

毛利率稳步攀升，生态飞轮助推业绩多元增长

2025 年 10 月 29 日

► **事件：**10 月 27 日，乐鑫科技发布 2025 年三季度报，公司 2025 年前三季度实现收入 19.12 亿元，同比增长 30.97%；实现归母净利润 3.77 亿元，同比增长 50.04 %；实现扣非归母净利润 3.48 亿元，同比增长 50.77%。

其中，公司 3Q25 实现收入 6.67 亿元，同比增长 23.51%，环比减少 3.05%；实现归母净利润 1.16 亿元，同比增长 16.11%，环比减少 31.07%。

► **依托云服务溢价优势，稳步推升综合毛利率。**受益于下游各行各业数字化与智能化渗透率不断提升，同时近年的新增潜力客户逐步放量带动业绩提升，公司的营收持续高速增长。**分应用端来看**，智能家居领域目前仍是公司主要的主要收入来源，但非智能家居的下游领域已呈现更高的增速情况，带动公司高速增长。**其中**，公司 25Q3 营收为 6.67 亿元，同比增长 23.51%，环比减少 3.05%，主要因国补提前拉动消费在 25Q2 体现明显，而 25Q3 略有放缓导致营收环比小幅下滑。

利润方面，公司 25Q3 毛利率为 47.97%，YOY+5.83pct，QOQ+1.28pct，主要因公司客户群体具备硬件付费习惯，当前公司云服务的软件收入多纳入相关硬件产品的销售定价，推动毛利率逐步上升。展望未来，随着下游客户对公司云服务的使用量逐步增加，硬件产品中包含的相关软件与服务价值也有望同步提升，进而促进整体产品组合毛利率攀升。

► **客户多元化进程加快，开发者生态飞轮加速运转。2025 年前三季度，公司下游持续多元化，生态社区持续完善。**从产品结构来看，芯片和模组及开发套件的收入占比分别达到 38.7%和 60.6%；从销售渠道划分，公司下游的直销和经销的收入占比分别为 71.5%和 28.5%；同时，契合多元化行业数字化升级趋势，公司营收中前五大客户集中度进一步降低至 22.6%。

从开发者社群数据层面分析，GitHub 上 ESP32 开源项目的增速持续走高，社群生态逐步完善。截至 25Q3，GitHub ESP32 项目累计数量已达 11.5 万个，日均项目增加数提升至 152 个，相比之下，25H1 该项目累计数量仅为 10.1 万个，日均项目增长数为 123 个。

► **投资建议：**考虑到公司下游数字化和智能化渗透率提升，新增潜力客户放量节奏加快助推业绩增长，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.39/7.17/9.39 亿元，对应 PE 为 54/41/31 倍，我们看好公司下游应用持续拓展，为客户提供硬件、软件、云产品一站式服务，打造 AIoT 开发者生态平台，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**市场推广不及预期；技术人员变动的风险；竞争格局变化的风险。

推荐

维持评级

当前价格：

173.86 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@glms.com.cn

研究助理 蔡濠宇

执业证书：S0100125080009

邮箱：caihaoYu@glms.com.cn

相关研究

1.乐鑫科技 (688018.SH) 2025 年半年报点评：AIoT 生态驱动业绩提升，下游应用蓬勃发展-2025/08/31

2.乐鑫科技 (688018.SH) 动态报告：端侧智能化赋能，品牌+2D2B 模式共建生态飞轮-2025/08/13

3.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

4.乐鑫科技 (688018.SH) 2024 年三季度点评：业绩持续高增，开源生态助力商业版图拓展-2024/10/27

5.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

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	3,503	4,522
增长率 (%)	40.0	32.7	31.5	29.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	339	539	717	939
增长率 (%)	149.1	58.7	33.1	31.0
每股收益 (元)	2.03	3.22	4.29	5.62
PE	86	54	41	31
PB	13.5	6.6	5.9	5.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价）

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	3,503	4,522
营业成本	1,126	1,458	1,981	2,568
营业税金及附加	3	5	6	8
销售费用	63	83	98	123
管理费用	69	91	110	136
研发费用	490	610	774	983
EBIT	305	418	534	703
财务费用	-8	-16	-44	-56
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	21	27	35	45
营业利润	334	530	705	923
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	333	528	704	922
所得税	-6	-10	-13	-17
净利润	339	538	716	938
归属于母公司净利润	339	539	717	939
EBITDA	352	518	684	880

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	674	2,200	2,581	2,996
应收账款及票据	357	479	657	822
预付款项	16	19	25	34
存货	486	634	760	1,070
其他流动资产	253	255	262	273
流动资产合计	1,785	3,587	4,285	5,195
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	94	561	577	592
无形资产	31	43	58	78
非流动资产合计	864	1,335	1,354	1,387
资产合计	2,649	4,922	5,639	6,582
短期借款	1	0	0	0
应付账款及票据	161	165	231	319
其他流动负债	192	231	315	407
流动负债合计	353	395	546	726
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	663	843
股本	112	167	167	167
少数股东权益	29	29	28	27
股东权益合计	2,179	4,410	4,976	5,740
负债和股东权益合计	2,649	4,922	5,639	6,582

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	40.04	32.69	31.54	29.08
EBIT 增长率	352.71	36.88	27.72	31.78
净利润增长率	149.13	58.71	33.12	31.02
盈利能力 (%)				
毛利率	43.91	45.26	43.46	43.20
净利率	16.89	20.20	20.45	20.75
总资产收益率 ROA	12.81	10.94	12.71	14.27
净资产收益率 ROE	15.78	12.29	14.49	16.44
偿债能力				
流动比率	5.06	9.07	7.85	7.16
速动比率	3.64	7.42	6.41	5.64
现金比率	1.91	5.56	4.73	4.13
资产负债率 (%)	17.74	10.41	11.76	12.81
经营效率				
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	0.54	0.62	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	2.03	3.22	4.29	5.62
每股净资产	12.86	26.21	29.60	34.18
每股经营现金流	1.32	2.28	3.98	4.53
每股股利	0.60	0.78	0.90	1.05
估值分析				
PE	86	54	41	31
PB	13.5	6.6	5.9	5.1
EV/EBITDA	80.70	51.92	38.78	29.64
股息收益率 (%)	0.35	0.45	0.52	0.60

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	339	538	716	938
折旧和摊销	47	100	150	177
营运资金变动	-152	-232	-167	-315
经营活动现金流	220	381	666	757
资本开支	-98	-572	-170	-211
投资	247	0	0	0
投资活动现金流	154	-546	-135	-166
股权募资	14	1,822	0	0
债务募资	1	-1	0	0
筹资活动现金流	-169	1,691	-150	-175
现金净流量	208	1,526	380	415

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。	公司评级	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