

软硬件研发双轮驱动，物联网平台型公司可期

2022 年 03 月 13 日

► **事件：**公司 3 月 11 日发布 2021 年年报，2021 年，公司实现营收 13.86 亿元，同比增长 66.77%；实现归母净利润 1.98 亿元，同比增长 90.7%；实现扣非后归母净利润 1.73 亿元，同比增长 133.85%。对应 21Q4 单季度，公司实现营收 4.08 亿元（YoY+46.8%，QoQ+17.53%），实现归母净利润 0.5 亿元（YoY+116.37%，QoQ+7.74%）。同时，公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟以 120 元/股价格向激励对象授予 160.32 万股限制性股票。

► **全年营收大幅增长，产能紧张和产品结构变化带来毛利率波动。**2020 年下半年起，随着疫情得到控制，市场逐步恢复正常，物联网行业景气度持续提升，公司 2021 年全年产品销量和收入同比实现大幅增长。毛利率端，2021 年公司综合毛利率为 39.6%，同比下降 1.69pcts，主要由于模组出货量占比提升（由 2020 年的 22.8% 提升至 35.7%），而模组毛利率较低导致。分产品来看，2021 年芯片毛利率为 48.94%，同比提升 3.24pcts，主要由于在上游晶圆制造和封测产能供应紧缺、成本上升的情况下，公司对芯片价格进行一定幅度调涨；模组毛利率为 33.48%，同比下降 2.52pcts，主要由于行业上游产能紧张，且模组产品使用的存储芯片容量呈扩大趋势，模组配套物料采购成本上升导致。

► **软硬件研发双轮驱动，“四梁四柱”构建物联网平台型之路。**乐鑫科技坚持软硬件研发双轮驱动，产品以“处理+连接”为方向，“四梁四柱”构建公司物联网生态（“四梁”包括连接技术及芯片设计能力、平台系统支持能力、大量的软件应用方案、繁荣的生态；“四柱”指产品开发环境、工具软件、云服务、丰富详细的文档支持）。2021 年，公司发布 ESP32-C6、ESP32-C2 和 ESP32-H2 三款芯片，涵盖 AI、RISC-V MCU、Wi-Fi 6、Bluetooth LE、Thread/ZigBee 等芯片设计技术，产品边界也从 Wi-Fi MCU 扩大至 Wireless SoC 领域。除此之外，公司的云产品 ESP Rainmaker 研发成果也已商业化，从最初的云中间件进化为完整的 AIoT 平台，实现硬件、软件和云端一站式产品服务战略。

► **重视研发投入，推出新一轮股权激励。**公司重视研发投入，2021 年研发费用 2.72 亿元，同比增长 40.92%，占收入比重 19.6%，期末研发人员人数达到 388 人，占公司总人数 75%。同时，公司发布 2022 年限制性股票激励计划，拟以 120 元/股价格向激励对象授予 160.32 万股限制性股票，其中首次授予 133.82 万股，总人数 212 人，主要为公司核心技术人员，占公司员工总数的 41.01%。

► **投资建议：**预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 2.9/3.92/5.14 亿元，对应现价 PE 分别为 43/32/24 倍，公司在物联网 Wi-Fi MCU 领域全球领先，随着产品矩阵和技术逐渐完善，物联网平台型公司可期，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游市场波动的风险；市场竞争加剧的风险；研发进展不及预期的风险；原材料上涨的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,386	2,024	2,795	3,718
增长率（%）	66.8	46.0	38.1	33.0
归属母公司股东净利润（百万元）	198	290	392	514
增长率（%）	90.7	46.4	34.8	31.2
每股收益（元）	2.48	3.62	4.89	6.41
PE	63	43	32	24
PB	8.4	6.2	5.4	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 03 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

156.28 元



分析师：方竞

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师：李少青

执业证号：S0100522010001

电话：18616987704

邮箱：lishaoqing@mszq.com

相关研究

1.【民生电子】乐鑫科技（688018）业绩点评：业绩翻倍增长，享受 IoT 时代红利

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,386	2,024	2,795	3,718
营业成本	837	1,263	1,747	2,333
营业税金及附加	4	4	6	7
销售费用	42	61	84	115
管理费用	55	71	98	130
研发费用	272	374	517	688
EBIT	181	251	343	445
财务费用	-2	-4	-3	-3
资产减值损失	0	0	-5	-2
投资收益	21	44	61	82
营业利润	208	305	411	539
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	208	305	411	539
所得税	10	14	20	26
净利润	198	290	392	514
归属于母公司净利润	198	290	392	514
EBITDA	204	278	374	485

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	367	388	388	515
应收账款及票据	318	432	621	824
预付款项	8	13	19	25
存货	326	436	662	866
其他流动资产	967	982	991	996
流动资产合计	1,987	2,250	2,681	3,225
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	46	52	60	67
无形资产	3	5	6	7
非流动资产合计	142	154	169	184
资产合计	2,129	2,404	2,850	3,410
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	139	183	280	366
其他流动负债	99	140	197	257
流动负债合计	238	322	477	623
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	68	68	68	68
非流动负债合计	68	68	68	68
负债合计	306	391	545	691
股本	80	80	80	80
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,823	2,013	2,305	2,719
负债和股东权益合计	2,129	2,404	2,850	3,410

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	66.77	45.99	38.10	33.03
EBIT 增长率	133.11	38.88	36.84	29.48
净利润增长率	90.70	46.38	34.84	31.16
盈利能力 (%)				
毛利率	39.60	37.60	37.49	37.26
净利润率	14.31	14.35	14.01	13.82
总资产收益率 ROA	9.32	12.08	13.74	15.07
净资产收益率 ROE	10.88	14.43	16.99	18.89
偿债能力				
流动比率	8.36	6.98	5.62	5.18
速动比率	6.95	5.59	4.19	3.75
现金比率	1.54	1.20	0.81	0.83
资产负债率 (%)	14.37	16.25	19.12	20.26
经营效率				
应收账款周转天数	80.78	71.37	77.37	76.51
存货周转天数	142.18	125.94	138.27	135.47
总资产周转率	0.65	0.84	0.98	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	2.48	3.62	4.89	6.41
每股净资产	22.74	25.12	28.76	33.92
每股经营现金流	0.39	1.45	1.12	2.53
每股股利	1.60	1.25	1.25	1.25
估值分析				
PE	63	43	32	24
PB	8.4	6.2	5.4	4.6
EV/EBITDA	72.82	43.74	32.52	24.82
股息收益率 (%)	1.02	0.80	0.80	0.80

现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	198	290	392	514
折旧和摊销	24	27	30	40
营运资金变动	-176	-158	-276	-271
经营活动现金流	31	116	90	203
资本开支	-32	-39	-50	-57
投资	-91	0	0	0
投资活动现金流	-120	4	11	25
股权募资	10	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-39	-100	-100	-100
现金净流量	-136	20	1	127

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001