

2025年03月25日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

方霁 S0630523060001

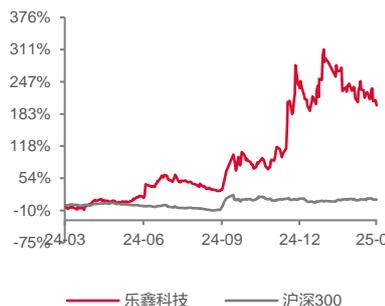
fangji@longone.com.cn

联系人

董经纬

djwei@longone.com.cn

数据日期	2025/03/25
收盘价	209.00
总股本(万股)	11,220
流通A股/B股(万股)	11,220/0
资产负债率(%)	17.74%
市净率(倍)	10.76
净资产收益率(加权)	17.06
12个月内最高/最低价	290.00/70.30



相关研究

1、20250314—乐鑫科技(688018): AIOT次新品显著放量, 产品矩阵拓展布局新市场——公司深度报告

乐鑫科技(688018):产品矩阵已布局AI云与端, 拟定增加码WiFi7与AI端侧芯片

——公司简评报告

投资要点

- 事件概述:** 公司3月22日公告, 2024年总营收20.07亿元(YOY+40.04%), 归母净利润3.39亿元(YOY+149.13%), 扣非净利润3.08亿元(YOY+182.77%), 毛利率43.91%(YOY+3.35pct)。2024Q4营收5.47亿元(YOY+34.67%, QOQ+1.32%), 归母净利润0.88亿元(YOY+79.89%, QOQ-11.32%), 毛利率46.85%(YOY+6.78%, QOQ+4.71pct)。公司拟向全体股东每10股派发现金红利6元(含税), 以及每10股以公积金转增4股。
- 2024年芯片与模组均高速增长, 原因系智能家居数字化与智能化提升、新增客户逐步放量、产品矩阵丰富下的非智能家居下游市场高速增长等。** 公司2024年芯片销售1.49亿颗(YOY+37.75%), 模组及开发套件(内含自研芯片)销售1.04亿块(YOY+33.28%), 增速略低于公司营收增长。2024年营收增长主要得益于下游各行业数字化与智能化渗透率提升, 以及2023-2024年新增潜在客户逐步放量。在应用端, 智能家居仍是公司主要收入来源, 但非智能家居领域已呈现出更高增速, 并带动业绩整体成长。
- 单季度毛利率环比高增长, 2025年股权激励方案规划长期高增长目标。** 公司2024年四个季度毛利率分别是41.93%、44.11%、42.14%、46.85%, Q4环比提升4.71pct。公司2024年研发费用为4.9亿元, 同比增长21.45%; 2024年末研发人员数量553人, 较上年同期增长14.26%。公司2025年限制性股票激励计划实施考核管理办法中, 第二类激励对象的营收考核目标中, 2025-2028年分别是24.0、28.8、34.6、41.5亿元, 2028年目标营收的CAGR为19.92%。
- 长期战略从WiFi等连接方案商布局到SOC方案商, 拟定增不超过17.78亿元主要用于WiFi7技术与基于RISC-V自研IP的端侧AI芯片项目。** 1) 公司Wi-Fi产品涵盖Wi-Fi4和Wi-Fi6技术, Wi-Fi6E技术已研发成功, 2024年已启动WiFi7技术认证计划。2024年1月, 公司发布ESP32-C61SoC, 集成2.4GHz Wi-Fi 6和Bluetooth 5(LE), 支持Matter, 具备优化的外设、强化的连接性能和更大的存储选项。同时, ESP32-C61支持目标唤醒时间功能, 适用于构建由电池供电, 具有长久续航能力的超低功耗物联网设备, 性能显著提升。2) ESP32-H4于2024年新发布, 继ESP32-H2后进一步丰富了公司的802.15.4和BluetoothLE产品矩阵, 该芯片针对低功耗蓝牙市场, 引入了低功耗蓝牙音频(LE Audio, BIS 和CIS)、寻向功能(Direction Finding, AoA和AoD)、亚速率连接(Connection Subrating)和带响应的周期性广播(PAWr)等增强功能。蓝牙技术联盟于2023年发布蓝牙核心规范5.4版本, 并于2024年9月正式发布蓝牙核心规范6.0版本。公司目前已有产品升级到支持蓝牙5.4核心规范的几乎全部功能, 并通过了蓝牙6.0的官方认证, 满足物联网市场的主流需求。3) 公司的ESP32H系列产品采用低功耗蓝牙和Thread combo模式, ESP32-C5/C6采用Wi-Fi+低功耗蓝牙和Thread三合一模式, 解锁了更加丰富的Thread/Zigbee应用场景, 满足客户多元化需求。4) 公司已将基于RISC-V指令集自研的MCU架构集成到产品中, 这将会逐步降低许可证费用, 并形成产品差异化。自2020年之后公司发布的新产品都搭载了自研的RISC-V32位处理器, 2023年度发布的ESP32-P4已实现RISC-V双核400MHz主频, 公司还在进一步研发基于RISC-V指令集的更高主频产品线。5) 公司2025年3月14日通过定增股票方案, 拟向特定对象发行股票不超过发行前公司总股本的10%, 金额不超过17.78亿元, 主要用于WiFi7技术研发与基于RISC-V自研IP的端侧AI芯片项目。
- 适应AI市场需求, 布局云与端的产品方案。** 1) 云端: 公司使用自身的Wi-Fi产品进行数据传输, 搭配第三方复杂的AI算法应用, 尤其是云端AI应用。AI技术未来应用发展方向会是

多方面的，第三方会针对不同的细分领域深化发展出不同的AI应用，与第三方合作可以各取所长、共赢互利。例如，ESP32-S3可对接豆包、ChatGPT或“文心一言”等云端AI应用。2)端侧：将AI算法应用在自身的处理器中，研发AI处理器与无线连接功能集成的SoC。例如，ESP32-S3中已集成加速神经网络计算和信号处理等工作的向量指令(vector instructions)。AI开发者可使用指令优化后的软件库实现本地图像识别、语音唤醒和识别等。公司已同步研发基于ESP32-S3芯片的离线语音唤醒/识别技术，可实现多达200条离线命令词，可广泛应用于智能家居设备，目前已有客户开始订制唤醒词和命令词。新产品ESP32-P4也具备边缘AI功能。3) LLM应用：暨火山引擎2024冬季FORCE原动力大会宣布与乐鑫、ToyCity、Folotoy及魂伴科技联合发布AI+硬件智联计划后，乐鑫上线了AI大模型解决方案，携手豆包大模型为用户提供端侧调用云端LLM的物联网应用方案。

- **投资建议：**公司产品矩阵不断丰富，既有WiFi、低功耗蓝牙等芯片技术升级，也有S3、P4等AI芯片创新，客户群体不断增多，非智能家居应用高速增长；同时股权激励彰显长期高增长信心，公司或迎来高成长。我们预计公司2025、2026、2027年归母净利润分别为4.66、6.24、8.49亿元（2025、2026年原预测为4.64、6.01亿元），当前市值对应2025、2026、2027年PE为52.04、38.91、28.58倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；研发进展不及预期风险。

盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	1,271.13	1,433.06	2,006.92	2,727.92	3,646.64	4,801.61
同比增速(%)	-8.31%	12.74%	40.04%	35.93%	33.68%	31.67%
净利润(百万元)	97.32	136.20	339.32	466.35	623.74	849.10
同比增速(%)	7.66%	39.95%	149.13%	37.43%	33.75%	36.13%
毛利率(%)	39.98%	40.56%	43.91%	43.28%	42.78%	42.16%
每股盈利(元)	0.87	1.21	3.02	4.16	5.56	7.57
ROE(%)	5.33%	7.12%	15.78%	11.10%	13.28%	15.74%
PE(倍)	249.36	178.18	71.52	52.04	38.91	28.58

资料来源：iFind，携宁，东海证券研究所（截止到20250324）

附录：三大报表预测值

利润表

单位: (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,007	2,728	3,647	4,802
%同比增速	40%	36%	34%	32%
营业成本	1,126	1,547	2,087	2,777
毛利	881	1,181	1,560	2,024
%营业收入	44%	43%	43%	42%
税金及附加	3	5	7	10
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	63	82	102	130
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	69	93	113	144
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	490	655	839	1,056
%营业收入	24%	24%	23%	22%
财务费用	-8	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	52	44	58	77
投资收益	21	55	73	96
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	334	444	630	858
%营业收入	17%	16%	17%	18%
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	333	444	630	858
%营业收入	17%	16%	17%	18%
所得税费用	-6	-22	6	9
净利润	339	466	624	849
%营业收入	17%	17%	17%	18%
归属于母公司的净利润	339	466	624	849
%同比增速	149%	37%	34%	36%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	3.02	4.16	5.56	7.57

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	3.02	4.16	5.56	7.57
BVPS	19.16	37.45	41.85	48.08
PE	71.52	52.04	38.91	28.58
PEG	0.48	1.39	1.15	0.79
PB	11.29	5.78	5.17	4.50
EV/EBITDA	67.64	44.20	31.41	23.23
ROE	16%	11%	13%	16%
ROIC	14%	11%	13%	16%

资产负债表

单位: (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	674	2,689	2,779	3,024
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	357	508	679	894
存货	486	645	869	1,157
预付账款	16	23	31	42
其他流动资产	253	206	414	623
流动资产合计	1,785	4,070	4,772	5,740
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	94	118	142	155
无形资产	31	30	29	28
商誉	75	75	75	75
递延所得税资产	101	101	101	101
其他非流动资产	563	373	283	183
资产总计	2,649	4,768	5,403	6,282
短期借款	1	1	1	1
应付票据及应付账款	161	172	232	309
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	129	178	240	319
应交税费	16	14	18	24
其他流动负债	46	56	70	89
流动负债合计	353	420	561	741
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	102	102	102	102
其他非流动负债	15	15	15	15
负债合计	470	537	678	858
归属母公司所有者权益	2,150	4,202	4,695	5,395
少数股东权益	29	29	29	29
股东权益	2,179	4,231	4,725	5,424
负债及股东权益	2,649	4,768	5,403	6,282

现金流量表

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	220	253	135	269
投资	247	200	100	100
资本性支出	-98	-75	-85	-70
其他	5	52	70	96
投资活动现金流净额	154	177	85	126
债权融资	1	0	0	0
股权融资	14	1,683	0	0
支付股利及利息	-78	-100	-130	-150
其他	-105	0	0	0
筹资活动现金流净额	-169	1,583	-130	-150
现金净流量	208	2,015	90	245

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2025 年 3 月 24 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089