行业数据跟踪，服务器上游需求加速恢复

——澜起科技（688008）点评报告

买入|维持

当前价/目标价：87.79 元

事件：

台湾服务器管理芯片供应商信骅公布 2020 年 12 月营收数据，营收 2.8 亿新台币，环比上涨 23.2%。

点评：

- **服务器上游需求呈加速恢复状态**

信骅 11 月营收 2.28 亿新台币元，环比增加净额 0.39 亿，增长 20.6%；12 月营收 2.81 亿新台币，环比增加净额 0.53 亿，增长 23.2%。12 月营收数据无论是增长净额，还是增长的百分比，都可以看到信骅的 12 月月度数据增加的态势优于 11 月，显示整个服务器行业的需求恢复呈加速状态。根据我们之前的报告，我们认为澜起科技的营收数据变化节奏比信骅提前 1 个月左右。**信骅整个 4 季度营收相较于 1 季度营收下跌不足 5%，因此根据信骅的月度数据变化节奏，伴随着服务器对上游产品需求的继续恢复，我们认为澜起科技 4 季度有望恢复到或超过 2020 年 1 季度的水平。**

- **多因素共振，2021 年服务器景气度可期**

我们认为，由于多重因素的共振，2021 年服务器的景气度将十分值得期待：

- **新款 CPU 对市场的刺激作用：**我们经过统计历史服务器出货量数据发现，除 2017-2018 年的高景气度之外，自 2014 年 Q4 起，服务器出货量也迎来了一波上升，原因在于 Intel 当时发布了第一款车采用 DDR4 的 CPU。展望 2021 年，Intel 将于 Q1 发布第一款采用 10nm 工艺的服务器 CPU——ice lake，新款 CPU 的发布将在短期推动市场的需求；
- **后疫情时代解锁服务器市场需求：**自疫情以来，线上办公、学习、网络、短视频等需求的发展，以及 5G 时代带来高数据并发量的需求，均大大提升对云服务以及网络的基础设备——服务器的需求。根据集邦咨询，2021 年服务器市场的需求将增长 6.9%，我们认为伴随着数据并发量的持续提升，服务器需求将持续提升，公司产品的销售将具备持续增长的潜力。

- **继续看好 DDR5 时代量价齐升的投资机遇**

根据我们此前的报告《台厂数据验证行业拐点，DDR5 涨价或超预期》，**我们维持“公司供应单个内存模组产品的 ASP 有望大幅增加，乐观情况下单内存模组的 ASP 有望翻倍”的判断。**目前市场有观点担心 Intel 推出支持 DDR5 的 CPU 有推迟的风险，对此我们认为 DDR5“虽然有可能迟到，但不会缺席”，**“量价齐升”这一事件具备较高的确定性。**且在公司 DDR5 产品放量之前，在服务器市场需求旺盛、PCIe Retimer 销售放量、津逮产品销售增长等因素的支持下，公司业绩仍具有较强的增长潜力。

- **投资建议与盈利预测**

预计 2020-2022 营收 19.68、24.34、42.38 亿元，归母净利润 11.61、13.98、23.37 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 85、71、42 倍，考虑公司市值尚处历史低位，未来业绩则有较大增长空间，维持**“买入”**评级。

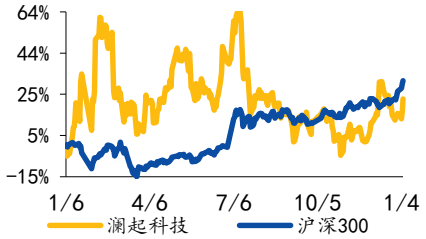
- **风险提示**

1） 服务器市场需求不及预期；2） DDR5 单价涨价幅度不及预期；3） DDR5 配套模拟芯片单价不及预期；4） DDR5 渗透率提升不及预期。

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	117.56 / 68.5
A 股流通股（百万股）：	420.20
A 股总股本（百万股）：	1129.81
流通市值（百万元）：	36889.52
总市值（百万元）：	99186.36

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-澜起科技（688008）：台厂数据验证行业拐点，DDR5 涨价或超预期》2020.12.07

《国元证券公司研究-澜起科技（688008）：内存接口量价齐升，服务器领域多点布局》2020.11.05

报告作者

分析师　贺茂飞

执业证书编号　S0020520060001

电话　021-51097188-1937

邮箱　hemaofei@gyzq.com.cn

联系人　刘堃

电话　021-51097188-1952

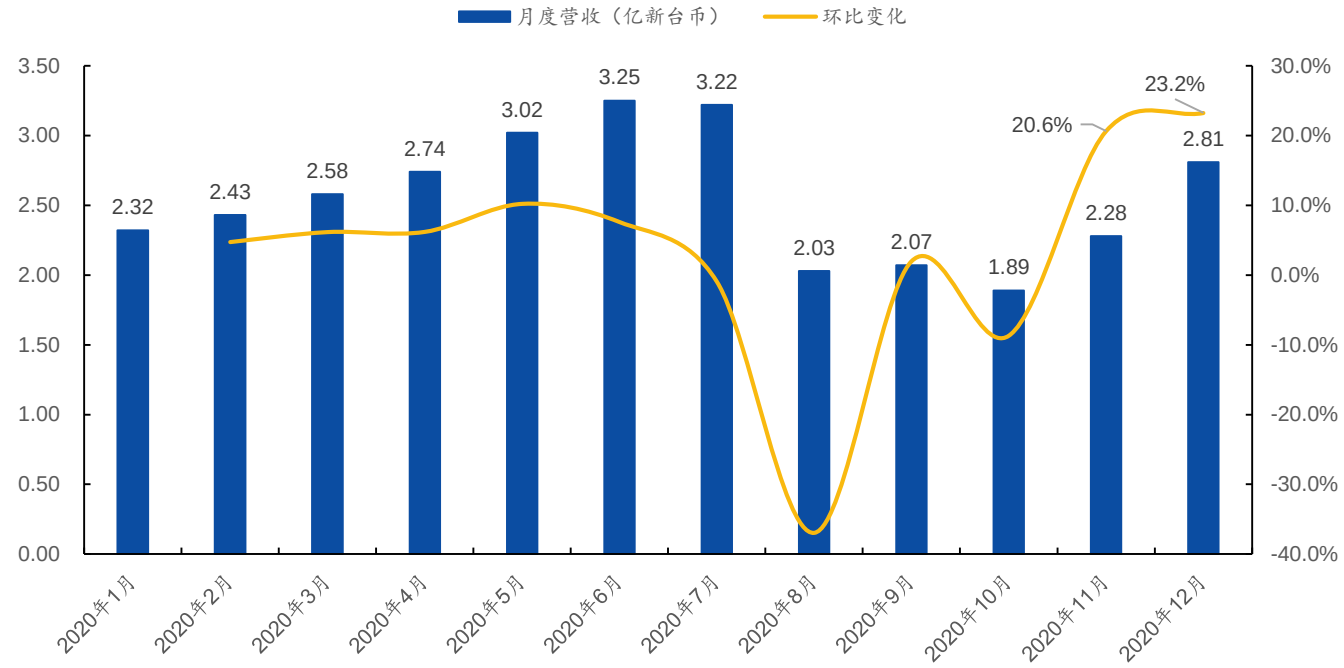
邮箱　liukun1@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1757.66	1737.73	1968.00	2434.70	4238.27
收入同比(%)	43.19	-1.13	13.25	23.71	74.08
归母净利润(百万元)	736.88	932.86	1160.68	1397.97	2337.23
归母净利润同比(%)	112.41	26.60	24.42	20.44	67.19
ROE(%)	20.38	12.73	14.31	15.23	21.06
每股收益(元)	0.65	0.83	1.03	1.24	2.07
市盈率(P/E)	134.60	106.33	85.46	70.95	42.44

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：信骅月度营收数据



资料来源：wind，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4086.53	7678.75	8481.32	9589.46	11641.22
现金	3679.99	7257.06	7937.66	8887.40	10479.91
应收账款	241.15	131.86	150.09	185.68	323.23
其他应收款	30.03	5.55	6.28	13.41	18.43
预付账款	1.13	1.11	1.17	1.57	2.88
存货	120.67	156.80	297.85	401.14	719.87
其他流动资产	13.56	126.35	88.26	100.26	96.89
非流动资产	94.13	102.01	85.56	75.73	75.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	23.15	27.67	16.50	4.93	4.92
无形资产	25.97	16.22	16.22	16.22	16.22
其他非流动资产	45.00	58.12	52.84	54.57	54.17
资产总计	4180.66	7780.75	8566.88	9665.18	11716.54
流动负债	427.02	279.71	347.49	349.44	479.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	74.38	91.29	105.25	134.47	245.42
其他流动负债	352.65	188.42	242.25	214.97	234.13
非流动负债	137.88	171.32	109.68	139.63	140.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	137.88	171.32	109.68	139.63	140.21
负债合计	564.91	451.03	457.17	489.07	619.76
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1016.83	1129.81	1129.81	1129.81	1129.81
资本公积	1831.07	4699.48	4699.48	4699.48	4699.48
留存收益	694.84	1393.83	2215.57	3265.34	5183.17
归属母公司股东权益	3615.75	7329.72	8109.71	9176.12	11096.78
负债和股东权益	4180.66	7780.75	8566.88	9665.18	11716.54

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	969.15	868.96	685.57	1112.37	1856.07
净利润	736.88	932.86	1160.68	1397.97	2337.23
折旧摊销	21.80	32.06	11.66	11.81	0.13
财务费用	-34.52	-101.45	-113.96	-126.19	-145.25
投资损失	-17.30	-71.91	-100.00	-30.00	-1.00
营运资金变动	254.69	-68.63	35.44	-139.56	-335.15
其他经营现金流	7.60	146.03	-308.25	-1.67	0.12
投资活动现金流	-99.92	-2008.85	242.29	49.24	5.59
资本支出	17.89	21.57	0.00	0.00	0.00
长期投资	116.00	2059.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	33.97	71.72	242.29	49.24	5.59
筹资活动现金流	1692.24	2689.53	-247.26	-211.87	-269.15
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	259.80	112.98	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1764.89	2868.41	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-332.45	-291.86	-247.26	-211.87	-269.15
现金净增加额	2637.57	1597.75	680.60	949.74	1592.51

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1757.66	1737.73	1968.00	2434.70	4238.27
营业成本	517.73	452.50	577.04	712.08	1314.57
营业税金及附加	0.82	0.21	1.25	1.06	1.91
营业费用	127.22	74.51	84.39	104.40	181.73
管理费用	112.78	95.13	157.44	121.74	211.91
研发费用	276.70	266.86	280.00	275.62	277.08
财务费用	-34.52	-101.45	-113.96	-126.19	-145.25
资产减值损失	-13.31	-87.98	1.00	-31.05	-29.85
公允价值变动收益	0.00	0.78	110.00	30.00	1.00
投资净收益	17.30	71.91	100.00	30.00	1.00
营业利润	782.90	979.21	1223.71	1471.71	2462.24
营业外收入	3.36	0.00	1.12	0.75	0.87
营业外支出	0.03	0.47	0.25	0.27	0.28
利润总额	786.23	978.75	1224.58	1472.20	2462.84
所得税	49.35	45.89	63.90	74.22	125.61
净利润	736.88	932.86	1160.68	1397.97	2337.23
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	736.88	932.86	1160.68	1397.97	2337.23
EBITDA	770.19	909.82	1121.41	1357.34	2317.11
EPS（元）	0.72	0.83	1.03	1.24	2.07

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	43.19	-1.13	13.25	23.71	74.08
营业利润(%)	115.85	25.07	24.97	20.27	67.30
归属母公司净利润(%)	112.41	26.60	24.42	20.44	67.19
获利能力					
毛利率(%)	70.54	73.96	70.68	70.75	68.98
净利率(%)	41.92	53.68	58.98	57.42	55.15
ROE(%)	20.38	12.73	14.31	15.23	21.06
ROIC(%)	779.96	916.21	566.26	407.10	338.73
偿债能力					
资产负债率(%)	13.51	5.80	5.34	5.06	5.29
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	9.57	27.45	24.41	27.44	24.28
速动比率	9.29	26.39	23.55	26.29	22.77
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.29	0.24	0.27	0.40
应收账款周转率	9.75	9.30	13.93	14.50	16.66
应付账款周转率	5.70	5.46	5.87	5.94	6.92
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.83	1.03	1.24	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.77	0.61	0.98	1.64
每股净资产(最新摊薄)	3.20	6.49	7.18	8.12	9.82
估值比率					
P/E	134.60	106.33	85.46	70.95	42.44
P/B	27.43	13.53	12.23	10.81	8.94
EV/EBITDA	119.23	100.93	81.89	67.65	39.63

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188