

## 网络接配及塔设

## 新易盛 (300502.SZ)

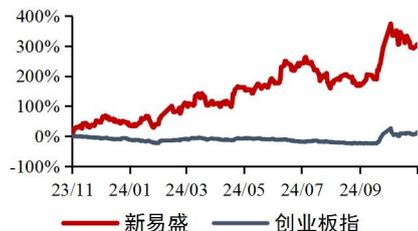
## 买入-A(维持)

三季度业绩优异, 800G、LPO 等共同驱动 2025 高增

2024 年 11 月 6 日

公司研究/公司快报

## 公司近一年市场表现



## 市场数据: 2024 年 11 月 5 日

|                |              |
|----------------|--------------|
| 收盘价(元):        | 133.46       |
| 年内最高/最低(元):    | 160.20/31.98 |
| 流通 A 股/总股本(亿): | 6.30/7.09    |
| 流通 A 股市值(亿):   | 841.06       |
| 总市值(亿):        | 945.97       |

## 基础数据: 2024 年 9 月 30 日

|            |       |
|------------|-------|
| 基本每股收益(元): | 2.33  |
| 摊薄每股收益(元): | 2.33  |
| 每股净资产(元):  | 9.99  |
| 净资产收益率(%): | 23.24 |

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

## 研究助理:

孙悦文

邮箱: sunyuewen@sxzq.com

## 事件描述

➢ 公司发布 2024 年三季报, 业绩超出市场预期。2024 前三季度, 公司实现营收 51.3 亿元, 同比+145.8%; 实现归母净利润 16.5 亿, 同比+283.2%, 扣非归母净利润为 16.4 亿, 同比+287.7%。单三季度来看, 实现营收 24.0 亿元, 同环比分别+207.1%、+48.8%; 实现归母净利润 7.8 亿元, 同环比分别+453.1%、+44.5%。公司三季度收入快速增长, 超出市场预期, 我们认为除了下游需求旺盛公司保持核心份额外, 上半年存货中的发出商品跨期确收也有一定因素。

## 事件点评

➢ 下半年北美大客户 400G、800G 等快速上量, 2025 或继续保持翻倍增长。下半年北美云厂商 GPU 需求依然旺盛, 随着博通 400G 网卡量产以及亚马逊、META 等自研白牌以太网 AI 交换机部署以及 Arista 等灰盒以太网产品的批量出货, 海外云厂商大幅拉动 400G、800G 出货。根据 Lighcounting 预测, 全球 AI 集群用光模块在 2024 年规模翻番后, 2025 年增速仍接近翻倍, 其中英伟达以外客户的增速超过一倍成为 2025 年市场的主导力量。公司 800G 产品已实现批量出货, 预计下半年保持持续提升趋势。此外公司在 LPO 已做了充分技术储备, 目前看到部分客户对 LPO 产品需求明确。我们认为随着英伟达 SpectrumX、Arista、Cisco 以及 META minipack 交换机出货量增加将拉动对 800G LPO 产品的需求。

➢ 扩产、备货继续。三季报公司存货账面价值 30.3 亿元, 环比增长 35.3%, 或以物料准备以及在产品为主。三季报固定资产账面价值为 18.4 亿元, 环比增长 21.9%, 公司在四川和泰国同时扩产, 泰国工厂一期产能持续扩大, 二期预计 24Q4 建成, 为海外大客户交付能力提供坚实支撑。公司在今年 CIOE 展出了当前和未来 AI 集群互联需要的 100G 至 800G/1.6T 系列光模块以及面向 DCI 应用的 400G ZR/ZR+和 800G ZR/ZR+相干光模块。随着数据中心训练向多 DC 分布式训练发展以及低时延边缘云端推理的需求增长, DCI 光模块市场将迎来快速增长, 公司有望突破北美设备商和云厂商客户。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **毛利率、净利率继续保持业内领先水平。**三季度公司毛利率 41.5%，同比提升了 15.3pct，主要由于高速率产品占比提升、芯片采购优势以及规模效应进一步体现。在产能利用率保持高位下，我们认为公司毛利率在未来几个季度将保持在稳定水平。此外，公司在组织架构管理、研发管线管理和销售团队搭建上保持精干高效，三季度销售、管理、研发费用占收比例分别为 1.0%、1.4%、3.0%，通过开展外汇套保，有效规避了近期汇率风险，三季度汇兑损益保持在相对可控水平。

### 盈利预测与投资建议

➤ 我们认为公司将重点受益于北美云厂商 800G、LPO 出货提升，同时 1.6T 技术储备充分，作为头部玩家有望在 2025 切入供应链。由于三季报表现超出预期以及 2026 年 1.6T 需求的显著增长，我们将盈利预测上调，预计 2024-2026 归母净利润分别为 22.4/44.5/54.6 亿元(前次为 22.0/43.6/48.4 亿元)，维持“买入-A”评级。

### 风险提示

➤ **GPU 服务器等 AI 下游基础设施出货不及预期导致光模块市场预期下调；北美云厂商引入新供应商导致公司市场份额下滑；随着集成光子技术发展光模块存在被更高集成的光子器件替代风险；中美经济科技摩擦导致关税政策变化等。**

### 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 | 7,122 | 13,793 | 16,815 |
| YoY(%)    | 13.8  | -6.4  | 129.9 | 93.7   | 21.9   |
| 净利润(百万元)  | 904   | 688   | 2,243 | 4,454  | 5,457  |
| YoY(%)    | 36.5  | -23.8 | 225.9 | 98.6   | 22.5   |
| 毛利率(%)    | 36.7  | 31.0  | 43.0  | 44.5   | 45.0   |
| EPS(摊薄/元) | 1.27  | 0.97  | 3.16  | 6.28   | 7.70   |
| ROE(%)    | 18.7  | 12.6  | 29.5  | 38.1   | 33.1   |
| P/E(倍)    | 106.7 | 140.1 | 43.0  | 21.7   | 17.7   |
| P/B(倍)    | 20.0  | 17.6  | 12.7  | 8.2    | 5.9    |
| 净利率(%)    | 27.3  | 22.2  | 31.5  | 32.3   | 32.5   |

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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 4205  | 4335  | 6407  | 10763 | 14495 |
| 现金             | 1785  | 2515  | 1424  | 2759  | 7285  |
| 应收票据及应收账款      | 695   | 741   | 1633  | 2965  | 2640  |
| 预付账款           | 4     | 8     | 20    | 35    | 32    |
| 存货             | 1469  | 963   | 3200  | 4858  | 4390  |
| 其他流动资产         | 252   | 107   | 130   | 147   | 148   |
| <b>非流动资产</b>   | 1671  | 2105  | 2967  | 3660  | 3512  |
| 长期投资           | 0     | 0     | 1     | 2     | 3     |
| 固定资产           | 661   | 1310  | 1953  | 2627  | 2534  |
| 无形资产           | 177   | 193   | 187   | 182   | 175   |
| 其他非流动资产        | 833   | 601   | 826   | 850   | 799   |
| <b>资产总计</b>    | 5876  | 6440  | 9374  | 14424 | 18006 |
| <b>流动负债</b>    | 932   | 867   | 1664  | 2620  | 1413  |
| 短期借款           | 0     | 0     | 768   | 562   | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 605   | 633   | 527   | 1660  | 982   |
| 其他流动负债         | 327   | 235   | 368   | 398   | 430   |
| <b>非流动负债</b>   | 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   |
| <b>负债合计</b>    | 1047  | 974   | 1775  | 2729  | 1522  |
| 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  | 5101  | 8887  | 13526 |
| 归属母公司股东权益      | 4829  | 5466  | 7599  | 11695 | 16484 |
| <b>负债和股东权益</b> | 5876  | 6440  | 9374  | 14424 | 18006 |

## 现金流量表(百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 831   | 1246  | -827  | 2635  | 5762  |
| 净利润            | 904   | 688   | 2243  | 4454  | 5457  |
| 折旧摊销           | 97    | 128   | 174   | 248   | 297   |
| 财务费用           | -125  | -108  | -122  | -215  | -145  |
| 投资损失           | -105  | -3    | -3    | -5    | -7    |
| 营运资金变动         | -127  | 167   | -3131 | -1859 | 149   |
| 其他经营现金流        | 187   | 374   | 11    | 11    | 11    |
| <b>投资活动现金流</b> | -640  | -450  | -1042 | -950  | -151  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -39   | -67   | 10    | -145  | -522  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.27  | 0.97  | 3.16  | 6.28  | 7.70  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 1.17  | 1.76  | -1.17 | 3.72  | 8.13  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 6.81  | 7.71  | 10.72 | 16.50 | 23.26 |

## 利润表(百万元)

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3311  | 3098  | 7122  | 13793 | 16815 |
| 营业成本            | 2097  | 2138  | 4060  | 7655  | 9248  |
| 营业税金及附加         | 7     | 17    | 21    | 58    | 61    |
| 营业费用            | 53    | 38    | 100   | 180   | 202   |
| 管理费用            | 85    | 76    | 150   | 248   | 303   |
| 研发费用            | 187   | 134   | 285   | 483   | 589   |
| 财务费用            | -125  | -108  | -122  | -215  | -145  |
| 资产减值损失          | -98   | -20   | -85   | -303  | -336  |
| 公允价值变动收益        | -4    | -15   | -9    | -12   | -11   |
| 投资净收益           | 105   | 3     | 3     | 5     | 7     |
| <b>营业利润</b>     | 1028  | 785   | 2555  | 5089  | 6234  |
| 营业外收入           | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 营业外支出           | 4     | 0     | 1     | 1     | 2     |
| <b>利润总额</b>     | 1028  | 789   | 2558  | 5091  | 6237  |
| 所得税             | 124   | 100   | 315   | 637   | 780   |
| <b>税后利润</b>     | 904   | 688   | 2243  | 4454  | 5457  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 904   | 688   | 2243  | 4454  | 5457  |
| EBITDA          | 1100  | 881   | 2716  | 5332  | 6472  |

## 主要财务比率

| 会计年度         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 13.8  | -6.4  | 129.9 | 93.7  | 21.9  |
| 营业利润(%)      | 35.2  | -23.6 | 225.6 | 99.2  | 22.5  |
| 归属于母公司净利润(%) | 36.5  | -23.8 | 225.9 | 98.6  | 22.5  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 36.7  | 31.0  | 43.0  | 44.5  | 45.0  |
| 净利率(%)       | 27.3  | 22.2  | 31.5  | 32.3  | 32.5  |
| ROE(%)       | 18.7  | 12.6  | 29.5  | 38.1  | 33.1  |
| ROIC(%)      | 18.0  | 11.9  | 26.4  | 36.1  | 32.6  |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 17.8  | 15.1  | 18.9  | 18.9  | 8.5   |
| 流动比率         | 4.5   | 5.0   | 3.9   | 4.1   | 10.3  |
| 速动比率         | 2.7   | 3.8   | 1.9   | 2.2   | 7.1   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.6   | 0.5   | 0.9   | 1.2   | 1.0   |
| 应收账款周转率      | 5.2   | 4.3   | 6.0   | 6.0   | 6.0   |
| 应付账款周转率      | 3.1   | 3.5   | 7.0   | 7.0   | 7.0   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 106.7 | 140.1 | 43.0  | 21.7  | 17.7  |
| P/B          | 20.0  | 17.6  | 12.7  | 8.2   | 5.9   |
| EV/EBITDA    | 86.3  | 106.8 | 35.3  | 17.7  | 13.8  |

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，本报告的任一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金田路 3086 号大百汇广场 43 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

