

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)

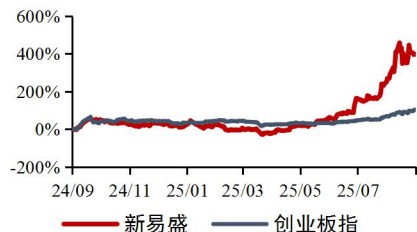
买入-A(维持)

二季度收入环比大幅增长，高端产品上量利好盈利能力

2025 年 9 月 19 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 9 月 18 日

收盘价 (元):	345.51
年内最高/最低 (元):	401.10/65.64
流通 A 股/总股本 (亿):	8.85/9.94
流通 A 股市值 (亿):	3,059.12
总市值 (亿):	3,434.27

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益 (元):	3.97
摊薄每股收益 (元):	3.97
每股净资产 (元):	12.19
净资产收益率 (%):	32.60

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

事件描述

➤ 公司发布 2025 年半年报。上半年，公司实现营收 104.4 亿元，同比增长 282.6%；实现归母净利润 39.4 亿元，同比增长 355.7%。25Q2，公司实现营收 63.8 亿元，同环比分别+295.4%、+57.6%；实现归母净利润 23.7 亿元，同环比分别+338.4%、+50.7%。

事件点评

➤ 上半年产能大幅增长，公司保持优秀交付能力实现营收利润双增长。上半年公司光模块产能、产量分别达到 1520 万、710 万，较上年同期增长 66.7%、86.4%。固定资产方面，上半年达到 26.7 亿元，较 2024 年报增长 32.2%，主要为房屋建筑转固（泰国厂房扩建）以及机器设备大量购置。存货方面，上半年达到 59.4 亿元，较 2024 年报增长 43.8%，主要为原材料、半成品和成品库存的增加。二季度公司高速率产品占比持续提升，客户订单持续增加，公司保持了良好的交付能力，上半年的毛利率为 47.4%，较 2024 年报提升了 2.7pct。我们认为公司泰国转产顺利、成本控制优秀，同时重点大客户需求从 400G 大量转向 800G 以及新客户 1.6T 开始上量，均有助于下半年继续保持行业领先的盈利能力。

➤ 新品展望：1.6T 产品快速上量，硅光占比逐步提升，AEC&CPO 均有布局。公司 1.6T 产品覆盖多个客户项目，从目前市场需求和客户指引看预计下半年逐渐上量，明年进一步增加。公司拥有硅光芯片研发专业团队，预计下半年到明年硅光产品占比将有所提升。同时公司也积极布局了 AEC 和 CPO 光引擎产品，并将结合客户订单及市场需求推进。我们认为，公司研发以大客户需求为导向，目标清晰、市场明确，未来 AEC 和 CPO 有望创造新的增长点。

➤ 2026 年北美 ASIC 定制芯片市场继续增长，公司作为大客户核心供应商深度受益。根据半导体行业观察引述工商时报报道，预计 2024-2026 ASIC 芯片出货量 CAGR 可达 70%，2025 年 AI 训练用 ASIC 出货量将增至 500 万颗，在整体 AI 服务器中 GPU 与 ASIC 的比重 2026 年将为六四开。北美四大 CSP 中，AWS 预计于今年下半年推出 Trainium 2/2.5 的 Teton 2 机柜，ASIC 出货量增长逾四成；Meta 计划自下半年起，逐步量产采用自家 MTIA 芯片的 Minerva 机柜。ASIC 设计大厂博通预计，到 2027 年，博通的 ASIC 业务



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

收入将达到 600 亿至 900 亿美元。我们看到，北美大厂 ASIC 芯片设计规格均贴近同年代英伟达主流 GPU，Scaleout 带宽增长配合博通 Tomahawk6 交换芯片上量带动 800G、1.6T 增长，而博通的 SUE Tomahawk Ultra 则是目前唯一率先量产的非 NVLINK 超节点解决方案已受到大客户采用带动光模块大量需求。

盈利预测与投资建议

➤ 我们看到近期北美 CSP 纷纷给出资本开支积极指引，公司泰国工厂扩产加速，新品盈利能力优秀，上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 76.8/147.3/198.9 亿元（前值为 58.9/74.3/92.1 亿元），9 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 45.2/23.6/17.5，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 关税政策变化或中美经贸摩擦导致北美 CSP 资本开支低于预期；下游大客户引入新供应商导致出货量不及预期；上游物料涨价以及降本措施未达预期导致毛利率下滑；公司在 CPO、OIO 等下一代光通信研发滞后导致技术路线风险。

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	20,442	37,711	50,332
YoY(%)	-6.4	179.1	136.4	84.5	33.5
净利润(百万元)	688	2,838	7,591	14,560	19,662
YoY(%)	-23.8	312.3	167.5	91.8	35.0
毛利率(%)	31.0	44.7	48.5	49.0	49.0
EPS(摊薄/元)	0.69	2.86	7.64	14.65	19.78
ROE(%)	12.6	34.1	48.7	50.8	44.0
P/E(倍)	498.9	121.0	45.2	23.6	17.5
P/B(倍)	62.8	41.2	22.0	12.0	7.7
净利率(%)	22.2	32.8	37.1	38.6	39.1

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	15794	32094	48450
现金	2515	1600	1538	8861	22689
应收票据及应收账款	741	2550	5312	8156	9200
预付账款	8	3	24	26	40
存货	963	4132	8253	14373	15826
其他流动资产	107	640	667	678	695
非流动资产	2105	3341	4462	5783	5926
长期投资	0	0	1	2	4
固定资产	1310	2022	3007	4371	4614
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	20256	37878	54376
流动负债	867	3825	4546	9123	9601
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	633	2844	3953	8453	8759
其他流动负债	235	980	593	670	842
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	4656	9236	9712
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	710	709	994	994	994
资本公积	1531	1615	1330	1330	1330
留存收益	3217	5945	12017	22937	39060
归属母公司股东权益	5466	8328	15600	28642	44664
负债和股东权益	6440	12267	20256	37878	54376

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	1283	9849	17047
净利润	688	2838	7591	14560	19662
折旧摊销	131	210	217	323	409
财务费用	-108	-179	-329	-638	-976
投资损失	-3	-1	-3	-5	-8
营运资金变动	167	-2340	-6207	-4398	-2051
其他经营现金流	370	114	13	8	11
投资活动现金流	-450	-1497	-1346	-1649	-554
筹资活动现金流	-67	-123	0	-877	-2666

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.69	2.86	7.64	14.65	19.78
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	0.64	1.29	9.91	17.15
每股净资产(最新摊薄)	5.50	8.38	15.69	28.82	44.93

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3098	8647	20442	37711	50332
营业成本	2138	4780	10528	19233	25669
营业税金及附加	17	72	140	286	364
营业费用	38	98	188	283	352
管理费用	76	169	327	490	604
研发费用	134	403	695	1131	1409
财务费用	-108	-179	-329	-638	-976
资产减值损失	-20	-80	-245	-339	-453
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	8653	16596	22467
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	0	1	1	2	1
所得税	789	3234	8656	16598	22470
税后利润	100	396	1065	2038	2809
少数股东损益	688	2838	7591	14560	19662
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	688	2838	7591	14560	19662
EBITDA	884	3421	8851	16848	22659

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	136.4	84.5	33.5
营业利润(%)	-23.6	311.8	167.8	91.8	35.4
归属于母公司净利润(%)	-23.8	312.3	167.5	91.8	35.0
获利能力					
毛利率(%)	31.0	44.7	48.5	49.0	49.0
净利率(%)	22.2	32.8	37.1	38.6	39.1
ROE(%)	12.6	34.1	48.7	50.8	44.0
ROIC(%)	11.9	33.5	48.3	50.5	43.5
偿债能力					
资产负债率(%)	15.1	32.1	23.0	24.4	17.9
流动比率	5.0	2.3	3.5	3.5	5.0
速动比率	3.8	1.1	1.5	1.9	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.9	1.3	1.3	1.1
应收账款周转率	4.3	5.3	5.2	5.6	5.8
应付账款周转率	3.5	2.7	3.1	3.1	3.0
估值比率					
P/E	498.9	121.0	45.2	23.6	17.5
P/B	62.8	41.2	22.0	12.0	7.7
EV/EBITDA	385.5	99.9	38.6	19.9	14.2

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

