

乐鑫科技 (688018.SH)

盈利能力显著恢复，看好处理和连接芯片新品

增持

核心观点

2023 年营收同比增长 12.7%，扣非归母净利润同比增长 63.6%。2023 年实现营业收入 14.33 亿元 (YoY+12.7%)，主因次新类的高性价比产品 ESP32-C3 和高性能产品线 ESP32-S3 在 2023 年顺利进入快速增长阶段，能够满足更广泛的客户应用需求，助力公司拓展新的客户与业务，最终实现了整体营收的增长。公司实现归母净利润 1.36 亿元 (YoY +40.0%)，扣除结构性存款收益、政府补助等影响，实现扣非归母净利润 1.09 亿元 (YoY+63.6%)。

芯片和模组总计出货超 1.8 亿颗，海外需求占比 60-70%。2023 年实现芯片销售量 1.08 亿颗 (YoY+38.8%)，实现销售收入 5.47 亿元 (YoY+34.8%)，毛利率 46.85% (YoY-0.43pct)；模组销售量收入 0.78 亿颗 (YoY-0.18%)，实现销售收入 8.71 亿元 (YoY +2.0%)，毛利率 36.44% (YoY +0.1pct)；实现其他收入 0.15 亿元 (YoY+34.0%)。主营业务综合毛利率提升至 40.56% (YoY +0.58pct)，预计公司整体业务海外需求占比为 60-70%。

面向 AI 时代，以“处理+连接”为方向扩展。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；ESP32-P4 是公司突破传统涉猎的通信 + 物联网市场，进军多媒体市场的首款不带无线连接功能的 SoC，可供对于边缘计算能力需求较高的客户使用。

投资建议：“处理+连接”芯片设计公司，维持“增持”评级。

当前半导体复苏周期开始时间略晚于我们之前预期，我们预计 2024-2026 年营收为 17.77/22.42/28.41 亿元 (2024-2025 年前值 19.91/25.15 亿元)；归母净利润为 1.89/2.77/3.98 亿元 (2024-2025 前值 2.25/3.19 亿元)，当前股价对应 2024-2026 年 40.9/28.0/19.4 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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,271	1,433	1,777	2,242	2,841
(+/-%)	-8.3%	12.7%	24.0%	26.1%	26.7%
净利润(百万元)	97	136	189	277	398
(+/-%)	-51.0%	40.0%	39.0%	46.3%	43.7%
每股收益(元)	1.21	1.69	2.34	3.43	4.93
EBIT Margin	4.4%	3.9%	6.9%	8.9%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	5.3%	7.1%	9.0%	11.6%	14.3%
市盈率 (PE)	79.3	56.9	40.9	28.0	19.4
EV/EBITDA	109.2	105.4	60.6	38.0	25.4
市净率 (PB)	4.22	4.05	3.68	3.25	2.79

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	95.85 元
总市值/流通市值	7744/7560 百万元
52 周最高价/最低价	160.00/72.72 元
近 3 个月日均成交额	109.34 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

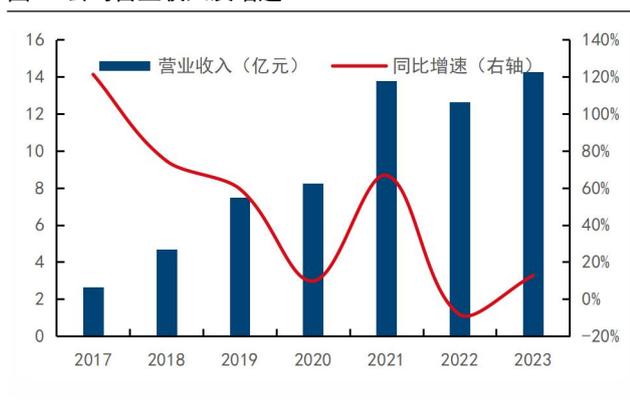
《乐鑫科技 (688018.SH) - 二季度营收环比增长 10%，看好 AI 技术积累》——2023-08-01

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



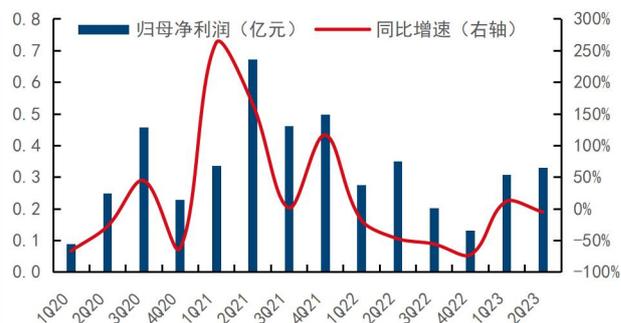
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司归母净利润及增速



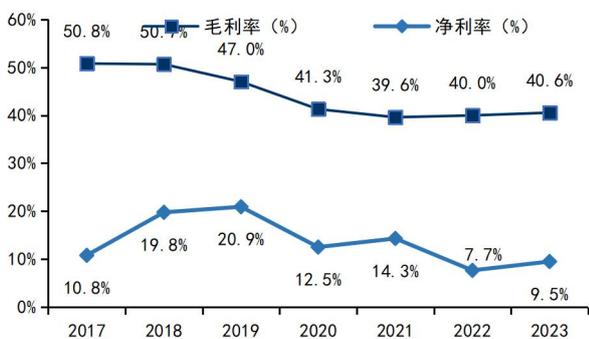
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季归母净利润及增速



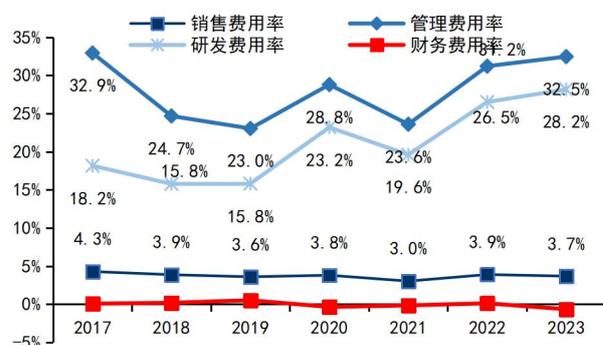
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	351	464	448	479	591	营业收入	1271	1433	1777	2242	2841
应收款项	208	303	376	474	600	营业成本	763	852	1052	1316	1654
存货净额	449	242	302	379	476	营业税金及附加	5	6	6	9	11
其他流动资产	701	206	235	273	321	销售费用	49	53	66	78	94
流动资产合计	1709	1216	1360	1604	1988	管理费用	60	62	75	89	108
固定资产	60	76	101	124	147	研发费用	337	404	456	549	667
无形资产及其他	2	2	81	160	240	财务费用	1	(10)	(11)	(11)	(13)
其他长期资产	311	910	910	910	910	投资收益	24	28	24	25	26
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(4)	(3)	(2)	(4)	(5)
资产总计	2083	2204	2453	2799	3285	其他	10	13	13	13	12
短期借款及交易性金融负债	10	9	9	9	9	营业利润	86	105	168	246	354
应付款项	78	80	100	125	157	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	103	128	160	199	249	利润总额	86	105	168	246	354
流动负债合计	191	217	268	333	414	所得税费用	(11)	(31)	(21)	(31)	(44)
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	66	74	82	87	93	归属于母公司净利润	97	136	189	277	398
长期负债合计	66	74	82	87	93	现金流量表 (百万元)					
负债合计	256	291	350	419	508	净利润	97	136	189	277	398
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	3	2	4	5
股东权益	1827	1913	2102	2379	2778	折旧摊销	17	20	12	15	18
负债和股东权益总计	2083	2204	2453	2799	3285	公允价值变动损失	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	5	2	(11)	(11)	(13)
每股收益	1.21	1.69	2.34	3.43	4.93	营运资本变动	(294)	(328)	(102)	(143)	(183)
每股红利	1.60	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	242	470	9	7	8
每股净资产	22.70	23.68	26.02	29.45	34.38	经营活动现金流	71	303	99	148	233
ROIC	5%	5%	7%	11%	15%	资本开支	(26)	(49)	(116)	(117)	(121)
ROE	5%	7%	9%	12%	14%	其它投资现金流	78	(55)	0	0	0
毛利率	40%	41%	41%	41%	42%	投资活动现金流	52	(105)	(116)	(117)	(121)
EBIT Margin	4%	4%	7%	9%	11%	权益性融资	29	30	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	8%	10%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-8%	13%	24%	26%	27%	支付股利、利息	(129)	0	0	0	0
净利润增长率	-51%	40%	39%	46%	44%	其它融资现金流	(51)	(120)	0	0	(0)
资产负债率	12%	13%	14%	15%	15%	融资活动现金流	(151)	(90)	0	0	(0)
息率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(16)	109	(16)	31	112
P/E	79.3	56.9	40.9	28.0	19.4	货币资金的期初余额	367	351	460	443	474
P/B	4.2	4.0	3.7	3.3	2.8	货币资金的期末余额	351	460	443	474	586
EV/EBITDA	109.2	105.4	60.6	38.0	25.4	企业自由现金流	(240)	(284)	(69)	(20)	59
						权益自由现金流	(291)	(404)	(56)	(8)	74

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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