

信义山证汇通天下

证券研究报告

网络接配及塔设

新易盛 (300502.SZ)

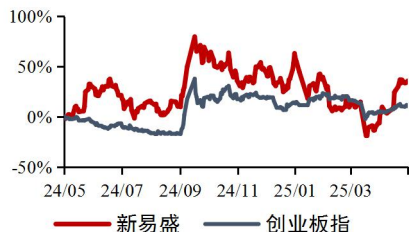
买入-A(维持)

一季度毛利率净利率再创新高，重点受益于主要 CSP 算力投资

2025 年 5 月 23 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 22 日

收盘价(元):	117.72
年内最高/最低(元):	160.20/65.64
流通 A 股/总股本(亿):	6.30/7.09
流通 A 股市值(亿):	741.86
总市值(亿):	834.41

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元):	2.22
摊薄每股收益(元):	2.22
每股净资产(元):	14.01
净资产收益率(%):	15.84

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 年年报和 2025 年一季报。2024 年公司实现营收 86.5 亿元，同比提升 179.2%；实现归母净利润 28.4 亿元，同比增长 312.3%。2024 年，公司毛利率、净利率分别为 44.7%(同比+13.7pct)、32.8%(同比+10.6pct)，亦实现了显著增长。

2025 年一季度，公司营收环比继续增长，盈利能力创新高。2025Q1，公司实现营收 40.5 亿元，同环比分别+264.1%、+15.2%；实现归母净利 15.7 亿元，同环比分别+384.5%、+32.0%。单季度毛利率达到 48.7%，净利率达到 38.8%，均创下近年来新高，并在行业内处于领先水平。

事件点评

➢ 高端高速产品占比提升，同时泰国产能爬坡顺利带动毛利率环比向上。2025 年一季度公司 800G 产品出货同比环比均保持持续提升，2024 年公司点对点光模块 ASP 较 2023 年提升 95.6%，或体现出产品结构加速向高速倾斜。公司海外下游客户主要面向北美主要 CSP 厂商，根据 Factset 一致预期，2025 年北美四大 CSP（亚马逊、谷歌、META、微软）资本开支合计或同比提升 37%达到 3055 亿美元。其中，AWS 在 Re-invent2024 上发布了最新的 Nitro-v6 网卡，速率达 400Gbps，与之配套的交换机有望向 800G 端口升级。META 在 OCP Summit2024 上也展示了其最新的 AI 网络架构 DSF 以及与之配套的交换机，META 表示其数据中心已开始规模部署 2*400G FR4 光模块。产能方面，公司泰国工厂二期已于 2025 年初正式投入运营，目前持续扩产，产能储备充分。

➢ 产能实现显著增长，积极备货显示旺盛需求。2024 年公司点对点光模块产能达到 1060 万只，较 2023 年提升 24.7%；固定资产方面，截至 25Q1，公司固定资产账面价值达 22.8 亿元，同环比分别增长 65.2%、12.9%；且 25Q1 公司在建工程账面价值仍有 3.5 亿元，主要为高速率光模块生产线项目建筑工程、设备安装等，或与泰国二期快速扩产有关。存货方面，25Q1 公司存货账面价值 54.6 亿元，同环比分别提升 262.8%、32.3%，反映出交付需求的旺盛。公司通过与主流芯片供应商保持良好协作并提前锁定产能实现了供应链稳定性和成本优势。例如，公司在 OFC2025 推出了第二代 1.6T OFSP 和 OSFP-RHS 光模块，采用 3nm DSP，可使整体功耗降低约 20%。而同期，博通发布了 BCM83628，业内领先的 3nm 200G/通道 PAM4 PHY 芯片，显示了



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



公司与博通在最先进芯片方面的紧密合作。

➤ **积极布局高速相干、AEC、国产化光模块等，有望开创新增长。**公司积极投入研发，2024 年研发费用 4.0 亿元，同比增长 201.4%。公司研发的数据中心互联光模块将重点拓展 Hyperscale DCI，已完成项目设计及各项验证；相干技术光模块定位 80km、120km 及更长距离的 400G 光模块，目前已完成设计通过验收；2024 年，公司还研发了 800G 高速 AEC 铜缆，目前已完成项目的各项样品验证、进入小批量生产阶段，有望拓展新品类；在国内市场，公司国产化芯片的光模块已进入小批量生产阶段，2024 年公司国内市场收入 18.4 亿元，同比大幅增长 266.0%，公司已成为国内 AI 算力市场重要的玩家。

盈利预测与投资建议

➤ 受益于全球 AI 基础设施持续性投入以及 AI 芯片 IO 带宽的持续增加，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 58.9/74.3/92.1 亿元，EPS 分别为 8.31/10.48/13.00，当前估值位于历史低位区间，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ **关税增加或 AI Infra 提升背景下北美 CSP 资本开支不及预期；**下游大客户引入新供应商导致竞争格局恶化；季度间存货成本和产品结构变化导致毛利率净利率波动；公司在 CPO、OIO 等新领域研发布局不及预期导致技术路线风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,098	8,647	16,586	21,248	25,937
YoY(%)	-6.4	179.1	91.8	28.1	22.1
净利润(百万元)	688	2,838	5,890	7,431	9,214
YoY(%)	-23.8	312.3	107.6	26.2	24.0
毛利率(%)	31.0	44.7	46.5	46.7	46.9
EPS(摊薄/元)	0.97	4.00	8.31	10.48	13.00
ROE(%)	12.6	34.1	42.4	36.9	33.5
P/E(倍)	121.2	29.4	14.2	11.2	9.1
P/B(倍)	15.3	10.0	6.0	4.1	3.0
净利率(%)	22.2	32.8	35.5	35.0	35.5

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4335	8925	13192	20150	27886
现金	2515	1600	5464	9648	15643
应收票据及应收账款	741	2550	4084	4415	5960
预付账款	8	3	19	9	25
存货	963	4132	2966	5427	5589
其他流动资产	107	640	659	651	669
非流动资产	2105	3341	4269	5123	5316
长期投资	0	0	1	2	4
固定资产	1310	2022	2814	3711	4005
无形资产	193	172	168	164	159
其他非流动资产	601	1148	1287	1246	1148
资产总计	6440	12267	17461	25273	33202
流动负债	867	3825	3452	5009	5583
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	633	2844	2884	4425	4808
其他流动负债	235	980	567	584	775
非流动负债	107	114	110	112	111
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	107	114	110	112	111
负债合计	974	3938	3562	5121	5694
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	710	709	992	992	992
资本公积	1531	1615	1331	1331	1331
留存收益	3217	5945	10657	16230	23785
归属母公司股东权益	5466	8328	13899	20152	27508
负债和股东权益	6440	12267	17461	25273	33202

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1246	641	4957	5872	7582
净利润	688	2838	5890	7431	9214
折旧摊销	131	210	210	290	359
财务费用	-108	-179	-381	-637	-825
投资损失	-3	-1	-3	-5	-8
营运资金变动	167	-2340	-772	-1216	-1167
其他经营现金流	370	114	13	8	11
投资活动现金流	-450	-1497	-1146	-1149	-554
筹资活动现金流	-67	-123	53	-538	-1034

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.97	4.00	8.31	10.48	13.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	0.90	6.99	8.28	10.70
每股净资产(最新摊薄)	7.71	11.75	19.61	28.43	38.81

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3098	8647	16586	21248	25937
营业成本	2138	4780	8873	11332	13770
营业税金及附加	17	72	114	181	220
营业费用	38	98	194	255	311
管理费用	76	169	265	382	467
研发费用	134	403	663	956	1167
财务费用	-108	-179	-381	-637	-825
资产减值损失	-20	-80	-149	-319	-311
公允价值变动收益	-15	-7	-11	-9	-10
投资净收益	3	1	3	5	8
营业利润	785	3231	6714	8469	10527
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	0	1	1	2	1
利润总额	789	3234	6716	8471	10530
所得税	100	396	826	1040	1316
税后利润	688	2838	5890	7431	9214
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	688	2838	5890	7431	9214
EBITDA	884	3421	6877	8656	10711

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-6.4	179.1	91.8	28.1	22.1
营业利润(%)	-23.6	311.8	107.8	26.1	24.3
归属于母公司净利润(%)	-23.8	312.3	107.6	26.2	24.0
获利能力					
毛利率(%)	31.0	44.7	46.5	46.7	46.9
净利率(%)	22.2	32.8	35.5	35.0	35.5
ROE(%)	12.6	34.1	42.4	36.9	33.5
ROIC(%)	11.9	33.5	41.8	36.3	32.8
偿债能力					
资产负债率(%)	15.1	32.1	20.4	20.3	17.1
流动比率	5.0	2.3	3.8	4.0	5.0
速动比率	3.8	1.1	2.8	2.8	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.9	1.1	1.0	0.9
应收账款周转率	4.3	5.3	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	3.5	2.7	3.1	3.1	3.0
估值比率					
P/E	121.2	29.4	14.2	11.2	9.1
P/B	15.3	10.0	6.0	4.1	3.0
EV/EBITDA	129.3	33.7	16.2	12.4	9.5

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。本报告清晰准确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

