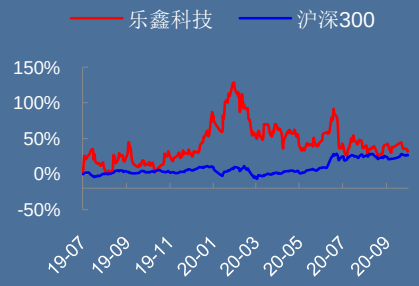
证券研究报告

公司研究——事项点评

乐鑫科技（688018.SH）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.08.25



资料来源：万得，信达证券研发中心

方竞电子行业首席分析师

邮箱：fangjing@cindasc.com

执业编号：S1500520030001

相关研究

《乐鑫科技：硬件+软件构建生态，IoT 核芯成就行业翘楚》2020.08.25

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

IoT 龙头重启增长，新品拓展放量可期

2020 年 10 月 23 日

事件：10 月 22 日，乐鑫科技发布 2020 年三季报，公司前三季度营收 5.53 亿，同比增长 5.03%，扣非净利 0.55 亿，同比下降 32.71%；对应单三季度营收 2.60 亿，同比增长 27.82%，扣非净利 0.40 亿，同比增长 92.12%。

点评：

- **三季度业绩重回增长，且大超预期。**公司上半年营收 2.93 亿元，同比下降 9.3%，而单三季度营收 2.60 亿，同比增长 27.82%。公司营收在 Q3 再度步入增长通道，主要原因在于疫情后全球经济回归正轨，IOT 市场再度展现活力。据我们测算公司单三季度 WiFi MCU 出货量同比增长约为 40%，考虑到公司在一季度为应对疫情影响，挤压竞品空间，主动调降了产品价格。所以 Q3 实际营收增速落地在 27.82%。
  公司营收高速增长也有效摊薄了费用率，公司 Q3 的期间费用合计达 1,733.2 万元，与 Q2 基本一致，而费用率环比下降了 11.37 个百分点。同时考虑到公司 Q3 单季有较多股份支付费用，所以实际业绩增长理应更高。
- **市场需求旺盛，积极备货为 Q4 蓄力。**前期乐鑫中报存货较多，达 1.9 亿，市场担心其库存化去能力，但三季报已有显著改善，库存环比下降了 2276 万元，下游市场需求恢复有效改善了公司的存货周转率。此外，公司应收账款也大有增加，环比增长 5336 万元。我们判断，应收账款主要系大客户拉货力度加大所致，预计将在 Q4 贡献收入。
  展望四季度，IoT 市场需求旺盛，乐鑫科技产品已呈供不应求的态势，公司在晶圆厂处不断加大备货力度。虽然去年同期公司净利水位较高，扣非净利达 0.36 亿，但我们仍有信心公司在 Q4 可给出漂亮的答卷，净利再创新高。
- **新品发布巩固龙头地位。**乐鑫科技作为 WIFI MCU 领域的行业龙头，2019 年全球市占率高达 35%。公司软硬件协同效应显著。硬件方面，公司产品功能丰富，提供多种开发板应对不同使用需求；软件方面，公司有丰富的解决方案、开发框架和技术开源系统。相比竞品，公司产品兼具性能和性价比优势，未来随着新款 AI 芯片 ESP32-S3 及高性价比型号 ESP32-C3 等新品发布，公司将再度拉大与竞争对手在硬件产品上的差距，新品推出也将助力业绩改善，并在明后两年进一步加速放量。
- **投资建议：**乐鑫科技三季报业绩大超市场预期，存货水位亦大有改善，伴随疫情消退和市场景气度回升，四季度将有望再创佳绩。我们坚定看好公司作为 WiFi MCU 行业龙头的长线发展。预计公司 20/21/22 年的归母净利分别为 1.60/2.52/3.80 亿元，EPS 分别为 2.00/3.15/4.75 元，对应当前股价分别为 85.7/54.4/36.0 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**市场竞争加剧的风险；产品价格波动、销售不及预期及采购价格波动的风险；研发力量不足及技术迭代的风

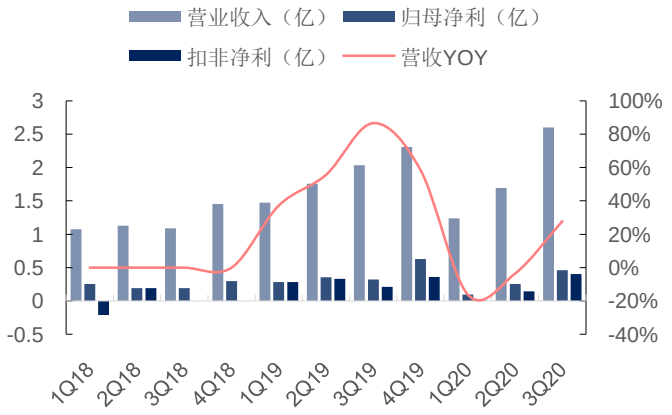
险；新冠疫情削弱下游需求，影响公司产品销量风险。

主要财务及估值数据

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	474.92	757.43	863.24	1,324.89	1,900.13
增长率 YoY%	74.60%	59.49%	13.97%	53.48%	43.42%
归属母公司净利润(百万元)	93.88	158.51	159.63	251.67	380.21
增长率 YoY%	219.63%	68.83%	0.71%	57.66%	51.08%
毛利率%	50.66%	47.03%	43.36%	43.03%	44.39%
净资产收益率 ROE%	36.04%	16.50%	9.49%	13.48%	17.68%
EPS(摊薄)(元)	1.17	1.98	2.00	3.15	4.75
P/E	145.7	86.3	85.7	54.4	36.0

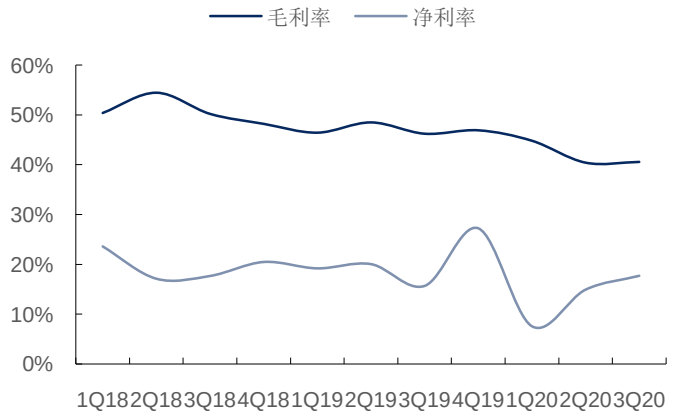
资料来源：Wind，信达证券研发中心预测（注：股价为 2020 年 10 月 22 日收盘价）

图 1：乐鑫科技营收及利润表现（亿元）



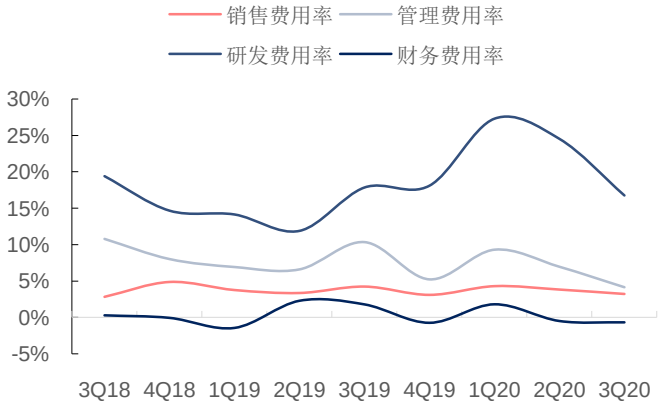
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：乐鑫科技利润率表现（%）



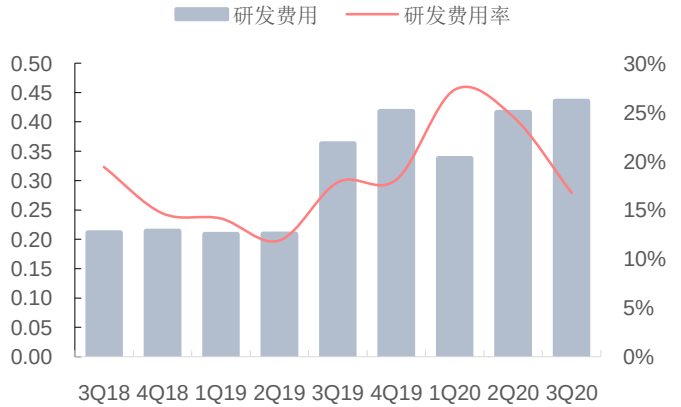
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：乐鑫科技期间费用率情况（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：乐鑫科技研发费用情况（亿元）



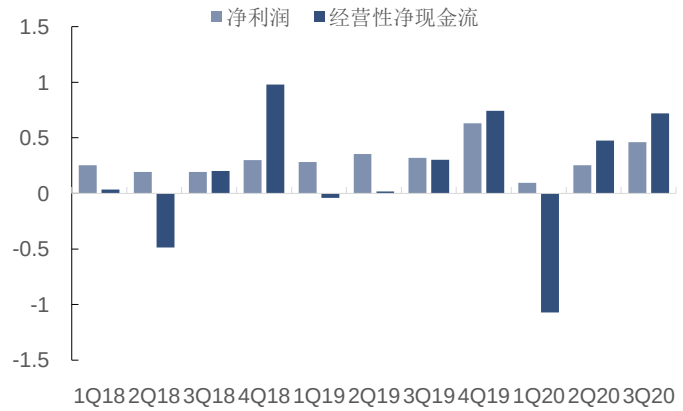
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：乐鑫科技营收与经营性现金流流入（亿元）



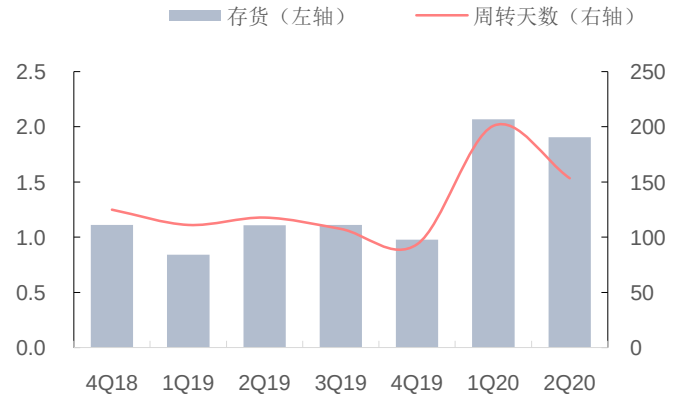
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：歌尔净利润与经营性净现金流（亿元）



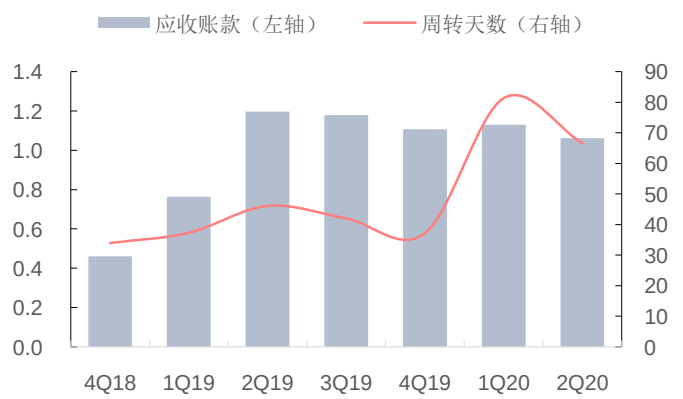
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：乐鑫科技存货情况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：乐鑫科技应收账款情况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

资产负债表单位:百万元 **利润表**单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	353.23	1,680.76	1,752.04	1,988.60	2,367.49
货币资金	174.85	135.99	617.38	827.16	1,149.14
应收票据	10.45	30.72	13.21	20.27	29.07
应收账款	46.03	110.71	102.79	157.74	226.21
预付账款	3.70	3.70	4.51	6.96	9.75
存货	111.02	97.79	103.80	160.56	225.44
其他	7.19	1,301.85	910.36	815.90	727.88
非流动资产	24.25	44.28	114.41	154.09	178.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	15.07	25.79	39.85	54.24	69.99
无形资产	1.71	4.19	62.25	85.27	91.36
其他	7.47	14.31	12.30	14.59	17.24
资产总计	377.48	1,725.05	1,866.45	2,142.68	2,546.07
流动负债	47.03	77.21	94.59	141.33	199.66
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	22.08	39.33	47.92	73.98	103.56
其他	24.95	37.88	46.67	67.35	96.10
非流动负债	19.21	38.02	18.37	21.36	24.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.21	38.02	18.37	21.36	24.24
负债合计	66.24	115.22	112.96	162.69	223.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	311.24	1,609.82	1,753.49	1,979.99	2,322.18
负债和股东权益	377.48	1725.05	1866.45	2142.68	2546.07

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	474.92	757.43	863.24	1,324.89	1,900.13
营业成本	234.32	401.24	488.95	754.83	1,056.62
营业税金及附加	2.13	1.76	0.66	1.01	1.45
销售费用	18.32	27.13	30.10	46.37	60.80
管理费用	42.30	54.77	48.51	73.53	98.81
研发费用	74.90	119.75	165.74	218.61	309.72
财务费用	0.83	3.80	2.75	-5.24	-6.58
减值损失合计	1.75	-7.49	1.82	-3.39	-4.76
投资净收益	1.02	13.04	31.35	25.00	20.00
其他	3.52	-0.60	12.56	1.87	-1.61
营业利润	104.92	168.89	168.62	266.03	402.46
营业外收支	1.68	3.17	4.72	7.25	10.39
利润总额	106.59	172.06	173.34	273.28	412.86
所得税	12.71	13.56	13.71	21.61	32.65
净利润	93.88	158.51	159.63	251.67	380.21
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	93.88	158.51	159.63	251.67	380.21
EBITDA	114.02	186.82	184.63	286.91	431.93
EPS (当年)(元)	1.56	1.98	2.00	3.15	4.75

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	474.92	757.43	863.24	1,324.89	1,900.13
同比（%）	74.60%	59.49%	13.97%	53.48%	43.42%
归属母公司净利润	93.88	158.51	159.63	251.67	380.21
同比（%）	219.63%	68.83%	0.71%	57.66%	51.08%
毛利率（%）	50.66%	47.03%	43.36%	43.03%	44.39%
ROE%	36.04%	16.50%	9.49%	13.48%	17.68%
EPS (摊薄)(元)	1.17	1.98	2.00	3.15	4.75
P/E	145.7	86.3	85.7	54.4	36.0
P/B	28.8	18.1	15.8	10.3	7.2
EV/EBITDA	89.97	73.22	74.08	47.67	31.67

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	72.86	102.32	174.55	161.78	281.73
净利润	93.88	158.51	159.63	251.67	380.21
折旧摊销	6.23	9.82	8.54	18.87	25.65
财务费用	1.19	4.94	2.75	-5.24	-6.58
投资损失	-1.02	-13.04	-34.82	-26.73	-21.73
营运资金变动	-37.20	-83.26	65.29	-80.20	-98.33
其它	9.77	25.36	-26.85	3.41	2.51
投资活动现金流	32.07	-1,272.06	325.56	67.92	71.69
资本支出	-8.91	-39.98	-114.60	-81.76	-67.57
长期投资	0.23	1.25	473.58	373.20	99.56
其他	40.75	-1,233.34	-33.42	-223.52	39.70
筹资活动现金流	0.00	1,131.97	-18.72	-19.93	-31.44
吸收投资	21.10	1,140.08	15.96	25.17	38.02
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-0.83	-3.80	-18.72	-19.93	-31.44
现金流净增加额	104.93	-37.78	481.39	209.77	321.99

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近 5 年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。2017 年在太平洋证券，2018 年在招商证券，2020 年加入信达证券，任电子行业首席分析师。

李少青，武汉大学硕士，2018 年加入西南证券，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。