

► **端侧智能化趋势已现，乐鑫受益开发者生态。**作为 AIoT 生态铲子股，乐鑫经过多年的生态搭建，逐步发展成为一家物联网技术生态型公司，构筑起自身生态壁垒。同时，自 2024 年起，随着 AI 终端产品持续涌现，乐鑫受益于各行业长尾市场智能化需求，营收从新进入高成长期。根据 ESP32 GitHub 数据分析，乐鑫的生态飞轮发展分为两个阶段：

**2016Q1-2023Q1 的生态构筑和垫伏期**，公司在各类产品矩阵基础上逐步更新模组和开发套件，并逐步拓展智能家居、消费电子以外的领域，同期 ESP32 GitHub 日均项目增长数从 16Q1 的 0.24 个增至 45 个，生态构建初见成效；

**2023Q1-2025Q2 期间迈入生态+业绩的收获期**，ESP32 项目日均增长数从 45 个增至 123 个，实现三倍增长，同时乐鑫开源社区生态在全球物联网开发者社群中拥有极高的知名度。截至 2023 年末，GitHub 上乐鑫产品相关开源项目超 10 万个，排名行业领先。

► **品牌价值+技术优势，B2D2B 商业模式领航成长。**乐鑫科技针对下游售卖的不是单独芯片，而是一套完整、高效的开发语言和工具框架，因此其真正的商业护城河并非是价格，而是其独特的 **B2D2B 模式**，即**打造开发者生态获取企业商业机会的商业模式**。

**这种生意模式的核心，是通过极致降低开发者的学习和时间成本来锁定应用生态**，在新兴应用中成为开发者的“默认选项”。同时，开发者一旦习惯乐鑫的整套开发语言，便会形成极高粘性并转换成本。由此，乐鑫生态成为由全球开发者构成、自发维护扩张的平台，也成为公司成本最低且最高效的销售渠道。

**寻根溯源，品牌价值和优势是公司开放生态的基础**，ESP32 优秀的品牌效应会不断吸引开发者进入乐鑫生态，并加快公司 2D2B 商业模式下的方案开发循环，具体来看：

**产品能力方面**，公司独立设计开发芯片产品，连接+处理等方面的核心 IP 均为自研；**全栈工程能力方面**，具备从 IP 开发到完整芯片设计、操作系统、固件、软件框架、应用方案、硬件设计、边缘 AI，再到云和 APP 的全栈工程开发能力；**成本效益方面**，公司产品具有优越的性价比、长期可用性并提供稳定和长期的软硬件技术支持；**社群支持方面**，公司具有庞大且积极的社群，不仅能助力产品迅速被采纳和传播，还通过反馈与知识共享推动持续改进。

► **投资建议：**考虑到公司作为端侧少数拥有开发者生态的 SoC 企业，已形成生态飞轮闭环，我们调整公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 5.59/7.18/9.00 亿元，对应 PE 为 43/34/27 倍，考虑公司有望持续受益于端侧 AI 硬件市场规模扩张与细分客户需求放量的红利，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品研发迭代不及预期，下游需求不及预期，市场竞争风险。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,007	2,663	3,484	4,298
增长率 (%)	40.0	32.7	30.8	23.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	339	559	718	900
增长率 (%)	149.1	64.9	28.3	25.4
每股收益 (元)	2.17	3.57	4.58	5.74
PE	72	43	34	27
PB	11.3	9.4	7.7	6.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 12 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

155.30 元



#### 分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

#### 分析师 李少青

执业证书：S0100522010001

邮箱：lishaoqing@mszq.com

## 相关研究

- 乐鑫科技 (688018.SH) 2024 年年报点评：营收、利润双高增，构筑 AIoT 芯片开放平台生态-2025/03/25
- 乐鑫科技 (688018.SH) 2024 年三季度报点评：业绩持续高增，开源生态助力商业版图拓展-2024/10/27
- 乐鑫科技 (688018.SH) 2024 年中报点评：业绩显著超预期，多产品线厚积薄发-2024/07/30
- 乐鑫科技 (688018.SH) 2023 年度业绩快报点评：业绩增长超预期，新品打开成长空间-2024/01/12
- 乐鑫科技 (688018.SH) 2023 年三季度报点评：营收稳健提升，新品进入快速增长阶段-2023/10/24

# 目录

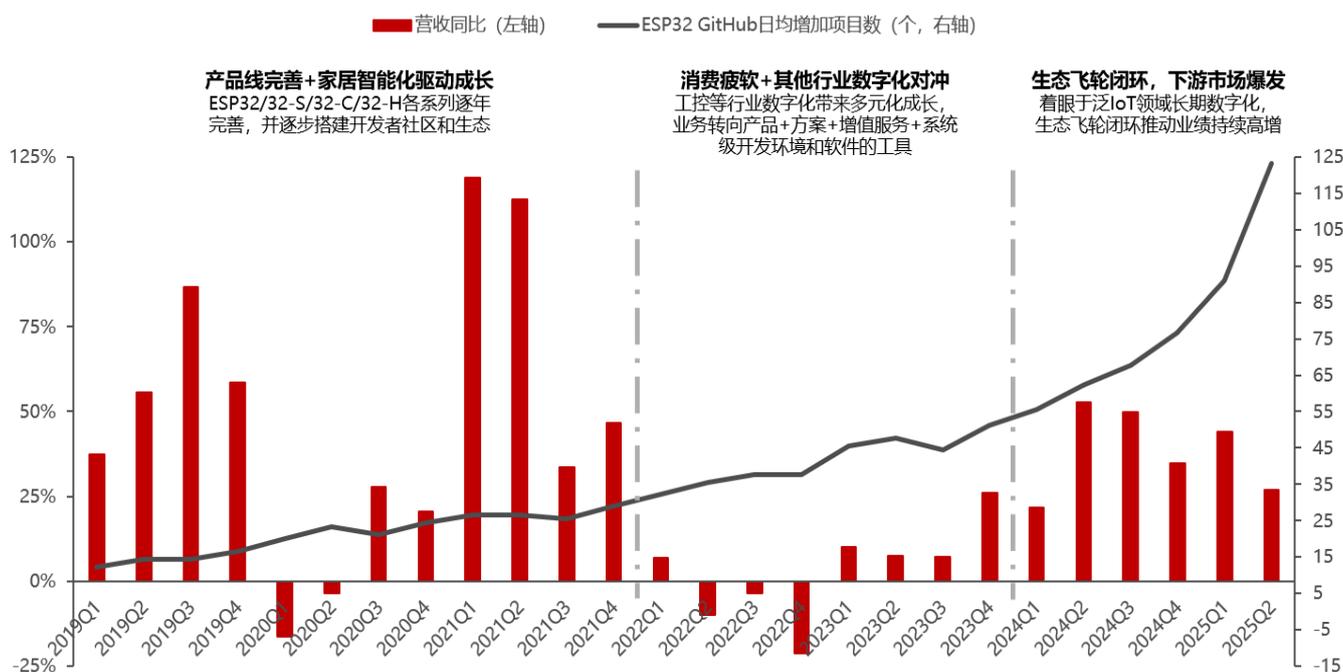
<b>1 契合端侧智能化趋势，持续受益开发者生态 .....</b>	<b>3</b>
<b>2 品牌价值+技术优势，B2D2B 商业模式领航成长 .....</b>	<b>5</b>
2.1 B2D2B 构筑生态，低门槛打造商业护城河 .....	5
2.2 乐鑫品牌价值与 2D2B 商业模式相辅相成.....	7
2.3 喵伴——乐鑫合作火山引擎的 AI 智能体开发板.....	11
<b>3 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>14</b>
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>15</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>17</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>17</b>

## 1 契合端侧智能化趋势，持续受益开发者生态

**AIoT 生态铲子股，持续受益端侧创新趋势。**自 2024 年起，AI 终端产品逐步涌现，乐鑫科技受益于下游市场增长，营收从新步入高成长期。分阶段来看，乐鑫的营收增长分为三个阶段：

- 2019-2021 年期间，公司处于逐步搭建各条产品线的阶段，逐步形成 ESP32、ESP32-S、ESP32-C、ESP32-H 等各具特色的产品矩阵。公司通过自有的软件工具链和芯片硬件形成研发闭环，同时又将软件开发工具包开放给开发者社区，搭建繁荣的开发者生态，将应用拓展到下游无数业务领域中。
- 2022-2023 年期间，公司在经历 2021 年缺芯+家居智能化驱动的高成长周期后，由于全球宏观经济疲软导致消费类市场需求较淡。与此同时，工业控制、能源管理等行业的数字化启动，公司前期逐步拓展的丰富产品线+开放的生态模式帮助公司在多种行业拓展业务，对消费领域下行起到一定缓冲作用。
- 2024 年以后，公司经过多年的生态搭建，已形成闭环的生态飞轮，发展成为一家物联网技术生态型公司。公司构筑的生态壁垒，能够在各行各业中为长尾市场的智能化需求提供有效服务。正是得益于这一优势，非智能家居领域已呈现出更高的增速，并带动公司整体业绩成长。

图1：乐鑫科技营收增长阶段分析



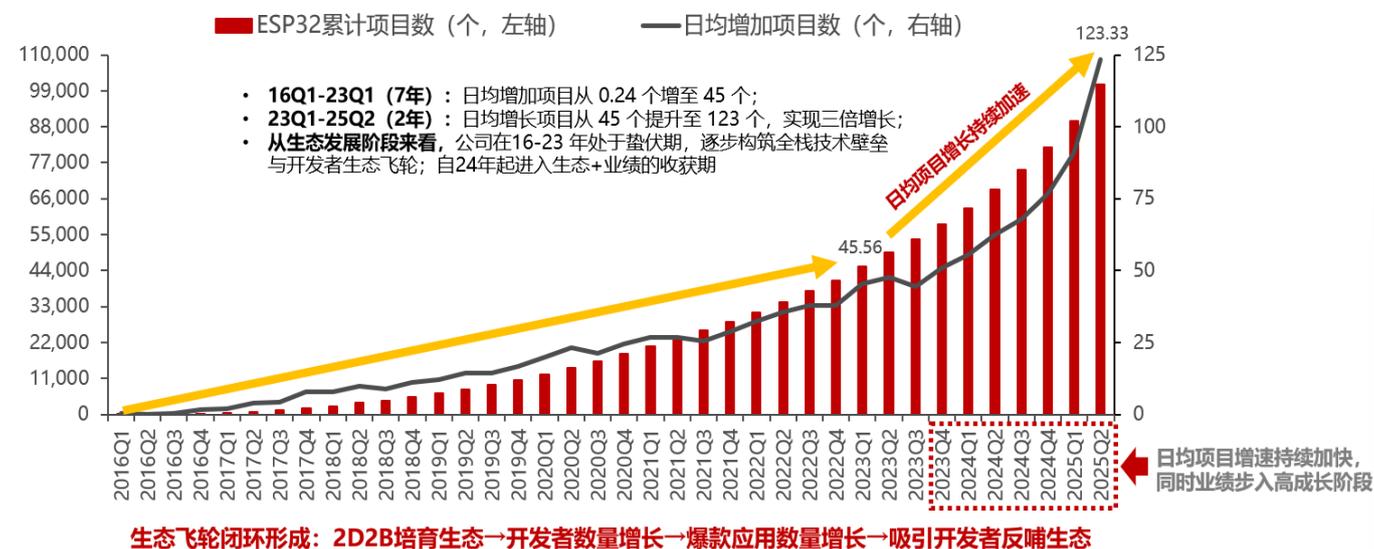
资料来源：乐鑫科技年报，iFind，民生证券研究院整理（注：2025Q2 营收数据采用业绩预告中值）

从乐鑫的 ESP32 GitHub 数据具体分析，生态飞轮的发展大致可以分为两个阶段：

**2016Q1-2023Q1 期间**，是乐鑫生态系统的构筑与蛰伏期，公司在各产品矩阵基础上逐步更新模组及开发套件。除智能家居、消费电子等领域外，产品逐渐进入工业控制、车联网、健康医疗、智慧办公、能源管理等更多新领域，拓展了新客户，下游业务场景呈现多样化。公司开放的生态模式正是为契合这类长尾、多样、碎片的商业形态而生，服务近万家客户，既包括行业内有影响力的品牌大客户，也涵盖大量中小型客户和创业企业。同期，公司 ESP32 GitHub 日均项目增长数从 16Q1 的 0.24 个增至 45 个，生态构建初见成效。

**2023Q1-2025Q2 期间**，乐鑫构筑的生态飞轮闭环形成，开源社区生态在全球物联网开发者社群中拥有极高的知名度。众多工程师、创客及技术爱好者，基于公司硬件产品和基础软件开发工具包，积极开发新的软件应用，自由交流并分享公司产品及技术使用心得。截至 2023 年末，在国际知名的开源代码托管平台 GitHub 上，开发者围绕乐鑫产品的开源项目数量已超过 10 万个，排名行业领先。此外，ESP32 GitHub 日均增长数量也提升至接近 23Q1 的三倍，从 45 个跃升至 123 个，同期业绩又迈入高速增长，整体进入生态+业绩的收获期。

图2：乐鑫科技 ESP32 GitHub 项目数据



资料来源：乐鑫科技，民生证券研究院整理

## 2 品牌价值+技术优势，B2D2B 商业模式领航成长

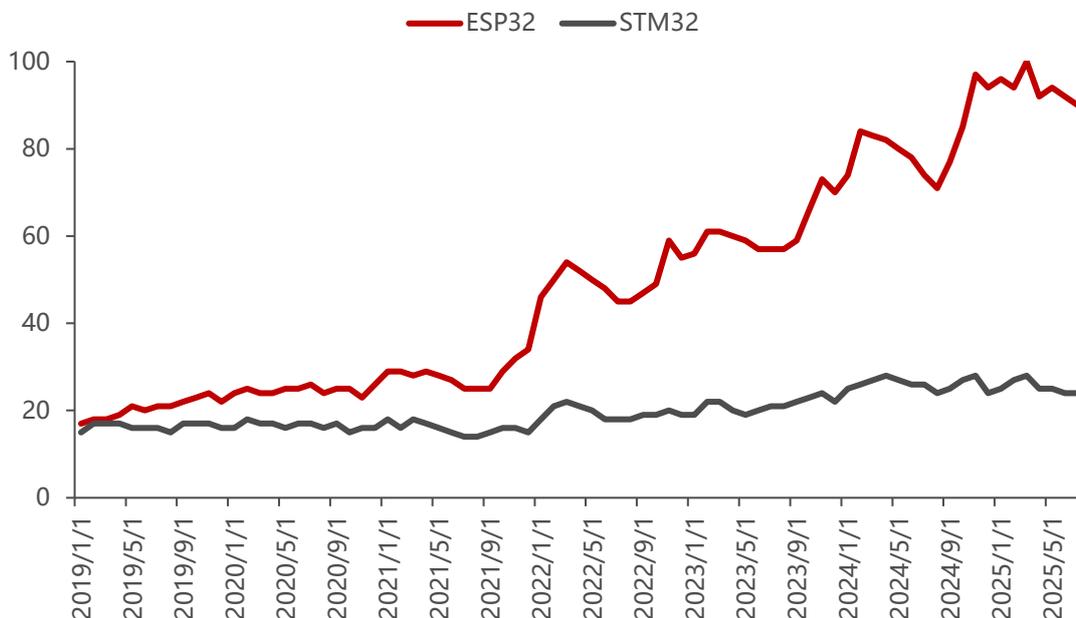
### 2.1 B2D2B 构筑生态，低门槛打造商业护城河

乐鑫科技真正的商业护城河并非价格，而是通过其独特的 B2D2B 模式，即打造开发者生态获取企业商业机会的商业模式。乐鑫售卖的不是单独的芯片，是一套完整、高效的开发语言和工具框架，公司在完善底层基础能力后，为开发者提供一套标准的通用开发路径，具体应用场景则可由客户自主定义开发，比如扫地机、AI 玩具等产品。

乐鑫商业模式的核心，是通过极致降低开发者的学习和时间成本来锁定应用生态，在新兴应用中成为开发者的“默认选项”。当初创企业或独立开发者尝试打造一个全新的智能硬件时，首要问题并非采购芯片，而是如何快速落地想法和功能。而乐鑫凭借开源的 ESP-IDF 操作系统、GitHub 上超十万个开源项目、硬件参考设计、活跃的开发者社区及丰富详尽的开放文档等，可把这一过程的门槛降低。

同时，根据 Google Trends 数据显示，ESP32 搜索热度自 2019 年以来持续上升，已超越老牌的 STM32 热度，证明在物联网时代，Wi-Fi 相关的需求带动了大量用户涌向乐鑫平台，也直接印证了乐鑫开发者生态的吸引力。

图3：ESP32 谷歌搜索热度节节攀升，已超过 STM32



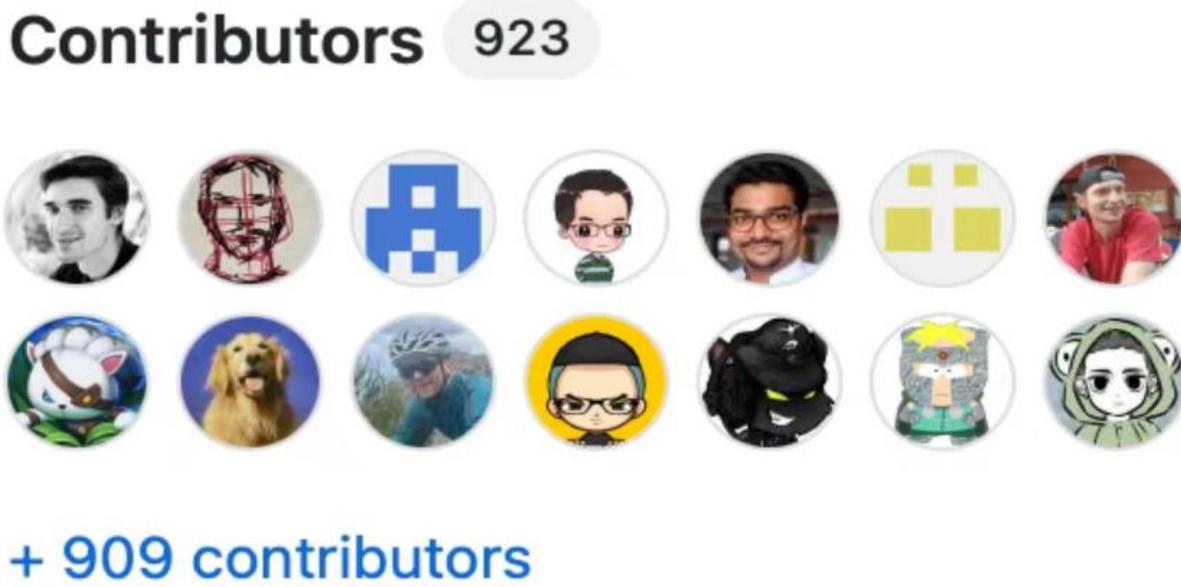
资料来源：Google Trends，民生证券研究院整理

开发者一旦习惯乐鑫的整套开发语言，便会形成极高粘性与转换成本。由此，乐鑫生态成为由全球开发者构成、自发维护扩张的平台，也成为公司成本最低且最高效的销售渠道。公司目前超 70% 的直销占比，正印证了这一优秀生态所带来的

直销渠道优越性。

此外，开发者还能进一步扩充乐鑫产品的能力与影响力，让公司在日益碎片化的下游市场具备高速增长潜力。例如社群中，自发参与公司 ESP-IDF 操作系统开发的人数已超 900 人，其中不乏全球顶尖开发者，构成了该操作系统开发的核心力量。

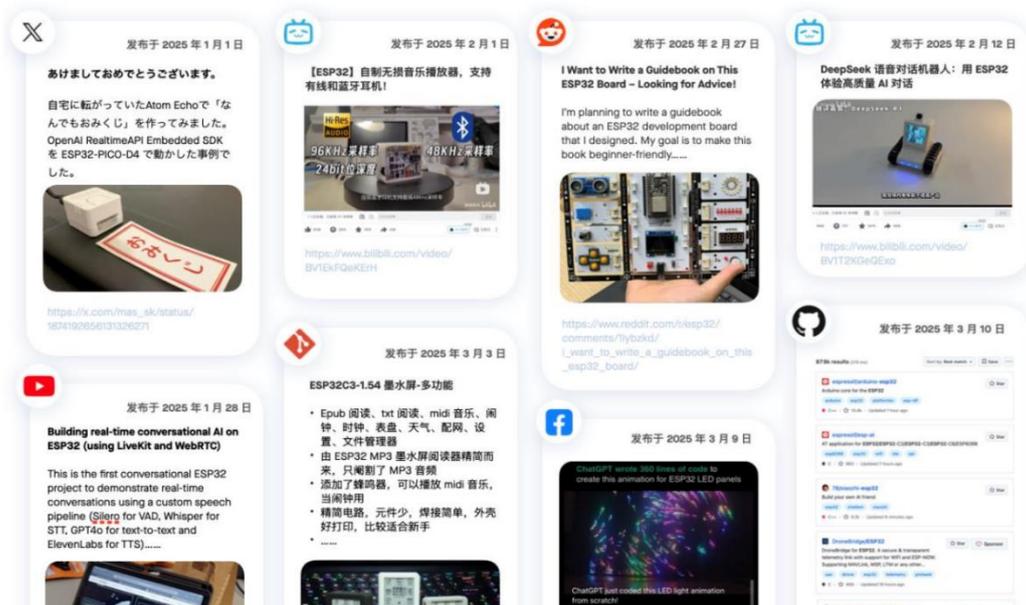
图4：乐鑫生态参与的开发者



资料来源：乐鑫董办公众号，民生证券研究院

图5：开发者社群内容输出统计

## 每时每刻都有新讨论



资料来源：乐鑫科技 2024 年年报，民生证券研究院

**图6: 乐鑫科技开发者社群关键数据 (截至 2025.6.30)**


全球最大的代码托管平台

**151,300**

 ESP32、ESP8266  
 项目数量总计


海外社交站点, 类似贴吧

**133,000**

ESP32 小组会员数量



中国视频分享平台

**132.1 万**

 2025 年最热 ESP32  
 视频播放量


开发者编写的教学书籍

**> 200**

 涵盖中、英、德、法、日  
 等 10 余国语言。


海外视频分享平台

**78.7 万**

 2025 年最热 ESP32  
 长视频播放量

**1,500 万**

 2025 年最热 ESP32  
 短视频播放量

资料来源: 乐鑫董办公众号, 民生证券研究院

## 2.2 乐鑫品牌价值与 2D2B 商业模式相辅相成

**乐鑫品牌价值与其 B2D2B 商业模式相辅相成。**ESP32 在开发者中拥有极强认同感, 这正是乐鑫竞争优势与成功的关键。用户之所以对该品牌认可, 源于其可靠性、性能及多功能性在各类应用与行业中得到的验证。因此, 品牌效应不仅能留存客户, 更能吸引新客户, 进而持续巩固乐鑫的市场地位。

通过建立开发者生态, 乐鑫的平台也将吸引大量开发者加入, 带来所在公司的业务商机。同时, 这一生态具有显著平台效应:

①开发者越多，产生的软硬件方案越丰富方案越丰富，越能吸引更多开发者加入交流；②随着影响力扩大，其他第三方平台也会融入生态，引入新开发者，形成正反馈，既增强客户粘性，也对拓展产品应用领域、提高市场覆盖率起到积极作用。

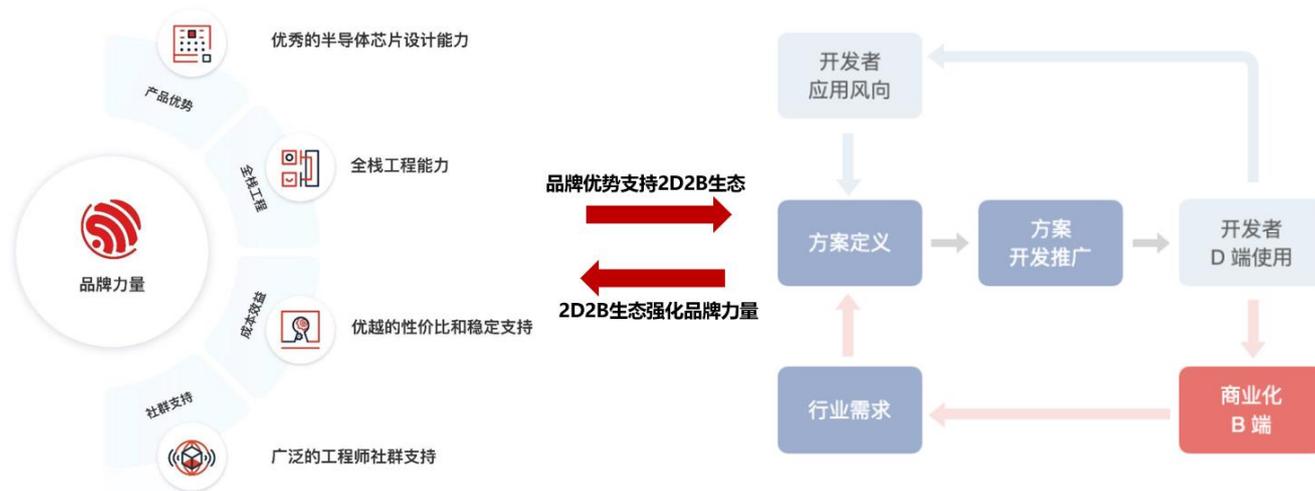
通过持续运营公众平台，开发者社群将会形成正向循环，而开发者在使用中的反复验证，助力乐鑫软件快速提升成熟度、增强产品力，最终推动整体营收增长。此外，乐鑫不断开发新软件应用方案支持现有通用芯片硬件，既将芯片应用发挥到极致，也扩大了其规模效应与应用市场。

公司独特的 B2D2B 商业模式也由这种开发者生态发展而来，运作逻辑清晰：

①先打造生态吸引大量开发者，其中多数为商业公司技术人员，他们会为所在企业带来商机；②同行业公司在选择型芯片、评估软件方案时会相互参考，因此吸引的开发者将会以点带面为公司带来长尾市场中的大量行业机会；③公司则会把握主动咨询的商机，转化为销售收入。

乐鑫在过往搭建的品牌效应，是支持公司 B2B2D 模式发展的重要支撑，ESP32 优秀的品牌效应会不断吸引开发者进入乐鑫生态，并加快乐鑫 2D2B 商业模式下的方案开发循环；同时，2D2B 的生态也成为持续扩张乐鑫品牌影响力的重要因素，开放式生态助力乐鑫产品快速被采纳和传播，并促进产品持续改善，进而提升品牌影响力。

图7：乐鑫品牌价值与 2B2D 的生态相辅相成



资料来源：乐鑫科技年报，民生证券研究院

寻根溯源，品牌价值和**技术优势**是公司开放生态的基础，当前开放生态优势的根源来自于公司在产品优势、全栈工程、成本效益、社群支持等方面能力。

1) **优秀的芯片设计能力**：乐鑫独立设计开发芯片产品，连接+处理等方面的核心 IP 均为自研。这些芯片功能丰富，使乐鑫产品在市场上脱颖而出，避免同质化竞争；同时，通过完全掌控设计全过程，乐鑫能够实现创新，并有效把控产品性

能与品质。

**连接技术方面**，公司已具备 Wi-Fi 4/6/6E、Bluetooth 5.4、Thread 等多种技术，未来还将继续密切关注 Wi-Fi 6 产品在物联网领域的接受度及应用需求的变化，进行相应的产品线规划，还继续自研 Wi-Fi 7 技术；**在处理技术领域**，公司已涵盖 AI 和 RISC-V 处理器核等多方面。其中，由于 RISC-V 是一种开放的、免费的、指令集的嵌入式芯片设计架构，拥有相对完整的 IP、工具链和软件生态系统，应用在产品中可以逐步降低许可证费用，还可形成产品差异化。自 2020 年起，乐鑫发布的新产品均搭载自研的 RISC-V 32 位处理器，2023 年推出的 ESP32-P4 已实现了 RISC-V 双核 400MHz 主频，目前公司还在进一步研发基于该指令集的更高主频产品线。

此外，在处理能力上，公司还将持续强化边缘 AI 功能，如语音 AI、图像 AI 等方面。

图8：乐鑫芯片的关键技术



资料来源：乐鑫科技 2024 年年报，民生证券研究院

**2) 全栈工程能力：**乐鑫具备从 IP 开发到完整芯片设计、操作系统、固件、软件框架、应用方案、硬件设计、边缘 AI，再到云和 APP 的全栈工程开发能力。这种全栈工程专业能力，使乐鑫能够提供高度集成的解决方案，满足更广泛的客户需求。而对技术栈每一层的控制与优化能力，是乐鑫在行业中的独到之处，也使其能够提供无缝集成且高效的优质产品和服务。

自 2022 年以后，由于具备全栈能力优势，乐鑫的模组和开发板能稳定占据营

收 60%左右，并且通常把软件/云服务加进模组价格里一起售卖，同步带动模组毛利率提升。

图9：乐鑫科技全栈式产品战略



资料来源：乐鑫科技 2024 年年报，民生证券研究院整理

**3) 优越的性价比和稳定支持：**乐鑫的产品以高性能、低成本著称，这使其在市场上具有竞争力。公司产品具有优越的性价比、长期可用性并提供稳定和长期的软硬件技术支持。

物联网的本质是万物互联，任何起量的市场都对成本高度敏感。乐鑫坚持自研 IP 并逐步采用开放的 RISC-V 结构，从根本上摆脱 ARM 体系下的同质化竞争，在芯片设计层面通过深度优化晶圆面积、器件集成度与系统架构，进行芯片面积优化，用更低的制造成本实现同等的性能水平。得益于研发和设计的成本领先，因此乐鑫能在 2018 年以来基本维持 40%左右的高毛利率水平。同时，竞争对手也无法通过简单模仿或者价格战轻易抢占乐鑫的下游市场。

**4) 广泛的社群支持：**乐鑫具有庞大且积极的社群，不仅能助力产品迅速被采纳和传播，还通过反馈与知识共享推动持续改进，既提升了公司市场影响力，也强化了乐鑫作为行业信赖与创新领导者的声誉。

GitHub 热度很高的开源项目“小智”AI，是一个可随身携带的 AI 小助手，适用于家庭控制、办公提醒等多场景，支持 70 多个开源硬件，具高度可移植性与适配性，降低开发难度，激发开发者创新。在生态共生之中，乐鑫与“小智”彼此促进，推动 AI 普及落地，同时“小智”的高适配性和强社区号召力为更多 AI 落地场景提供样本与灵感。这类由开发者社区主导、用户共创的 ESP32 现象级应用，将为乐鑫带来无限的创新产品落地可能。

## 2.3 喵伴——乐鑫合作火山引擎的 AI 智能体开发板

乐鑫的开放生态结合繁荣的开发者生态内容，能借助生成式 AI 技术降低产品学习门槛，扩大开发者受众边界，进而促进业务发展，提升品牌影响力。

凭借丰富的开源资源和活跃的技术社区，乐鑫为人工智能模型的优化与训练提供了大量高质量学习资料。客户可借助 GitHub Copilot 等智能开发工具实现高效代码开发，进一步提升开发效率，加速智能物联网产品落地，持续推动物联网长尾市场发展。

以乐鑫与豆包的合作为例，乐鑫提供一站式 Turnkey 解决方案，通过 Wi-Fi 传输接入云端智能体服务，为传统行业注入智能化能力。相比市场上仍停留在简单问答交互的产品，基于豆包 AIGC 等大模型的智能硬件产品，在理解用户意图、精准反馈需求方面更显智能化和人性化，能够根据用户行为偏好自我学习和进化，从而提供更个性化的服务与体验。

2025 年 6 月，乐鑫科技携手火山引擎扣子大模型团队，共同推出智能 AI 开发套件——EchoEar (喵伴)。套件以端到端开发为核心理念，构建起从硬件接入、智能体构建到生态联动的一站式开发流程，为开发者提供了一条高效、开放、具备可复制性的落地路径。

图10：喵伴-乐鑫 X 火山引擎



资料来源：乐鑫董办公众号，民生证券研究院

**从硬件来看**，喵伴主控采用乐鑫 ESP32-S3-WROOM-1-N32R8 模组，支持 2.4 GHz Wi-Fi 和 Bluetooth 5 (LE) 无线连接。存储方面，整机具备 8MP PSRAM、32MB Flash 的存储空间，同时还配备一个可支持高达 32 GB 的 microSD 卡插槽，满足语音交互和多媒体处理需求。交互方面，配备 1.85 英寸圆形触摸屏 (360 × 360 分辨率) 与 ESP32-S3 原生触摸传感器，提供直观丰富的交互体验。

**从功能来看**，喵伴搭载的 ESP-Brookesia 框架不仅承担了整体 UI 的构建与渲染，还深度融合了扣子平台的智能语音对话服务和乐鑫全新音视频框架 ESP-GMF，从而具备全双工语音交互、多模态识别与智能体控制，构建更具沉浸感的人机交互体验。

具体来看，智能对讲与情绪识别能力可主动识别用户的意图与情绪变化，并通过动态表情互动进行响应，增强设备的人格化表现；长记忆能力支持对用户对话内容的持续记录，实现更具陪伴感的个性化体验。离线语音唤醒与声源定位结合电机控制，可实现 180° 范围内的方向跟踪，使设备交互更自然、更具沉浸感；此外，喵伴还支持 MCP 协议与 Function Call 能力，可用于远程控制家庭设备，作为智能家居系统的本地中枢。

**喵伴基于火山引擎扣子平台打造，具备组件丰富、模板灵活的特性，开发者无需从零开始**，就能快速构建面向语音交互、教育辅助、情感陪伴等多类场景的智能产品。该平台通过“模板复用+插件组装”的方式，显著缩短 AI 产品的原型验证与量产周期，有效降低开发门槛与集成成本。

**喵伴作为和火山引擎携手最新打造的 AI 开发板，其价值远超普通的显眼包类产品**。借助字节的影响力，喵伴有望能进一步提升乐鑫生态的知名度，强化乐鑫生态的稀缺性，在新兴端侧市场中卡位获客。

图11：喵伴技术功能亮点



资料来源：乐鑫董办公众号，民生证券研究院

### 3 盈利预测与投资建议

考虑到当前端侧 AI 化趋势下，乐鑫科技作为端侧少数拥有开发者生态的 SoC 企业，依托突出的品牌价值与扎实的技术优势，已打造出自身的生态飞轮闭环，后续有望持续受益于端侧 AI 硬件市场规模扩张与细分客户需求放量的红利。我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 5.59/7.18/9.00 亿元，EPS 分别为 3.57/4.58/5.74 元，对应 8 月 12 日收盘价的 PE 分别为 43/34/27X，维持“推荐”评级。

## 4 风险提示

**1) 产品研发迭代不及预期。**随着市场竞争加剧及终端客户产品应用场景不断丰富,公司需要不断优化现有产品并研发新技术。若公司不能保持核心技术优势并持续推出具有竞争力的新产品,则可能对公司未来经营产生不利影响。

**2) 下游需求不及预期。**公司经营业绩增长主要受下游需求增长影响。若未来公司下游市场景气度下降,相关成本费用上升,导致产品销量或毛利率下降,公司经营业绩可能存在无法持续高速增长的风险。

**3) 市场竞争风险。**公司的产品面临国内外 SoC 厂商的竞争,若未来公司不能保持在相关领域的技术和性价比优势,则存在可能被国内外 SoC 厂商挤压市场份额的风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,007	2,663	3,484	4,298
营业成本	1,126	1,458	1,969	2,436
营业税金及附加	3	5	6	7
销售费用	63	77	94	114
管理费用	69	83	105	127
研发费用	490	602	754	920
EBIT	305	438	555	693
财务费用	-8	-16	-24	-36
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	21	27	35	43
营业利润	334	550	706	884
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	333	549	704	883
所得税	-6	-10	-13	-16
净利润	339	559	717	899
归属于母公司净利润	339	559	718	900
EBITDA	352	497	621	767

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	674	865	1,263	1,725
应收账款及票据	357	479	653	781
预付款项	16	19	25	32
存货	486	634	755	1,015
其他流动资产	253	255	262	271
流动资产合计	1,785	2,252	2,959	3,825
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	94	99	107	111
无形资产	31	31	31	31
非流动资产合计	864	869	877	881
资产合计	2,649	3,121	3,835	4,706
短期借款	1	0	0	0
应付账款及票据	161	165	229	302
其他流动负债	192	231	314	387
流动负债合计	353	395	543	689
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	117	117	117	117
非流动负债合计	117	117	117	117
负债合计	470	512	660	806
股本	112	157	157	157
少数股东权益	29	29	28	27
股东权益合计	2,179	2,608	3,175	3,900
负债和股东权益合计	2,649	3,121	3,835	4,706

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	40.04	32.69	30.82	23.35
EBIT 增长率	352.71	43.60	26.68	24.77
净利润增长率	149.13	64.87	28.31	25.37
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	43.91	45.26	43.48	43.30
净利润率	16.89	20.99	20.59	20.92
总资产收益率 ROA	12.81	17.93	18.72	19.12
净资产收益率 ROE	15.78	21.69	22.81	23.24
<b>偿债能力</b>				
流动比率	5.06	5.69	5.45	5.55
速动比率	3.64	4.04	4.01	4.03
现金比率	1.91	2.19	2.33	2.50
资产负债率 (%)	17.74	16.42	17.21	17.14
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	57.91	59.66	60.55	59.37
存货周转天数	157.46	158.71	140.00	152.06
总资产周转率	0.76	0.85	0.91	0.91
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.17	3.57	4.58	5.74
每股净资产	13.72	16.46	20.08	24.71
每股经营现金流	1.41	2.30	3.75	4.31
每股股利	0.60	0.83	0.96	1.12
<b>估值分析</b>				
PE	72	43	34	27
PB	11.3	9.4	7.7	6.3
EV/EBITDA	67.29	47.28	37.18	29.50
股息收益率 (%)	0.39	0.53	0.62	0.72

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	339	559	717	899
折旧和摊销	47	59	66	74
营运资金变动	-152	-232	-161	-257
经营活动现金流	220	360	588	675
资本开支	-98	-65	-75	-80
投资	247	0	0	0
投资活动现金流	154	-38	-40	-37
股权募资	14	0	0	0
债务募资	1	-1	0	0
筹资活动现金流	-169	-131	-150	-175
现金净流量	208	191	398	463

## 插图目录

图 1: 乐鑫科技营收增长阶段分析.....	3
图 2: 乐鑫科技 ESP32 GitHub 项目数据.....	4
图 3: ESP32 谷歌搜索热度节节攀升, 已超过 STM32.....	5
图 4: 乐鑫生态参与的开发者.....	6
图 5: 开发者社群内容输出统计.....	6
图 6: 乐鑫科技开发者社群关键数据 (截至 2025.6.30).....	7
图 7: 乐鑫品牌价值与 2B2D 的生态相辅相成.....	8
图 8: 乐鑫芯片的关键技术.....	9
图 9: 乐鑫科技全栈式产品战略.....	10
图 10: 喵伴-乐鑫 X 火山引擎.....	11
图 11: 喵伴技术功能亮点.....	13

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
公司财务报表数据预测汇总.....	16

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048