

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

乐鑫科技 (688018. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

方竞 电子行业分析师
执业编号: S1500520030001
联系电话: +86 15618995441
邮箱: fangjing@cindasc.com

相关研究

《乐鑫科技: 硬件+软件构建生态, IoT 核心成就行业翘楚》2020.08.25
《乐鑫科技: IoT 龙头重启增长, 新品拓展放量可期》2020.10.23
《乐鑫科技: 一季报表现亮眼, IoT 龙头重启高增长》2021.04.16
《乐鑫科技: 中报符合预期, IoT 时代核心标的》2021.07.01

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

业绩短期承压, 产品矩阵雏形已现

2021年10月30日

事件: 2021年10月25日, 乐鑫科技发布三季报, 公司前三季度实现营收9.78亿元, 同比增长76.82%; 归母净利润1.48亿元, 同比增长83.32%。第三季度实现营收3.47亿元, 同比增长33.67%; 归母净利润0.47亿元, 同比增长1.22%。

点评:

➤ **代工产能受限, 三季度业绩短期承压。**公司三季度实现营收3.47亿元, 同比增长33.67%, 环比下降3.51%; 归母净利润0.47亿元, 同比增长1.22%, 环比下降30.91%, 收入和利润表现主要收到上游供给端限制。21年以来, 汽车电子等应用爆发, 晶圆代工产能紧张, 制约了三季度的出货表现。此外海运费用上涨等因素亦影响了海外销售。代工产能的趋紧同样导致了原料库存的升高, 三季度存货上升0.97亿元至2.89亿元。研发费用则维持增长, 本季度达0.68亿元, 费用率19.56%, 主要由于7-8月校招季, 公司按照原定计划持续扩大研发团队人员规模。

展望四季度, 在供给端, 封测和晶圆产能供应有望逐渐恢复, 而需求端四季度亦为传统旺季, 伴随国内双11和海外黑五大促纷纷来临, 下游客户备货动力充足, 有望看到业绩重回高增。

➤ **新品爆发, 产品矩阵快速构建。**公司过去一年专注基础研发, 今年以来新品频发, 形成了覆盖高中低端的主力产品矩阵。低端市场公司有单模单核产品ESP8266, 高端市场有双模双核产品ESP32, 构成两条主力产品线。而新款性价比产品ESP32-C3支持WiFi/BT双模连接, 采用自研的RISC-V处理器和更小的die size, 有更低的成本, 充分满足用户cost down需求, 推出一年来正逐步取代ESP8266, 已有百万级月出货量。

而在针对语音识别等AI应用方面公司亦推出了高性能的ESP32-S3, 针对智能门锁等低功耗应用推出低功耗WiFi 6产品ESP32-C6, 针对不同的连接协议推出了支持Thread和ZigBee低功耗mesh的ESP32-H2。未来亦将有更多新品发布, 产品矩阵和应用面持续丰富。

➤ **万物互联, 推进统一标准。**公司WiFi产品始终跟随行业标准和客户需求, 但同时也是物联网统一标准的参与制定者。作为CSA标准连接联盟(即ZigBee联盟)的活跃成员, 乐鑫在Matter协议(前称CHIP)发起之初就加入了Matter计划, 积极推动芯片H2通过Thread和ZigBee认证, 统一无线连接标准, 提供多生态无缝连接的IoT方案。在跟随行业趋势, 引导行业发展的同时, 公司亦积极搭建自有云平台, 已获得部分客户采用。

➤ **投资建议:** 我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为2.31/3.19/4.15亿元, 对应现价PE为57/41/32倍。我们看好公司作为WiFi MCU行业龙头的长线发展, 维持“买入”评级。

➤ **风险因素:** 研发进展不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 原材料价格波动风险。

主要财务及估值数据 (百万元)

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	757.43	831.29	1,548.54	2,060.31	2,632.95
同比(%)	59.49%	9.75%	86.28%	33.05%	27.79%
归属母公司净利润	158.51	104.05	231.07	318.61	414.77
同比(%)	68.83%	-34.35%	122.07%	37.88%	30.18%
毛利率(%)	47.03%	41.29%	40.79%	41.17%	41.41%
ROE(%)	16.50%	6.40%	13.24%	15.99%	17.86%
EPS (摊薄)(元)	1.98	1.30	2.88	3.98	5.18
P/E	83	126	57	41	32

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2021年10月29日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,680.76	1,772.49	2,036.29	2,325.69	2,739.53	
货币资金	135.99	503.24	770.12	895.68	1,127.82	
应收票据	30.72	3.71	6.91	9.20	11.75	
应收账款	110.71	182.14	238.50	356.53	479.21	
预付账款	3.70	6.31	11.86	15.68	19.95	
存货	97.79	196.16	308.56	419.56	534.48	
其他	1,301.85	880.93	700.34	629.06	566.32	
非流动资产	44.28	57.14	98.66	184.14	240.56	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产(合计)	25.79	24.99	67.08	145.16	196.45	
无形资产	4.19	4.04	3.63	3.27	2.94	
其他	14.31	28.12	27.95	35.71	41.17	
资产总计	1,725.05	1,829.63	2,134.96	2,509.83	2,980.10	
流动负债	77.21	137.68	256.30	339.52	432.70	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	39.33	83.09	156.12	206.36	262.62	
其他	37.88	54.59	100.19	133.16	170.08	
非流动负债	38.02	50.82	29.48	34.38	38.17	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他	38.02	50.82	29.48	34.38	38.17	
负债合计	115.22	188.50	285.78	373.90	470.88	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司股东权益	1,609.82	1,641.13	1,849.18	2,135.93	2,509.22	
负债和股东权益	1,725.05	1,829.63	2,134.96	2,509.83	2,980.10	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	757.43	831.29	1,548.54	2,060.31	2,632.95	
同比(%)	59.49%	9.75%	86.28%	33.05%	27.79%	
归属母公司净利润	158.51	104.05	231.07	318.61	414.77	
同比(%)	68.83%	-34.35%	122.07%	37.88%	30.18%	
毛利率(%)	47.03%	41.29%	40.79%	41.17%	41.41%	
ROE(%)	16.50%	6.40%	13.24%	15.99%	17.86%	
EPS(摊薄)(元)	1.98	1.30	2.88	3.98	5.18	
P/E	83	126	57	41	32	
P/B	8.14	7.99	7.09	6.14	5.23	
EV/EBITDA	70.10	103.93	52.07	36.26	26.72	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	757.43	831.29	1,548.54	2,060.31	2,632.95	
营业成本	401.24	488.05	916.97	1,212.07	1,542.52	
营业税金及	1.76	0.85	3.10	4.12	5.27	
销售费用	27.13	31.49	55.75	74.17	94.79	
管理费用	54.77	46.60	80.52	103.02	131.65	
研发费用	119.75	192.79	275.64	356.43	447.60	
财务费用	3.80	-3.06	-2.33	-1.16	-2.50	
减值损失合计	-7.49	0.41	-1.67	-0.22	-0.28	
投资净收益	13.04	28.33	21.90	20.00	20.00	
其他	-0.60	7.96	2.06	5.28	4.99	
营业利润	168.89	110.46	244.52	337.16	438.90	
营业外收支	3.17	0.00	0.00	0.00	0.00	
利润总额	172.06	110.46	244.52	337.16	438.91	
所得税	13.56	6.41	13.45	18.54	24.14	
净利润	158.51	104.05	231.07	318.61	414.77	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	158.51	104.05	231.07	318.61	414.77	
EBITDA	186.82	126.05	251.86	361.66	490.87	
EPS(当年)(元)	1.98	1.30	2.88	3.98	5.18	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	102.32	36.06	68.30	196.35	260.69	
净利润	158.51	104.05	231.07	318.61	414.77	
折旧摊销	9.82	13.41	9.66	25.66	54.46	
财务费用	4.94	2.19	-2.33	-1.16	-2.50	
投资损失	-13.04	-13.04	-28.33	-22.33	-20.42	
营运资金变	-83.26	-58.66	-138.43	-122.97	-189.35	
其它	25.36	3.39	-9.35	-3.36	3.73	
投资活动现金流	-1,272.06	423.82	219.28	-40.09	10.43	
资本支出	-39.98	-51.56	-77.20	-125.29	-125.29	
长期投资	1.25	473.58	4,752.90	258.00	49.66	
其他	-1,233.34	1.81	-4,456.42	-172.79	86.06	
筹资活动现金流	1,131.97	-68.04	-20.70	-30.70	-38.98	
吸收投资	1,140.08	-2.74	23.19	31.86	41.48	
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
支付利息或股息	-3.80	3.06	-20.78	-30.70	-38.98	
现金净增加额	-37.78	391.83	266.88	125.56	232.14	

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台IC咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

李少青，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，熟悉消费电子产业链。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。