2020 年 08 月 03 日
证券研究报告•2020 年半年报点评
新 易 盛（300502）通信

持有 （首次）
当前价：77.91 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

经营质量优异，业绩向上动力强劲

投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年上半年营业收入为 8.4 亿元，同比增长了 74.2%，归属于母公司股东的净利润为 1.9 亿元，同比增长了 137%。
- **公司经营质量优异，成本控制能力强。**公司乘着 5G 网络加速建设与 IDC 市场快速发展的浪潮，持续加快高速率光模块、5G 相关光模块的研发进程，5G 相关模块及 400G 光模块出货量显著提升，公司营收状况与盈利能力显著提升，其中公司 2020 年 Q2 单季实现营收 5.67 亿元，同比增长了 120.9%，归母净利润实现 1.35 亿元，同比增长了 179.8%。公司作为光模块行业龙头企业，上半年毛利率达到 38.1%，这也反映出公司优质的成本控制能力。
- **研发持续高投入，产品取得多项突破。**公司上半年持续加大研发投入、坚持以创新为先导的经营理念，保障公司在产品和技术方面的竞争力。公司本期研发投入为 0.4 亿元，同比增长了 24.3%。在高研发投入的助推下，公司高速率光模块、5G 相关光模块、光器件相关研发项目取得多项突破，高速率产品销售占比得到大幅提升。
- **公司竞争优势明显，业绩向上动力强劲。**公司是我国少数能够批量交付 100G 光模块、400G 光模块并掌握高速率光器件芯片封装和光器件封装的企业。同时，公司凭借成功出样的业界最低功耗 400G 系列光模块产品，加快升级超大数据中心和云网络。随着 5G 建设的大规模展开和 IDC 市场的高速发展，公司订单数有望进一步增加。公司本期存货为 5.9 亿元，较去年同期增加了 8%，反映出公司在手订单充足，下半年业绩上升动力强劲，预计下半年将继续维持 2020 年 Q2 的业绩水平。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.40 元、1.73 元、1.91 元，未来三年归母净利润将达到 43.8%的复合增长率。考虑到下半年公司 5G 订单逐渐落地，400G 光模块出货持续增加，行业景气度上行叠加 5G 建设催化公司业务快速增长，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、大客户拓展不及预期。

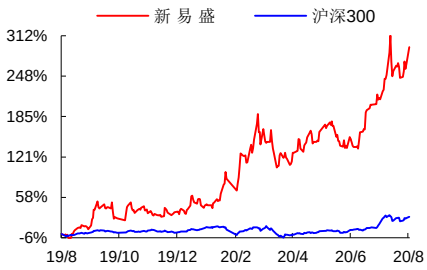
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1164.87	1716.35	2213.71	2860.53
增长率	53.28%	47.34%	28.98%	29.22%
归属母公司净利润（百万元）	212.86	464.03	573.78	633.02
增长率	568.68%	118.00%	23.65%	10.33%
每股收益 EPS（元）	0.64	1.40	1.73	1.91
净资产收益率 ROE	16.03%	36.58%	25.72%	23.02%
PE	121	56	45	41
PB	19.42	20.33	11.56	9.38

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.31
流通 A 股(亿股)	2.39
52 周内股价区间(元)	26.14-81.42
总市值(亿元)	257.92
总资产(亿元)	20.31
每股净资产(元)	4.50

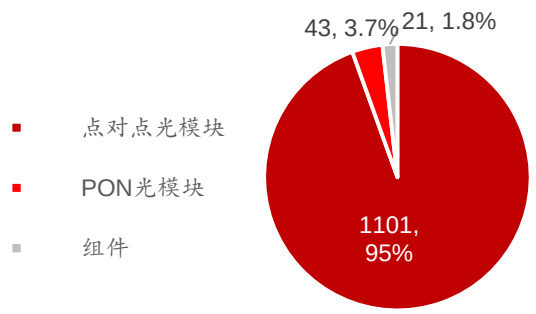
相关研究

1 公司为光通信模块的核心供应商

公司是光通信模块、组件和子系统的核心供应商。自成立以来，公司一直深耕于光通信行业领域，专注于光模块的研发、生产和销售。光模块作为光纤传输的最核心部件，被广泛应用于电信通讯、IDC 等行业。随着 5G 网络建设及 IDC 市场高速发展的良好契机，公司不断开拓国内外市场，加强与产业链上下游企业和通信设备经销商的合作，进一步优化公司产品及客户结构， 增强公司的核心竞争力。

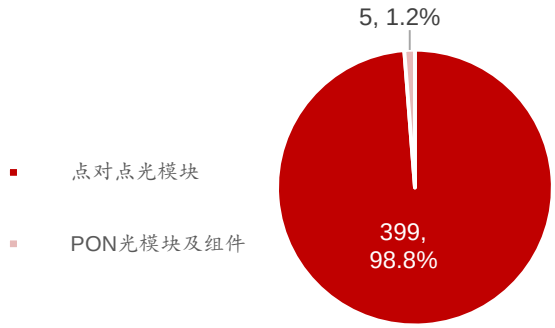
从营收结构来看，公司主要业务有点对点光模块、PON 光模块业务和组件业务，2019 年分别占营收比重为 94.5%、3.7%、1.8%。与之相对比的是公司的毛利结构，点对点光模块、PON 光模块及组件业务分别占总毛利比例为 98.8%、1.2%，点对点光模块业务占公司营收比重最大，也贡献了大部分的毛利。

图 1：公司各业务占比（百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

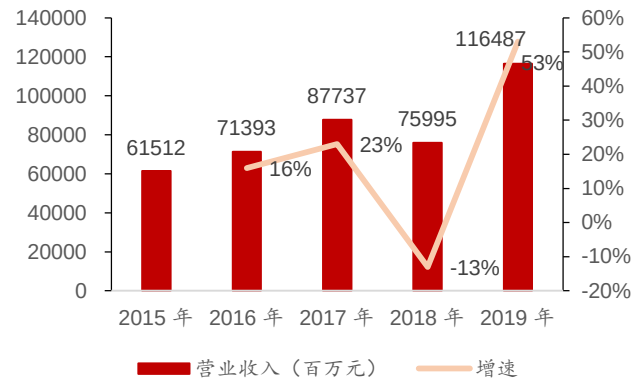
图 2：公司各业务毛利占比（百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

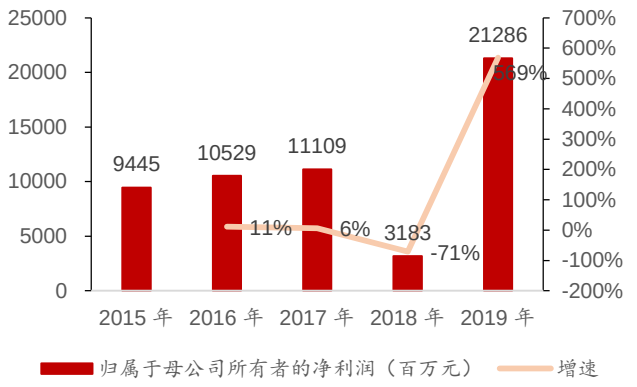
公司营收稳步增长，盈利水平较高。公司近年营收增长较为稳健，从 2015 年的 615 亿增长到 2019 年的 1165 亿，复合增长率为 89.4%，主要受益于 IDC 市场的高速发展为光模块行业带来了大量的机会。同时，公司近年净利润总体呈现上涨态势，其中 2018 年净利润下滑较多主要是因为 2018 年受国内市场竞争环境和个别重要客户影响，部分产品销量和价格较上年同期均有所下降，同时公司也加大了固定资产投入，折旧费用增加，总体而言公司业绩跟营收变动方向一致，基本保持 20%左右的增速。

图 3：公司近 5 年营收及增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：公司近 5 年归母净利润及增长情况



数据来源：Wind、西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着 5G 建设的全面铺开以及 IDC 市场的快速发展，北美 IDC 厂商将大规模升级网络传输速率，400G 光模块业务的需求量将会出现大幅增长，公司点对点光模块产品价格有望提高，毛利率上升，假设 2020-2022 年点对点光模块订单量增速分别为 40%、30%、30%，点对点光模块业务营收增速在未来三年内为 50%、30%、30%；

假设 2：公司 PON 光模块业务为公司贡献毛利不多，且并非公司主营业务，但是随着 5G 建设的加快和 IDC 网络传输的升级，作为接入网光模块的 PON 光模块也将受益，获得大量订单，2019 年该业务营收因公司战略重心向点对点光模块迁移而下降迅速，未来预计该业务将维持平稳增速，假设 2020-2022 年 PON 光模块业务营收增速为 10%、10%、10%；

假设 3：公司组件业务并非主营业务，随着公司在行业里逐渐形成规模效应，未来业务降幅有望收窄。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
点对点光模块	收入	1100.7	1651	2146.3	2790.2
	增速	73.65%	50%	30%	30%
	毛利率	36.3%	38%	38%	38%
PON 光模块	收入	43.1	47.4	52.1	57.3
	增速	-49.39%	10%	10%	10%
	毛利率	1.77%	2%	2%	2%
组件	收入	21.1	17.9	15.2	12.9
	增速	-48.49%	-15%	-15%	-15%
	毛利率	25%	25%	25%	25%
合计	收入	1164.9	1716.4	2213.7	2860.5
	增速	53.3%	47.3%	29.0%	29.2%
	毛利率	34.7%	38.0%	38.0%	38.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值与投资建议

可比公司估值：

我们选取光通信模块行业中的四家可比公司，2019 年四家公司平均 PE 为 86 倍，2020 年四家公司预测的平均估值为 55 倍，考虑到 5G 建设的加快和 IDC 升级将会给光模块带来大量的订单量，我们认为公司估值将高于行业平均水平。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300628.SZ	亿联网络	65.20	1.37	1.70	2.07	2.59	43.91	38.24	29.50	28.80
603712.SH	七一二	47.32	0.45	0.64	0.84	1.10	105.64	71.83	51.98	32.20
002583.SH	海能达	9.74	0.26	0.30	0.39	0.50	40.93	30.09	24.20	14.45
603236.SH	移远通信	200.00	1.94	2.31	4.62	6.65	154.54	81.46	50.38	31.75
平均值							86.25	55.40	39.01	26.8

数据来源：Wind，西南证券整理

投资建议：

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.40 元、1.73 元、1.91 元，未来三年归母净利润将保持 43.8%的复合增长率。考虑到下半年公司 5G 订单逐渐落地，400G 光模块出货持续增加，首次覆盖给予“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1164.87	1716.35	2213.71	2860.53
营业成本	760.44	1064.14	1372.50	1773.53
营业税金及附加	6.15	9.06	11.69	15.11
销售费用	25.77	50.89	87.95	152.29
管理费用	33.67	66.97	116.61	203.42
财务费用	-5.53	-4.49	-8.83	-13.71
资产减值损失	-22.73	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.98	0.00	28.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	241.74	529.78	661.79	729.89
其他非经营损益	2.21	13.07	9.45	10.65
利润总额	243.95	542.85	671.24	740.55
所得税	31.09	78.82	97.46	107.53
净利润	212.86	464.03	573.78	633.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	212.86	464.03	573.78	633.02

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	212.86	464.03	573.78	633.02
折旧与摊销	34.85	24.96	24.96	24.96
财务费用	-5.53	-4.49	-8.83	-13.71
资产减值损失	-22.73	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-97.26	-12.94	-183.45	-235.47
其他	-12.71	-11.04	-83.54	29.61
经营活动现金流净额	109.48	460.52	322.92	438.40
资本支出	187.40	0.00	0.00	0.00
其他	-232.77	0.00	28.00	0.00
投资活动现金流净额	-45.38	0.00	28.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-14.75	0.00	0.00	0.00
支付股利	-28.59	-42.57	-92.81	-114.76
其他	-8.44	-476.35	490.31	13.71
筹资活动现金流净额	-51.78	-518.92	397.51	-101.05
现金流量净额	16.14	-58.41	748.43	337.36

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	253.40	195.00	943.42	1280.78
应收和预付款项	317.67	457.55	594.81	766.46
存货	352.14	531.20	757.33	949.59
其他流动资产	247.81	36.11	40.78	46.85
长期股权投资	42.65	42.65	42.65	42.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	368.70	344.79	320.88	296.97
无形资产和开发支出	7.22	6.17	5.12	4.08
其他非流动资产	75.59	75.59	75.59	75.59
资产总计	1665.18	1689.06	2780.59	3462.97
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	304.50	379.22	499.62	652.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	32.69	41.24	49.92	61.21
负债合计	337.19	420.46	549.54	713.65
股本	236.46	331.04	331.04	331.04
资本公积	378.91	284.00	284.00	284.00
留存收益	732.87	1154.33	1635.30	2153.56
归属母公司股东权益	1327.99	1268.61	2231.06	2749.32
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1327.99	1268.61	2231.06	2749.32
负债和股东权益合计	1665.18	1689.06	2780.59	3462.97

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	53.28%	47.34%	28.98%	29.22%
营业利润增长率	591.39%	119.15%	24.92%	10.29%
净利润增长率	568.68%	118.00%	23.65%	10.33%
EBITDA 增长率	245.32%	103.00%	23.20%	9.33%
获利能力				
毛利率	34.72%	38.00%	38.00%	38.00%
三费率	4.63%	6.61%	8.84%	11.96%
净利率	18.27%	27.04%	25.92%	22.13%
ROE	16.03%	36.58%	25.72%	23.02%
ROA	12.78%	27.47%	20.63%	18.28%
ROIC	21.38%	41.58%	45.05%	40.99%
EBITDA/销售收入	23.27%	32.06%	30.62%	25.91%
营运能力				
总资产周转率	0.77	1.02	0.99	0.92
固定资产周转率	3.62	5.30	7.38	10.36
应收账款周转率	4.65	4.51	4.29	4.28
存货周转率	1.99	2.11	2.04	2.04
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.17%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	20.25%	24.89%	19.76%	20.61%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.59	2.98	4.34	4.33
速动比率	2.51	1.68	2.93	2.98
股利支付率	13.43%	9.17%	16.17%	18.13%
每股指标				
每股收益	0.64	1.40	1.73	1.91
每股净资产	4.01	3.83	6.74	8.31
每股经营现金	0.33	1.39	0.98	1.32
每股股利	0.09	0.13	0.28	0.35

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	271.06	550.25	677.92	741.14
PE	121.17	55.58	44.95	40.74
PB	19.42	20.33	11.56	9.38
PS	22.14	15.03	11.65	9.02
EV/EBITDA	66.68	32.95	25.64	23.00
股息率	0.11%	0.17%	0.36%	0.44%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn