

收入利润稳步增长, 连接AI赋能新应用

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年半年报, 上半年实现营收6.7亿元, 同比增长8.7%, 实现归母净利润0.6亿元, 同比增长2.1%; 其中Q2单季度实现营收3.5亿元, 同比增长7.4%, 环比增长9.7%, 实现归母净利润0.3亿元, 同比下滑5.5%, 环比增长7.7%, 符合市场预期。
- 上半年业绩稳步增长, 库存水平进一步下降。** 上半年公司收入与利润均实现了稳步增长, 其中境内占比72.1%, 海外业务受到俄乌战争等国际环境影响占比有所下降, 总体来看境内客户需求优于海外客户, 前五大客户占比约29.2%。产品结构方面, 芯片占比33.2%, 模组占比65.6%。毛利率方面, 上半年公司综合毛利率约40.8%保持稳定, 芯片与模组的毛利率分别为47.5%与37.5%。库存方面, 存货从一季度的3.85亿元, 进一步下降至二季度的3.46亿元, 在正常水平下进一步优化下降。
- 旗舰产品C3S3快速增长, 连接云端AI赋能新应用。** 公司ESP32-S系列产品从S3开始进一步强化AI方向的应用, 增加用于加速神经网络计算和信号处理等工作的向量指令, 开发者可以通过这些向量指令实现高性能图像识别和语音唤醒等功能。上半年公司S3系列产品在LCD屏应用与AI语音控制市场需求出现显著增长, 此外, 公司的WiFi产品可以搭配三方复杂的AI算法, 实现云端AI与物联网终端设备的结合。目前公司S3产品已有对接OpenAI的ChatGPT、百度“文心一言”等云端应用的实例, 未来伴随AI应用的进一步成熟, 也将进一步促进WiFi连接的需求。在C系列产品方面, 公司C6产品可提供WiFi6技术, C5为公司首颗2.4&5GHz双频Wi-Fi 6产品。上半年S3与C3产品已成为新一代旗舰产品, 为公司业绩长期增长带来有力支撑。
- H2支持Matter进入量产阶段, P4开拓SoC新应用领域。** 公司H2产品立足IEEE 802.15.4拓展Thread/Zigbee产品线, 补全和完善公司连接标准, 赋能Matter应用, 产品有望在三季度进入批量生产阶段。此外, 公司上半年发布ESP32-P4, 该产品是一颗包含双核400MHz RISC-V架构的SoC, 具备H.264编码与AI拓展指令集, 代表公司从连接类的WiFi MCU产品进一步向处理类的SoC深入布局。P4还支持多样化的HMI, 同时新增MIPI CSI和MIPI DSI接口, 将适配下一代嵌入式人机交互应用, 并提供边缘计算能力。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为1.94元、2.73元、3.80元, 对应PE分别为57倍、41倍、29倍。给予公司2024年50倍PE, 对应目标价136.50元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧导致产品大幅降价风险; 原材料采购价格大幅上涨风险; 产品研发进度不及预期风险; 汇率波动风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1271.13	1608.35	2003.87	2498.15
增长率	-8.31%	26.53%	24.59%	24.67%
归属母公司净利润(百万元)	97.32	157.01	220.71	306.97
增长率	-50.95%	61.33%	40.57%	39.08%
每股收益EPS(元)	1.20	1.94	2.73	3.80
净资产收益率ROE	5.33%	8.06%	10.33%	12.79%
PE	92	57	41	29
PB	4.91	4.60	4.20	3.74

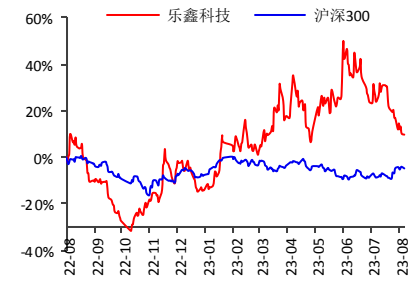
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

分析师: 张大为
执业证号: S1250523070004
电话: 0755-23617478
邮箱: zdw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.81
流通A股(亿股)	0.81
52周内股价区间(元)	70.62-160.00
总市值(亿元)	89.65
总资产(亿元)	22.00
每股净资产(元)	24.04

相关研究

- 乐鑫科技(688018): 三季度收入环比改善, Matter 1.0标准正式发布(2022-11-01)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：伴随公司芯片业务 C3、S3 等旗舰产品放量，H2 与 P4 逐步导入客户，假设公司芯片业务 2023-2025 年销量同比增长 30%、25%、25%，价格同比增长 2%、3%、3%，毛利率逐步提升至 47.5%、49.1%、50.6%。

假设 2：近年来公司模组业务占比持续提升，且高端模组出货量增长带动毛利率持续改善，假设公司模组业务 2023-2025 年销量同比增长保持 20%，价格同比增长 3%、2%、2%，毛利率逐步提升至 37.6%、38.2%、38.8%。

假设 3：公司软件业务厚积薄发，Rainmaker 云平台未来有望持续贡献业绩，假设公司其他业务 2023-2025 年销量同比增长保持 30%，价格保持不变，毛利率维持 54%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
芯片业务	收入	406.0	538.3	693.1	892.4
	增速	-26.5%	32.6%	28.8%	28.8%
	成本	214.0	282.4	353.0	441.3
	毛利率	47.3%	47.5%	49.1%	50.6%
模组业务	收入	854.3	1055.9	1292.4	1581.9
	增速	5.0%	23.6%	22.4%	22.4%
	成本	543.9	659.2	798.9	968.3
	毛利率	36.3%	37.6%	38.2%	38.8%
其他业务	收入	10.9	14.1	18.3	23.8
	增速	-46.2%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	5.0	6.5	8.4	11.0
	毛利率	54.3%	54.0%	54.0%	54.0%
合计	收入	1271.1	1608.3	2003.9	2498.1
	增速	-8.3%	26.5%	24.6%	24.7%
	成本	762.9	948.1	1160.4	1420.5
	毛利率	40.0%	41.1%	42.1%	43.1%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取 IC 设计行业中的三家主流公司，2024 年四家公司平均 PE 为 47 倍。鉴于智能物联网 AIoT 行业未来有望伴随经济复苏，且公司多款新品即将进入批量导入阶段，未来三年公司归母净利润复合增长率为 46.2%，优于行业，给予公司 2024 年 50 倍 PE，对应目标价 136.50 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603893.SH	瑞芯微	307.58	73.60	0.71	0.96	1.40	1.88	103.3	77.0	52.7	39.1
300458.SZ	全志科技	162.96	25.79	0.34	0.41	0.57	0.68	77.0	62.8	44.9	37.7
688608.SH	恒玄科技	147.23	122.66	1.02	1.76	2.79	3.58	120.2	69.5	44.0	34.3
平均值								100.2	69.8	47.2	37.0
688018.SH	乐鑫科技	89.65	110.97	1.20	1.94	2.73	3.80	92.1	57.1	40.6	29.2

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1271.13	1608.35	2003.87	2498.15	净利润	97.32	157.01	220.71	306.97
营业成本	762.88	948.09	1160.38	1420.54	折旧与摊销	20.20	6.52	6.52	6.52
营业税金及附加	5.27	6.67	8.31	10.36	财务费用	1.37	4.44	5.92	7.49
销售费用	49.32	61.12	74.14	89.93	资产减值损失	-4.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	1327.66	450.34	561.08	699.48	经营营运资本变动	-75.02	-230.45	-220.62	-275.25
财务费用	1.37	4.44	5.92	7.49	其他	32.43	-2.87	-7.12	2.07
资产减值损失	-4.98	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	71.32	-65.35	5.40	47.80
投资收益	24.16	0.00	0.00	0.00	资本支出	-14.07	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	1.22	1.22	1.22	1.22	其他	66.33	1.22	1.22	1.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	52.27	-8.78	-8.78	-8.78
营业利润	86.12	138.92	195.26	271.56	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	86.09	138.89	195.23	271.53	股权融资	43.37	0.00	0.00	0.00
所得税	-11.24	-18.13	-25.48	-35.44	支付股利	-128.72	-19.46	-31.40	-44.14
净利润	97.32	157.01	220.71	306.97	其他	-66.09	-30.99	-5.92	-7.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-151.44	-50.46	-37.32	-51.63
归属母公司股东净利润	97.32	157.01	220.71	306.97	现金流量净额	-16.47	-124.59	-40.69	-12.61
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	350.68	226.09	185.40	172.79	成长能力				
应收和预付款项	217.66	328.60	397.39	488.44	销售收入增长率	-8.31%	26.53%	24.59%	24.67%
存货	448.98	561.95	695.50	848.63	营业利润增长率	-58.67%	61.31%	40.56%	39.08%
其他流动资产	691.59	750.88	822.12	911.13	净利润增长率	-50.95%	61.33%	40.57%	39.08%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-51.53%	39.17%	38.58%	37.50%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	60.24	54.92	49.59	44.27	毛利率	39.98%	41.05%	42.09%	43.14%
无形资产和开发支出	2.41	11.88	21.35	30.81	三费率	8.68%	32.08%	32.00%	31.90%
其他非流动资产	311.23	310.57	309.92	309.26	净利率	7.66%	9.76%	11.01%	12.29%
资产总计	2082.80	2244.89	2481.25	2805.33	ROE	5.33%	8.06%	10.33%	12.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.67%	6.99%	8.89%	10.94%
应付和预收款项	168.17	227.41	273.44	333.44	ROIC	13.32%	17.81%	19.58%	21.95%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.47%	9.32%	10.36%	11.43%
其他负债	87.95	70.20	71.23	72.49	营运能力				
负债合计	256.12	297.61	344.67	405.93	总资产周转率	0.60	0.74	0.85	0.95
股本	80.48	80.79	80.79	80.79	固定资产周转率	23.89	27.93	38.35	53.23
资本公积	1309.81	1309.51	1309.51	1309.51	应收账款周转率	5.03	6.41	5.98	6.11
留存收益	460.40	597.95	787.25	1050.08	存货周转率	1.93	1.84	1.83	1.83
归属母公司股东权益	1826.68	1947.28	2136.58	2399.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.52%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1826.68	1947.28	2136.58	2399.41	资产负债率	12.30%	13.26%	13.89%	14.47%
负债和股东权益合计	2082.80	2244.89	2481.25	2805.33	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.97	8.05	7.53	7.11
					速动比率	6.61	5.63	5.03	4.62
					股利支付率	132.26%	12.40%	14.23%	14.38%
					每股指标				
					每股收益	1.20	1.94	2.73	3.80
					每股净资产	22.61	24.10	26.45	29.70
					每股经营现金	0.88	-0.81	0.07	0.59
					每股股利	1.59	0.24	0.39	0.55
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	107.69	149.88	207.69	285.57					
PE	92.12	57.10	40.62	29.21					
PB	4.91	4.60	4.20	3.74					
PS	7.05	5.57	4.47	3.59					
EV/EBITDA	72.66	53.20	38.58	28.11					
股息率	1.44%	0.22%	0.35%	0.49%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
北京	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
