

新易盛 (300502)

证券研究报告

2023 年 05 月 06 日

CAPEX 阶段性下滑导致利润承压, LPO+硅光为长期增长点

事件: 公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季报。22 年全年营收 33.11 亿元 (YoY +13.83%), 归母净利润 9.04 亿元 (YoY +36.51%), 扣非归母净利润 7.84 亿元 (YoY +31.15%); 23 年 Q1 营收 6 亿元 (YoY -18.73%), 归母净利润 1.08 亿元 (YoY -18.57%), 扣非归母净利润 1.06 亿元 (YoY -22.66%)。

22 年收入稳健增长, 盈利能力提升: 1) **收入侧,** 客户结构和产品结构进一步优化, 在光模块销量由 21 年的 779 万只缩减至 22 年的 759 万只的基础上, 高速光模块出货量持续提升带动 ASP 增长; 2) **利润侧,** 公司降本增效, 毛利率同比提升 4.49pct, 扣非归母净利润同比增长 31.15%; 3) **其他项目,** 长期股权投资按公允价值重新计量增加投资收益 1.02 亿元, 但存货跌价损失及合同履约成本减值损失由 21 年 5547 万元增长至 1.28 亿元。

单季度来看, 23 年 Q1 海外 CAPEX 预期阶段性下滑, 对公司收入利润造成一定影响。伴随行业需求受益 AI 催化较快复苏, 且泰国工厂正在设备调试预计 Q2 逐步量产, 我们预计公司业务有望下半年好转。

费用率增长, 研发投入加大

1) **22 年全年:** 期间费用率同比增长 0.17pct, 研发费用率同比增长 1.93pct 主要由于研发人员薪酬增加及研发材料使用费增加所致; 管理费用率同比增长 1.38pct 主要由于股份支付、直供薪酬增加以及根据 Alpine 交易协议支付的激励费用; 财务费用率为负主要系汇兑收益进一步增加所致。

2) **23Q1:** 期间费用率同比增加 5.15pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别同增 0.39/2.01/0.27/2.48pct, 管理费用率增加主要由于计提 Alpine 待支付的激励费用以及评估增值部分摊销, 财务费用率增加主要由于汇兑损失增长。

产品竞争力强大, 或将持续受益于光模块升级。 公司高速率光模块产品销售占比持续提升。公司已成功推出 800G 的单波 200G 光模块产品, 同时 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; 公司是国内少数具备 100G、400G 和 800G 光模块批量交付能力的、掌握高速率光器件芯片封装和光器件封装的企业。我们认为, 公司有望充分享受 AI 及云数据流量快速增长推动光模块升级的红利。

盈利预测: AI+云计算数据中心市场高速发展的双驱动背景下, 公司客户和产品结构不断优化, 竞争力持续强化, 份额有望进一步提升。我们此前预测公司 23-24 年归母净利润为别为 9.6/11.0 亿元, 由于短期海外 CAPEX 面临阶段性下滑影响, 故调低 2023 年业绩; 但 AI 有望在中长期拉动 800G 光模块需求增长, 因此 2024 年公司归母净利润增速有望超预期。我们预测公司 23-25 年归母净利润分别为 8.0/12.0/16.1 亿元, 对应 PE 分别为 38X/25X/19X, 维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求低预期; 全球疫情影响超预期; 市场竞争风险; 产品研发风险。

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	59.65 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	507.09
流通 A 股股本(百万股)	438.71
A 股总市值(百万元)	30,247.69
流通 A 股市值(百万元)	26,168.79
每股净资产(元)	9.74
资产负债率(%)	15.17
一年内最高/最低(元)	83.30/20.02

作者

唐海清	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030002	
tanghaiqing@tfzq.com	
余芳沁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521080006	
yufangqin@tfzq.com	
王奕红	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090004	
wangyihong@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《新易盛-年报点评报告:22Q1 毛利改善但费用高增, 数通市场的持续高增仍值得期待!》 2022-04-22
- 2 《新易盛-公司点评:业绩略好于预期, 持续保持强劲增长动力!》 2022-01-25
- 3 《新易盛-半年报点评:业绩符合预期, 持续快速增长可期!》 2021-08-26

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,908.38	3,310.57	3,198.67	3,987.78	5,299.78
增长率(%)	45.57	13.83	(3.38)	24.67	32.90
EBITDA(百万元)	1,031.58	1,395.75	1,007.68	1,496.26	1,952.79
归属母公司净利润(百万元)	661.93	903.58	798.98	1,201.49	1,613.11
增长率(%)	34.60	36.51	(11.58)	50.38	34.26
EPS(元/股)	1.31	1.78	1.58	2.37	3.18
市盈率(P/E)	45.70	33.48	37.86	25.18	18.75
市净率(P/B)	7.64	6.26	5.37	4.43	3.58
市销率(P/S)	10.40	9.14	9.46	7.59	5.71
EV/EBITDA	17.60	7.17	26.62	17.98	12.70

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,579.78	1,784.97	3,283.38	3,136.08	5,206.30	营业收入	2,908.38	3,310.57	3,198.67	3,987.78	5,299.78
应收票据及应收账款	577.21	695.43	281.94	781.47	455.15	营业成本	1,972.71	2,096.86	2,049.85	2,409.95	3,195.78
预付账款	3.32	3.90	0.66	5.89	3.04	营业税金及附加	7.92	7.39	7.36	9.17	12.19
存货	1,526.18	1,469.20	1,093.11	1,919.32	2,075.40	销售费用	35.69	52.51	47.98	57.82	73.14
其他	237.65	251.87	277.92	311.03	338.40	管理费用	33.89	84.52	63.97	47.06	61.48
流动资产合计	3,924.15	4,205.37	4,937.00	6,153.80	8,078.28	研发费用	108.42	187.24	143.94	159.51	201.39
长期股权投资	40.56	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(7.55)	(124.52)	(32.41)	(41.04)	(53.34)
固定资产	608.85	661.02	649.52	624.52	586.52	资产/信用减值损失	(66.21)	(98.08)	12.00	(4.00)	(2.00)
在建工程	148.02	371.52	484.41	633.71	795.60	公允价值变动收益	41.43	(3.53)	(27.37)	28.00	30.00
无形资产	6.32	177.17	152.17	127.18	102.19	投资净收益	4.27	105.08	10.00	4.00	4.00
其他	136.33	460.99	341.57	380.15	394.24	其他	17.81	(24.67)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	940.09	1,670.70	1,627.68	1,765.57	1,878.55	营业利润	759.99	1,027.78	912.60	1,373.31	1,841.14
资产总计	4,864.23	5,876.06	6,564.68	7,919.36	9,956.84	营业外收入	3.11	4.18	3.02	4.00	3.73
短期借款	0.00	0.00	50.00	50.00	50.00	营业外支出	0.02	4.09	1.51	1.87	2.49
应付票据及应付账款	752.30	605.16	704.46	799.60	1,182.18	利润总额	763.07	1,027.86	914.11	1,375.44	1,842.38
其他	124.99	301.67	136.34	181.19	199.06	所得税	101.15	124.28	115.13	173.95	229.27
流动负债合计	877.29	906.83	890.80	1,030.79	1,431.24	净利润	661.93	903.58	798.98	1,201.49	1,613.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	661.93	903.58	798.98	1,201.49	1,613.11
其他	11.18	115.16	45.82	57.39	72.79	每股收益(元)	1.31	1.78	1.58	2.37	3.18
非流动负债合计	11.18	115.16	45.82	57.39	72.79						
负债合计	905.51	1,046.89	936.62	1,088.18	1,504.03	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	507.09	507.09	507.09	507.09	507.09	营业收入	45.57%	13.83%	-3.38%	24.67%	32.90%
资本公积	1,755.79	1,727.09	1,755.79	1,755.79	1,755.79	营业利润	35.39%	35.24%	-11.21%	50.48%	34.07%
留存收益	1,745.77	2,592.23	3,391.22	4,592.71	6,205.82	归属于母公司净利润	34.60%	36.51%	-11.58%	50.38%	34.26%
其他	(49.92)	2.76	(26.02)	(24.39)	(15.88)	获利能力					
股东权益合计	3,958.72	4,829.17	5,628.06	6,831.19	8,452.81	毛利率	32.17%	36.66%	35.92%	39.57%	39.70%
负债和股东权益总计	4,864.23	5,876.06	6,564.68	7,919.36	9,956.84	净利率	22.76%	27.29%	24.98%	30.13%	30.44%
						ROE	16.72%	18.71%	14.20%	17.59%	19.08%
						ROIC	43.98%	35.41%	27.60%	52.79%	44.87%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	18.62%	17.82%	14.27%	13.74%	15.11%
净利润	661.93	903.58	798.98	1,201.49	1,613.11	净负债率	-39.91%	-36.90%	-57.45%	-45.18%	-61.00%
折旧摊销	72.24	96.99	116.49	119.99	122.99	流动比率	4.39	4.51	5.54	5.97	5.64
财务费用	5.16	(40.03)	(32.41)	(41.04)	(53.34)	速动比率	2.68	2.94	4.32	4.11	4.19
投资损失	(3.85)	(105.08)	(10.00)	(4.00)	(4.00)	营运能力					
营运资金变动	(647.48)	(106.35)	856.43	(1,223.11)	577.49	应收账款周转率	6.15	5.20	6.55	7.50	8.57
其它	130.52	82.24	(27.37)	28.00	30.00	存货周转率	2.33	2.21	2.50	2.65	2.65
经营活动现金流	218.53	831.35	1,702.13	81.33	2,286.26	总资产周转率	0.64	0.62	0.51	0.55	0.59
资本支出	266.19	600.53	262.23	207.73	206.49	每股指标(元)					
长期投资	(3.04)	(40.56)	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.31	1.78	1.58	2.37	3.18
其他	(523.08)	(1,199.63)	(545.13)	(479.02)	(484.39)	每股经营现金流	0.43	1.64	3.36	0.16	4.51
投资活动现金流	(259.92)	(639.66)	(282.89)	(271.30)	(277.89)	每股净资产	7.81	9.52	11.10	13.47	16.67
债权融资	(64.02)	127.67	79.26	41.04	53.34	估值比率					
股权融资	(106.13)	23.99	(0.09)	1.63	8.51	市盈率	45.70	33.48	37.86	25.18	18.75
其他	(48.43)	(190.63)	0.00	(0.00)	(0.00)	市净率	7.64	6.26	5.37	4.43	3.58
筹资活动现金流	(218.58)	(38.97)	79.17	42.67	61.85	EV/EBITDA	17.60	7.17	26.62	17.98	12.70
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	18.92	7.70	30.10	19.55	13.55
现金净增加额	(259.97)	152.72	1,498.41	(147.29)	2,070.21						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com