

乐鑫科技 (688018.SH)

增持 (维持)

25Q1 业绩延续同比高增长态势，生态系统优势进一步强化

乐鑫科技发布 25Q1 季报，收入 5.58 亿元，同比+44%/环比+2%；归母净利润 0.94 亿元，同比+73.8%/环比+6.2%。公司各产品线增长强劲，生态系统基础坚实，将持续受益于 AI 玩具等端侧创新需求。维持“增持”评级。

□ 25Q1 收入同比加速增长，盈利能力同环比提升。25Q1 公司收入 5.58 亿元，同比+44%/环比+2%，其中智能家居领域同比增长约 30%，非智能家居领域增长更快；毛利率 43.4%，同比+1.4pcts/环比-3.5pcts，公司产品价格相对稳定，规模效应持续显现，同时非智能家居领域的增长支撑住了较好的毛利率水平；归母净利润 0.94 亿元，同比+73.8%/环比+6.2%；扣非净利润 0.89 亿元，同比+86%/环比+15.2%；扣非净利率 16%，同比+3.6pcts/环比+1.8pcts。

□ 边缘 AI+低功耗领域产品拓展顺利，2025 年次新品高增长可期。S3 系列强化边缘 AI 方向应用，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，可对接豆包、ChatGPT 或文心一言等应用；C6 系列低功耗 Wi-Fi 表现出色，拓展电池或储能设备等市场；C5 系列是第一款 2.4&5GHz 双频 Wi-Fi6 产品，预计即将上市；H4 系列新增对 IEEE 802.15.4 技术的支持，标志公司进入 Thread/Zigbee 市场；P4 系列使用自研高性能双核 RISC-V 处理器，可满足更高边缘算力需求。

□ AIoT 生态系统坚实，持续受益于 AI 玩具等端侧创新。公司延续 B2D2B 商业模式，生态系统扎实，截至 25Q1 末，Github ESP32 项目累计数量达到 140100 个；公司于 24Q2 收购了明栈 (M5Stack) 的多数股权，M5Stack 产品在教育 and 开发者市场快速增长，进一步强化公司生态力；AI 玩具产品快速涌现，公司和火山引擎以及 IP 提供方合作的具体产品预计年内发布，预计持续受益于新兴市场端侧创新趋势。

□ 投资建议。公司 25Q1 收入利润同比继续保持高速增长态势，新应用和客户不断增多，AIoT 创新方案加速，多款次新品持续快速放量。我们预计公司 2025/2026/2027 年收入为 26.2/33.2/40.9 亿元，归母净利润为 4.7/6.2/7.8 亿元，对应 PE 为 52.3/39.3/31.2 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：需求复苏不及预期、产品研发进展不及预期、智能化渗透率提升不及预期、新品放量不及预期、行业竞争加剧的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1433	2007	2619	3316	4088
同比增长	13%	40%	31%	27%	23%
营业利润(百万元)	105	334	497	673	917
同比增长	22%	217%	49%	35%	36%
归母净利润(百万元)	136	339	468	622	783
同比增长	40%	149%	38%	33%	26%
每股收益(元)	1.21	3.02	4.17	5.54	6.98
PE	179.6	72.1	52.3	39.3	31.2
PB	12.8	11.4	9.6	8.1	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

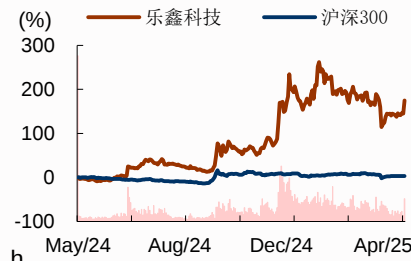
TMT 及中小盘/电子
当前股价：218.0 元

基础数据

总股本(百万股)	112
已上市流通股(百万股)	112
总市值(十亿元)	24.5
流通市值(十亿元)	24.5
每股净资产(MRQ)	20.0
ROE(TTM)	16.9
资产负债率	23.1%
主要股东	樂鑫(香港)投資有限公司
主要股东持股比例	40.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	49	159
相对表现	-5	53	155



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《乐鑫科技 (688018) — 全年收入利润同比高增长，持续受益于 AIoT 方案创新》2025-03-23
- 《乐鑫科技 (688018) — 24Q4 收入同比高增长，持续受益于端侧 AI 创新》2025-01-16
- 《乐鑫科技 (688018) — 24Q3 利润持续快速释放，展望 24Q4 至 2025 年增长向好》2024-10-14

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

湛薇 S1090524070008

✉ shenwei3@cmschina.com.cn

王虹宇 研究助理

✉ wanghongyu@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1216	1785	2287	2909	3669
现金	464	674	860	1089	1424
交易性投资	90	0	0	0	0
应收票据	42	39	50	64	79
应收款项	252	318	391	495	611
其它应收款	9	20	26	33	41
存货	242	486	633	816	1006
其他	116	249	325	412	508
非流动资产	988	864	863	861	858
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	76	94	107	118	126
无形资产商誉	2	106	95	85	77
其他	910	665	661	658	655
资产总计	2204	2649	3149	3770	4526
流动负债	217	353	401	470	543
短期借款	0	1	0	0	0
应付账款	80	161	213	275	339
预收账款	13	21	28	36	44
其他	123	171	160	160	161
长期负债	74	117	117	117	117
长期借款	0	0	0	0	0
其他	74	117	117	117	117
负债合计	291	470	517	587	660
股本	81	112	112	112	112
资本公积金	1212	1143	1143	1143	1143
留存收益	621	895	1296	1777	2374
少数股东权益	0	29	81	150	237
归属于母公司所有者权益	1913	2150	2550	3032	3629
负债及权益合计	2204	2649	3149	3770	4526

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	303	220	281	384	542
净利润	136	339	520	691	870
折旧摊销	25	33	39	41	42
财务费用	2	8	0	0	0
投资收益	(28)	(21)	(25)	(25)	(20)
营运资金变动	202	(135)	(262)	(334)	(362)
其它	(34)	(4)	9	11	12
投资活动现金流	(105)	154	(15)	(15)	(20)
资本支出	(49)	(98)	(40)	(40)	(40)
其他投资	(55)	252	25	25	20
筹资活动现金流	(90)	(169)	(80)	(140)	(187)
借款变动	(39)	(65)	(12)	0	0
普通股增加	0	31	0	0	0
资本公积增加	(57)	(69)	0	0	0
股利分配	0	(81)	(67)	(140)	(187)
其他	6	14	0	0	0
现金净增加额	108	206	186	229	335

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1433	2007	2619	3316	4088
营业成本	852	1126	1493	1923	2371
营业税金及附加	6	3	4	6	7
营业费用	53	63	73	86	98
管理费用	62	69	79	90	102
研发费用	404	490	498	564	613
财务费用	(10)	(8)	0	0	0
资产减值损失	(4)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	14	52	5	5	5
投资收益	28	21	20	20	15
营业利润	105	334	497	673	917
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	105	333	496	671	915
所得税	(31)	(6)	(24)	(20)	45
少数股东损益	0	(0)	52	69	87
归属于母公司净利润	136	339	468	622	783

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	40%	31%	27%	23%
营业利润	22%	217%	49%	35%	36%
归母净利润	40%	149%	38%	33%	26%
获利能力					
毛利率	40.6%	43.9%	43.0%	42.0%	42.0%
净利率	9.5%	16.9%	17.9%	18.8%	19.2%
ROE	7.3%	16.7%	19.9%	22.3%	23.5%
ROIC	7.1%	16.2%	21.6%	23.8%	24.7%
偿债能力					
资产负债率	13.2%	17.7%	16.4%	15.6%	14.6%
净负债比率	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.6	5.1	5.7	6.2	6.8
速动比率	4.5	3.7	4.1	4.4	4.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	2.5	3.1	2.7	2.7	2.6
应收账款周转率	5.8	6.2	6.6	6.6	6.6
应付账款周转率	10.8	9.4	8.0	7.9	7.7
每股资料(元)					
EPS	1.21	3.02	4.17	5.54	6.98
每股经营净现金	2.70	1.96	2.50	3.42	4.83
每股净资产	17.05	19.16	22.73	27.02	32.34
每股股利	0.72	0.60	1.25	1.66	2.09
估值比率					
PE	179.6	72.1	52.3	39.3	31.2
PB	12.8	11.4	9.6	8.1	6.7
EV/EBITDA	152.1	50.0	32.5	24.5	18.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。