

## 乐鑫科技 (688018.SH)

## 3Q24 收入再创新高，生态影响力持续扩大

优于大市

## 核心观点

前三季度营收同比增长 42.17%，归母净利润同比增长 188.08%。公司发布 2024 年三季度报告，前三季度实现营收 14.60 亿元 (YoY+42.17%)，归母净利润 2.51 亿元 (YoY+188.08%)。其中单三季度实现营收 5.4 亿元 (YoY+49.96%，QoQ+1.27%)，归母净利润 0.99 亿元 (YoY+340.17%，QoQ+1.79%)。收入增长主要来自于智能家居与消费电子，预计今年该领域增速为 30-35%。其余领域物联网渗透率进一步提升，公司在能源管理、工具设备、大健康等领域业务均呈现高增长。

**净利率水平维持稳定，境外收入环比增长。**前三季度公司综合毛利率达到 42.81%，净利率达到 17.25%；芯片毛利率约 50.1%，模组毛利率约 38%。其中单三季度综合毛利率为 42.14% (QoQ-1.97pp)，净利率为 18.37% (QoQ-0.17%)。三季度公司产品定价、成本均保持稳定，毛利率波动主要因客户销售结构性变化导致，公司毛利基本维持 40% 以上的目标。分地区来看，境外需求持续保持强劲，境内销售略有回调。第三季度直接境外销售环比增长 25.99%，直接境内销售环比下降 6.7% (第二季度境外环比+21.13%，境内环比+44%)。

**次新品推动业绩高增，并购 M5Stack 协同发展。**公司次新产品如 ESP32-S3、C2、C3 等经过近两年的导入和推广，取得终端客户认可和订单，推动公司业绩维持高速。生态方面，截止三季度末，GitHub 开源项目累计数量超过 12 万个，产品书籍新增捷克语，全球影响力持续提升。上半年公司并购 M5Stack 明栈信息科技 57.1% 股权，向下延伸模块和开发套件，与原有芯片业务具备协同效应，后续有望进一步拓展工业等新应用场景。在零售端，营收贡献占比约 5%，后续 M5Stack 也有望在零售端进一步提升 ESP 品牌影响力。

**投资建议：维持“优于大市”评级。**我们看好公司在 WiFi MCU 领域的竞争力及领先优势，未来伴随 P 系列的逐步成熟，公司有望进一步开拓 SoC 领域新应用。同时，全球开发者社群的壮大，将进一步提升公司产品的影响力。我们预计公司 2024-2026 年营业收入 20.84/25.52/31.26 亿元 (前值 17.77/22.42/28.41 亿元)，归母净利润 3.47/4.32/5.14 亿元 (前值 1.89/2.77/3.98 亿元)，当前股价对应 PE 分别为 42.5/34.1/28.7 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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,271	1,433	2,084	2,552	3,126
(+/-%)	-8.3%	12.7%	45.4%	22.5%	22.5%
净利润(百万元)	97	136	347	432	514
(+/-%)	-51.0%	40.0%	154.4%	24.8%	18.8%
每股收益(元)	1.21	1.69	3.09	3.85	4.58
EBIT Margin	4.5%	4.0%	10.8%	11.4%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	5.3%	7.1%	15.3%	16.1%	16.0%
市盈率 (PE)	108.5	77.9	42.5	34.1	28.7
EV/EBITDA	146.7	141.5	64.8	49.8	42.1
市净率 (PB)	5.78	5.54	6.52	5.47	4.59

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

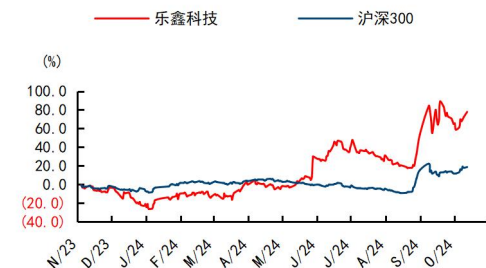
zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

## 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	135.50 元
总市值/流通市值	15203/15203 百万元
52 周最高价/最低价	151.46/70.30 元
近 3 个月日均成交额	270.65 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) 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

## 盈利预测的假设前提

公司是国内 WiFi MCU 领域龙头企业，全球范围内 WiFi 出货量排名前五。公司经典产品 ESP32、8266 等长期稳定出货，具备良好的客户基础。次新产品如 ESP32-S3、C2、C3 等经过近两年的导入和推广，取得终端客户认可和订单，推动公司业绩高速增长。而新品如 C5、C6、H2、P4 等，逐步导入客户，同时帮助公司延伸拓展新应用领域，为未来长期增长提供保障。盈利预测假设条件如下：

**芯片业务：**2023 年公司芯片类业务实现收入 5.47 亿元，同比增长 34.8%，毛利率为 46.8%。随着次新产品逐步起量，新品加速导入新客户，公司有望伴随物联网渗透率持续提升的趋势，维持较高增长。我们预计 2024-2026 年芯片业务收入同比增长 58.1%/22.4%/22.4% 至 8.66/10.59/12.57 亿元，毛利率分别为 48.2%/47.9%/47.6%。

**模组业务：**2023 年公司模组类业务实现收入 8.71 亿元，同比增长 2%，毛利率为 36.4%。上市以来，公司模组业务占比持续提升，自 2017 年的 32% 占比提升至 2023 年的 60.8% 占比，海外客户对模组需求量较大，未来模组业务占比将维持稳定。我们预计 2024-2026 年模组业务收入同比增长 37.7%/22.4%/22.4% 至 11.99/14.68/17.97 亿元，毛利率分别为 37.7%/37.4%/37.1%。

表 1：公司营业收入及毛利率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>芯片业务</b>						
收入（百万元）	552.7	406.0	547.4	865.5	1059.4	1296.7
增速	25.2%	-26.5%	34.8%	58.1%	22.4%	22.4%
毛利率	48.9%	47.3%	46.8%	48.2%	47.9%	47.6%
<b>模组业务</b>						
收入（百万元）	813.5	854.3	871.1	1199.5	1468.2	1797.0
增速	114.1%	5.0%	2.0%	37.7%	22.4%	22.4%
毛利率	33.5%	36.3%	36.4%	37.7%	37.4%	37.1%
<b>其他业务</b>						
收入（百万元）	20.2	10.9	14.5	18.9	24.6	31.9
增速	102.3%	-46.2%	34.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	30.4%	54.3%	50.6%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>合计</b>						
收入（百万元）	1386.4	1271.1	1433.1	2083.9	2552.1	3125.7
增速	66.8%	-8.3%	12.7%	45.4%	22.5%	22.5%
毛利率	39.6%	40.0%	40.6%	42.1%	41.9%	41.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

表2：公司未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1386.37	1271.13	1433.06	2083.89	2552.12	3125.66
YoY	66.77%	-8.31%	12.74%	45.41%	22.47%	22.47%
销售费用	41.82	49.32	52.58	66.16	77.13	93.72
管理费用	55.49	59.64	61.62	79.84	83.56	103.20
研发费用	271.69	337.12	403.71	499.37	605.33	743.42
财务费用	-2.31	1.37	-9.63	-8.20	-8.59	-16.37
营业利润	208.36	86.12	105.26	268.15	334.56	397.29
利润总额	208.33	86.09	105.40	268.18	334.60	397.36
归母净利润	198.43	97.32	136.20	346.57	432.41	513.52
YoY	90.70%	-50.95%	39.95%	154.45%	24.77%	18.76%
EPS（元）	2.48	1.21	1.70	3.09	3.85	4.58
ROE（%）	10.88	5.33	7.12	15.34%	16.06%	16.02%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司收入同比增长 45.4%/22.5%/22.5% 至 20.84/25.52/31.26 亿元，对应归母净利润同比增长 154.5%/24.8%/18.8% 至 3.47/4.32/5.14 亿元。

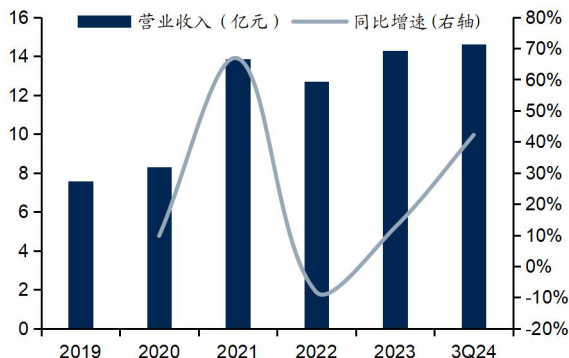
## 盈利预测的情景分析

表3：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	1,271	1,433	2,097	2,577	3,168
(+/-%)	-8.3%	12.7%	46.3%	22.9%	22.9%
净利润(百万元)	97	136	396	496	594
(+/-%)	-51.0%	40.0%	191.0%	25.2%	19.8%
摊薄 EPS	1.21	1.69	3.53	4.42	5.30
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	1,271	1,433	2,084	2,552	3,126
(+/-%)	-8.3%	12.7%	45.4%	22.5%	22.5%
净利润(百万元)	97	136	347	432	514
(+/-%)	-51.0%	40.0%	154.4%	24.8%	18.8%
摊薄 EPS(元)	1.21	1.69	3.09	3.85	4.58
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	1,271	1,433	2,071	2,527	3,083
(+/-%)	-8.3%	12.7%	44.5%	22.0%	22.0%
净利润(百万元)	97	136	297	369	434
(+/-%)	-51.0%	40.0%	118.0%	24.3%	17.5%
摊薄 EPS	1.21	1.69	2.65	3.29	3.86
总股本(百万股)	80	81	112	112	112

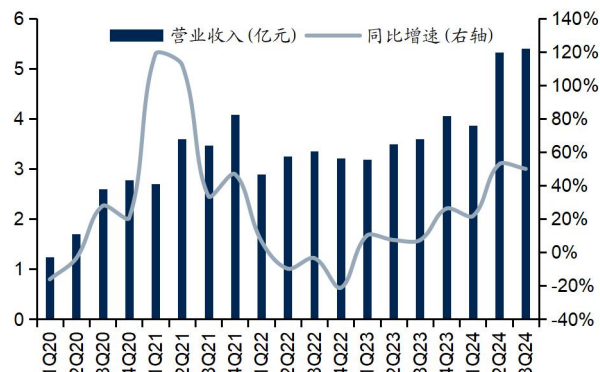
资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



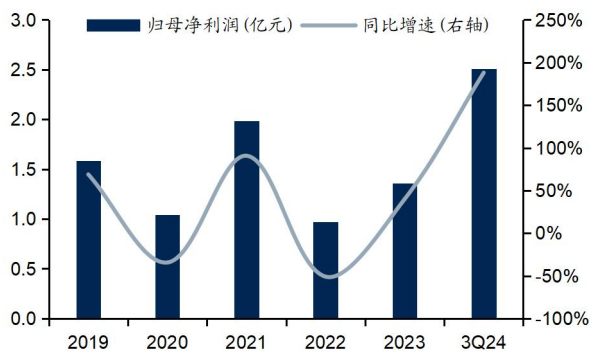
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



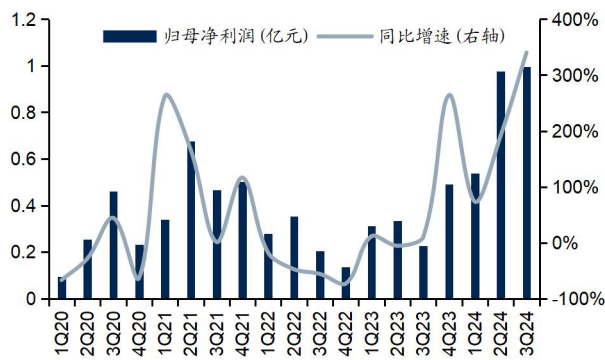
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



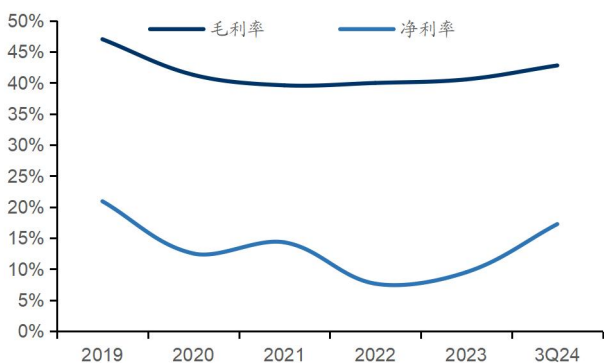
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



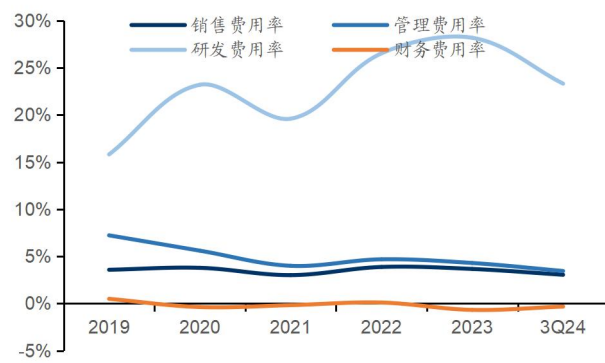
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	351	464	394	496	845	营业收入	1271	1433	2084	2552	3126
应收款项	208	303	425	492	633	营业成本	763	852	1206	1484	1826
存货净额	449	242	513	648	700	营业税金及附加	5	6	8	10	12
其他流动资产	240	116	297	351	376	销售费用	49	53	66	77	94
<b>流动资产合计</b>	<b>1709</b>	<b>1216</b>	<b>1720</b>	<b>2079</b>	<b>2648</b>	管理费用	60	62	80	84	103
固定资产	60	76	119	158	198	研发费用	337	404	499	605	743
无形资产及其他	2	2	2	2	1	财务费用	1	(10)	(8)	(9)	(16)
其他长期资产	311	910	910	910	910	投资收益	24	28	24	25	26
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(4)	(3)	(1)	(2)	(2)
<b>资产总计</b>	<b>2083</b>	<b>2204</b>	<b>2750</b>	<b>3149</b>	<b>3758</b>	其他收入	10	13	11	11	10
短期借款及交易性金融负债	10	9	104	9	9	营业利润	86	105	268	335	397
应付款项	78	80	147	158	197	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	103	128	158	203	253	<b>利润总额</b>	<b>86</b>	<b>105</b>	<b>268</b>	<b>335</b>	<b>397</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>191</b>	<b>217</b>	<b>409</b>	<b>371</b>	<b>459</b>	所得税费用	(11)	(31)	(78)	(98)	(116)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	66	74	82	87	93	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>97</b>	<b>136</b>	<b>347</b>	<b>432</b>	<b>514</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>82</b>	<b>87</b>	<b>93</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>256</b>	<b>291</b>	<b>491</b>	<b>457</b>	<b>552</b>	净利润	97	136	347	432	514
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	(2)	1	1	2
股东权益	1827	1913	2260	2692	3205	折旧摊销	17	20	10	13	16
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2083</b>	<b>2204</b>	<b>2750</b>	<b>3149</b>	<b>3758</b>	公允价值变动损失	4	3	1	2	2
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	1	(10)	(8)	(9)	(16)
每股收益	1.21	1.69	3.09	3.85	4.58	营运资本变动	(289)	(329)	(467)	(194)	(122)
每股红利	1.60	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	236	484	7	7	15
每股净资产	22.70	23.68	20.14	23.99	28.57	<b>经营活动现金流</b>	<b>71</b>	<b>303</b>	<b>(110)</b>	<b>254</b>	<b>409</b>
ROIC	36%	37%	46%	48%	54%	资本开支	(26)	(49)	(54)	(56)	(59)
ROE	5%	7%	15%	16%	16%	其它投资现金流	78	(55)	(1)	(1)	(1)
毛利率	40%	41%	42%	42%	42%	<b>投资活动现金流</b>	<b>52</b>	<b>(105)</b>	<b>(55)</b>	<b>(57)</b>	<b>(60)</b>
EBIT Margin	4%	4%	11%	11%	11%	权益性融资	11	30	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	11%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-8%	13%	45%	22%	22%	支付股利、利息	(129)	0	0	0	0
净利润增长率	-51%	40%	154%	25%	19%	其它融资现金流	(34)	(120)	95	(95)	(0)
资产负债率	12%	13%	18%	15%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(151)</b>	<b>(90)</b>	<b>95</b>	<b>(95)</b>	<b>(0)</b>
息率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(16)</b>	<b>109</b>	<b>(70)</b>	<b>102</b>	<b>349</b>
P/E	108.5	77.9	42.5	34.1	28.7	货币资金的期初余额	367	351	460	390	492
P/B	5.8	5.5	6.5	5.5	4.6	货币资金的期末余额	351	460	390	492	841
EV/EBITDA	146.7	141.5	64.8	49.8	42.1	企业自由现金流	0	(285)	(220)	140	284
						权益自由现金流	0	(405)	(115)	57	305

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