

## 单季度业绩新高，次新品持续放量

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报，上半年公司实现营收9.2亿元，同比增长38%，实现归母净利润1.5亿元，同比增长134.9%。其中，公司Q2单季度实现营业收入5.3亿元，环比增长37.7%，实现归母净利润0.98亿元，环比增长81.3%。
- 收入利润创单季度新高，盈利能力环比改善显著。** 公司单二季度实现营收5.3亿元，归母净利润0.98亿元，收入利润齐创历史新高。主要受益于下游数智化渗透率提升，以及逐步改善的竞争格局等。同时，公司2023-2024年开拓的新增客户，持续贡献新的收入增量。盈利能力方面，公司二季度毛利率环比提升2.2个百分点，达到44.11%，净利率环比提升4.6个百分点，达到18.5%。上半年公司股份支付费用0.15亿元，特许权使用费占销售费用比重约42.9%，同比增长约28%，低于营收增速，整体费用管控良好，经营杠杆效应显现。
- 次新品持续放量，推动产品结构优化升级。** 上半年公司次新类产品ESP32-S3、C2和C3高速增长，为公司业绩提供主要增量。伴随公司的产品矩阵完善，新品与次新品增加新功能，与原有经典产品形成差异化定位。同时，公司新品如P4、H2、C5和C6等市场导入进度加快，新品与次新品将进一步拓展全新的市场增量。此外，公司整体WiFi芯片销量全球排名第五，且GitHub、YouTube等平台项目数量持续提升。
- 收购M5Stack协同发展，强化开发者生态影响力。** 公司5月收购M5Stack明栈信息科技57.1%股权，M5Stack为客户提供模块化且开源的平台，围绕主控模块构建生态，产品包括控制器、摄像头、传感器、功能模块和开发套件等。M5Stack模块均由乐鑫ESP32等系列芯片驱动，目前多样化的产品组合已包含300多个SKU。公司的芯片与M5Stack的模块与开发套件具备较强的技术协同效应，此次收购有望增强乐鑫在开发者生态中的影响力，并为公司带来更多B端市场的机会。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.5亿元、4.3亿元、5.2亿元，EPS分别为3.13元、3.83元、4.59元，对应动态PE分别为33倍、27倍、22倍。给予公司2025年35倍PE，对应目标价134.05元，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1433.06	2083.89	2552.12	3125.66
增长率	12.74%	45.41%	22.47%	22.47%
归属母公司净利润(百万元)	136.20	351.65	429.57	515.28
增长率	39.95%	158.18%	22.16%	19.95%
每股收益EPS(元)	1.21	3.13	3.83	4.59
净资产收益率ROE	7.12%	15.89%	16.70%	17.16%
PE	85	33	27	22
PB	6.02	5.20	4.48	3.84

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
执业证号: S1250521050001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

分析师: 张大为  
执业证号: S1250523070004  
电话: 0755-23617478  
邮箱: zdw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.12
流通A股(亿股)	1.12
52周内股价区间(元)	70.30-122.60
总市值(亿元)	115.13
总资产(亿元)	23.22
每股净资产(元)	17.23

### 相关研究

- 乐鑫科技(688018): 收入利润稳步增长，连接AI赋能新应用(2023-08-10)
- 乐鑫科技(688018): 三季度收入环比改善，Matter1.0标准正式发布(2022-11-01)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：伴随公司次新品 C2、C3、S3 等持续放量，此外，芯片 H2、P4、C5 和 C6 等新品加速导入客户，假设公司芯片业务 2024-2026 年销量同比增长 55%、20%、20%，价格同比增长 2% 左右，毛利率稳定在 48.2%、47.9%、47.6%。

假设 2：近年来公司模组业务稳定增长，且受益于低价物料，以及高端模组出货量增长带动毛利率持续改善，假设公司模组业务 2024-2026 年销量同比增长 35%、20%、20%，价格同比增长 2% 左右，毛利率逐步提升至 37.7%、37.4%、37.1%。

假设 3：公司软件业务厚积薄发，Rainmaker 云平台未来有望持续贡献业绩，假设公司其他业务 2024-2026 年销量同比增长保持 30%，价格保持不变，毛利率维持 50%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
芯片业务	收入	547.4	865.5	1059.4	1296.7
	增速	34.8%	58.1%	22.4%	22.4%
	成本	291.0	448.7	552.0	678.9
	毛利率	46.8%	48.2%	47.9%	47.6%
模组业务	收入	871.1	1199.5	1468.2	1797.0
	增速	2.0%	37.7%	22.4%	22.4%
	成本	553.7	747.5	919.4	1130.8
	毛利率	36.4%	37.7%	37.4%	37.1%
其他业务	收入	14.5	18.9	24.6	31.9
	增速	34.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	7.2	9.4	12.3	16.0
	毛利率	50.6%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	1433.1	2083.9	2552.1	3125.7
	增速	12.7%	45.4%	22.5%	22.5%
	成本	851.8	1205.6	1483.6	1825.7
	毛利率	40.6%	42.1%	41.9%	41.6%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 20.8 亿元 (+45.4%)、25.5 亿元 (+22.5%) 和 31.2 亿元 (+22.5%)，归母净利润分别为 3.5 亿元 (+158.2%)、4.3 亿元 (+22.2%)、5.2 亿元 (+20%)，EPS 分别为 3.13 元、3.83 元、4.59 元，对应当前 PE 分别为 33 倍、27 倍、22 倍。

我们选取 IC 设计行业中的三家主流公司，2025 年三家公司平均 PE 为 36 倍。鉴于智能物联网 AIoT 行业未来有望伴随经济复苏，且公司次新与新品进入批量阶段，未来三年公司归母净利润复合增长率为 55.8%，优于行业，给予公司 2025 年 35 倍 PE，对应目标价 134.05 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
603893.SH	瑞芯微	238.43	57.00	0.32	0.86	1.43	2.04	176.69	66.02	39.98	28.00
300458.SZ	全志科技	151.17	23.87	0.04	0.30	0.54	0.73	657.58	78.47	44.11	32.74
688099.SH	晶晨股份	250.66	59.92	1.20	1.79	2.54	3.25	50.10	33.45	23.56	18.43
平均值								294.79	59.31	35.88	26.39
688018.SH	乐鑫科技	115.13	102.62	1.19	3.13	3.83	4.59	86.24	32.74	26.80	22.34

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1433.06	2083.89	2552.12	3125.66	净利润	136.20	351.65	429.57	515.28
营业成本	851.82	1205.64	1483.60	1825.69	折旧与摊销	24.52	8.36	8.36	8.36
营业税金及附加	6.10	8.87	10.86	13.30	财务费用	-9.63	-1.18	-1.65	-2.42
销售费用	52.58	72.94	89.32	109.40	资产减值损失	-3.23	5.00	0.00	0.00
管理费用	465.33	520.97	638.03	781.41	经营营运资本变动	257.44	-221.01	-149.60	-193.68
财务费用	-9.63	-1.18	-1.65	-2.42	其他	-102.71	-7.05	-8.31	4.18
资产减值损失	-3.23	5.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>302.60</b>	<b>135.76</b>	<b>278.38</b>	<b>331.72</b>
投资收益	27.88	0.00	0.00	0.00	资本支出	-16.16	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.32	0.32	0.32	0.32	其他	-88.62	0.32	0.32	0.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-104.78</b>	<b>-9.68</b>	<b>-9.68</b>	<b>-9.68</b>
<b>营业利润</b>	<b>105.26</b>	<b>271.97</b>	<b>332.27</b>	<b>398.59</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.14	0.14	0.14	0.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>105.40</b>	<b>272.11</b>	<b>332.41</b>	<b>398.73</b>	股权融资	49.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-30.81	-79.54	-97.17	-116.55	支付股利	0.00	-27.24	-70.33	-85.91
净利润	136.20	351.65	429.57	515.28	其他	-138.85	-31.48	1.65	2.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-89.85</b>	<b>-58.72</b>	<b>-68.68</b>	<b>-83.50</b>
归属母公司股东净利润	136.20	351.65	429.57	515.28	<b>现金流量净额</b>	<b>108.89</b>	<b>67.36</b>	<b>200.01</b>	<b>238.54</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	464.01	531.37	731.39	969.93	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	312.68	457.55	550.47	679.66	销售收入增长率	12.74%	45.41%	22.47%	22.47%
存货	242.35	349.67	440.75	538.49	营业利润增长率	22.22%	158.38%	22.17%	19.96%
其他流动资产	196.65	244.95	279.69	322.25	净利润增长率	39.95%	158.18%	22.16%	19.95%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.57%	132.33%	21.43%	19.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	76.40	69.51	62.62	55.73	毛利率	40.56%	42.14%	41.87%	41.59%
无形资产和开发支出	1.63	11.10	20.57	30.03	三费率	7.30%	28.44%	28.44%	28.42%
其他非流动资产	910.06	909.13	908.20	907.26	净利率	9.50%	16.87%	16.83%	16.49%
<b>资产总计</b>	<b>2203.80</b>	<b>2573.28</b>	<b>2993.68</b>	<b>3503.35</b>	ROE	7.12%	15.89%	16.70%	17.16%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.18%	13.67%	14.35%	14.71%
应付和预收款项	182.70	268.75	325.98	401.46	ROIC	18.70%	52.46%	48.12%	46.98%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.38%	13.40%	13.28%	12.94%
其他负债	108.10	91.19	95.11	99.94	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>290.80</b>	<b>359.94</b>	<b>421.10</b>	<b>501.40</b>	总资产周转率	0.67	0.87	0.92	0.96
股本	80.79	112.19	112.19	112.19	固定资产周转率	20.98	28.56	38.63	52.82
资本公积	1358.51	1358.51	1358.51	1358.51	应收账款周转率	6.36	6.71	6.30	6.33
留存收益	596.60	889.61	1248.86	1678.22	存货周转率	2.39	3.93	3.70	3.70
归属母公司股东权益	1913.00	2213.34	2572.58	3001.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.94%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1913.00</b>	<b>2213.34</b>	<b>2572.58</b>	<b>3001.95</b>	资产负债率	13.20%	13.99%	14.07%	14.31%
负债和股东权益合计	2203.80	2573.28	2993.68	3503.35	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.61	5.54	5.77	5.88
					速动比率	4.49	4.32	4.50	4.62
					股利支付率	0.00%	7.75%	16.37%	16.67%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	120.15	279.14	338.98	404.53	每股收益	1.21	3.13	3.83	4.59
PE	84.53	32.74	26.80	22.34	每股净资产	17.05	19.73	22.93	26.76
PB	6.02	5.20	4.48	3.84	每股经营现金	2.70	1.21	2.48	2.96
PS	8.03	5.52	4.51	3.68	每股股利	0.00	0.24	0.63	0.77
EV/EBITDA	56.96	35.79	28.88	23.61					
股息率	0.00%	0.24%	0.61%	0.75%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn



---

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---