

公司点评 (R4)

乐鑫科技 (688018.SH)

电子 | 半导体

25Q3 单季营收环比略降，云服务释放毛利率弹性

乐鑫科技(688018.SH)2025 年三季度点评

2025 年 11 月 19 日

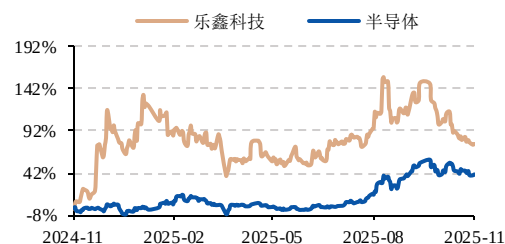
评级 增持

评级变动 首次

交易数据

当前价格 (元)	153.80
52 周价格区间 (元)	122.84-287.00
总市值 (百万)	25706.59
流通市值 (百万)	24100.88
总股本 (万股)	16714.30
流通股 (万股)	15670.27

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
乐鑫科技	-11.61	-6.44	74.45
半导体	0.54	22.73	41.73

周剑

分析师

执业证书编号:S0530525090001
zhoujian64@hncasing.com

相关报告

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,433.06	2,006.92	2,664.79	3,477.55	4,518.38
归母净利润(百万元)	136.20	339.32	539.55	717.68	926.64
每股收益 (元)	0.81	2.03	3.23	4.29	5.54
每股净资产 (元)	11.45	12.86	15.16	18.13	22.11
P/E	188.74	75.76	47.64	35.82	27.74
P/B	13.44	11.96	10.15	8.48	6.96

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2025 年三季度报, 前三季度实现营收 19.12 亿元 (yoy+30.97%); 实现归母净利润 3.77 亿元 (yoy+50.04%); 实现扣非净利润 3.48 亿元 (yoy+50.77%)。单季度来看, 25Q3 实现营收 6.67 亿元 (yoy+23.51%, qoq-3.05%); 实现归母净利润 1.16 亿元 (yoy+16.11%, qoq-31.07%); 实现扣非净利润 1.09 亿元 (yoy+27.79%, qoq-27.44%)。
- **25Q3 营收环比略微下降, 毛利率受益云服务增长持续提升。** 公司前三季度营收同比增长 30.97%, 主要得益于下游各行业数字化与智能化渗透率不断提升, 以及近年的新增潜在客户逐步放量。在应用端, 智能家居仍然贡献公司主要收入来源, 但非智能家居领域已经呈现出更高的增速, 带动公司整体营收增长。其中单季度营收及利润环比下滑主要系第二季度“国补”提前拉动消费垫高对比基数, 但同比仍实现较好增长。盈利能力方面, 25Q3 公司毛利率 47.97% (yoy+5.83pp, qoq+1.28pp), 净利率 17.47% (yoy-0.9pp, qoq-7.05pp)。25Q3 毛利率保持增长, 主要受销售结构性变化影响。因客户群体习惯于为硬件付费, 公司云服务的软件收入目前主要加入相关硬件产品的销售定价中。随着客户对公司云服务使用量上升, 硬件产品中所包含的软件与服务价值相应提升, 推动了整体产品组合的毛利率上升。25Q3 净利率有所下滑, 主要受三费增长、政府补贴及所得税季度变化影响。
- **推进“处理+连接”技术路线, 产品矩阵及应用边界不断扩展。** 公司围绕“处理+连接”的产品战略, 顺应端侧 AI 化发展趋势, 在原有产品线上持续强化 AI 功能, 并将连接技术拓展至涵盖以 Wi-Fi、蓝牙以及 Thread/Zigbee 为主的无线通信技术, 多方位持续拓宽产品矩阵及应用边界。其中, 公司 ESP32-S3 芯片增加用于加速神经网络计算和信号处理等工作的向量指令 (vector instructions), 可实现高性能图像识别、语音唤醒和识别等应用; ESP32-C6 芯片提供 2.4GHz Wi-Fi6 技术, 其低功耗 Wi-Fi 可协助公司拓展电池或储能设备驱动应用市场; ESP32-H4 提供 Thread/Zigbee 通信技术支持, 进一步拓展了公司的 AIoT SoC 的产品线和技术边界; ESP32-P4 则为公司首款不带无线连接功能的 SoC, 助力公司从传统通信+物联网领域进军多媒体领域。此外, 公司

WiFi 6E 新品将于今年下半年量产，主要定位高速数通与透传市场。随着公司产品矩阵及应用领域不断拓展，公司成长空间进一步打开。

- **打造开发者生态平台，软硬件协同为公司业务增长赋能。**公司提供完整的软件解决方案，帮助客户快速实现产品智能化，缩短开发周期。目前公司云产品 ESP RainMaker 已形成一个完整的 AIoT 平台，集成公司芯片硬件、第三方语音助手、手机 App 和云后台等，实现硬件、软件应用和云端一站式的产品服务战略。此外，公司在 2024 年 Q2 收购了 M5Stack 的多数股权，M5Stack 主要为用户提供模块化、开源平台，可简化物联网和嵌入式系统解决方案创建，大幅提高部署效率，其产品组合主要包括物联网应用解决方案所需的控制器和其他硬件模块，主要销往工业、教育和开发者市场。M5Stack 产品在教育和开发者市场中的增长，可协同公司强化在开发者生态中的影响力，同时也加速了公司产品在终端客户中的设计进程，为公司的芯片和模组业务带来更多 B 端商机。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司是全球领先的物联网 Wi-Fi MCU 通信芯片设计企业，主营业务为 AIoT SoC 芯片及整体解决方案的研发与销售，核心产品包括 ESP32 系列无线通信芯片、ESP RainMaker 云平台等。凭借“处理+连接”技术战略，公司产品线已扩展至 Wi-Fi 6/6E、蓝牙、Thread/Zigbee 等多协议平台，并基于自研 RISC-V 处理器架构构建全栈技术生态。受益于 AIoT 渗透率提升及开发者生态优势，公司通过 ESP32-S3、ESP32-C6 等新品持续开拓智能家居、工业控制、边缘 AI 等新兴市场。随着公司开源生态壁垒巩固长期竞争力，预计后续公司技术红利将进一步释放。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.40 亿元、7.18 亿元、9.27 亿元，EPS 分别为 3.23 元、4.29 元、5.54 元，对应 PE 分别为 48X、36X、28X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期；研发进度不及预期；市场竞争加剧。

报表预测(单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,433.06	2,006.92	2,664.79	3,477.55	4,518.38	营业收入	1,433.06	2,006.92	2,664.79	3,477.55	4,518.38
减: 营业成本	851.82	1,125.72	1,415.00	1,832.67	2,381.19	增长率(%)	12.74	40.04	32.78	30.50	29.93
营业税金及附加	6.10	3.42	8.98	11.71	15.22	归属母公司股东净利润	136.20	339.32	539.55	717.68	926.64
营业费用	52.58	62.92	80.21	102.59	130.13	增长率(%)	39.95	149.13	59.01	33.01	29.12
管理费用	61.62	69.26	83.67	100.85	126.06	每股收益(EPS)	0.81	2.03	3.23	4.29	5.54
研发费用	403.71	490.30	590.25	768.19	995.85	每股股利(DPS)	0.47	0.40	0.94	1.32	1.57
财务费用	-9.63	-7.80	-2.40	-3.25	-4.29	每股经营现金流	1.73	1.24	2.15	3.24	3.63
减值损失	-3.54	-2.39	-5.56	-6.44	-8.23	销售毛利率	0.41	0.44	0.47	0.47	0.47
加: 投资收益	27.88	21.04	23.84	23.58	23.24	销售净利率	0.10	0.17	0.20	0.21	0.20
公允价值变动损益	0.32	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.07	0.16	0.21	0.24	0.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.14	0.48	0.43	0.47	0.50
营业利润	105.26	334.16	539.86	717.94	926.81	市盈率(P/E)	188.74	75.76	47.64	35.82	27.74
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	13.44	11.96	10.15	8.48	6.96
利润总额	105.40	332.97	539.30	717.29	926.10	股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
减: 所得税	-30.81	-6.04	0.00	0.00	0.00	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	136.20	339.01	539.30	717.29	926.10	收益率					
减: 少数股东损益	0.00	-0.32	-0.25	-0.39	-0.54	毛利率	40.56%	43.91%	46.90%	47.30%	47.30%
归属母公司股东净利润	136.20	339.32	539.55	717.68	926.64	三费/销售收入	8.64%	6.97%	6.24%	5.94%	5.76%
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT/销售收入	6.68%	16.20%	20.15%	20.53%	20.40%
货币资金	464.01	673.88	835.42	1,101.50	1,379.83	EBITDA/销售收入	8.39%	17.84%	21.41%	21.50%	20.93%
交易性金融资产	90.32	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	9.50%	16.89%	20.24%	20.63%	20.50%
应收和预付款项	303.53	372.88	509.19	670.38	863.23	资产获利率					
其他应收款(合计)	9.16	19.98	22.29	29.79	39.44	ROE	7.12%	15.78%	21.30%	23.68%	25.07%
存货	242.35	485.62	578.20	724.86	966.44	ROA	6.18%	12.81%	17.54%	19.41%	20.49%
其他流动资产	106.34	233.13	300.38	373.66	500.00	ROIC	13.89%	48.40%	43.22%	46.87%	50.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构					
金融资产投资	823.98	478.73	478.73	478.73	478.73	资产负债率	13.20%	17.74%	16.70%	17.24%	17.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	31.15%	46.91%	49.55%	49.55%	51.27%
固定资产和在建工程	92.34	119.12	100.46	81.80	63.13	带息债务/总负债	2.91%	3.26%	1.85%	0.73%	0.12%
无形资产和开发支出	1.63	105.51	100.37	95.22	90.08	流动比率	5.61	5.06	5.59	5.47	5.39
其他非流动资产	70.14	160.61	150.88	141.16	141.16	速动比率	3.96	2.98	3.35	3.35	3.24
资产总计	2,203.80	2,649.47	3,075.92	3,697.10	4,522.04	股利支付率	57.46%	19.67%	28.99%	30.63%	28.26%
短期借款	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	收益留存率	42.54%	80.33%	71.01%	69.37%	71.74%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	194.22	318.90	360.86	476.39	624.33	总资产周转率	0.65	0.76	0.87	0.94	1.00
长期借款	8.45	14.80	9.49	4.64	0.95	固定资产周转率	15.52	16.85	26.53	42.52	71.57
其他负债	88.12	135.89	143.32	156.34	172.76	应收账款周转率	5.69	6.30	6.10	6.09	6.13
负债合计	290.80	470.10	513.66	637.37	798.04	存货周转率	3.51	2.32	2.45	2.53	2.46
股本	80.79	112.20	112.20	112.20	112.20	估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	1,358.51	1,351.38	1,351.38	1,351.38	1,351.38	EBIT	95.77	325.17	536.90	714.04	921.82
留存收益	473.70	686.39	1,069.53	1,567.40	2,232.21	EBITDA	120.29	358.05	570.43	747.57	945.62
归属母公司股东权益	1,913.00	2,149.97	2,533.11	3,030.98	3,695.79	NOPLAT	123.19	332.26	537.16	714.31	922.08
少数股东权益	0.00	29.39	29.14	28.75	28.22	归母净利润	136.20	339.32	539.55	717.68	926.64
股东权益合计	1,913.00	2,179.37	2,562.26	3,059.73	3,724.00	EPS	0.81	2.03	3.23	4.29	5.54
负债和股东权益合计	2,203.80	2,649.47	3,075.92	3,697.10	4,522.04	BPS	11.45	12.86	15.16	18.13	22.11
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	PE	188.74	75.76	47.64	35.82	27.74
经营性现金净流量	289.97	206.62	359.55	542.18	607.45	PEG	4.72	0.51	0.81	1.08	0.95
投资性现金净流量	-104.78	153.97	-38.18	-54.70	-67.88	PB	13.44	11.96	10.15	8.48	6.96
筹资性现金净流量	-89.85	-168.78	-159.83	-221.41	-261.24	PS	17.94	12.81	9.65	7.39	5.69
现金流量净额	96.27	194.21	161.54	266.08	278.33	PCF	88.65	124.42	71.50	47.41	42.32

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

请务必阅读正文之后的免责声明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本报告风险等级定为 R4，由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供本公司客户中风险评级高于 R4 级（含 R4 级）的投资者使用。本报告对于接收报告的客户而言属于高度机密，只有符合条件的客户才能使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本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，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438