

乐鑫科技 (688018.SH)

二季度营收环比增长 10%，看好 AI 技术积累

增持

核心观点

上半年营收同比增长 8.7%，第二季度营收环比增长 9.7%。公司 2023 年上半年实现营收 6.67 亿元 (YoY 8.7%)，归母净利润 0.65 亿元 (YoY 2.1%)，扣非归母净利润 0.54 亿元 (YoY 8.8%)，剔除股份支付影响的归母净利润 0.77 亿元 (YoY 11.8%)，毛利率为 40.2% (YoY -0.64pct)。其中第二季度实现营收 3.5 亿元 (YoY 7.4%，QoQ 9.7%)，归母净利润 0.33 亿元 (YoY -5.5%，QoQ 7.7%)，扣非归母净利润 0.29 亿元 (YoY 2.82%，QoQ 12.3%)，毛利率环比上升 0.3pct 至 41.0%。

芯片收入同比增长 18.3%，研发费用同比增长 16.7%。按产品种类划分，公司上半年芯片收入 2.2 亿元 (YoY 18.3%)，占比 33.2%，毛利率 47.5% (YoY -1.4pct)；模组收入 4.5 亿元 (YoY 3.6%)，占比 65.6%，毛利率 37.5% (YoY +1.2pct)。上半年，公司研发费用 1.8 亿元 (YoY 16.7%)，研发策略是保持核心技术自研，大量投入底层技术研发，研发成果频出。公司研发人员为 455 人 (YoY 6.3%)，半导体行业快速发展，人才紧缺，导致人力成本为匹配市场薪资水平而调整上升。研发费用中包含计提奖金 2310.5 万元和股份支付费 1114.0 万元 (2022 年:2289.58 万元和 444.12 万元)。

AIGC 提供边缘侧 IoT 成长机遇，公司硬件+软件+云协同或受益。AIGC 技术的推出为边缘侧 IoT 芯片公司提供更多成长机会。公司 ESP32-S3 芯片增加了用于加速神经网络计算和信号处理等工作的向量指令，可以实现高性能的图像识别、语音唤醒和识别等应用。ESP32-C6 芯片提供 Wi-Fi 6 技术的体验；ESP32-C5 是公司首款 2.4&5GHz 双频 Wi-Fi 6 产品，实现高频 Wi-Fi 的重大突破；ESP32-H2 的标志公司进入 Thread/Zigbee 市场，支持 Matter 应用，进一步拓展了 Wireless SoC 的产品线和技术边界。公司还提供完整丰富的软件解决方案及云技术，帮助客户快速实现产品智能化，缩短开发周期。

投资建议：一站式 AIoT 芯片设计公司，维持 “增持” 评级。

我们预计公司 23-25 年营收 15.8、19.9、25.2 亿元，归母净利润 1.4、2.3、3.2 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 71、44、31 倍 PE，维持 “增持” 评级。

风险提示：需求不及预期；新品研发导入不及预期等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,386	1,271	1,584	1,991	2,515
(+/-%)	66.8%	-8.3%	24.6%	25.7%	26.3%
净利润 (百万元)	198	97	141	225	319
(+/-%)	90.7%	-51.0%	44.4%	60.0%	41.9%
每股收益 (元)	2.48	1.21	1.74	2.78	3.95
EBIT Margin	12.7%	4.4%	5.7%	9.2%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	5.3%	7.9%	13.2%	19.9%
市盈率 (PE)	49.6	101.5	70.6	44.1	31.1
EV/EBITDA	54.1	139.0	106.8	56.5	38.4
市净率 (PB)	5.40	5.41	5.57	5.81	6.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电子 · 半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

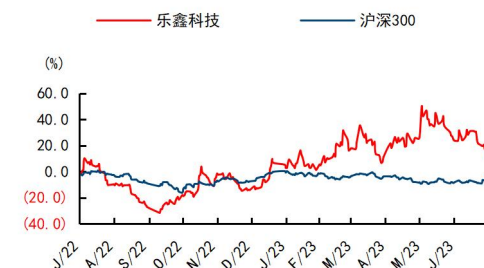
证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezhi3@guosen.com.cn
S0980522100003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	117.65 元
总市值/流通市值	9505/9505 百万元
52 周最高价/最低价	160.00/70.62 元
近 3 个月日均成交额	203.34 百万元

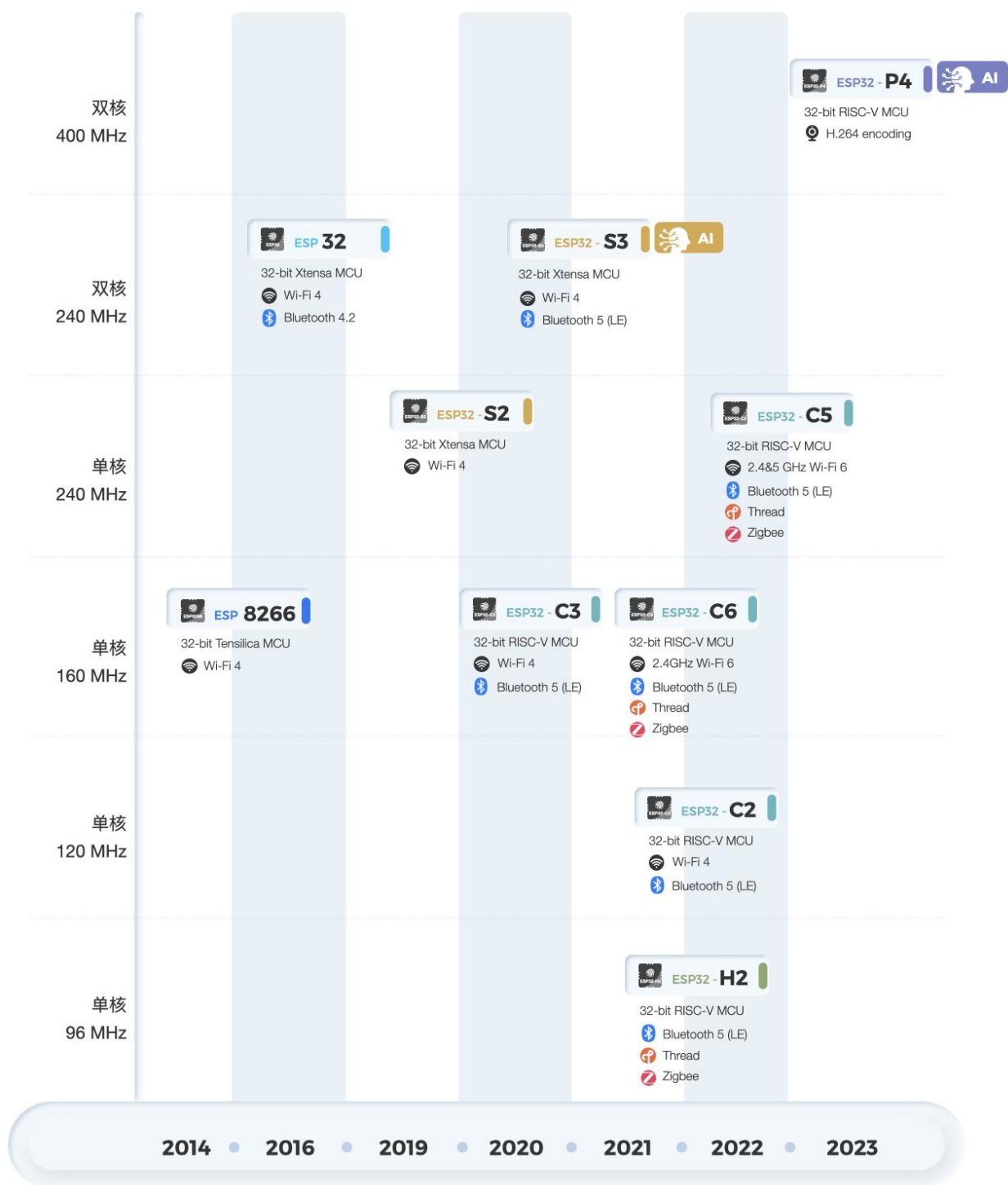
市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

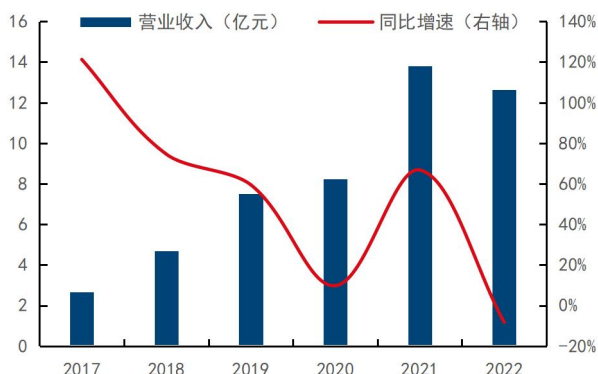
相关研究报告

图1：乐鑫主要系列产品矩阵



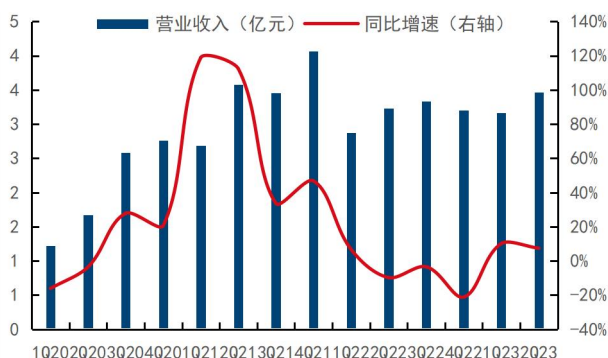
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司营业收入及增速



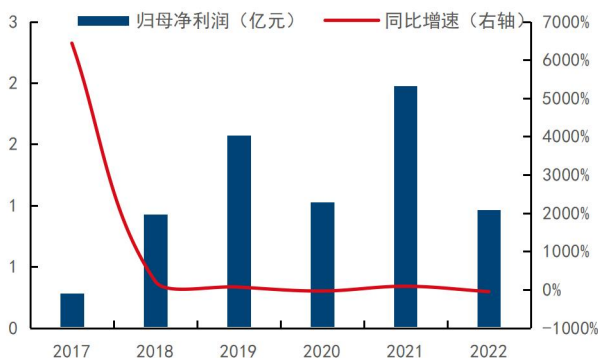
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司归母净利润及增速



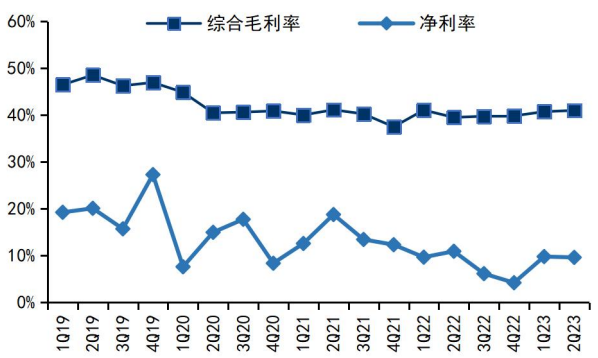
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司单季归母净利润及增速



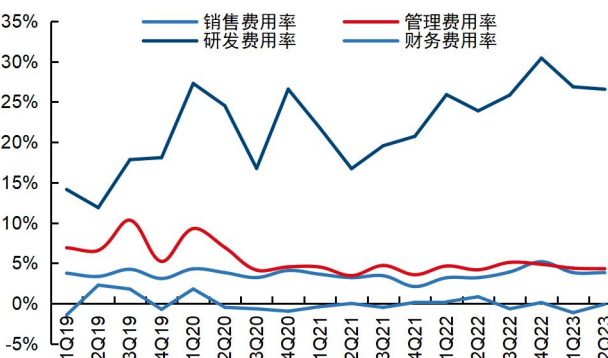
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	367	351	407	375	378	营业收入	1386	1271	1584	1991	2515
应收款项	328	208	259	326	411	营业成本	837	763	953	1166	1449
存货净额	326	449	566	693	862	营业税金及附加	4	5	4	6	8
其他流动资产	966	701	762	840	940	销售费用	42	49	59	70	83
流动资产合计	1987	1709	1994	2233	2591	管理费用	55	60	67	79	96
固定资产	46	60	78	95	109	研发费用	272	337	412	487	591
无形资产及其他	3	2	81	160	240	财务费用	(2)	1	(1)	15	34
其他长期资产	92	311	311	311	311	投资收益	21	24	24	23	24
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	5	(4)	(1)	(2)	(4)
资产总计	2129	2083	2465	2800	3251	其他	4	10	9	9	9
短期借款及交易性金融负债	9	10	382	732	1214	营业利润	208	86	124	199	282
应付款项	139	78	98	120	150	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	91	103	128	157	194	利润总额	208	86	124	199	282
流动负债合计	238	191	608	1009	1557	所得税费用	10	(11)	(16)	(26)	(37)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	68	66	75	83	88	归属于母公司净利润	198	97	141	225	319
长期负债合计	68	66	75	83	88	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	306	256	683	1092	1645	净利润	198	97	141	225	319
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	5	2	3	5
股东权益	1823	1827	1781	1709	1606	折旧摊销	12	17	10	12	14
负债和股东权益总计	2129	2083	2465	2800	3251	公允价值变动损失	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	2	5	(1)	15	34
每股收益	2.48	1.21	1.74	2.78	3.95	营运资本变动	(418)	(294)	(172)	(212)	(282)
每股红利	0.50	1.60	2.30	3.68	5.22	其它	242	242	(1)	(19)	(40)
每股净资产	22.74	22.70	22.05	21.15	19.88	经营活动现金流	31	71	(23)	24	50
ROIC	18%	5%	7%	11%	15%	资本开支	(32)	(26)	(107)	(108)	(107)
ROE	11%	5%	8%	13%	20%	其它投资现金流	(88)	78	0	0	0
毛利率	40%	40%	40%	41%	42%	投资活动现金流	(120)	52	(107)	(108)	(107)
EBIT Margin	13%	4%	6%	9%	11%	权益性融资	10	29	0	0	0
EBITDA Margin	14%	6%	6%	10%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	67%	-8%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(40)	(129)	(186)	(297)	(422)
净利润增长率	91%	-51%	44%	60%	42%	其它融资现金流	(9)	(51)	372	350	482
资产负债率	14%	12%	28%	39%	51%	融资活动现金流	(39)	(151)	186	53	60
息率	0.4%	1.3%	1.9%	3.0%	4.3%	现金净变动	(136)	(16)	56	(32)	3
P/E	49.6	101.5	70.6	44.1	31.1	货币资金的期初余额	503	367	351	407	375
P/B	5.4	5.4	5.6	5.8	6.2	货币资金的期末余额	367	351	407	375	378
EV/EBITDA	54.1	139.0	106.8	56.5	38.4	企业自由现金流	(271)	(240)	(168)	(102)	(51)
						权益自由现金流	(280)	(291)	205	231	392

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032