

新易盛（300502.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



王征宇
通信行业研究员

2026年1月12日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	391.35
总市值	3890.06亿
PE-TTM	51.74
PB-MRQ	26.78

估值结果

DDM估值	价值	2602亿
	上行空间	-33%
	状态	高估

动态估值	价值	2568亿
	上行空间	-34%
	状态	高估

四维评级

成长空间	★★★★★
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

新易盛是业界领先的光模块解决方案与服务提供商，专注于高性能光模块的研发与生产。其产品覆盖数据中心、5G通信及智能电网等领域，已成功推出800G高速光模块并实现批量交付，年出货量常年位居全球前十。

公司成长空间高，受益于AI算力需求驱动800G等高速光模块快速放量，未来有望在1.6T等更高速率产品领域持续突破。盈利趋势较好，高端产品占比提升及成本优化，盈利能力显著优于行业平均水平。产业格局较好，为全球光模块市场重要参与者，已切入英伟达等头部供应链，并在LPO等差异化技术路线中形成竞争力，稳居第一梯队。护城河较深，其LPO技术路线、快速客户响应能力及供应链管控优势构筑竞争壁垒，持续创新能力支撑其长期竞争优势。

基于光模块业务受益于AI算力需求爆发，收入短期高速增长、市占率短期提升后长期小幅回落，毛利率因高端产品放量短期显著提升但长期因竞争加剧回归正常水平等假设，经测算公司目前处于高估水平。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：AI算力需求持续强劲，推动公司光模块业务高增长、高盈利，空间广阔，给予高估值。

我们的观点：中短期内，高速光模块因需求旺盛、供给偏紧，龙头厂商享有溢价红利；但长期来看，收入持续高增的不确定性较大，行业竞争加剧可能导致盈利能力出现明显回落。

风险提示

公司海外营收占比极高，易受国际贸易摩擦及海外客户需求波动影响；尽管业绩高增长，但存货与应收账款激增，经营活动现金流净额远低于净利润，利润“含金量”和资金压力需警惕；随着行业竞争加剧，公司存在产品技术迭代和客户市场拓展的进展不及预期的风险等。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 人力资源密集度	5
3.5 客户集中度	5
3.6 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025 年收入占比	2
图2：预测2025 年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	8
表5：公司整体及分业务DDM 估值	8

1. 基本信息

新易盛成立于2008年，是一家专注于光通信模块研发制造的高新技术企业，2016年在深交所创业板上市。公司产品线涵盖高速数通光模块、5G前传/中回传光模块等，核心技术包括LPO、CPO及硅光方案。作为光模块行业的重要挑战者，公司积极拓展海外市场，已进入北美云厂商供应链，800G等高速产品逐步放量，凭借快速响应和成本优势在全球市场竞争中占据一席之地。

2. 业务介绍

对于新易盛公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

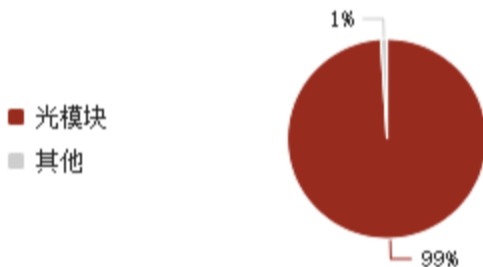
光模块：

公司的重要增长业务。该业务聚焦于数通与电信市场的高速光模块产品，核心优势体现在LPO、CPO及硅光方案的技术布局与产品化能力。作为行业内的主要挑战者，公司积极拓展海外市场，已成功进入北美云厂商供应链，800G等高速产品持续放量。凭借快速的市场响应能力和成本优势，公司在全球竞争中占据一席之地，其竞争市场覆盖全球。

其他：

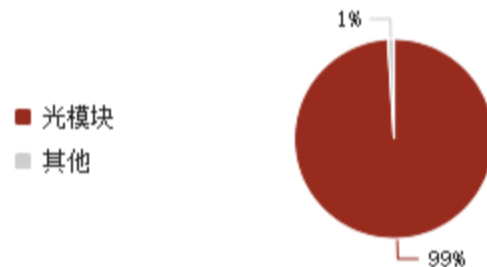
公司的辅助性业务。主要指向非核心的电信接入网、企业网等领域的低速光模块产品。该业务作为对主力数通市场的补充，技术门槛和收入贡献相对较低，并非公司当前的战略发展重点。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司采用“垂直整合+灵活定制+全球布局”的商业模式。通过收购Alpine等企业强化硅光芯片与器件自研能力，实现光模块核心组件自主可控，有效降低成本；生产端以柔性产线支持多品种、小批量快速响应，兼顾电信与数通市场差异化需求；销售端采取直销与经销结合，积极拓展北美云厂商及新兴市场客户。其模式以技术多元化和供应链自主性为核心，在高速率产品竞争中快速突围。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司截止2024年末、2025年三季度末的资产总额分别为122.67亿元、213.56亿元，其中非流动资产占比27.24%、22.58%。公司资产强度中等，体现了其灵活高效的运营策略。虽在高速器件封装与测试环节需投入专用设备以保障产品性能，但通过优化供应链管理与部分环节外包，形成了适中的固定资产规模，资产结构相对轻型。

3.2 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司近三年研发费用率维持在3%以上。公司保持较高研发投入，主要源于为在高速光模块领域保持竞争地位并跟进LPO、CPO及硅光等前沿技术趋势，需持续投入芯片应用、光学设计与封装工艺的研发资源以满足全球数据中心客户的需求。

3.3 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司近5年销售费用率在2%左右。公司营销强度低，主要因其业务以直销为主，客户集中于北美云厂商及电信设备商。公司凭借技术认证和产品性价比获取订单，市场拓展依赖产品力而非营销投入，高效的客户结构使其销售费用得到有效控制。

3.4 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

2024年的单位收入薪酬约为0.12，意味着公司每创造1元的营业收入，相应需要投入约0.12元用于职工薪酬。这一比率略高于中际旭创（0.06），反映了公司在供应链管理和自产零部件比例较高的模式下，人均薪酬投入相对较高；但仍处于较低区间，反映出光模块行业属于资本和技术密集型制造业，公司人员效率高，人力资源密集度较低。

3.5 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司近五年前五大客户销售占营业收入比例均超过50%，且逐步提升至70%以上水平，客户集中度高。主要源于其作为光模块厂商深度绑定英伟达（二供）、亚马逊等少数头部云厂商，行业特性导致订单来源高度集中。

3.6 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司近三年前五大供应商采购占比均超过40%，供应商集中度较高。主要因高端光芯片、半导体材料等核心元器件采购集中于全球少数供应商，存在一定的供应链依赖和成本管控压力。

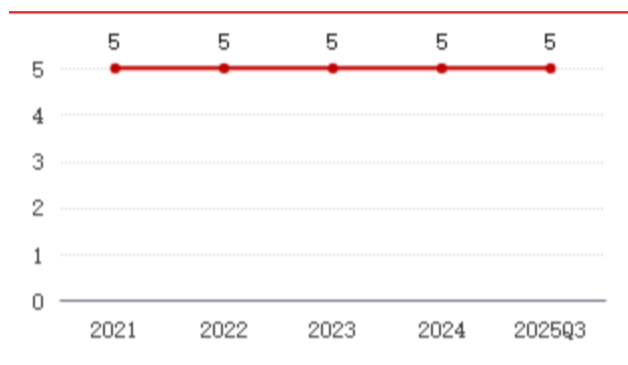
4. 历史经营绩效

公司成长能力良好，盈利能力优秀，业务控制力及财务健康情况较好，股东回报情况良好。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



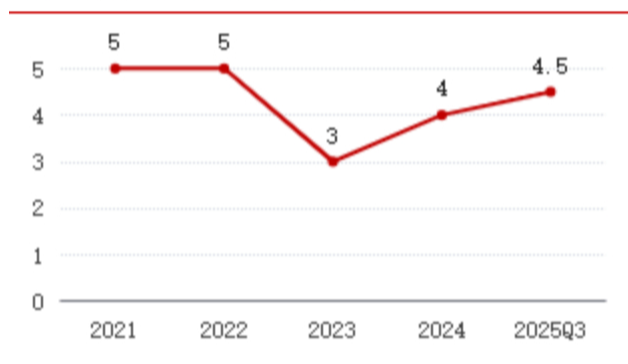
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力优秀，且历史表现稳定。公司2024年毛利率44.7%，ROE和ROIC均大于50%，处于优秀水平。公司盈利能力常年优秀，主要得益于其通过部分核心零部件自产实现的成本控制能力，以及持续优化产品结构、重点发展高端光模块业务的战略，使其毛利率与净利率长期显著高于行业平均水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



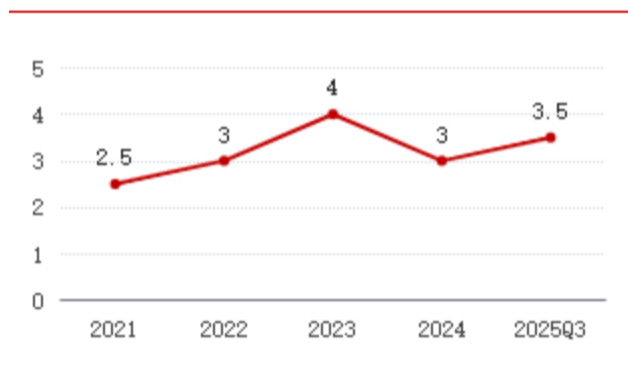
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力良好，星级近年来有一定波动。公司业绩在2024年及2025年实现爆发式增长，营收与净利润同比增幅均超过150%，这主要得益于其800G等高速光模块产品在AI算力需求驱动下大规模放量，并成功切入英伟达等核心客户供应链。其在2023年曾因下游客户资本开支调整等因素经历业绩下滑，反映出其增长对少数大客户及行业周期的依赖性，导致成长能力评级出现波动。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



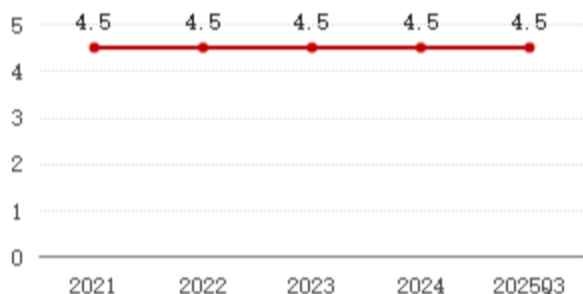
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力及财务健康情况良好。公司表现要优于行业龙头中际旭创，主要因其通过部分核心零部件自产优化供应链成本，且客户结构相对均衡，应收账款与存货周转效率更高，经营性现金流与净利润匹配度更佳，整体营运资金管理更为稳健。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报情况常年处于良好水平。公司长期股利支付率在20%左右水平；近年来因高端光模块业务投入及客户拓展，股利支付率有一定下降，但随着业务进入收获阶段，分红总额近两年持续实现翻倍增长，股利支付率有显著回升。

5. 四维评级

公司整体成长空间高，盈利趋势较好，产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★★

公司整体成长空间高。作为光模块核心供应商，凭借LPO技术差异化路线及成本优势，成功切入英伟达、亚马逊等头部供应链。800G产品放量驱动业绩爆发，未来有望在1.6T及硅光领域实现快速追赶。

光模块(5星)：

成长空间高。AI驱动800G/1.6T需求井喷，公司LPO方案功耗优势显著，已通过英伟达认证并进入批量生产阶段。海外营收占比近80%，伴随产能扩张与产品迭代，市占率有望持续提升。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好。公司在AI算力需求高景气背景下，800G等高速光模块出货量大幅增长。通过优化产品结构及加强成本管控，未来伴随产能进一步释放，盈利弹性有望延续。

光模块(3.5星)：

盈利趋势较好。高速率产品销售占比快速提升驱动毛利率优化，公司持续完善产品组合并推进LPO、硅光等技术布局，有望在高速市场中保持良好溢价能力。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局较好。作为全球光模块市场核心供应商，其通过LPO等技术差异化路径切入英伟达供应链，800G产品快速放量。客户结构多元且海外收入占比提升，在二线厂商中展现出强劲增长潜力。

光模块(3.5星):

产业格局较好。公司聚焦高速率产品，800G技术成熟且产能持续扩张，深度参与AI算力需求红利。通过绑定头部客户及推进泰国基地产能建设，在全球高速光模块竞争中份额稳步提升，成长路径清晰。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河较深。核心优势在于其通过LP0等技术差异化路线成功切入英伟达等核心客户供应链，并在800G产品上快速放量。公司积极布局泰国产能以规避地缘风险，并通过研发投入跟进硅光、CPO等前沿技术。虽然其在营运资金效率和客户集中度方面面临挑战，但凭借快速的技术响应和产能扩张，已在后发厂商中建立起强劲的竞争势头。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
光模块	(5星) 护城河宽度好。凭借LP0等技术差异化路线切入英伟达供应链，800G产品快速放量，全球市场份额稳居前三；其垂直整合与敏捷制造能力支撑高盈利水平，具备强大的原材料自研能力；在光模块行业中间环节商业模式特点制约下，业务控制力依然较好；2024年业务销售毛利率44.8%、ROE和ROIC（经过壹评级调整后）均超过50%，超额收益显著。	(3星) 护城河可持续性一般。其护城河主要源于LP0等技术差异化路线及快速切入英伟达等头部客户供应链的能力，800G产品放量显著。但作为后发厂商，面临行业技术迭代迅速、龙头厂商压制及自身客户集中度较高的挑战，需持续高研发投入以维持技术优势。预计在激烈竞争下，超额收益可能以中等速度衰减（10年减弱约50%）。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于光模块业务受益于AI算力需求爆发，收入短期高速增长、市占率短期提升后长期小幅回落，毛利率因高端产品放量短期显著提升但长期因竞争加剧回归正常水平等假设，经测算公司目前处于高估水平。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括光模块、其他。

业务一：光模块

1. 收入假设

1) 中短期：预计全球AI数据中心资本开支数额到2030年达到4万亿美元，2025-2030年年复合增速50%左右。其中，光模块投入占总Capex比例为3%左右，预计2030年全球数通光模块市场规模达到800亿美元，2025-2030年年复合增速45%左右，产品速率逐步由目前的400G/800G为主升级到800G/1.6T/3.2T为主。

综合下游主要客户2025-2026年规划情况，预计2025-2026年800G/1.6T光模块需求量分别为2000万只/200万只、4000万只/2000万只。公司800G/1.6T光模块2025-2026年市占率分别为30%/0%、25%/10%，2025年800G收入贡献超过50%、2026年800G依然是收入主力贡献，对应其光模块业务2025-2026年收入分别为253.2亿元、415.6亿元，同比增长173.5%、76.7%，市占率逐步提升至20%左右。

2027-2030年，随着二三线光模块厂商逐步放量，公司市占率预计逐步下降至15%，预计其光模块业务收入年复合增速为24%左右，1.6T于2027年成为收入的主要贡献。

2) 长期：2031-2040年，公司光模块业务收入增速与行业基本同步，预计年复合增速为4.4%。

2. 盈利能力假设

1) 毛利率：高速率光模块市场预计在未来三年仍处于供给偏紧态势，第一梯队厂商的高端产品利润率维持在高水平。随着1.6T及未来可预见的3.2T更高速率光模块产品放量、以及公司LPO产品出货占比提升，公司光模块业务毛利率预计从2024年的45%逐步提升至2028年的50%水平；其后因行业需求增长放缓、市场竞争激烈程度加剧，预计产品将迎来快速年降的过程，业务毛利率逐步下降至32%（与AI算力需求爆发前的水平基本持平，显著高于二线光模块厂商）并保持稳定。

2) 费用率：受益于产品规模放量的摊薄效应，预计销售和管理费用率小幅下降、研发费用率从4.7%下降至4%。

业务二：其他

收入和盈利能力假设：收入随主营光模块业务放量，预计2025-2029年年复合增速30%，其后逐步递减至2%；毛利率稳定在25%水平，费用率稳定。

表2：公司整体业绩预测

新易盛	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	33.1	31.0	86.5	235.9	416.6	661.2	767.7	867.5
归母净利润(亿)	9.0	6.9	28.4	83.9	147.8	235.8	277.0	291.5
归母净利润增速(%)	36.5	-23.8	312.2	195.8	76.1	59.5	17.5	5.2
经营性净利润(亿)	8.1	6.4	27.9	83.7	147.6	235.5	276.8	291.3
经营性净利润增速(%)	33.1	-20.9	334.5	200.1	76.3	59.6	17.5	5.2
经营性归母净利润(亿)	8.1	6.4	27.9	83.7	147.6	235.5	276.8	291.3
经营性归母净利润增速(%)	33.1	-20.9	334.5	200.1	76.3	59.6	17.5	5.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

光模块	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	32.7	30.4	86.0	235.2	415.6	659.9	766.2	865.8
收入增速(%)	13.6	-7.2	183.1	173.5	76.7	58.8	16.1	13.0
经营性净利润(亿)	7.9	6.3	27.8	83.6	147.4	235.3	276.5	291.0
经营性净利率(%)	24.2	20.7	32.3	35.5	35.5	35.7	36.1	33.6
经营性净利润增速(%)	31.5	-20.9	343.0	200.5	76.4	59.6	17.5	5.2
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.4	0.6	0.5	0.7	1.0	1.3	1.6	1.7
收入增速(%)	41.4	67.4	-20.2	50.0	40.0	30.0	20.0	10.0
经营性净利润(亿)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
经营性净利率(%)	49.1	23.3	15.2	18.2	18.3	18.2	18.1	17.9
经营性净利润增速(%)	191.5	-20.5	-48.0	80.1	40.1	29.5	19.2	9.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
光模块	3.2%	中低	较好	较强	9.0%	11.79	275.8
其他	2.4%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.4
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
光模块(亿)	1054.6	1497.4	2552.0	11.8	-	0.2	2563.9
其他(亿)	1.4	2.4	3.8	0.0	-	0.0	3.8
公司整体测算(亿)	1055.9	1499.8	2555.7	11.8	-	0.2	2567.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
光模块(亿)	1472.7	1112.8	2585.5	11.8	-	0.2	2597.4
其他(亿)	2.1	2.6	4.7	0.0	-	0.0	4.8
公司整体测算(亿)	1474.8	1115.4	2590.2	11.8	-	0.2	2602.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。尽管公司凭借LP0等技术差异化路线成功切入核心客户供应链，800G等高速光模块业务放量推动业绩高增，但其客户集中度较高，对北美等重点市场的需求波动较为敏感。此外，行业供需关系动态变化，未来可能面临价格竞争压力，且光模块技术路径持续演进，公司需持续保持高强度研发投入以跟进前沿趋势，这些因素共同影响了其盈利预期的稳定性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。