开源证券

乐鑫科技（688018.SH） 物联化渗透快速推进，生态壁垒愈发稳固

2022 年 03 月 11 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

曹旭辰（联系人）
caoxuchen@kysec.cn
证书编号：S0790120080019

日期	2022/3/10
当前股价(元)	151.79
一年最高最低(元)	296.88/98.01
总市值(亿元)	121.67
流通市值(亿元)	68.76
总股本(亿股)	0.80
流通股本(亿股)	0.45
近 3 个月换手率(%)	132.11

股价走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-迎物联网需求崛起，享生态耕耘之积累》-2021.12.15

● 下游需求高度景气，业绩表现持续优秀

2022 年 3 月 10 日，公司发布 2021 年年报，受益于物联网行业的快速扩张，2021 年公司营业收入为 13.86 亿元、同比增长 66.77%，2021 年公司扣非归母净利润为 1.73 亿元、同比增长 133.85%。考虑到智能终端物联化仍处于高速渗透期，叠加近期股价调整幅度较大，我们下调 2022-2023 年盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.00/4.44/6.60 亿元（2022-2023 年原值分别为 3.21/4.61 亿元），EPS 为 3.74/5.54/8.23 元，当前股价对应 PE 为 40.6/27.4/18.4 倍，维持“买入”评级。

● 模组化趋势持续推进，应用终端向高端化发展

随着物联网产品渗透率的快速提升，客户对新产品的上手速度有着更高的要求，这使得公司的模组出货量占比持续提升；从 2019-2021 年，公司模组出货量占比从 2019 年的 14.4%提升至 2021 年的 35.7%。进一步，电子终端的物联化是由灯具、音箱等价值量较低的小家电向白电、安防等价值量较高终端发展；2021 年公司模组产品使用的存储芯片容量呈现扩大趋势，这意味着公司的产品正用于更高存储容量需求、更高价值量的终端。

● 产品矩阵愈发丰富，生态壁垒持续提升

虽然公司产品的核心功能均是实现电子终端的 WiFi 连接，但从 2014-2021 年公司通过平衡性能和成本的特点已推出 8 个系列的 WiFi MCU，这使得用户可根据各应用的细分需求选择最具性价比的 WiFi MCU。不同于传统芯片设计公司仅专注于芯片设计，乐鑫科技在芯片设计、开发软件、云服务、开发者生态四个层级同步发力，这提升了公司的知名度并形成了产品独特的技术生态，使得公司在 WiFi MCU 的竞争不局限于成本的拼杀还有生态的持续性优势。

● 风险提示： 上游产能存在持续趋紧的风险；客户拓展速度存在较大不确定性；新产品研发进度存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	831	1,386	1,969	2,810	4,028
YOY(%)	9.8	66.8	42.0	42.7	43.4
归母净利润(百万元)	104	198	300	444	660
YOY(%)	-34.4	90.7	51.1	48.0	48.7
毛利率(%)	41.3	39.6	38.9	38.6	38.2
净利率(%)	12.5	14.3	15.2	15.8	16.4
ROE(%)	6.3	10.9	15.0	18.7	22.3
EPS(摊薄/元)	1.30	2.48	3.74	5.54	8.23
P/E(倍)	116.9	61.3	40.6	27.4	18.4
P/B(倍)	7.4	6.7	6.1	5.1	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1772	1987	2534	3301	4238
现金	503	367	719	1026	1470
应收票据及应收账款	186	318	398	624	841
其他应收款	14	10	24	24	44
预付账款	6	8	12	17	25
存货	196	326	424	653	899
其他流动资产	867	958	958	958	958
非流动资产	57	142	119	128	147
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	25	46	57	68	85
无形资产	4	3	3	3	3
其他非流动资产	28	92	59	57	59
资产总计	1830	2129	2654	3430	4385
流动负债	138	238	591	982	1352
短期借款	0	0	319	614	878
应付票据及应付账款	83	139	180	277	381
其他流动负债	55	99	92	92	93
非流动负债	51	68	68	68	68
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	51	68	68	68	68
负债合计	189	306	659	1051	1421
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	80	80	80	80	80
资本公积	1235	1267	1267	1267	1267
留存收益	333	492	681	921	1274
归属母公司股东权益	1641	1823	1995	2379	2964
负债和股东权益	1830	2129	2654	3430	4385

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	36	31	134	82	285
净利润	104	198	300	444	660
折旧摊销	13	16	16	22	26
财务费用	-3	-2	-7	2	8
投资损失	-28	-21	-20	-20	-20
营运资金变动	-77	-198	-153	-362	-386
其他经营现金流	27	38	-2	-4	-3
投资活动现金流	424	-120	29	-8	-22
资本支出	22	32	36	9	19
长期投资	446	-91	0	0	0
其他投资现金流	891	-179	64	1	-3
筹资活动现金流	-68	-39	-130	-62	-82
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	21	32	0	0	0
其他筹资现金流	-89	-71	-130	-62	-82
现金净增加额	367	-136	32	13	181

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	831	1386	1969	2810	4028
营业成本	488	837	1202	1726	2488
营业税金及附加	1	4	2	3	4
营业费用	31	42	53	67	93
管理费用	47	55	69	90	117
研发费用	193	272	354	478	644
财务费用	-3	-2	-7	2	8
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	6	4	5	6	5
公允价值变动收益	2	5	3	4	3
投资净收益	28	21	20	20	20
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	110	208	323	474	703
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	110	208	324	475	703
所得税	6	10	25	31	43
净利润	104	198	300	444	660
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	104	198	300	444	660
EBITDA	109	213	334	499	738
EPS(元)	1.30	2.48	3.74	5.54	8.23

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	9.8	66.8	42.0	42.7	43.4
营业利润(%)	-34.6	88.6	55.1	46.5	48.4
归属于母公司净利润(%)	-34.4	90.7	51.1	48.0	48.7
获利能力					
毛利率(%)	41.3	39.6	38.9	38.6	38.2
净利率(%)	12.5	14.3	15.2	15.8	16.4
ROE(%)	6.3	10.9	15.0	18.7	22.3
ROIC(%)	5.5	10.2	12.6	14.8	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	10.3	14.4	24.8	30.6	32.4
净负债比率(%)	-30.7	-19.0	-19.4	-16.8	-19.6
流动比率	12.9	8.4	4.3	3.4	3.1
速动比率	11.3	6.1	3.2	2.5	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	5.1	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	8.0	7.6	7.6	7.6	7.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.30	2.48	3.74	5.54	8.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.39	1.67	1.02	3.56
每股净资产(最新摊薄)	20.47	22.74	24.88	29.68	36.98
估值比率					
P/E	116.9	61.3	40.6	27.4	18.4
P/B	7.4	6.7	6.1	5.1	4.1
EV/EBITDA	99.4	51.9	33.0	22.1	14.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn