



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	143.80
总股本/流通股本(亿股)	1.67 / 1.57
总市值/流通市值(亿元)	240 / 225
52周内最高/最低价	229.67 / 132.00
资产负债率(%)	11.1%
市盈率	45.62
第一大股东	樂鑫(香港)投資有限公司

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号: S1340525030001
Email: wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

乐鑫科技(688018)

S31 推动平台从“AI MCU”走向“AIoT 智能节点”

● 投资要点

S31 助力端侧部署。端侧AI的核心是让大模型在手机、PC、嵌入式等本地设备完成推理，解决云端AI的隐私、延迟与成本问题，但传统端侧AI多停留在“对话输出”，无法直接操控设备、执行任务。从OpenClaw到zclaw，让端侧AI从“只能思考、无法行动”的智能助手，升级为可自主完成文件管理、系统控制、设备联动的本地AI智能体，既保留端侧AI隐私安全、低延迟、断网可用的优势，又赋予其真实落地的执行能力，是端侧AI从“能用”到“好用”的关键基础设施。过去几年ESP32-S3已成为AIoT终端的标杆平台，在语音、视觉、人机交互等场景中得到广泛应用。新发布的ESP32-S31将公司三条产品主线(S3/P4/C6)进行一次系统级融合从而推动平台从“AI MCU”走向“AIoT 智能节点”。

软硬一体化方案，提高客户开发效率。2025年公司芯片销量1.78亿颗(+19.0%)，芯片收入占比为38.2%，模组销量1.31亿块(+25.97%)，模组及开发套件收入占比为61.2%；整体综合毛利率提升至46.6%，核心原因在于公司向客户提供软硬件一体化的平台型解决方案，在硬件方面，公司提供高度集成的芯片或模组；在软件方面，持续投入构建完整的软件生态，客户在采用公司芯片或模组时，可以直接基于成熟的软件平台进行开发，大幅降低产品开发难度与研发周期。

● 投资建议：

我们预计公司2026/2027/2028年营业收入分别为32.2/41.9/56.1亿元，归母净利润分别为6.2/8.0/10.4亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

市场复苏不及预期；竞争格局加剧风险；产品研发及技术创新不及预期；客户导入不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2565	3216	4188	5613
增长率(%)	27.82	25.38	30.22	34.02
EBITDA(百万元)	533.50	757.99	955.70	1180.59
归属母公司净利润(百万元)	497.84	621.52	795.11	1044.65
增长率(%)	46.72	24.84	27.93	31.38
EPS(元/股)	2.98	3.72	4.76	6.25
市盈率(P/E)	48.28	38.67	30.23	23.01
市净率(P/B)	5.39	4.85	4.24	3.64
EV/EBITDA	51.40	28.94	22.13	17.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	2565	3216	4188	5613	营业收入	27.8%	25.4%	30.2%	34.0%
营业成本	1369	1726	2241	2992	营业利润	51.8%	17.1%	31.2%	31.2%
税金及附加	6	7	8	10	归属于母公司净利润	46.7%	24.8%	27.9%	31.4%
销售费用	82	102	130	168	获利能力				
管理费用	89	109	138	182	毛利率	46.6%	46.3%	46.5%	46.7%
研发费用	603	759	1005	1403	净利率	19.4%	19.3%	19.0%	18.6%
财务费用	-11	3	11	0	ROE	11.2%	12.5%	14.0%	15.8%
资产减值损失	-6	-18	0	0	ROIC	10.3%	11.6%	12.5%	14.2%
营业利润	507	594	780	1023	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	11.1%	16.1%	20.2%	19.8%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	9.45	10.84	10.74	9.62
利润总额	508	594	780	1023	营运能力				
所得税	8	-28	-17	-24	应收账款周转率	8.32	14.30	24.18	24.59
净利润	500	622	796	1047	存货周转率	2.46	3.80	6.97	6.98
归母净利润	498	622	795	1045	总资产周转率	0.67	0.59	0.64	0.73
每股收益(元)	2.98	3.72	4.76	6.25	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.98	3.72	4.76	6.25
货币资金	1025	2488	3636	4618	每股净资产	26.67	29.63	33.88	39.47
交易性金融资产	876	876	876	876	估值比率				
应收票据及应收账款	364	152	195	262	PE	48.28	38.67	30.23	23.01
预付款项	19	32	43	56	PB	5.39	4.85	4.24	3.64
存货	628	282	362	496	现金流量表				
流动资产合计	3935	4938	6250	7489	净利润	500	622	796	1047
固定资产	557	465	368	266	折旧和摊销	62	161	165	158
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-39	481	-37	-61
无形资产	27	23	19	15	其他	0	-18	-30	-53
非流动资产合计	1113	1003	889	782	经营活动现金流净额	523	1245	894	1091
资产总计	5048	5941	7139	8271	资本开支	-516	-51	-51	-51
短期借款	0	0	0	0	其他	-1397	39	41	53
应付票据及应付账款	188	240	304	411	投资活动现金流净额	-1913	-12	-10	2
其他流动负债	229	216	278	368	股权融资	1842	0	0	0
流动负债合计	417	455	582	779	债务融资	-1	359	359	0
其他	141	501	860	860	其他	-84	-114	-95	-111
非流动负债合计	141	501	860	860	筹资活动现金流净额	1757	245	264	-111
负债合计	558	956	1442	1639	现金及现金等价物净增加额	350	1463	1148	982
股本	167	167	167	167					
资本公积金	3041	3041	3041	3041					
未分配利润	1178	1624	2215	2991					
少数股东权益	31	32	33	35					
其他	73	122	241	398					
所有者权益合计	4490	4985	5697	6632					
负债和所有者权益总计	5048	5941	7139	8271					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部)，1 家资产管理分公司和 1 家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048