

乐鑫科技 (688018.SH)

毛利率持续优化提升, 布局 WiFi7 与 AP 开拓新市场

优于大市

核心观点

2024 年营收同比增长 40.04%，归母净利润同比增长 149.13%。公司发布 2024 年报，全年实现营业收入 20.07 亿元，同比增加 40.04%；实现归母净利润 3.39 亿元，同比增加 149.13%；扣非净利润 3.08 亿元，同比增加 182.77%。营收增长主要得益于下游各行各业数字化与智能化渗透率不断提升，以及近两年的新增潜力客户逐步放量。

新兴应用市场高速增长, 4Q 毛利率进一步提升。分业务看, 公司芯片实现收入 7.83 亿 (YoY +43.04%)，模组实现收入 12.08 亿 (YoY +38.69%)，全年芯片与模组合计销量 2.53 亿颗 (YoY +35.87%)。从应用端来看, 2024 年智能家居、智能照明和消费电子等核心应用合计达到 30% 以上的增长, 而能源管理、工具设备、大健康等新兴应用市场更加突出, 均呈现出了高速增长。2024 年股权激励费用对净利润的影响约 3766.13 万元, 研发费用方面 24 年达到 4.9 亿元 (YoY +21.45%)。毛利率方面, 第四季度毛利率进一步提升达到 46.85% (QoQ +4.71pp), 芯片与模组毛利率均创下近年来新高。

股权激励调动员工积极性, 定增预案布局 Wi-Fi7 与 AP。公司发布 2025 年股权激励草案, 拟向激励对象 192 人授予 107.3 万股限制性股票, 业绩考核目标为 2025-2028 年营收目标分别达到 24/28.8/34.6/41.5 亿元, 或年复合增长率高于 3 家同行业可比公司平均值。公司每年初制定当年股权激励, 充分调动员工积极性, 未来四年年化收入增长目标 20%, 体现公司长期增长信心。此外, 公司拟向特定对象发行股票募集资金不超过 17.8 亿元, 其中 4 亿元用于 Wi-Fi7 路由器芯片项目、2.5 亿元用于 Wi-Fi7 智能终端芯片项目、4.3 亿元用于 RISC-V AI 端侧芯片项目、6 亿元用于上海研发中心、1 亿元用于补流。当前主流 Wi-Fi7 如高通 FastConnect 与联发科 Filogic 系列均采用 6/12nm 先进制程。乐鑫深耕 40nm 的 Wi-Fi MCU 与 SoC, 借助本次定增, 公司有望推进先进制程项目。

投资建议: 维持“优于大市”评级。我们看好公司在 WiFi MCU 与 SoC 领域的竞争力及领先优势, WiFi7 与 AP 的布局将进一步完善公司产品矩阵。全球开发者社群的壮大, 业将进一步提升公司产品的影响力。我们预计公司 2025-2026 年归母净利润 4.82/6.16 亿元 (前值 4.32/5.14 亿元), 预计 2027 年归母净利润 7.99 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 50.3/39.4/30.4 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 行业竞争加剧风险; 原材料采购价格上涨风险; 产品研发进度不及预期风险; 汇率波动风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,433	2,007	2,604	3,249	4,008
(+/-%)	12.7%	40.0%	29.8%	24.8%	23.4%
净利润(百万元)	136	339	482	616	799
(+/-%)	40.0%	149.1%	42.2%	27.7%	29.7%
每股收益(元)	1.69	3.02	4.30	5.49	7.13
EBIT Margin	4.0%	12.7%	16.3%	17.0%	18.2%
净资产收益率 (ROE)	7.1%	15.8%	19.1%	20.6%	22.1%
市盈率 (PE)	128.3	71.5	50.3	39.4	30.4
EV/EBITDA	230.7	88.1	56.5	43.6	33.2
市净率 (PB)	9.13	11.29	9.63	8.10	6.72

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: 叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师: 胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师: 张大为

021-61761072

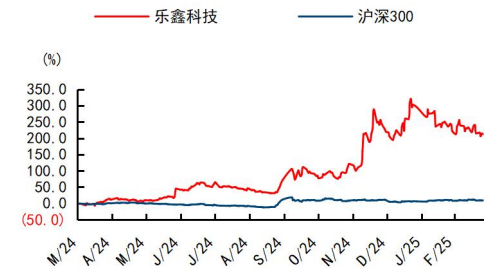
zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	213.52 元
总市值/流通市值	23957/23957 百万元
52 周最高价/最低价	290.00/70.30 元
近 3 个月日均成交额	1241.92 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

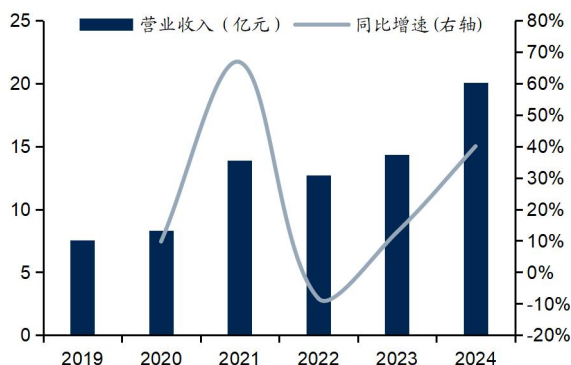
《乐鑫科技 (688018.SH) - 3Q24 收入再创新高, 生态影响力持续扩大》——2024-11-14

《乐鑫科技 (688018.SH) - 一季度净利润实现同环比增长》——2024-04-23

《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》——2024-03-24

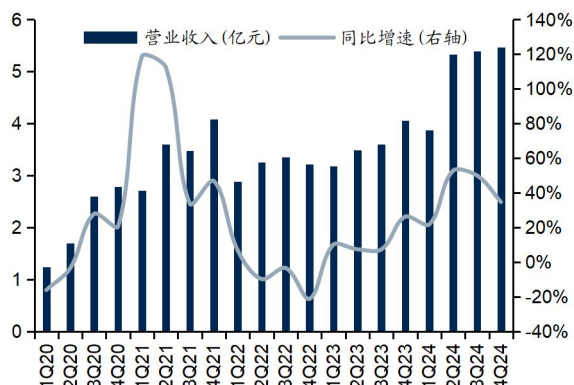
《乐鑫科技 (688018.SH) - 二季度营收环比增长 10%, 看好 AI 技术积累》——2023-08-01

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



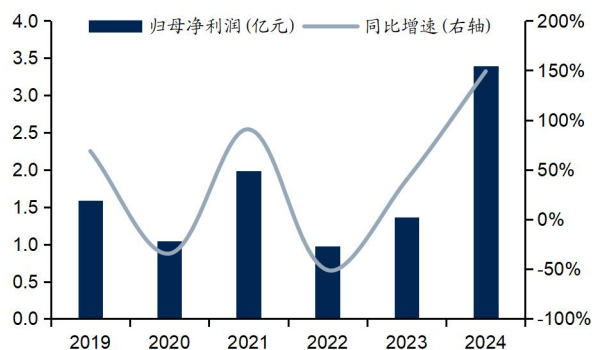
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



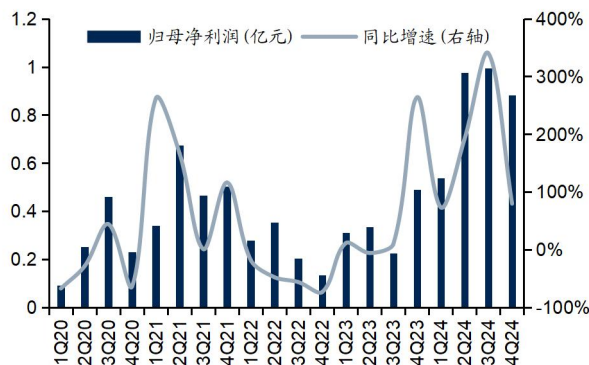
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



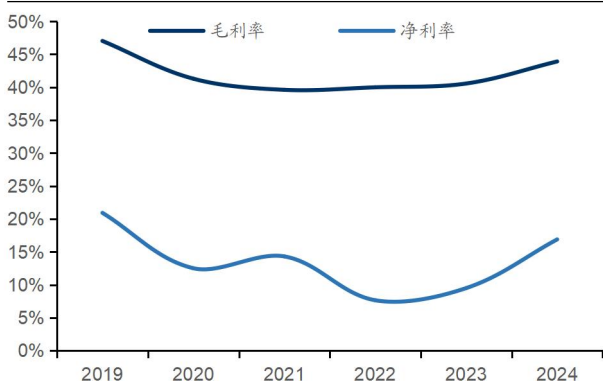
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



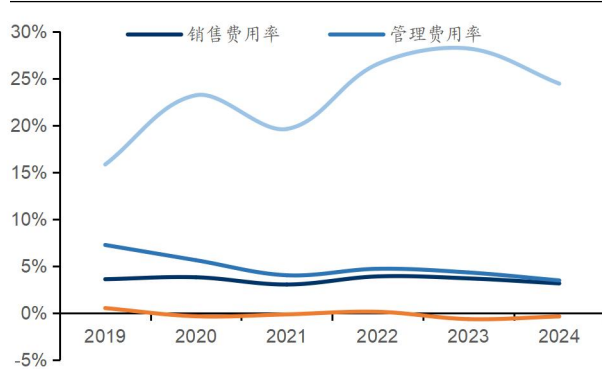
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	464	674	653	940	1137	营业收入	1433	2007	2604	3249	4008
应收款项	303	377	489	635	763	营业成本	852	1126	1455	1817	2235
存货净额	242	486	641	705	941	营业税金及附加	6	3	9	10	11
其他流动资产	116	249	342	364	491	销售费用	53	63	78	96	116
流动资产合计	1216	1785	2125	2644	3331	管理费用	62	69	83	103	111
固定资产	76	94	182	269	355	研发费用	404	490	554	670	806
无形资产及其他	2	31	30	28	27	财务费用	(10)	(8)	(16)	(19)	(25)
其他长期资产	910	739	739	739	739	投资收益	28	21	24	24	23
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(3)	(1)	(3)	(2)	(2)
资产总计	2204	2649	3075	3681	4452	其他收入	13	51	11	11	10
短期借款及交易性金融负债	9	12	10	10	11	营业利润	105	334	474	605	785
应付款项	80	161	166	214	280	营业外净收支	0	(1)	(0)	(0)	(1)
其他流动负债	128	180	215	277	340	利润总额	105	333	473	605	785
流动负债合计	217	353	392	501	631	所得税费用	(31)	(6)	(9)	(11)	(14)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(1)
其他长期负债	74	117	133	156	183	归属于母公司净利润	136	339	482	616	799
长期负债合计	74	117	133	156	183	现金流量表 (百万元)					
负债合计	291	470	525	657	814	净利润	136	339	482	616	799
少数股东权益	0	29	29	29	28	资产减值准备	(2)	(2)	1	1	1
股东权益	1913	2150	2521	2995	3610	折旧摊销	20	25	14	20	26
负债和股东权益总计	2204	2649	3075	3681	4452	公允价值变动损失	3	1	3	2	2
关键财务与估值指标						财务费用	(10)	(8)	(16)	(19)	(25)
每股收益	1.69	3.02	4.30	5.49	7.13	营运资本变动	(329)	(106)	(302)	(100)	(332)
每股红利	0.00	0.70	0.99	1.27	1.64	其它	484	(29)	15	19	25
每股净资产	23.68	19.16	22.47	26.69	32.18	经营活动现金流	303	220	196	537	495
ROIC	37%	38%	43%	50%	55%	资本开支	(49)	(98)	(103)	(109)	(114)
ROE	7%	16%	19%	21%	22%	其它投资现金流	(55)	252	0	0	0
毛利率	41%	44%	44%	44%	44%	投资活动现金流	(105)	154	(103)	(109)	(114)
EBIT Margin	4%	13%	16%	17%	18%	权益性融资	1	14	0	0	0
EBITDA Margin	5%	14%	17%	18%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	13%	40%	30%	25%	23%	支付股利、利息	0	(78)	(111)	(142)	(184)
净利润增长率	40%	149%	42%	28%	30%	其它融资现金流	(91)	(104)	(2)	0	1
资产负债率	13%	19%	18%	19%	19%	融资活动现金流	(90)	(169)	(113)	(142)	(184)
息率	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	现金净变动	109	208	(21)	287	197
P/E	128.3	71.5	50.3	39.4	30.4	货币资金的期初余额	351	460	668	647	933
P/B	9.1	11.3	9.6	8.1	6.7	货币资金的期末余额	460	668	647	933	1131
EV/EBITDA	230.7	88.1	56.5	43.6	33.2	企业自由现金流	0	82	40	373	322
						权益自由现金流	0	(22)	55	393	349

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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