服务器重回高景气，DDR5 时代到来将助力新增长

——澜起科技(688008)公司点评报告

增持|维持

事件：

公司发布 2020 年半年度报告，上半年实现销售总收入 10.90 亿元，同比增长 23.93%；实现归属于母公司股东的净利润 6.02 亿元，同比增长 33.43%。

报告要点：

- **净利润高速增长，服务器重回高景气**

公司盈利水平良好，收入和净利润收入均保持高速增长，主要是因为 2020 年服务器需求增长恢复。随着 5G 网络铺建与云中心需求增长，服务器出货量有望在未来几年持续保持上升。公司所有产品均与服务器息息相关，在服务器需求增势不减的条件下，公司有望全年保持高速增长。

- **DDR5 时代即将到来，量价齐升助力业绩新增长**

公司深耕内存接口芯片市场十余年，始终保持行业领先地位，是全球的龙头公司。公司毛利率近年来持续攀升，远高于市场其余 IC 设计公司。研发投入常年保持在营业收入 15%以上，科研能力领先。公司发明的“1+9”DDR4 LRDIMM 分布式缓冲内存子系统框架被 JEDEC 采纳为了国际标准。**其 DDR5 内存模组配套芯片预计 2020 年下半年完成量产版本的研发，有望与 DDR5 同步上市，在 DDR5 时代到来后，大量的 DDR 更新换代叠加产品单价提升，有望为澜起科技带来新一波营业收入增长。**

- **多点布局服务器，新产品带来新增量**

除适配于服务器内存模组的内存接口芯片产品外，公司在服务器领域积极布局，大力丰富产品线，分别开发布局了“津逮”服务器平台、PCIe Retimer 和用于云端数据中心的 AI 处理器芯片。目前，第二代 x86 架构服务器处理器“津逮”服务器平台已正式亮相，护航服务器信号传输的 PCIe 4.0 Retimer 有望明年开始量产，用于云端服务器的 AI 推理芯片正在研发中。**澜起科技深耕内存接口芯片十多年，对于服务器市场有深入理解并积累了大量的市场资源，其终端客户涵盖众多国内外知名互联网企业和服务器产商，可以大大减轻新产品的推广阻力。随着新产品的逐步量产与销售，公司将增添更多业绩的增长点。**

- **投资建议与盈利预测**

预计 2020-2022 营收 23.36/29.67/39.88 亿元，归母净利润 11.83/15.78/21.02 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 85/64/48 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

1）产品研发不及预期；2）服务器需求不及预期；3）新产品推广不及预期。

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	2336.00	2966.88	3988.20
收入同比（%）	43.19	-1.13	34.43	27.01	34.42
归母净利润(百万元)	736.88	932.86	1183.99	1578.21	2101.61
归母净利润同比(%)	112.41	26.60	26.92	33.30	33.16
ROE（%）	20.38	12.73	14.56	16.84	19.10
每股收益（元）	0.65	0.83	1.05	1.40	1.86
市盈率(P/E)	136.37	107.72	84.87	63.67	47.81

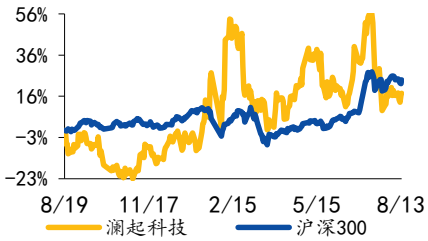
资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价：　88.94 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	117.56 / 58.29
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）：	37372.75
总市值（百万元）：	100485.65

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-澜起科技(688008)：内存接口芯片市场规模、份额双提升，津逮服务器平台静待放量》2020.04.27

报告作者

分析师　贺茂飞

执业证书编号　S0020520060001

电话　021-51097188

邮箱　hemaofei@gyzq.com.cn

联系人　刘堃

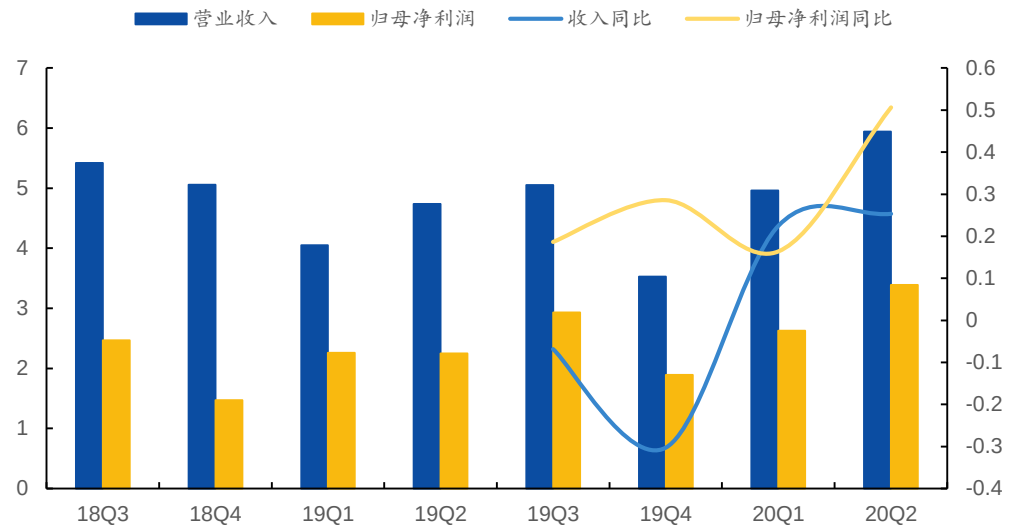
电话　021-51097188

邮箱　liukun1@gyzq.com.cn

1. 2020 上半年收入符合预期

公司发布 2020 半年报，上半年实现营业收入为 10.90 亿元，同比增长 23.93%；实现归属于母公司股东的净利润 6.02 亿元，同比增长 33.43%。公司第二季度营业收入为 5.94 亿元，同比增长 25.32%，环比增长 19.76%；第二季度归母净利润为 3.39 亿元，同比增长 50.67%，环比增长 28.90%。

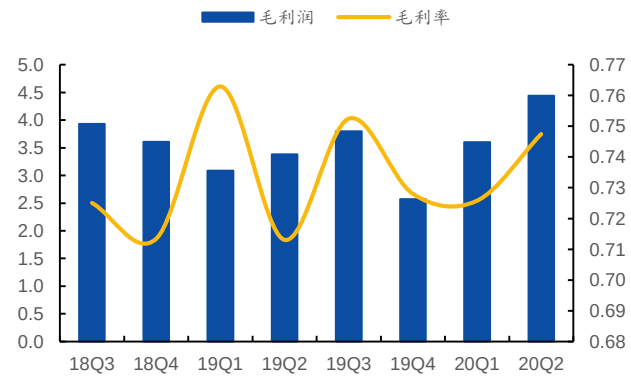
图 1：公司分季度营业收入、归母净利润（亿元）及同比增长率



资料来源：WIND，国元证券研究中心

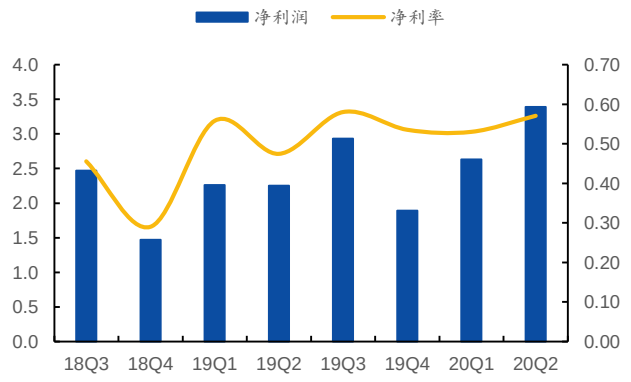
2020 年上半年公司毛利润和净利润分别为 8.03 亿元和 6.02 亿元，毛利率 73.70%，净利率 55.23%。整体来看，公司盈利水平良好，营业收入和利润水平符合预期，主要是因为 2020 年服务器需求增长恢复。随着 5G 网络铺建与云中心需求增长，服务器出货量有望在未来几年持续保持上升。公司所有产品均与服务器息息相关，我们认为，在公司研发能力强劲、服务器需求增势不减的条件下，公司有望全年保持高速增长。

图 2：公司分季度毛利润（亿元）及毛利率水平



资料来源：WIND，国元证券研究中心

图 3：公司分季度净利润（亿元）及净利率水平



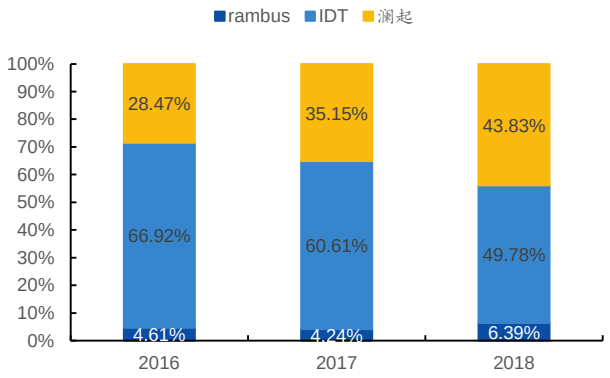
资料来源：WIND，国元证券研究中心

2. 科研能力领先，行业龙头地位优势显著

公司始终保持行业龙头地位。DDR2 时代，全球提供内存接口芯片的厂商约十家企业；DDR4 时代，提供同类产品的只有 3 家，其中 Rambus 只有设计 RCD 的能力，能提供 DB 芯片的只有 IDT 与澜起科技 2 家。2019 年初 IDT 被瑞萨收购，其内存接口芯片业务有可能被置于次要的位置，原本占据的市场将被 Rambus 与澜起共同瓜分。在 DDR5 时代，预计澜起科技行业地位将得到进一步稳固。2018 年，公司市场占有率已超过 43%。

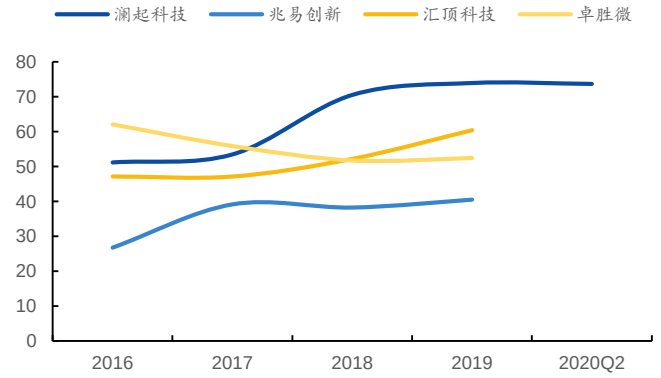
毛利率是公司体现优势的显著表现之一，公司近年来毛利率持续攀升，2019 年度毛利率已高达 73.96%。而国内其他优秀的 IC 设计企业毛利率远远低于公司水平，2019 年度汇顶科技毛利率为 60.40%，兆易创新为 40.52%，卓胜微为 52.47%。

图 4：澜起科技市场占有率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

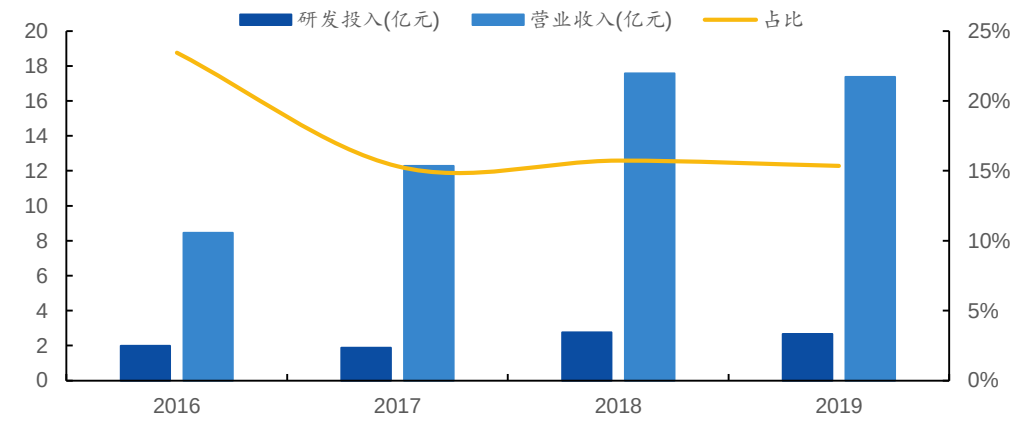
图 5：毛利率对比（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司一直保持较高的研发投入水平，研发能力行业领先。公司研发费用主要由研发人员薪酬与流片费用组成，常年保持在营业收入的 15%以上。公司发明了“1+9” DDR4 LRDIMM 分布式缓冲内存子系统框架，该结构大幅减少了 CPU 与 DRAM 颗粒间的负载，并被 JEDEC 采纳为了国际标准。

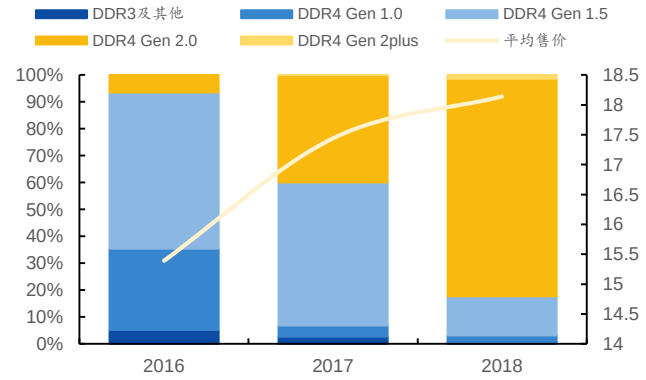
图 6：研发投入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

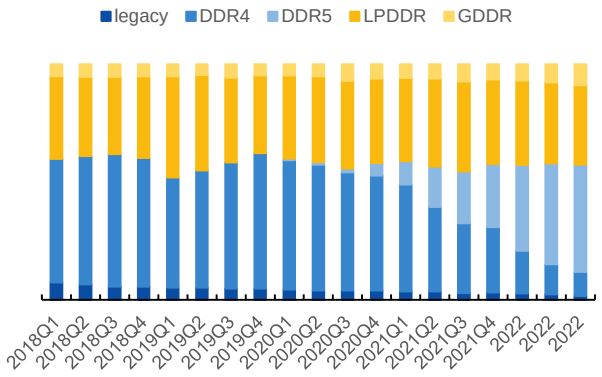
卓越的科研能力保障了公司市场话语权。2019 年，公司已完成 DDR5 内存模组配套芯片工程样片的流片，目前正在根据反馈对芯片进行设计优化，预计 2020 年下半年完成量产版本芯片的研发。2020 年 7 月，JEDEC 协会正式公布了 DDR5 标准，未来将逐步走向市场大规模应用阶段，澜起 DDR5 内存模组配套芯片预计 2020 年下半年完成量产版本的研发，将继续在 DDR5 时代保持领先代为。此外，随着技术的迭代，内存接口芯片新产品的价格不断上涨，DDR4 Gen1.0、Gen1.5、Gen2.0、Gen2.0Plus 的产品价格均高于上代产品。在 DDR5 时代到来后，**大量的 DDR 更新换代叠加产品单价提升，有望为澜起科技带来新一波营业收入增长。**

图 7：澜起科技产品销售构成及平均单价



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 8：DRAM 产品结构变动趋势



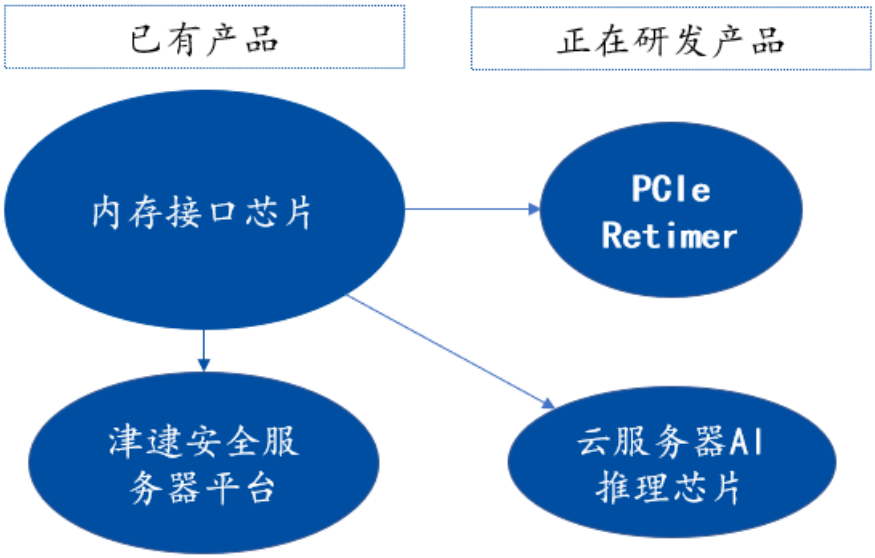
资料来源：Yole，国元证券研究中心

3. 深耕服务器领域，多点布局

公司深耕服务器领域，积极丰富公司产品线。除适配于服务器内存模组的内存接口芯片产品外，公司还开发了 x86 架构服务器处理器“津逮”服务器平台，并正在研发恢复、加强服务器传输信号的 PCIe Retimer 以及用于云端服务器的 AI 推理芯片。

津逮服务器平台是具有独特硬件安全功能设计的 x86 架构处理器。2019 年中澜起开始批量供应津逮服务器平台，当年销售收入 1,628 万元，相比 2018 年度增长 81%。2020 年 8 月，澜起科技参展第八届中国电子信息博览会，发布其全新第二代津逮 CPU，得到了包括新华三、长城超云、宝德、联想等在内的多家服务器厂商积极响应。**PCIe Retimer** 用于协助服务器内 PCIe 信号传输，产生时钟并恢复由于传输速度过快而损耗的信号。PCIe 每一代的速度都较上一代成倍增加，PCIe Retimer 的应用需求必定随传输速度的增加而增加。报告期内公司在 PCIe 4.0 高速 I/O 接口领域取得了关键核心技术的突破，同时正在根据潜在客户和合作伙伴的反馈对 PCIe 4.0 Retimer 芯片进行设计优化，预计 2020 年下半年完成量产版本芯片的研发。**AI 芯片项目**目前还未有实质性突破，该项目旨在研发相关芯片应用在新一代数据中心服务器上，以实现高效低延迟云端推理人工智能应用。

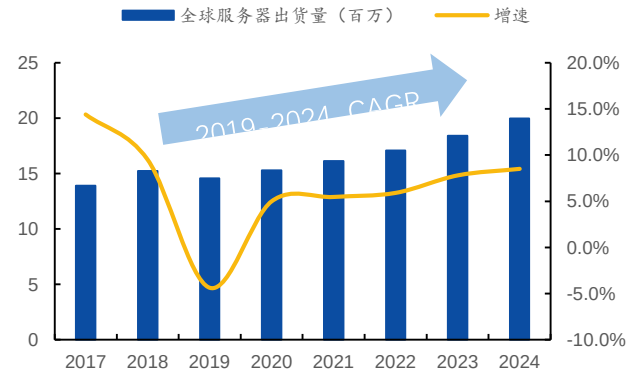
图 9：澜起科技产品



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

在同一个市场积极布局，有利于公司借鉴丰富的市场经验、使用已有客户渠道并充分享受服务器市场增长福利。澜起科技深耕内存接口芯片十多年，对于服务器市场有深入理解与成熟的市场资源。公司终端客户涵盖众多国内外知名互联网企业和服务器产商，可以大大减轻新产品的推广阻力。5G 时代云计算将加速普及，服务器需求将持续增长，在服务器各个细分市场布局有利于充分享受市场发展带来的红利。

图 10：未来 5 年全球服务器出货量预测（百万）



资料来源：DIGITIMES Research，国元证券研究中心

图 11：澜起科技主要客户及合作伙伴



资料来源：国元证券研究中心

4. 风险提示

1）产品研发不及预期；2）服务器需求不及预期；3）新产品推广不及预期。

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	8532.21	9830.77	11549.04
现金	3679.99	7257.06	7882.23	8953.43	10404.10
应收账款	241.15	131.86	178.15	226.27	304.16
其他应收款	30.03	5.55	7.46	16.34	17.35
预付账款	1.13	1.11	1.48	2.08	2.89
存货	120.67	156.80	374.63	532.39	723.65
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	8617.77	9906.49	11624.36
流动负债	427.02	279.71	375.07	394.20	480.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	74.38	91.29	132.38	178.47	246.71
其他流动负债	352.65	188.42	242.70	215.73	233.79
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	484.75	533.82	620.71
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	2238.88	3461.89	5090.04
归属母公司股东权益	3615.75	7329.72	8133.02	9372.67	11003.65
负债和股东权益	4180.66	7780.75	8617.77	9906.49	11624.36

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	786.45	1240.53	1712.13
净利润	736.88	932.86	1183.99	1578.21	2101.61
折旧摊销	21.80	32.06	11.66	11.81	0.13
财务费用	-34.52	-101.45	-113.54	-126.27	-145.18
投资损失	-17.30	-71.91	-53.70	-59.77	-57.75
营运资金变动	254.69	-68.63	-43.31	-191.33	-187.31
其他经营现金流	7.60	146.03	-198.64	27.88	0.63
投资活动现金流	-99.92	-2008.85	86.39	49.46	61.83
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	86.39	49.46	61.83
筹资活动现金流	1692.24	2689.53	-247.67	-218.79	-323.29
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	-247.67	-218.79	-323.29
现金净增加额	2637.57	1597.75	625.17	1071.20	1450.66

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	2336.00	2966.88	3988.20
营业成本	517.73	452.50	725.80	945.06	1321.46
营业税金及附加	0.82	0.21	1.48	1.30	1.80
营业费用	127.22	74.51	100.16	127.22	171.01
管理费用	112.78	95.13	130.33	168.64	223.90
研发费用	276.70	266.86	270.14	269.04	269.41
财务费用	-34.52	-101.45	-113.54	-126.27	-145.18
资产减值损失	-13.31	-87.98	-39.47	-51.28	-53.46
公允价值变动收益	0.00	0.78	0.39	0.46	0.49
投资净收益	17.30	71.91	53.70	59.77	57.75
营业利润	782.90	979.21	1348.05	1728.08	2291.57
营业外收入	3.36	0.00	1.12	0.75	0.87
营业外支出	0.03	0.47	100.00	66.82	77.88
利润总额	786.23	978.75	1249.18	1662.00	2214.56
所得税	49.35	45.89	65.18	83.79	112.95
净利润	736.88	932.86	1183.99	1578.21	2101.61
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	1183.99	1578.21	2101.61
EBITDA	770.19	909.82	1246.17	1613.62	2146.52
EPS（元）	0.72	0.83	1.05	1.40	1.86

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	34.43	27.01	34.42
营业利润(%)	115.85	25.07	37.67	28.19	32.61
归属母公司净利润(%)	112.41	26.60	26.92	33.30	33.16
获利能力					
毛利率(%)	70.54	73.96	68.93	68.15	66.87
净利率(%)	41.92	53.68	50.68	53.19	52.70
ROE(%)	20.38	12.73	14.56	16.84	19.10
ROIC(%)	779.96	916.21	442.38	342.29	322.39
偿债能力					
资产负债率(%)	13.51	5.80	5.63	5.39	5.34
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	9.57	27.45	22.75	24.94	24.04
速动比率	9.29	26.39	21.75	23.59	22.53
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.29	0.28	0.32	0.37
应收账款周转率	9.75	9.30	15.04	14.67	15.04
应付账款周转率	5.70	5.46	6.49	6.08	6.22
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.83	1.05	1.40	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.77	0.70	1.10	1.52
每股净资产(最新摊薄)	3.20	6.49	7.20	8.30	9.74
估值比率					
P/E	136.37	107.72	84.87	63.67	47.81
P/B	27.79	13.71	12.36	10.72	9.13
EV/EBITDA	120.92	102.36	74.73	57.71	43.39

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