



Q3 高毛利持续上升, 稳坐中国内存接口芯片龙头

澜起科技 (688008)

事件概述

澜起科技发布 2019 年三季报, 前三季度公司实现营收 13.84 亿元, 同比增长 10.64%; 归母净利润 7.44 亿元, 同比增长 31.99%; 扣非后净利为 7.15 亿元, 同比增长 29.62%。三季度单季度公司实现营收 5.05 亿元, 同比下降 6.81%; 归母净利润 2.93 亿元, 同比增长 18.64%。

▶ 第三季营收受行业影响增速放缓, 但归母净利润表现亮眼, 未来公司营收可望随行业景气筑底反弹。

2019Q3 单季度公司实现营收 5.05 亿元, 同比下降 6.81%; 归母净利润 2.93 亿元, 同比增长 18.64%。公司核心业务内存接口芯片是连接服务器 DRAM 和 CPU 的关键芯片, 2018 年公司内存接口芯片营收占比达 99%, 根据 IDC 数据, 2019 上半年的服务器出货量负增长和内存模组价格下降将影响内存接口芯片市场规模。但是, 我们预期 2019 下半年内存行业景气将逐步好转, 公司营收增速可望迎来触底反弹的契机, 未来业绩表现将逐步加速。

▶ 毛利率从高位上升, 公司研发投入阶段性成果浮现, DDR5 内存接口芯片箭在弦上。

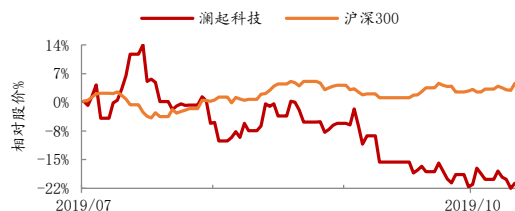
2019Q3 公司毛利率为 75.34%, 同比上升 2.76pct, 说明公司产品竞争力较强, 在销售增速放缓的情况下, 价格依然维持稳定, 未来可望随着公司新款 DDR 芯片推出而持续上升。公司 2019Q3 公司研发费用为 0.47 亿元, 同比下降 35.43%。我们预期, 公司 DDR5 内存接口芯片已经完成第一代工程版芯片流片及功能验证, 各项指标功能符合预期, 因此公司研发费用随着阶段性成果出现而暂时下降。展望未来, 公司将积极参与 DDR5 JEDEC 标准的制定, 持续优化芯片规格和设计, 有望于 2020 年底前完成第一代 DDR5 内存接口芯片量产版的研发工作, 公司未来的盈利能力可望进一步增强。

▶ 坚定看好 DRAM 内存接口芯片的国产化赛道, 公司作为国内赛道唯一的供应商, 长期成长可期。

2019 年国内 DRAM 芯片吹起自主可控之风, 国产厂商包含晋华集成电路、合肥长鑫、长江存储、清华紫光都宣布进入 DRAM 芯片制造, 目前 DRAM 的国产化率不足 3%, 但预计未来 5 年内可望上升至 15%, 澜起科技作为国内 DRAM 内存接口芯片的唯一供应商, 可望成为自主可控趋势下的首要受益者, 加上公司已投入津逮®服务器平台和 AI 人工智能 SoC 芯片的研发, 可望依

评级及分析师信息

评级:	暂不评级
上次评级:	
目标价格:	
最新收盘价:	59.25
股票代码:	688008
52 周最高价/最低价:	85.66/58.29
总市值(亿)	669.41
自由流通市值(亿)	44.07
自由流通股数(百万)	74.38



分析师: 王秀钢

邮箱: wangxg1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519020001

联系人: 郑敏宏

邮箱: zhengmh@hx168.com.cn

联系人: 张佳林

邮箱: zhangjl2@hx168.com.cn

联系人: 李化

邮箱: lihua1@hx168.com.cn

相关研究

1. 澜起科技(688008): 引领内存接口芯片全球标准, 津逮平台&AI 芯片开辟新蓝海

2019.9.20

托服务器产业链进行业务外延式扩张，未来公司可望成为国内领先的服务器产业链芯片开发商。

投资建议

鉴于公司三季度的业绩表现，我们维持公司 2019-2021 年的收入预测为 20.73 亿元/29.67 亿元/39.33 亿元。归母净利润从 8.05 亿元/10.80 亿元/14.51 亿元上调至 9.92 亿元/12.15 亿元/16.33 亿元。根据 Wind 预测数据，澜起科技在 A 股中无业务相同的直接可比公司，因此我们在找了四家同为 Fabless 芯片设计商的 A 股上市公司作为可比公司，汇顶科技、全志科技、中颖电子、中科曙光在 2018-2020 年平均 PE 估值为 75.68 倍/50.37 倍/38.71 倍，考虑到公司下游应用持续扩张，产品盈利能力较强，未来市场空间广大等因素，我们维持上次的估值水平，公司合理估值在 60-65 倍区间。依照本次上调后的 2019 年公司归母净利润计算得出，公司合理市值从 482.95-523.20 亿元上调至 595.11 亿元-644.71 亿元，对应股价从 42.74-46.30 元上调至 52.67-57.06 元，有鉴于科创板整体估值过高，暂不评级，但是强烈建议持续关注。

风险提示

市场需求不如预期、客户集中度较高、产品研发不如预期、行业竞争加剧、系统性风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1227.51	1757.66	2072.54	2967.22	3932.63
YoY (%)	45.28%	43.19%	17.91%	43.17%	32.54%
归母净利润(百万元)	346.92	736.88	991.86	1214.78	1632.86
YoY (%)	273.81%	112.41%	34.60%	22.48%	34.42%
毛利率 (%)	53.49%	70.54%	71.27%	71.98%	72.70%
每股收益 (元)	0.31	0.65	0.88	1.08	1.45
ROE	29.23%	20.38%	17.14%	17.35%	18.91%
市盈率	192.96	90.84	67.49	55.11	41.00

资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1757.66	2072.54	2967.22	3932.63	净利润	736.88	991.86	1214.78	1632.86
YoY (%)	43.19%	17.91%	43.17%	32.54%	折旧和摊销	21.80	0.00	0.00	0.00
营业成本	517.73	595.43	831.35	1073.57	营运资金变动	254.69	-128.25	-47.87	-30.42
营业税金及附加	0.82	0.21	1.48	1.97	经营活动现金流	969.15	863.51	1166.80	1602.33
销售费用	127.22	93.26	184.86	257.19	资本开支	2.68	0.10	0.10	0.10
管理费用	112.78	103.63	178.63	236.74	投资	-116.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-34.52	-1.85	-2.65	-3.35	投资活动现金流	-99.92	0.10	0.10	0.10
资产减值损失	13.31	0.00	0.00	0.00	股权募资	1932.07	1252.00	0.00	0.00
投资收益	17.30	0.00	0.00	0.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	782.90	1022.43	1349.65	1814.19	筹资活动现金流	1692.24	1179.00	0.00	0.00
营业外收支	3.33	0.10	0.10	0.10	现金净流量	2561.46	2042.60	1166.90	1602.43
利润总额	786.23	1022.53	1349.75	1814.29	主要财务指标				
所得税	49.35	30.68	134.98	181.43	成长能力 (%)				
净利润	736.88	991.86	1214.78	1632.86	营业收入增长率	43.19%	17.91%	43.17%	32.54%
归属于母公司净利润	736.88	991.86	1214.78	1632.86	净利润增长率	112.41%	34.60%	22.48%	34.42%
YoY (%)	112.41%	34.60%	22.48%	34.42%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.65	0.88	1.08	1.45	毛利率	70.54%	71.27%	71.98%	72.70%
资产负债表 (百万元)					净利率	41.92%	47.86%	40.94%	41.52%
货币资金	3679.99	5722.59	6889.50	8491.93	总资产收益率 ROA	17.63%	15.65%	15.69%	17.06%
预付款项	1.13	1.47	1.70	2.37	净资产收益率 ROE	20.38%	17.14%	17.35%	18.91%
存货	120.67	171.15	234.39	297.96	偿债能力 (%)				
其他流动资产	284.74	346.77	524.32	682.86	流动比率	9.57	15.16	12.65	11.89
流动资产合计	4086.53	6241.98	7649.91	9475.11	速动比率	9.28	14.74	12.26	11.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	8.62	13.90	11.39	10.65
固定资产	23.15	23.15	23.15	23.15	资产负债率	13.51%	8.67%	9.59%	9.77%
无形资产	25.97	25.97	25.97	25.97	经营效率 (%)				
非流动资产合计	94.13	94.13	94.13	94.13	总资产周转率	0.62	0.39	0.42	0.45
资产合计	4180.66	6336.11	7744.03	9569.24	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.65	0.88	1.08	1.45
应付账款及票据	74.38	103.90	147.79	189.27	每股净资产	3.20	5.12	6.20	7.64
其他流动负债	352.65	307.73	456.98	607.85	每股经营现金流	0.86	0.76	1.03	1.42
流动负债合计	427.02	411.62	604.77	797.12	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	137.88	137.88	137.88	137.88	PE	90.84	67.49	55.11	41.00
非流动负债合计	137.88	137.88	137.88	137.88	PB	0.00	11.57	9.56	7.75
负债合计	564.91	549.51	742.65	935.00					
股本	1016.83	1036.83	1036.83	1036.83					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	3615.75	5786.60	7001.38	8634.24					
负债和股东权益合计	4180.66	6336.11	7744.03	9569.24					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

张佳林：中小成长及科创板分析师，中国人民大学金融硕士毕业，具备多年实业工作经验及丰富的证券研究经验。

郑敏宏：中小成长及科创板助理分析师，北京大学计算机硕士。

李化：中小成长和科创板助理分析师，厦门大学、Massachusetts General Hospital/Harvard Medical School联合培养理学博士，具有多年核药物、分子影像研究经历。

分析师承诺

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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。