

需求疲软压制收入增长，模组毛利率同比提升

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年度报告，2022 年上半年实现营收 6.1 亿元，同比减少 2.7%，归母净利润 0.6 亿元，同比减少 37.7%；其中，Q2 单季度实现营收 3.2 亿元，同比减少 9.8%，归母净利润 0.4 亿元，同比减少 47.5%。
- **需求疲软影响收入增长，研发投入维持高位。**2022 上半年国内多地受到疫情影响，叠加宏观经济增长放缓等因素，终端客户需求疲软，下游客户处于去库存阶段，导致公司上半年收入增长有所停滞。利润率方面，公司上半年毛利率为 40.2%，同比持平，净利率为 10.3%，同比下降 5.8pp，费用率方面，管理费用率为 4.4%，财务费用率 0.5%，销售费用率 3.2%。公司坚定投入和拓展研发项目，上半年研发费用达到 1.5 亿元，占营收 24.8%，较上年同期增长 28%。
- **模组毛利率同比改善，海外占比提升显著。**为满足下游客户需求，公司模组业务占比提升 17.5pp，上半年芯片业务实现营收 1.9 亿元，占比约 30.5%，模组业务营收为 4.2 亿元，占比达到 68.8%。同时，公司模组业务毛利率改善显著，从去年同期的 33.1%提升至 36.3%，芯片业务毛利率稳定在 48.9%。此外，公司前五大客户集中度持续下降，占比约为 25.4%，而境外业务占比持续提升，达到 40.8%，较 2021 年末的 32.5%提升了 8.3pp。
- **首款双频 WiFi6 产品发布，一站式 Matter 解决方案推出。**2022 年 5 月公司发布 ESP32-C5 芯片，首次开拓 WiFi6 的 2.4GHz&5GHz 双频产品线，同时集成 Bluetooth5(LE)，搭载 32 位 RISC-V 处理器，主要应用于超低功耗的物联网设备。上半年公司成为亚马逊 AWS IoT ExpressLink 三家合作伙伴之一，其余两家合作伙伴分别为英飞凌和 u-blox。公司主要为 AWS IoT ExpressLink 提供基于 ESP32-C3 WiFi+BT5 (LE) SoC 的相关模组产品，助力客户将主机 MCU 连接至 AWS IoT 服务。公司同时推出一站式 Matter 全生态解决方案，覆盖从协议制定、核心功能开发到认证项目搭建，增强客户使用产品的粘性，截至 2022 上半年 GitHub 上关于公司产品的开源项目已超过 7 万个。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2、3.1、4.2 亿元，对应 PE 分别为 38、25、18 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；汇率波动风险等。

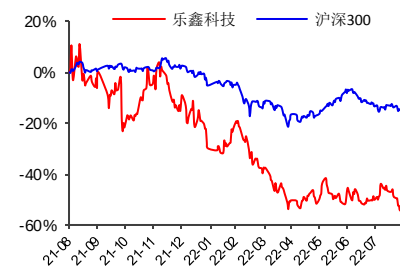
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1386.37	1675.42	2281.77	2967.90
增长率	66.77%	20.85%	36.19%	30.07%
归属母公司净利润(百万元)	198.43	202.61	308.16	419.85
增长率	90.70%	2.11%	52.10%	36.24%
每股收益 EPS(元)	2.47	2.52	3.83	5.22
净资产收益率 ROE	10.88%	10.12%	13.58%	15.98%
PE	38	38	25	18
PB	4.17	3.80	3.35	2.89

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)	0.80
52 周内股价区间(元)	91.62-235.15
总市值(亿元)	76.03
总资产(亿元)	20.71
每股净资产(元)	22.48

相关研究

1. 乐鑫科技(688018): 短期业绩承压, 毛利率环比改善 (2022-05-02)
2. 乐鑫科技(688018): Wi-Fi MCU 龙头业绩高增, 布局扩展 Wireless SoC (2022-03-14)
3. 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)

关键假设：

1) 销量假设：2022 年国内多地受到疫情影响，叠加宏观经济增长放缓等因素，终端客户需求疲软，下游客户处于去库存阶段，导致公司收入增长受到压制。以核心产品线 ESP32 系列为例，我们预计 2022 年销量增速 25%，2023、2024 年分别为 60%、50%。

2) 单价假设：出于当前上游晶圆制造行业供给紧张有所缓解的情况，以核心产品 ESP32 系列为例，我们假设 2022 年单价保持不变，2023、2024 年下降 5%。

3) 毛利率假设：2021 年公司通过上调芯片产品价格等方式，将上游晶圆涨价的影响传导至下游，因此公司芯片与模组业务的毛利率保持相对稳定，我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 40.4%、40.1%、40.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
芯片业务	收入	552.7	651.5	811.7	970.8
	增速	25.2%	17.9%	24.6%	19.6%
	毛利率	47.5%	51.1%	51.2%	51.3%
模组业务	收入	813.0	1,004.0	1,436.2	1,939.7
	增速	113.9%	23.5%	43.1%	35.1%
	毛利率	32.7%	33.0%	33.4%	33.9%
其他业务	收入	11.7	19.9	33.8	57.5
	增速	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
	毛利率	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	1,386.4	1,675.4	2,281.8	2,967.9
	增速	66.8%	20.8%	36.2%	30.1%
	毛利率	38.6%	40.4%	40.1%	40.1%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取 MCU 行业中的四家主流公司，2022 年四家公司平均 PE 为 45 倍。鉴于智能物联网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 28.4%，优于行业，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			22E	23E	24E	22E	23E	24E
688099.SH	晶晨股份	86.17	2.93	3.85	4.97	29.39	22.36	17.33
603893.SH	瑞芯微	85.50	1.98	2.80	3.64	43.18	30.54	23.49
688595.SH	芯海科技	43.75	1.15	1.69	2.08	38.19	25.89	20.99
688262.SH	国芯科技	49.00	0.69	1.11	1.68	70.80	44.03	29.10
平均值						45.39	30.70	22.73
688018.SH	乐鑫科技	94.51	2.52	3.83	5.22	37.50	24.68	18.11

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2022 年 8 月 31 日

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	1675.42	2281.77	2967.90	净利润	198.43	202.61	308.16	419.85
营业成本	837.35	999.16	1365.76	1778.53	折旧与摊销	16.14	5.19	5.19	5.19
营业税金及附加	3.56	4.30	5.85	7.61	财务费用	-2.31	0.97	1.59	2.29
销售费用	41.82	50.53	68.82	89.52	资产减值损失	0.03	1.00	-5.00	0.00
管理费用	327.18	410.48	524.81	652.94	经营营运资本变动	-366.75	-134.84	-299.84	-322.27
财务费用	-2.31	0.97	1.59	2.29	其他	185.92	-4.06	-3.40	-1.57
资产减值损失	0.03	1.00	-5.00	0.00	经营活动现金流净额	31.46	70.87	6.71	103.50
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	212.75	323.57	440.84	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	208.33	212.72	323.54	440.80	股权融资	31.79	0.00	0.00	0.00
所得税	9.90	10.11	15.38	20.95	支付股利	-40.02	-39.69	-40.52	-61.63
净利润	198.43	202.61	308.16	419.85	其他	-30.60	6.10	-1.59	-2.29
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	-33.58	-42.11	-63.92
归属母公司股东净利润	198.43	202.61	308.16	419.85	现金流量净额	-136.10	41.05	-31.76	43.40
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	408.20	376.44	419.84	成长能力				
应收和预付款项	335.82	398.32	549.78	712.59	销售收入增长率	66.77%	20.85%	36.19%	30.07%
存货	326.17	374.18	533.64	688.14	营业利润增长率	88.64%	2.10%	52.09%	36.24%
其他流动资产	958.26	1002.23	1094.44	1198.80	净利润增长率	90.70%	2.11%	52.10%	36.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	83.93%	-1.48%	50.91%	35.71%
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%	40.36%	40.14%	40.07%
无形资产和开发支出	3.19	2.66	2.12	1.59	三费率	6.85%	27.57%	26.09%	25.09%
其他非流动资产	92.29	91.53	90.77	90.01	净利率	14.31%	12.09%	13.51%	14.15%
资产总计	2129.06	2319.39	2685.58	3145.44	ROE	10.88%	10.12%	13.58%	15.98%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.32%	8.74%	11.47%	13.35%
应付和预收款项	211.21	248.60	346.81	448.09	ROIC	35.02%	23.94%	27.90%	28.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.03%	13.07%	14.48%	15.11%
其他负债	94.82	69.14	69.47	69.85	营运能力				
负债合计	306.04	317.75	416.29	517.93	总资产周转率	0.70	0.75	0.91	1.02
股本	80.16	80.45	80.45	80.45	固定资产周转率	38.96	37.88	56.59	81.48
资本公积	1266.77	1266.48	1266.48	1266.48	应收账款周转率	5.67	5.11	5.45	5.29
留存收益	491.80	654.72	922.36	1280.58	存货周转率	3.13	2.80	2.98	2.90
归属母公司股东权益	1823.02	2001.65	2269.29	2627.51	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	2001.65	2269.29	2627.51	资产负债率	14.37%	13.70%	15.50%	16.47%
负债和股东权益合计	2129.06	2319.39	2685.58	3145.44	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.36	8.75	7.34	6.71
					速动比率	6.99	7.25	5.81	5.18
					股利支付率	20.17%	19.59%	13.15%	14.68%
					每股指标				
					每股收益	2.47	2.52	3.83	5.22
					每股净资产	22.66	24.88	28.21	32.66
					每股经营现金	0.39	0.88	0.08	1.29
					每股股利	0.50	0.49	0.50	0.77
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	222.19	218.91	330.36	448.32					
PE	38.32	37.53	24.67	18.11					
PB	4.17	3.80	3.35	2.89					
PS	5.48	4.54	3.33	2.56					
EV/EBITDA	28.74	29.07	19.36	14.17					
股息率	0.53%	0.52%	0.53%	0.81%					

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，，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。

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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn