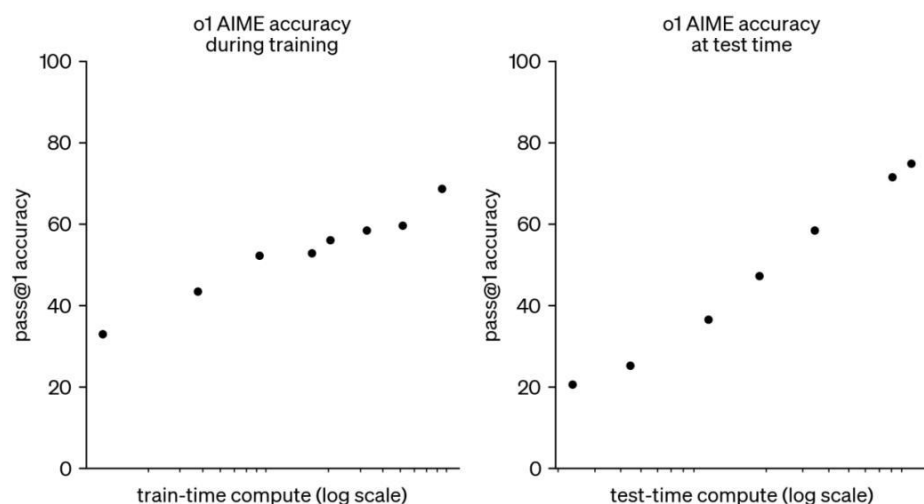
资料来源：OpenAI 官网、招商证券

o1 可能引领未来新一轮推理侧算力投资，持续驱动光模块需求。OpenAI 发现随

敬请阅读末页的重要说明

着更多的强化学习（训练时计算）和更多的思考时间（测试时计算），o1 的性能也在不断提升。o1 表明推理阶段对于复杂问题的解决起到非常关键的作用，因此未来推理端算力可能非常重要，甚至可能比 Training 端算力更加重要。o1 表明 Scaling law 的拓展在 post-training 侧也有更多的提升空间，未来算力投资也可能更多转向推理阶段，新增算力投资将持续驱动光模块需求。

图 15 OpenAI o1 的性能随训练时间和推理时间的增加而提升

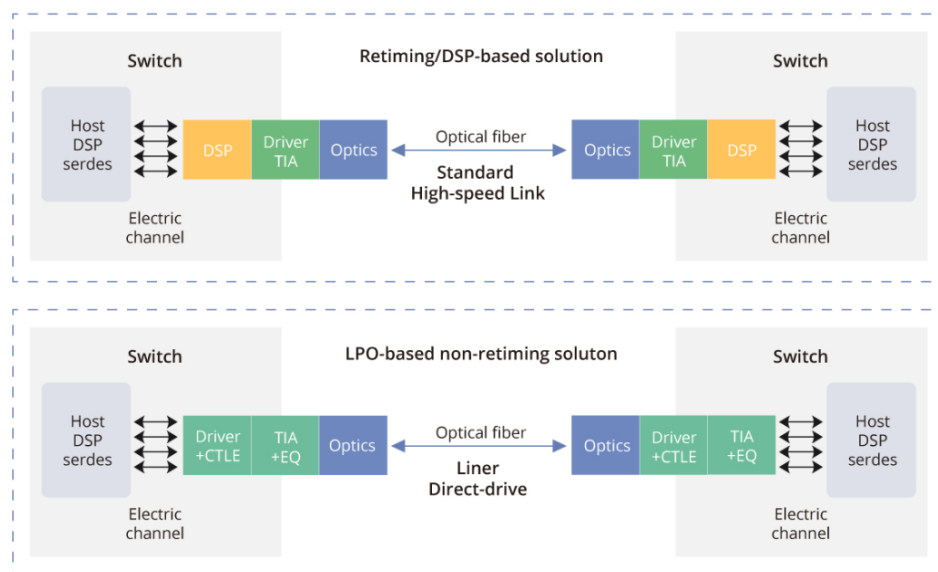


资料来源：OpenAI 官网、招商证券

2、技术路线变革升级：LPO 提供短距连接新方案

LPO 技术显著降低功耗，是短距连接领域的重要创新。为了满足现代高性能网络的需求，光模块需要在速率之外在多个方面进行提升，包括功耗、封装等。随着光模块速率越高，解决数据传输速率提升问题的同时，也必须面临增加的功耗和成本所带来的挑战，例如在达到 400G 和 800G 的阶段，光模块的功耗急剧增加。为了解决这些问题，行业探索了两种主要解决方案，即 CPO（常规可插拔光模块）和 LPO（线性驱动可插拔光模块）。LPO（线性驱动可插拔光模块）是一种光模块封装技术。它采用线性驱动策略，通过使用具有优异线性度和均衡能力的转阻放大器（TIA）和驱动芯片（DRIVER）来替代 DSP。LPO 利用专用的组件，包括 ASIC 基板、ASIC（重定时器）和 ASIC 芯片，来优化信号处理，并在光通信系统中实现高效的即插即用功能。LPO 光模块在其数据通信中使用线性模拟组件，无需复杂的 CDR 或 DSP 系统。与 DSP 解决方案相比，LPO 光模块在功耗和延迟上更低，适用于计算中心中短距离、高带宽、低功耗和低延迟的数据通信需求。LPO 的主要优势包括：显著降低功耗、满足并超越链路可靠性要求、更低的延迟（与基于 DSP 的解决方案相比）、模块成本更低（与基于 DSP 的解决方案相比）、每通道 100 Gb/s 运行速度可扩展至每通道 200 Gb/s、支持广泛的 LPO 模块制造商和支持 LPO 的网络设备生态系统。LPO 技术的发展标志着光模块技术的重要突破。尤其是在低功耗、经济性、低延迟和易维护等关键问题需要关注的情况下，LPO 光模块是提高光通信系统效率和性能的理想选择。

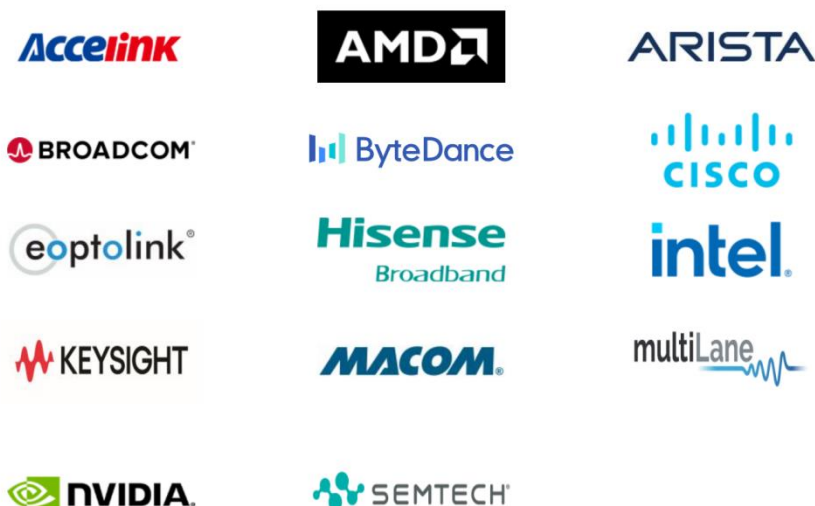
图 16 LPO 解决方案与 LPO 方案与含 DSP 方案的对比



资料来源：FS、招商证券

目前 LPO 处于导入期，各大厂商均开始布局。多家公司宣布成立 LPO MSA（线性可插拔光学多源协议），以制定实现可互操作的 LPO 解决方案广泛生态系统所需的网络设备和光学模块规范。这些规范针对降低功率、成本和延迟，同时提高高速光学互连可靠性的整个行业挑战。MSA 的初始目标是优化光学互连，链路两端均使用 LPO 模块。LPO MSA 规范将定义电气和光学要求，以确保多个网络设备和光学模块供应商之间的互操作性。

图 17 LPO MSA 成员



资料来源：LPO MSA、招商证券

3、光模块国产厂商市场份额持续提升

2023 年全球前十大光模块厂商中，中国厂商个数升至 7 位。回顾过往 10 年光模块行业发展历史，国产厂商所占份额持续提升。

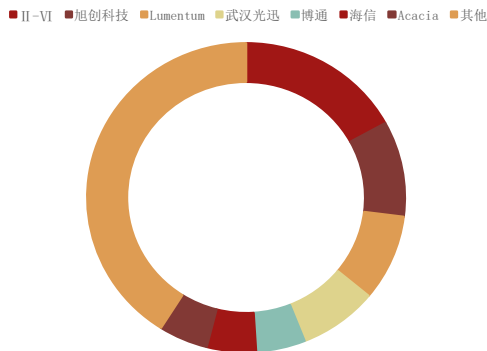
从 2023 年各光模块主流厂商的规模来看：根据 2023 年 LightCounting 榜单，中国光模块厂商一共 7 家入围，海外仅剩 3 家在榜单上。根据榜单，中国光模块厂商 2010 年仅有武汉电信器件有限公司（后与光迅科技合并）入围；2016 和 2018 年，仅海信宽带、光迅科技两家入围。2023 年，旭创科技（第 1）、华为（第 3）、光迅科技（第 5）、海信宽带（第 6）、新易盛（第 7）、华工正源（第 8）、索尔思光电（第 9）入围。其中，旭创科技、Coherent、Cisco、华为四家厂商占据的 2022 年全球光模块市场份额超过 50 %。

图 18：全球前十大光模块厂商变化(2010-2023)

排名	2010	2016	2018	2020	2021	2022	2023
1	Finisar	Finisar	Finisar	II-VI(Finisar)	中际旭创	中际旭创	中际旭创
2	Opnext	海信	中际旭创	中际旭创	/II-VI(Finisar)	/Coherent(tie)	Coherent
3	Sumitomo	光迅科技	海信	华为	华为	思科(Acacia)	华为(海思)
4	Avago	Acacia	光迅科技	海信	思科	华为(海思)	思科(Acacia)
5	Source Photonics	FOIT(Avago)	FOIT(Avago)	思科	海信	光迅科技	光迅科技
6	Fujitsu	Oclaro	Lumentum/Oclaro	博通	博通	海信	海信
7	JDSU	苏州旭创	Acacia	Interl	新易盛	新易盛	新易盛
8	Emcore	Sumitomo	Intel	光迅科技	光迅科技	华工正源	华工正源
9	武汉电信器件	Lumentum	AOI	新易盛	莫仕	Intel	Source Photonics
10	NeoPhotonics	Source Photonics	Sumitomo	华工科技	Intel	Source Photonics	Marvell

资料来源：Lightcounting，招商证券整理

图 19：全球光模块市场份额占比情况（2021 年）



资料来源：Lightcounting，招商证券

根据 LightCounting 统计，自 2021 年开始，前十大中国供应商销售额超过了海外竞对，随后差距进一步扩大，中国厂商占光全球光模块比重增加。2018-2023 年中国光模块厂商占全球 25-35%，预计 2024-2029 年为 20-25%，短期比例下降主要由于美国云计算厂商建设 AI 集群采购光模块提速，西方厂商受益，挤占部分国产厂商份额。长期来看，随国内市场在芯片上的突破，国内电信、数通领域光模块需求增加，国产厂商份额将回升。

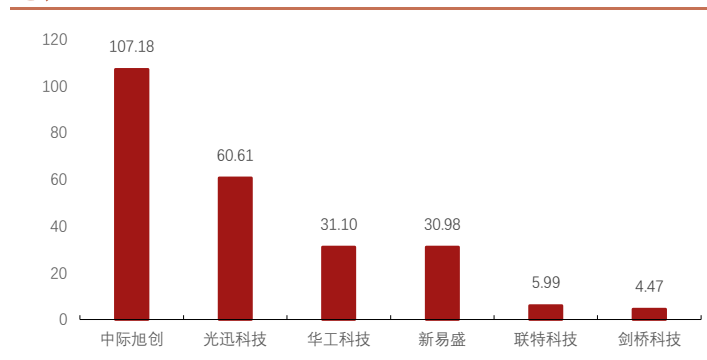
2023 年，从中国主流厂商的光模块业务收入来看，中际旭创光模块业务收入领先，达到 107.18 亿元；光迅科技次之 60.61 亿元，华工科技光电器件业务（包含部分小基站业务）收入为 31.1 亿元，位列第三；随后，依次是新易盛、联特科技、剑桥科技。

图 20：中国厂商光模块市场份额占比情况



资料来源：LightCounting、招商证券

图 21：2023 年中国主流厂商光模块业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

三、产品储备丰富，技术、交付能力具备优势

1、公司产品矩阵丰富，光模块产品齐全

公司矩阵产品丰富，光模块解决方案十分完善。公司自成立以来一直专注技术创新，从而推动光模块向更高速率、更小型封装、更低功耗、更低成本的方向发展。公司掌握高速率光器件芯片封装和光器件封装技术，产品种类多样，运用领域范围覆盖广，目前已成功开发出不同型号、质量可靠的光模块产品近 3,000 种，产品涵盖了多种标准的通信网络接口、传输速率、波长等技术指标，应用领域覆盖了数据中心、数据通信、5G 无线网络、电信传输、固网接入、智能电网、安防监控等领域。公司为云数据中心客户提供 100G、200G、400G、800G 及 1.6T 光模块产品；为电信设备商客户提供 5G 前传、中传和回传光模块、以及应用于城域网、骨干网和核心网传输的光模块解决方案。除此之外，公司还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，已成功研发出涵盖 5G 前传、中传、回传的 25G、50G、100G、200G 系列光模块产品并实现批量交付。

图 22 公司 100G、200G 和 400G 产品

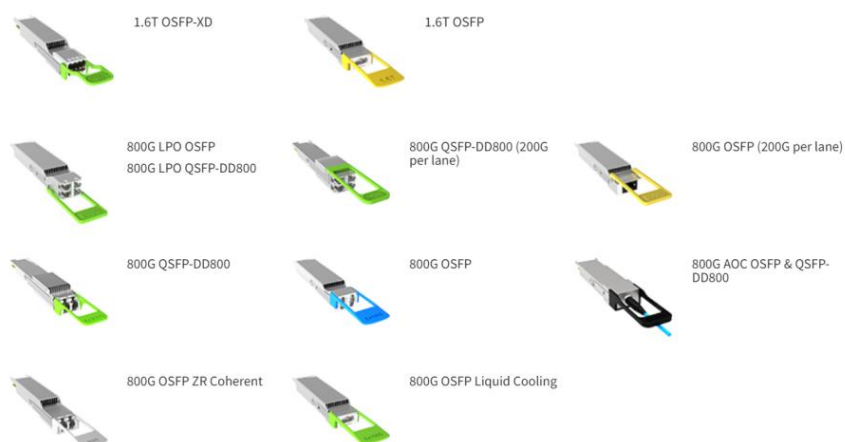


资料来源：公司官网、招商证券

2、光模块技术储备丰富，已推出 800G、1.6T 光模块，深度布局 LPO

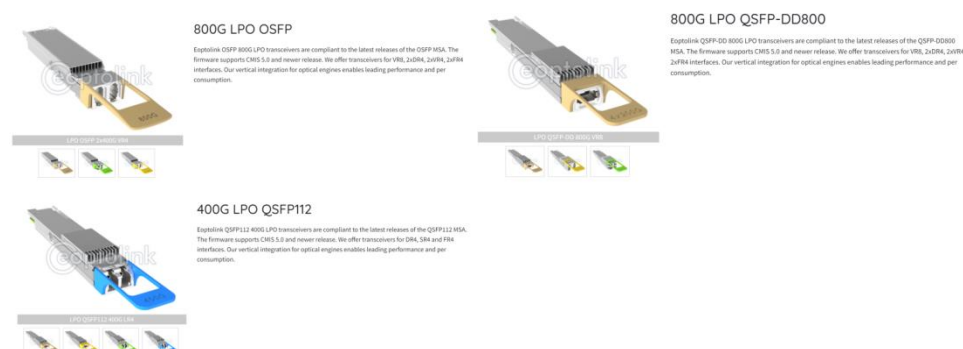
公司重视行业新技术、新产品的研究，在 LPO 等领域存在技术优势。公司在高速率光模块、硅光模块、相干光模块、800G LPO 光模块等相关新产品新技术研发项目取得多项突破和进展，高速率光模块产品销售占比持续提升。目前已成功推出基于 VCSEL/EML、硅光及薄膜铌酸锂方案的 400G、800G、1.6T 系列高速光模块产品，和 400G 800G ZR/ZR+相干光模块产品、以及基于 100G/lane 和 200G/lane 的 400G/800G LPO 光模块产品。800G 和 400G 光模块产品组合已涵盖基于硅光解决方案的 800G、400G 光模块产品及 400G ZR/ZR+相干光模块产品以及基于 LPO 方案的 800G 光模块。

图 23 公司 800G 和 1.6T 产品



资料来源：公司官网、招商证券

图 24 公司 800GLPO 和 800GLPO 产品



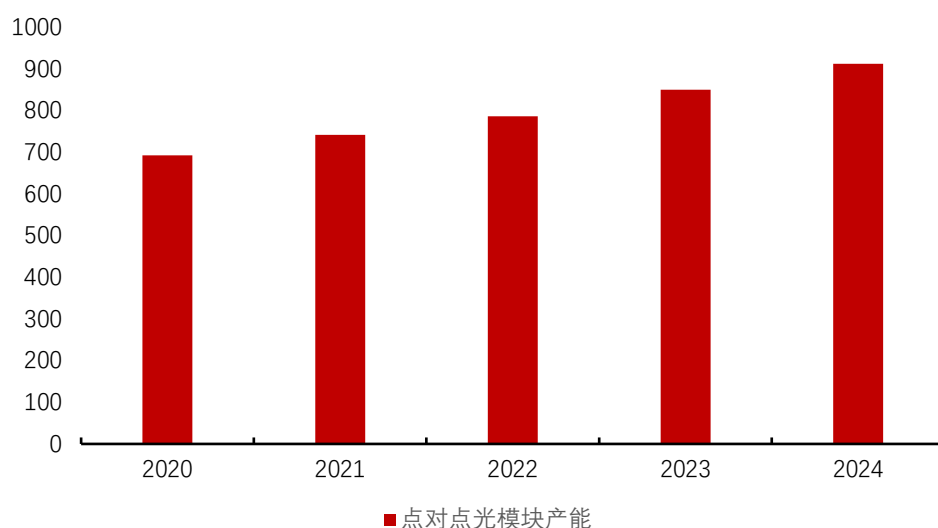
资料来源：公司官网、招商证券

公司坚持创新驱动，激发创新活力。公司先后于 2019 年、2020 年分别发布了面向超大规模数据中心和云网络发布了业界功耗最低的 400G DR4/FR4 光模块、支持 400G DR4 Breakout 应用的 SFP56-DD 100G 光模块。2021 年，公司推出了基于 EML 和 SiPh 的 QSFP-DD/OSFP 800G 光模块，随后又推出了新一代 QSFP112 外形的 400G 光模块。2022 年，公司推出了支持 DCI 和城域网的 400G ZR/ZR+ 相干收发器。为了不断突破功率极限，新易盛在 2022 年的 OFC 展会上推出了基于铌酸锂薄膜（TFLN）调制器技术的新一代 800G OSFP DR8 光模块。2023 年，公司推出了采用 200G per lambda 光学器件的 1.6T 和 800G 光模块。同时，公司作为业界首家公司宣布推出创新的 800G 线性驱动可插拔光学器件（LPO）收发器，并以高分获得 2024 年 lighwave 创新奖。

3、公司持续扩产，生产优势明显

泰国工厂二期正加速推进建设，公司产能持续扩充。根据公司年报，2020 年公司点对点光模块产能为 693 万只，2021 年为 742 万只，2022 年为 786 万只，2023 为 850 万只，2024 年为 912 万只。2023 年底，公司泰国工厂一期已正式投产运营，产能持续扩大。泰国工厂二期正在加速推进建设中，预计 2024 年 Q4 建成。泰国工厂二期的规模较一期有较大的增长，预计建成后会对公司产能提升起到积极作用。

图 25 公司点对点光模块产能（单位：万只）



资料来源：公司年报、招商证券

产能利用率高，持续全力扩充产能。截至 2024 年第一季度，公司现有产线的产能利用率已超过 80%，因此，公司需新增生产设备、扩大产品产能，提升交付能力，以确保公司能够持续、稳定地满足市场需求。24 年 5 月，公司拟向不特定对象发行可转换公司债券募集资金总额不超过 18.80 亿元，主要用于成都高速率光模块扩建项目以及泰国高速率光模块新建项目。其中，成都高速率光模块扩建项目总投资 13.38 亿元，拟使用募集资金投入 9.60 亿元。项目规划建设期 3 年，将新增年产 185 万只高速率光模块的生产能力。泰国高速率光模块新建项目总投资 10.83 亿元，拟使用募集资金投入 9.2 亿元。项目规划建设期 3 年，将新增年产 110 万只高速率光模块的生产能力。新易盛此举将加速产能扩张，拓展海外业务布局，以满足海外市场对光模块的迫切需求。

公司工艺流程先进灵活，内部效率高。公司持续推进工艺优化改进和精益化管理，通过优化信息化系统，提高自动化运用率，持续改善工艺流程，提升整体生产效率。通过工艺设计提升和改善、操作标准时间及物料标准用量的设定、夹具与工具的设计升级、生产计划与管制、业务流程的改善等手段持续提高内部运作效率，实现“平衡生产线、标准化作业”等，使公司能灵活应对多品种、小批量、短交期的生产效率管理，减少库存，缩短生产周期，降低成本，保证质量和交货期，提高生产力，最终形成公司又一核心竞争力。

四、盈利预测与估值

公司是光模块国际领先企业。公司业务主要涵盖全系列光通信应用的光模块，公司一直致力于高性能光模块的研发、生产和销售，产品服务于 AI/ML 集群、云数据中心、数据通信、5G 无线网络、电信传输、固网接入等领域的国内外客户。公司具备 400G、800G 光模块批量交付能力，1.6T 光模块已送样客户测试。随公司泰国二期工厂建成投产，能够快速响应市场需求，持续增加高速光模块产能。光通信网络作为信息基础设施重要组成和关键承载底座，随着 AI 推动高速率网络需求增加，光通信产业链持续高景气度发展，公司有望充分受益光通信市场发展，未来成长空间广阔。

受益于 AI 基础设施建设等因素，光模块需求保持旺盛，公司是国内光模块领军企业，作为国内少数具有 400G、800G 光模块批量交付能力的企业，市场地位领先，有望持续受益于光通信市场发展，市场份额有望进一步提升，长期成长空间广阔。随未来海外产能投产，1.6T 产品开启交付，公司业绩将实现高速增长。我们预计公司 2024、2025、2026 的年营业收入分别 72.47、125.33、162.93 亿元，增长率分别为 134%、73%、30%；归母净利润分别为 23.17、43.21、56.59 亿元，增长率分别为 237%、86%、31%。首次覆盖，给予“增持”评级。

五、风险提示

行业竞争加剧：AI 算力需求升级驱动上游光模块需求持续增长，行业内竞争对手较多且均切入核心客户供应链，行业内部竞争加剧进而影响光模块价格，对公司收入利润造成不利影响。

技术升级风险：光通信市场快速发展，光通信器件产品技术升级速度加快且存在其他技术路径，如果公司未及时跟上技术升级或研发方向误判，可能会影响产品需求进而影响公司业绩。

贸易摩擦汇率波动风险：公司绑定海外大客户，汇率受国际贸易和政策影响存在波动，可能影响公司汇兑损益，进而影响公司业绩。

客户集中度高风险：公司主要增量订单依赖于少数头部客户实现，对头部客户的订单需求有较大依赖性。若下游客户订单规模不及预期，可能对公司业绩造成较大不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4205	4335	6716	10810	15501
现金	1785	2515	2853	4301	7040
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	33	26	61	105	137
应收款项	662	715	1673	2893	3761
其它应收款	9	10	23	40	53
存货	1469	963	1861	3050	3965
其他	247	106	244	420	546
非流动资产	1671	2105	2592	3004	3352
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	661	1310	1854	2315	2706
无形资产商誉	379	395	355	320	288
其他	631	400	382	369	358
资产总计	5876	6440	9307	13813	18853
流动负债	932	867	1529	2409	3086
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	605	633	1222	2003	2603
预收账款	25	14	27	44	57
其他	302	221	280	363	426
长期负债	115	107	107	107	107
长期借款	0	0	0	0	0
其他	115	107	107	107	107
负债合计	1047	974	1635	2515	3193
股本	507	710	709	709	709
资本公积金	1727	1531	1531	1531	1531
留存收益	2595	3225	5432	9058	13421
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4829	5466	7672	11298	15660
负债及权益合计	5876	6440	9307	13813	18853

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	831	1246	1023	2581	4380
净利润	904	688	2317	4321	5659
折旧摊销	97	128	258	335	399
财务费用	(40)	(18)	(181)	(313)	(407)
投资收益	(105)	(3)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(9)	470	(1411)	(1810)	(1307)
其它	(15)	(19)	41	50	37
投资活动现金流	(640)	(450)	(752)	(752)	(752)
资本支出	(365)	(554)	(752)	(752)	(752)
其他投资	(275)	105	1	1	1
筹资活动现金流	(39)	(67)	66	(382)	(889)
借款变动	(188)	(114)	(4)	0	0
普通股增加	0	203	(1)	0	0
资本公积增加	20	(196)	0	0	0
股利分配	(57)	(64)	(110)	(695)	(1296)
其他	186	104	181	313	407
现金净增加额	153	729	338	1447	2739

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3311	3098	7247	12533	16293
营业成本	2097	2138	4131	6768	8798
营业税金及附加	7	17	39	68	88
营业费用	53	38	88	190	246
管理费用	85	76	178	296	368
研发费用	187	134	341	577	717
财务费用	(125)	(108)	(181)	(313)	(407)
资产减值损失	(98)	(20)	0	0	0
公允价值变动收益	(4)	(15)	(15)	(15)	(15)
其他收益	18	13	13	13	13
投资收益	105	3	3	3	3
营业利润	1028	785	2652	4949	6483
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	4	0	0	0	0
利润总额	1028	789	2656	4953	6487
所得税	124	100	339	632	828
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	904	688	2317	4321	5659

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	14%	-6%	134%	73%	30%
营业利润	35%	-24%	238%	87%	31%
归母净利润	37%	-24%	237%	86%	31%
获利能力					
毛利率	36.7%	31.0%	43.0%	46.0%	46.0%
净利率	27.3%	22.2%	32.0%	34.5%	34.7%
ROE	20.6%	13.4%	35.3%	45.6%	42.0%
ROIC	17.8%	11.5%	32.8%	42.6%	39.3%
偿债能力					
资产负债率	17.8%	15.1%	17.6%	18.2%	16.9%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	5.0	4.4	4.5	5.0
速动比率	2.9	3.9	3.2	3.2	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.9	1.1	1.0
存货周转率	1.4	1.8	2.9	2.8	2.5
应收账款周转率	5.2	4.3	5.9	5.3	4.7
应付账款周转率	3.1	3.5	4.5	4.2	3.8
每股资料(元)					
EPS	1.27	0.97	3.27	6.10	7.98
每股经营净现金	1.17	1.76	1.44	3.64	6.18
每股净资产	6.81	7.71	10.82	15.94	22.09
每股股利	0.09	0.16	0.98	1.83	2.40
估值比率					
PE	109.4	143.7	42.7	22.9	17.5
PB	20.5	18.1	12.9	8.8	6.3
EV/EBITDA	98.9	125.3	35.8	19.7	15.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。