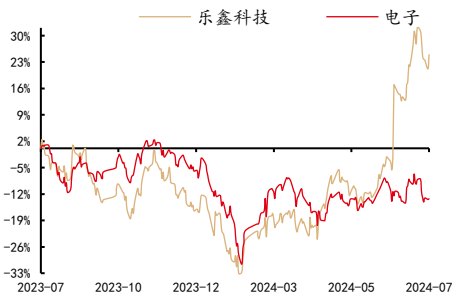


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	105.83
总股本/流通股本(亿股)	1.12 / 1.12
总市值/流通市值(亿元)	119 / 119
52周内最高/最低价	120.37 / 72.29
资产负债率(%)	13.2%
市盈率	62.21
第一大股东	乐鑫(香港)投资有限公司

研究所

分析师:吴文吉
SAC 登记编号:S1340523050004
Email:wuwenji@cnpsec.com
分析师:周晴
SAC 登记编号:S1340524040004
Email:zhouqing@cnpsec.com

乐鑫科技(688018)

经营杠杆效应显现，长期增长动力充足

● 事件

公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年，公司实现营业收入 9.20 亿元，同比增长 37.96%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 134.85%；2024 年 Q2 单季，公司实现营业收入 5.33 亿元，同比增长 52.78%，环比增长 37.66%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比增长 191.87%，环比增长 81.26%。

● 投资要点

经营杠杆效应显现，盈利能力进一步提升。公司次新类的高性价比产品线 ESP32-C3、ESP32-C2 以及高性能产品线 ESP32-S3 处于高速增长期，公司 24Q2 单季度收入实现历史新高，在经营杠杆效应之下，公司 Q2 单季实现归母净利润 0.98 亿元，同比增长 191.87%，环比增长 81.26%。在原材料成本下降、新客户不断增加且前期毛利率较高、手持小型化设备放量提升芯片营收占比、竞争格局改善多重因素加持下，公司盈利能力进一步提升，24H1 综合毛利率 43.20%，其中芯片毛利率 49.00%，模组及开发套件毛利率 38.91%，同环比均有所提升。

公司经营活动现金净流出 2568 万元，去年同期为净流入 9970 万元，其中：销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 31131 万元，同比增长 46.56%，高于收入的增幅；购买商品、接受劳务支付的现金同比增加 42190 万元，同比增长 130.85%，公司恢复正常备货周期，不存在进一步去库存的压力，截至 24H1 公司存货 3.76 亿元，较上年末增加 510%；收购明栈及公司持续招聘带来人力成本同比增加 2721 万元，同比增长 13.03%。

收购 M5Stack 控股权，拓展工业、教育、开发者市场，技术协同效应明显。2024 年 5 月 27 日，公司收购 M5Stack，M5Stack 的生态系统围绕由公司的 ESP32 系列芯片驱动的旗舰主控模块构建而成。M5Stack 的产品组合主要包括物联网应用解决方案所需的控制器和其他硬件模块，主要销往工业、教育和开发者市场，有望加速公司在终端客户中的设计进程，并最终为公司的芯片和模组业务带来更多 B 端商机。

进军更大容量市场，多款新品预计明年放量。根据半导体行业调查机构 TSR 显示，公司在 Wi-Fi 的分支领域 Wi-Fi MCU 市场中出货量第一，在大 Wi-Fi 市场位居全球第五，仅次于 MediaTek、Qualcomm、Realtek 和 Broadcom，产品具有较强的国际市场竞争力未来公司将立足物联网设备领域，向除移动设备以外的其他领域进发，市场容量扩大至现有的 2.5 倍。此外，公司产品矩阵逐步丰富，在继续围绕“处理+连接”的产品战略下，积极开拓高速数传、蓝牙、Thread、高性能 SoC 等新领域，未来新品将渐次放量。除

ESP32-C5 以外的新品，明年都将进入高速增长。其中，ESP32-C6 已开始贡献营收，处于高增长状态，预计年末划入次新品类，且苹果 2024 年 WWDC 的 EmbeddedSwiftDemo 中的选用将为更多苹果生态链开发者选用公司产品提供背书。ESP32-H2 已经量产，预计下半年大量正式出货开始。H 系列预计明年开始快速增长。ESP32-P4 于 7 月初开始零售，预计明年出货向好。ESP32-C5 预计年内送样，明年开始客户端小批量。

● 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 20.08/25.53/31.89 亿元，实现归母净利润分别为 3.38/4.60/6.04 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 34 倍、25 倍、19 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示：

市场需求不及预期；新产品研发以及市场拓展不及预期；市场竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1433	2008	2553	3189
增长率(%)	12.74	40.13	27.13	24.90
EBITDA（百万元）	104.59	342.14	458.28	590.60
归属母公司净利润（百万元）	136.20	338.48	460.31	604.36
增长率(%)	39.95	148.50	36.00	31.29
EPS（元/股）	1.21	3.02	4.10	5.39
市盈率（P/E）	84.54	34.02	25.02	19.05
市净率（P/B）	6.02	5.16	4.28	3.50
EV/EBITDA	75.25	32.26	23.48	17.50

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1433	2008	2553	3189	营业收入	12.7%	40.1%	27.1%	24.9%
营业成本	852	1135	1457	1828	营业利润	22.2%	192.3%	36.0%	31.3%
税金及附加	6	10	13	16	归属于母公司净利润	40.0%	148.5%	36.0%	31.3%
销售费用	53	64	77	96	获利能力				
管理费用	62	70	77	80	毛利率	40.6%	43.5%	42.9%	42.7%
研发费用	404	482	587	717	净利率	9.5%	16.9%	18.0%	19.0%
财务费用	-10	-7	-7	-11	ROE	7.1%	15.2%	17.1%	18.4%
资产减值损失	-3	0	0	0	ROIC	4.5%	14.7%	16.7%	17.8%
营业利润	105	308	418	549	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	13.2%	14.9%	14.9%	14.6%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	5.61	5.46	5.72	6.13
利润总额	105	308	418	549	营运能力				
所得税	-31	-31	-42	-55	应收账款周转率	6.37	6.36	5.89	5.85
净利润	136	338	460	604	存货周转率	4.15	5.54	4.58	4.52
归母净利润	136	338	460	604	总资产周转率	0.67	0.83	0.88	0.91
每股收益(元)	1.21	3.02	4.10	5.39	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.21	3.02	4.10	5.39
货币资金	464	498	777	1199	每股净资产	17.05	19.89	23.96	29.31
交易性金融资产	90	90	90	90	估值比率				
应收票据及应收账款	294	393	503	626	PE	84.54	34.02	25.02	19.05
预付款项	10	13	17	22	PB	6.02	5.16	4.28	3.50
存货	242	483	632	780	现金流量表				
流动资产合计	1216	1601	2147	2850	净利润	136	338	460	604
固定资产	76	73	64	48	折旧和摊销	37	41	47	52
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	186	-279	-185	-191
无形资产	2	2	2	2	其他	-57	-31	-30	-38
非流动资产合计	988	1023	1020	1011	经营活动现金流净额	303	70	292	428
资产总计	2204	2624	3167	3861	资本开支	-49	-47	-43	-44
短期借款	0	0	0	0	其他	-55	24	31	38
应付票据及应付账款	80	156	201	251	投资活动现金流净额	-105	-22	-13	-5
其他流动负债	137	137	175	214	股权融资	30	4	0	0
流动负债合计	217	293	375	465	债务融资	0	4	0	0
其他	74	97	97	97	其他	-120	-3	0	0
非流动负债合计	74	97	97	97	筹资活动现金流净额	-90	4	0	0
负债合计	291	390	473	562	现金及现金等价物净增加额	109	38	279	422
股本	81	112	112	112					
资本公积金	1359	1331	1331	1331					
未分配利润	541	808	1196	1705					
少数股东权益	0	2	6	11					
其他	-67	-20	49	140					
所有者权益合计	1913	2234	2694	3299					
负债和所有者权益总计	2204	2624	3167	3861					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048