

# 新易盛 (300502.SZ)

## Q2 再创新纪录，预计 800G/1.6T 产品将加速放量

**事件：**公司发布 2025 年半年度业绩预告，预计实现盈利 37-42 亿元，同比增长 327.7%-385.5%，单 Q2 实现盈利 21.27-26.27 亿元，中值为 23.77 亿元，同比增长 339.4%，环比 Q1 增长 51.1%。主要受益于人工智能算力相关投资持续增长，产品结构优化，高速率产品需求持续增加。

**环比提升显著，单季度再创历史新高。**公司单二季度再创历史新高，公司环比增速提速，体现了自身在高速光模块产品出货量的大幅度拉升，我们预计公司 800G 产品在海外重要客户份额呈现较为明显的提升趋势，与此同时，公司自身产品结构，也呈现出从 400G 向 800G 切换的态势，我们认为公司利润水平有望维持 Q1 甚至略有提升，本季度更多依靠收入的大幅度增长，实现利润的同环比的高速增长。

**多重逻辑催化迭代，光模块依旧是算力里最耀眼的环节。**过去市场担心推理不需要大量光模块，而实际的情况是大集群更具备规模效应和经济价值，集群大型化趋势十分明显，gpu 与光模块比例从传统的 1:3 向 1:5 甚至更高升级。与此同时，ASIC 的持续超预期，其单卡能力较弱需要用更强的网络实现更好的集群性能，也拉动了光模块用量的大幅度提升，而 cpo 新技术在短期也无实际影响，我们认为 cpo 更适合于 scale up 的柜内场景，与可插拔模块也无竞争关系。我们认为多重逻辑的叠加是光模块在算力里具备阿尔法的重要条件，光模块依旧是算力里最耀眼的环节。

**海外需求持续上调，800G/1.6T 升级趋势明显。**海外自 Q1 继续上调 capex 后，相关算力基建方向均迎来良好表现，我们目前看到头部 CSP 依旧在积极部署 10 万卡及以上超大规模 GPU 集群，我们预计今年 800G 光模块将如期大规模放量，与此同时随着最新一代 GPU 的量产交付，1.6T 光模块也有望在今年正式商用放量。我们预计公司在 2025 年，产品结构将从 400G 为主、800G 为辅的结构，升级到 800G 为主，1.6T 和 400G 为辅的结构，预计其产品出货量、产品平均单价及产品速率均将继续提升。

**投资建议：**从行业景气度、技术发展趋势来看，光模块依旧是 AI 算力中最好的环节之一，考虑到公司已连续数个季度业绩超预期，结合公司当前业绩表现，我们上调公司业绩指引，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 89.0、123.7、152.4 亿元，对应 PE 为 14.6、10.5、8.5 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**AI 发展不及预期；竞争加剧；地缘政治影响。

| 财务指标           | 2023A | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 3,098 | 8,647 | 23,787 | 32,625 | 40,423 |
| 增长率 yoy (%)    | -6.4  | 179.1 | 175.1  | 37.2   | 23.9   |
| 归母净利润 (百万元)    | 688   | 2,838 | 8,897  | 12,368 | 15,237 |
| 增长率 yoy (%)    | -23.8 | 312.3 | 213.5  | 39.0   | 23.2   |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.69  | 2.86  | 8.95   | 12.45  | 15.33  |
| 净资产收益率 (%)     | 12.6  | 34.1  | 54.7   | 45.4   | 37.4   |
| P/E (倍)        | 189.0 | 45.8  | 14.6   | 10.5   | 8.5    |
| P/B (倍)        | 23.8  | 15.6  | 8.0    | 4.8    | 3.2    |

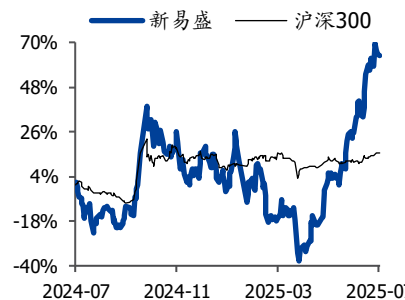
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 07 月 14 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

|                  |            |
|------------------|------------|
| 行业               | 通信设备       |
| 前次评级             | 买入         |
| 07 月 14 日收盘价 (元) | 130.90     |
| 总市值 (百万元)        | 130,077.28 |
| 总股本 (百万股)        | 993.71     |
| 其中自由流通股 (%)      | 89.07      |
| 30 日日均成交量 (百万股)  | 45.32      |

### 股价走势



### 作者

|        |                    |
|--------|--------------------|
| 分析师    | 宋嘉吉                |
| 执业证书编号 | S0680519010002     |
| 邮箱     | songjiagi@gszq.com |
| 分析师    | 黄瀚                 |
| 执业证书编号 | S0680519050002     |
| 邮箱     | huanghan@gszq.com  |
| 分析师    | 赵丕业                |
| 执业证书编号 | S0680522050002     |
| 邮箱     | zhaopiye@gszq.com  |

### 相关研究

- 《新易盛 (300502.SZ): Q1 再超预期，800G 放量驱动核心成长》 2025-04-23
- 《新易盛 (300502.SZ): Q4 继续全面超预期，2025 迎接 800G、1.6T 及新品放量》 2025-01-21
- 《新易盛 (300502.SZ): Q3 全面超预期，持续看好 800G/1.6T 产品升级放量》 2024-10-24

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 4335  | 8925  | 16974 | 29211 | 44049 |
| 现金             | 2515  | 1600  | 4182  | 12012 | 22740 |
| 应收票据及应收账款      | 741   | 2550  | 5195  | 7167  | 8837  |
| 其他应收款          | 10    | 9     | 74    | 103   | 127   |
| 预付账款           | 8     | 3     | 6     | 8     | 10    |
| 存货             | 963   | 4132  | 6871  | 9266  | 11672 |
| 其他流动资产         | 97    | 631   | 646   | 655   | 663   |
| <b>非流动资产</b>   | 2105  | 3341  | 4340  | 4904  | 5228  |
| 长期投资           | 0     | 0     | 14    | 25    | 38    |
| 固定资产           | 1310  | 2022  | 2775  | 3339  | 3632  |
| 无形资产           | 193   | 172   | 238   | 295   | 357   |
| 其他非流动资产        | 601   | 1148  | 1313  | 1245  | 1201  |
| <b>资产总计</b>    | 6440  | 12267 | 21314 | 34116 | 49276 |
| <b>流动负债</b>    | 867   | 3825  | 4944  | 6768  | 8404  |
| 短期借款           | 0     | 0     | 6     | 13    | 20    |
| 应付票据及应付账款      | 633   | 2844  | 3682  | 5077  | 6299  |
| 其他流动负债         | 235   | 980   | 1256  | 1678  | 2085  |
| <b>非流动负债</b>   | 107   | 114   | 117   | 117   | 117   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 107   | 114   | 117   | 117   | 117   |
| <b>负债合计</b>    | 974   | 3938  | 5062  | 6885  | 8522  |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 710   | 709   | 992   | 992   | 992   |
| 资本公积           | 1531  | 1615  | 1343  | 1343  | 1343  |
| 留存收益           | 3217  | 5945  | 13841 | 24819 | 38344 |
| 归属母公司股东权益      | 5466  | 8328  | 16253 | 27230 | 40755 |
| <b>负债和股东权益</b> | 6440  | 12267 | 21314 | 34116 | 49276 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1246  | 641   | 4697  | 10234 | 13283 |
| 净利润            | 688   | 2838  | 8897  | 12368 | 15237 |
| 折旧摊销           | 131   | 210   | 367   | 457   | 527   |
| 财务费用           | -18   | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 投资损失           | -3    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 432   | -2284 | -4353 | -2590 | -2481 |
| 其他经营现金流        | 15    | -123  | -213  | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -450  | -1497 | -1149 | -1021 | -850  |
| 资本支出           | -554  | -1476 | -1155 | -1010 | -838  |
| 长期投资           | 94    | -22   | -14   | -12   | -13   |
| 其他投资现金流        | 11    | 1     | 20    | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -67   | -123  | -967  | -1383 | -1705 |
| 短期借款           | 0     | 0     | 6     | 7     | 7     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 203   | -1    | 284   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -196  | 84    | -272  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -74   | -206  | -984  | -1390 | -1713 |
| <b>现金净增加额</b>  | 754   | -964  | 2582  | 7830  | 10728 |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3098  | 8647  | 23787 | 32625 | 40423 |
| 营业成本            | 2138  | 4780  | 12250 | 16802 | 20818 |
| 营业税金及附加         | 17    | 72    | 83    | 114   | 133   |
| 营业费用            | 38    | 98    | 190   | 228   | 263   |
| 管理费用            | 76    | 169   | 333   | 391   | 485   |
| 研发费用            | 134   | 403   | 833   | 1044  | 1294  |
| 财务费用            | -108  | -179  | 0     | 0     | 0     |
| 资产减值损失          | -17   | -79   | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益            | 13    | 13    | 78    | 106   | 0     |
| 公允价值变动收益        | -15   | -7    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 3     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 785   | 3231  | 10175 | 14151 | 17431 |
| 营业外收入           | 4     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 789   | 3234  | 10175 | 14151 | 17431 |
| 所得税             | 100   | 396   | 1278  | 1783  | 2194  |
| <b>净利润</b>      | 688   | 2838  | 8897  | 12368 | 15237 |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 688   | 2838  | 8897  | 12368 | 15237 |
| EBITDA          | 820   | 3268  | 10542 | 14608 | 17958 |
| EPS (元/股)       | 0.69  | 2.86  | 8.95  | 12.45 | 15.33 |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | -6.4  | 179.1 | 175.1 | 37.2  | 23.9  |
| 营业利润(%)         | -23.6 | 311.8 | 214.9 | 39.1  | 23.2  |
| 归属母公司净利润(%)     | -23.8 | 312.3 | 213.5 | 39.0  | 23.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 31.0  | 44.7  | 48.5  | 48.5  | 48.5  |
| 净利率(%)          | 22.2  | 32.8  | 37.4  | 37.9  | 37.7  |
| ROE(%)          | 12.6  | 34.1  | 54.7  | 45.4  | 37.4  |
| ROIC(%)         | 11.0  | 32.1  | 54.7  | 45.4  | 37.4  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 15.1  | 32.1  | 23.7  | 20.2  | 17.3  |
| 净负债比率(%)        | -45.6 | -19.0 | -25.6 | -44.0 | -55.7 |
| 流动比率            | 5.0   | 2.3   | 3.4   | 4.3   | 5.2   |
| 速动比率            | 3.8   | 1.1   | 1.9   | 2.9   | 3.8   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.5   | 0.9   | 1.4   | 1.2   | 1.0   |
| 应收账款周转率         | 4.5   | 5.3   | 6.2   | 5.3   | 5.1   |
| 应付账款周转率         | 4.1   | 3.4   | 4.6   | 4.5   | 4.3   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.69  | 2.86  | 8.95  | 12.45 | 15.33 |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.25  | 0.64  | 4.73  | 10.30 | 13.37 |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 5.50  | 8.38  | 16.36 | 27.40 | 41.01 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 189.0 | 45.8  | 14.6  | 10.5  | 8.5   |
| P/B             | 23.8  | 15.6  | 8.0   | 4.8   | 3.2   |
| EV/EBITDA       | 39.7  | 24.6  | 11.9  | 8.1   | 6.0   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 07 月 14 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级               | 说明                     |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入               | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有               | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   | 行业评级 | 减持               | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   |      | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性               | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   | 减持   | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |                        |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com