

Wi-Fi MCU 龙头业绩高增，布局扩展 Wireless SoC

投资要点

- **事件：公司发布 2021 年年报及 2022 年限制性股票激励计划（草案），2021 年公司实现公司 2021 年实现营收 13.9 亿元，同比增长 66.8%；归母净利润 2.0 亿元，同比增长 90.7%。此外，公司拟向激励对象 212 人（占公司总人数 41%）授予 160 万股限制性股票，占公司总股本 2%。**
- **Q4 收入历史新高，ESP32 产品线逐步完善。**公司 2021 年第四季度营业收入 4.1 亿元，创下单季度营收历史新高，同比增长 46.8%；归母净利润 0.5 亿元，同比增长 116.4%。毛利率方面，2021 年全年综合毛利率约为 39.6%，较 2020 年下滑 1.7pp，主要由于模组销量的占比提升导致，模组毛利率下滑的原因在于模组内所使用的存储容量扩大，导致成本提升。仅从芯片端来看，公司 2021 年芯片业务毛利率为 48.9%，同比提升 3.1 个百分点，主要系 2021 年半导体行业缺芯影响，公司向下游调整价格，同时，公司新产品上线丰富了整体产品矩阵，进而实现了更为灵活的产品价格调整。2021 年公司发布 3 款芯片，分别为首款支持 Wi-Fi 6 的 C6，支持 Thread 和 Zigbee 的 H2 和打造极致性价比的 C2，RainMaker 云平台也实现商业化。2021 年公司芯片合计销量为 1.5 亿颗，若计入模组中所含芯片，实际芯片销量总数约为 2.3 亿颗，累计出货芯片总数已达到 7 亿颗。前五大客户占比从 2019 年的 50.96% 下降到 29.05%，客户集中度持续下降，同时新增前五大客户 EBV，占比约 3.8%。
- **股权激励充分，Wi-Fi MCU 龙头进军 Wireless SoC。**公司拟向激励对象 212 人授予 160 万股限制性股票，2022-2025 年业绩目标分别为营收不低于 15.5（同比+11.5%）、17.6（同比+13.7%）、20（同比+13.4%）、25（同比+25%）亿元。同时要求基于 AI MCU 自研芯片、Wi-Fi 6 自研芯片、四核 MCU 自研芯片以及 Wi-Fi 6E 自研芯片等项目，自产品研发成功至考核当年底的累计销售额不低于 1000 万元。我们认为该计划覆盖面广、激励充分，并对公司研发项目提出明确的产业化要求。此外，公司提出“四梁四柱”的核心竞争力，分别为“四梁”：连接与芯片设计技术、平台系统、软件方案、开发者生态，“四柱”：产品的开发环境、工具软件、云服务以及文档支持。我们认为公司立足连接，深入布局处理技术，产品从 Wi-Fi MCU 进一步向 Wireless SoC 延伸，下游领域同时向工业、医疗和车联网等领域拓展，未来有望持续高增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.51 元、5.03 元、6.71 元，对应 PE 分别为 45、31、23 倍，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。

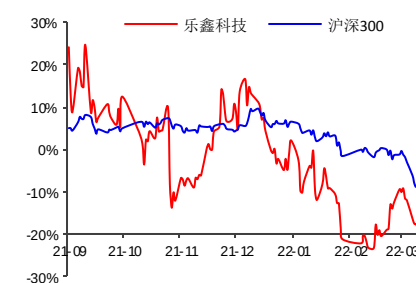
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1386.37	1858.22	2736.79	3876.07
增长率	66.77%	34.03%	47.28%	41.63%
归属母公司净利润（百万元）	198.43	281.25	403.52	537.82
增长率	90.70%	41.74%	43.47%	33.28%
每股收益 EPS（元）	2.48	3.51	5.03	6.71
净资产收益率 ROE	10.88%	13.52%	16.62%	18.64%
PE	63	45	31	23
PB	6.87	6.02	5.16	4.34

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：高宇洋
执业证号：S1250520110001
电话：021-58351839
邮箱：gyy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.80
流通 A 股(亿股)	0.45
52 周内股价区间(元)	97.53-296.88
总市值(亿元)	125.27
总资产(亿元)	21.29
每股净资产(元)	22.74

相关研究

1. 乐鑫科技 (688018)：业绩符合预期，新品带动 AIoT 生态互联互通 (2021-10-26)
2. 乐鑫科技 (688018)：一季度业绩创新高，Wi-Fi6 新品如期而至 (2021-04-16)
3. 乐鑫科技 (688018)：软硬兼备的 Wi-Fi MCU 龙头厚积薄发 (2021-01-06)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1386.37	1858.22	2736.79	3876.07	净利润	198.43	281.25	403.52	537.82
营业成本	837.35	1139.03	1706.99	2445.85	折旧与摊销	16.14	5.19	5.19	5.19
营业税金及附加	3.56	4.77	7.02	9.94	财务费用	-2.31	1.18	2.19	6.05
销售费用	41.82	56.05	82.55	116.91	资产减值损失	0.03	-6.00	-2.00	0.00
管理费用	327.18	371.64	519.99	736.45	经营营运资本变动	-360.70	-226.94	-433.43	-540.87
财务费用	-2.31	1.18	2.19	6.05	其他	179.87	5.96	-3.37	-3.58
资产减值损失	0.03	-6.00	-2.00	0.00	经营活动现金流净额	31.46	60.65	-27.90	4.61
投资收益	20.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-16.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.51	3.77	3.64	3.83	其他	-102.75	3.77	3.64	3.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-119.67	3.77	3.64	3.83
营业利润	208.36	295.32	423.69	564.69	短期借款	0.00	0.00	0.00	150.85
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	208.33	295.29	423.66	564.66	股权融资	31.79	0.00	0.00	0.00
所得税	9.90	14.04	20.14	26.84	支付股利	-40.02	-39.69	-56.25	-80.70
净利润	198.43	281.25	403.52	537.82	其他	-30.60	5.89	-2.19	-6.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-38.83	-33.79	-58.44	64.10
归属母公司股东净利润	198.43	281.25	403.52	537.82	现金流量净额	-136.10	30.62	-82.70	72.54
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	367.15	397.77	315.07	387.61	成长能力				
应收和预付款项	335.82	442.11	660.15	931.94	销售收入增长率	66.77%	34.03%	47.28%	41.63%
存货	326.17	426.42	660.28	938.90	营业利润增长率	88.64%	41.73%	43.47%	33.28%
其他流动资产	958.26	1030.03	1163.65	1336.92	净利润增长率	90.70%	41.74%	43.47%	33.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	83.93%	35.78%	42.89%	33.60%
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	46.18	42.27	38.37	34.47	毛利率	39.60%	38.70%	37.63%	36.90%
无形资产和开发支出	3.19	2.66	2.12	1.59	三费率	6.85%	23.08%	22.10%	22.17%
其他非流动资产	92.29	91.53	90.77	90.01	净利率	14.31%	15.14%	14.74%	13.88%
资产总计	2129.06	2432.79	2930.42	3721.45	ROE	10.88%	13.52%	16.62%	18.64%
短期借款	0.00	0.00	0.00	150.85	ROA	9.32%	11.56%	13.77%	14.45%
应付和预收款项	211.21	283.22	433.07	615.47	ROIC	35.02%	31.24%	31.29%	28.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.03%	16.24%	15.75%	14.86%
其他负债	94.82	69.27	69.78	70.45	营运能力				
负债合计	306.04	352.49	502.86	836.77	总资产周转率	0.70	0.81	1.02	1.17
股本	80.16	80.16	80.16	80.16	固定资产周转率	38.96	42.02	67.87	106.42
资本公积	1266.77	1266.77	1266.77	1266.77	应收账款周转率	5.67	5.36	5.62	5.48
留存收益	491.80	733.36	1080.63	1537.75	存货周转率	3.16	3.01	3.13	3.05
归属母公司股东权益	1823.02	2080.29	2427.56	2884.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1823.02	2080.29	2427.56	2884.68	资产负债率	14.37%	14.49%	17.16%	22.49%
负债和股东权益合计	2129.06	2432.79	2930.42	3721.45	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	18.03%
					流动比率	8.36	8.08	6.44	4.68
					速动比率	6.99	6.58	4.92	3.46
					股利支付率	20.17%	14.11%	13.94%	15.01%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	222.19	301.69	431.08	575.94	每股收益	2.48	3.51	5.03	6.71
PE	63.13	44.54	31.05	23.29	每股净资产	22.74	25.95	30.28	35.99
PB	6.87	6.02	5.16	4.34	每股经营现金	0.39	0.76	-0.35	0.06
PS	9.04	6.74	4.58	3.23	每股股利	0.50	0.50	0.70	1.01
EV/EBITDA	51.02	37.45	26.40	19.90					
股息率	0.32%	0.32%	0.45%	0.64%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn