

澜起科技 (688008)

未来可期的全球内存接口芯片龙头

分析日期 2019年07月01日

投资评级: 中性/首次
证券分析师: 周啸宇

执业证书编号: S0630519030001

电话: 021-20333810

邮箱: zhouxiaoy@longone.com.cn

◎ 主要观点:

◆**公司是业界领先的内存接口芯片公司** 公司为全球仅有的3家内存接口芯片供应商之一。主营业务包括为云计算和人工智能领域提供以芯片为基础的解决方案,主要产品包括内存接口,津逮服务器CPU以及混合安全内存模组。公司现已成为全球可提供从DDR2到DDR4内存全缓冲/半缓冲完整解决方案的主要供应商之一,在内存接口芯片市场位列全球前二。

◆**公司近两年营收及归母净利润快速增长** 其中营业收入从2016年的8.45亿元增至2018年的17.58亿元,年均复合增长率达到44.24%;归母净利润从2016年的0.93亿元增至2018年的7.37亿元,年均复合增长率达到181.79%。毛利率方面,公司产品毛利率水平较高,且有一定的上升趋势,从2016年的51.20%升至2018年的70.54%。

◆**公司具有稳固的市场地位和竞争优势** 经过多年发展和积淀,公司已成为国际知名的芯片设计公司,目前公司核心产品广泛应用于各类服务器,直接服务于DRAM市场中的主要参与者,终端客户涵盖众多知名的国内外互联网企业及服务器厂商,在内存接口芯片领域的竞争中处于领先地位,实现了国内自主研发产品在该领域的突破。

◆**募集资金用途:** 本次公开发行新股不超过11,298.14万股,占发行后总股本的比例不低于10.00%。募集资金拟投资项目包括1)新一代内存接口芯片研发及产业化项目;2)津逮服务器CPU及其平台技术升级项目;3)人工智能芯片研发项目。

◆**盈利预测:** 根据对公司业务分拆的假设及预测,我们预计公司2019-2021年总体营收分别为20.74、24.28、28.18亿元,同比增速分别为18.00%、17.04%、16.08%。归母净利润分别为9.29、11.17、12.72亿元,同比分别增长29.47%、20.18%、13.95%。以发行后总股本11.30亿股计算,2019-2021年EPS分别为0.82、0.99及1.13元。参考可比上市公司估值水平,我们审慎给予公司对应19年动态PE 30到35倍,对应合理估值范围为24.60-28.70元/股。

风险提示: 公司业务发展不及预期;募投项目建设进度或投产受益不及预期;下游市场需求增长放缓。

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	844.95	1227.52	1757.66	2074.08	2427.53	2817.81
同比增速(%)		45.28	43.19	18.00	17.04	16.08
净利润(百万)	92.80	346.92	736.88	929.15	1116.67	1272.41
同比增速(%)		273.84	112.41	26.09	20.18	13.95
毛利率(%)	51.20	53.49	70.54	65.75	64.74	63.73
每股盈利(元)	0.08	0.31	0.65	0.82	0.99	1.13

正文目录

1. 公司概况	3
1.1. 公司简介	3
1.2. 控股股东与实际控制人	4
1.3. 公司主营云计算和人工智能领域解决方案	5
1.4. 业务结构	6
1.5. 财务数据	6
2. 行业状况	8
2.1. 国内集成电路行业发展迅速	8
2.2. 同业可比公司	10
3. 募投项目情况	10
4. 公司看点	11
5. 盈利预测	12
6. 风险提示	13

图表目录

图 1 公司组织结构示意图	4
图 2 公司股权结构示意图	5
图 3 公司 2016-2018 产品收入构成变化	6
图 4 公司 2018 年产品收入构成占比	6
图 5 公司 2016-2018 地区主营收入构成占比	6
图 6 公司营业收入及增速	7
图 7 公司归属母公司净利润及增速	7
图 8 公司近年综合毛利率状况	7
图 9 2013-2018 公司研发费用及占比	7
图 10 中国及全球集成电路销售额情况	9
图 11 国内集成电路设计产业销售额情况	9
图 12 全球内存接口芯片市场规模 (亿美元)	10
表 1 公司基本情况	3
表 2 公司前十大股东名单	4
表 3 公司产品销量及价格变动	8
表 4 公司主要产品销量及价格变动	8
表 5 公司 IPO 募投项目一览 (万元)	10
表 6 公司业务分拆预测	12
表 7 可比上市公司估值比较	12

1. 公司概况

1.1. 公司简介

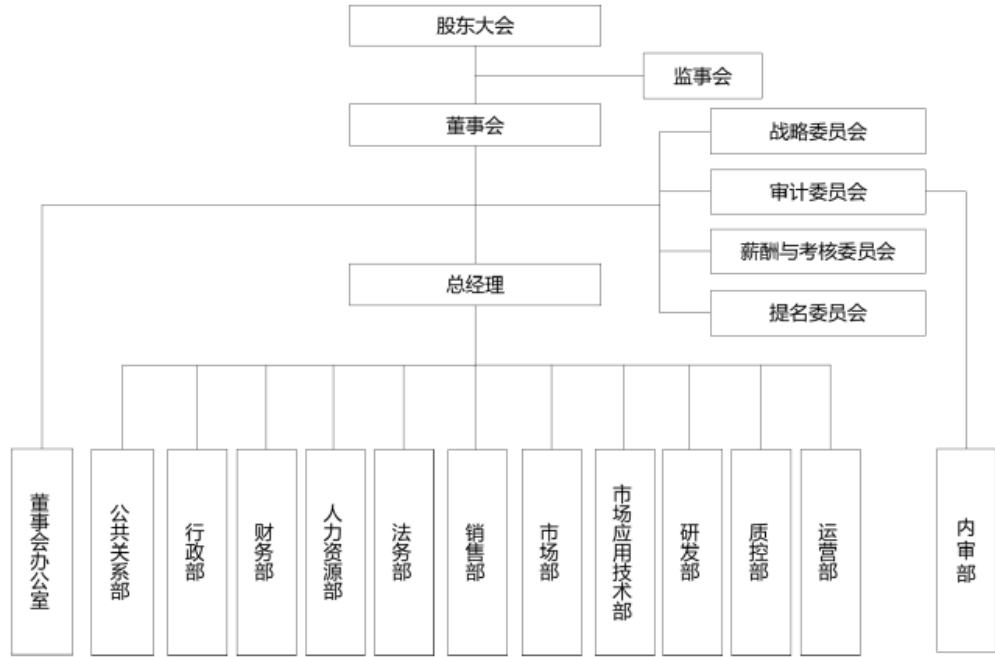
公司是业界领先的集成电路设计公司，为全球仅有的 3 家内存接口芯片供应商之一。主要经营模式为 Fabless 模式，在该模式下企业仅需专注于从事产业链中的集成电路设计和营销环节，其余委托代工完成；由公司取得测试芯片成品销售给客户。公司的主营业务是为云计算和人工智能领域提供以芯片为基础的解决方案，目前主要产品包括内存接口，津逮服务器 CPU 以及混合安全内存模组。公司发明的 DDR4 全缓冲“1+9”架构被采纳为国际标准。现已成为全球可提供从 DDR2 到 DDR4 内存全缓冲/半缓冲完整解决方案的主要供应商之一，在内存接口芯片市场位列全球前二。

表 1 公司基本情况

公司名称	澜起科技股份有限公司
英文名称	Montage Technology Co., Ltd.
上市地点	上海证券交易所科创板
证券简称	澜起科技
证券代码	688008
法定代表人	杨崇和
注册资本	1,016,832,500
注册地址	上海市徐汇区宜山路 900 号 1 幢 A6
办公地址	上海市徐汇区宜山路 900 号 1 幢 A6
邮政编码	200233
联系电话	86-21-54679039
传真	86-21-54263132
经营范围	集成电路、线宽 0.25 微米及以下大规模集成电路、软件产品、新型电子元器件(片式元器件、敏感元器件及传感器、频率控制与选择元件、混合集成电路、电力电子元器件、光电子器件)的设计、开发、批发、进出口、佣金代理(拍卖除外)并提供相关的配套服务。

资料来源：Wind、东海证券研究所

图 1 公司组织结构示意图



资料来源：公司官网，东海证券研究所

1.2. 控股股东与实际控制人

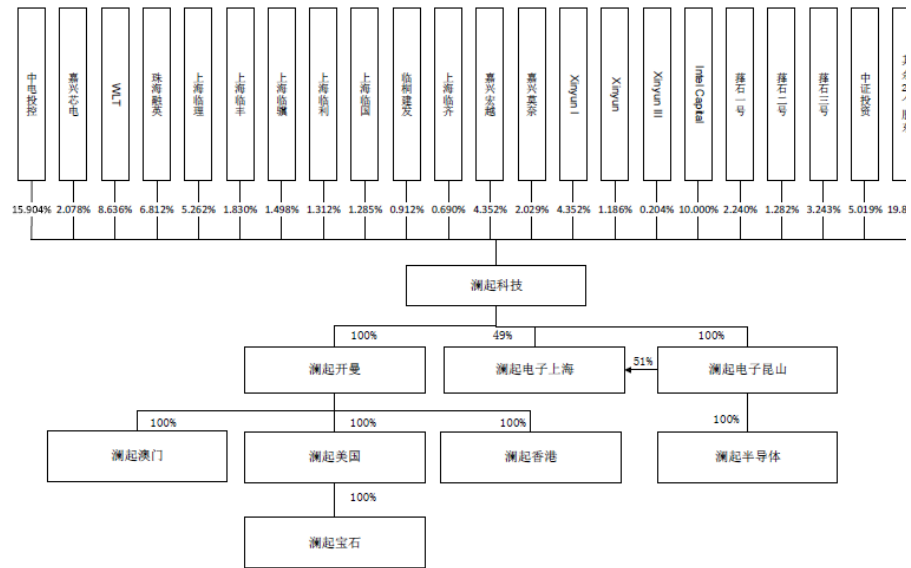
公司的股权架构较为分散。所有股东均无法单独控制股东大会半数以上表决权，亦无法单独控制董事会半数以上成员，不能单独控制公司。同时，公司现有股东除部分股东已在本招股说明书披露的关联关系外，其他股东之间不存在关联关系及一致行动关系，因此公司无控股股东和实际控制人

表 2 公司前十大股东名单

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
中国电子投资控股有限公司	161,716,775	15.9040	境内法人股
Intel Capital Corporation	101,683,250	10.0000	境内法人股
WLT Partners, L.P.	87,816,687	8.6360	境内法人股
珠海融英股权投资合伙企业(有限合伙)	69,265,238	6.8120	境内法人股
上海临理投资合伙企业(有限合伙)	53,506,750	5.2620	境内法人股
中信证券投资有限公司	51,033,325	5.0190	境内法人股
嘉兴宏越投资合伙企业(有限合伙)	44,247,750	4.3520	境内法人股
Xinyun Capital Fund I, L.P.	44,247,750	4.3520	境内法人股
金石中睿一期(深圳)股权投资合伙企业(有限合伙)	35,294,550	3.4710	境内法人股
嘉兴葶石三号投资合伙企业(有限合伙)	32,972,200	3.2430	境内法人股

资料来源：Wind、东海证券研究所

图 2 公司股权结构示意图



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

1.3. 公司主营云计算和人工智能领域解决方案

公司的主营业务是为云计算和人工智能领域提供以芯片为基础的解决方案，目前主要产品包括内存接口芯片、津逮服务器 CPU 以及混合安全内存模组。经过多年的研发积累，公司产品性能在行业内赢得高度认可，包含公司产品的服务器广泛应用于数据中心、云计算和人工智能等诸多领域，满足了新一代服务器对高性能、高可靠性和高安全性的需求。

1、内存接口芯片

内存接口芯片是服务器内存模组的核心逻辑器件，作为服务器 CPU 存取内存数据的必由通路，其主要作用是提升内存数据访问的速度及稳定性，满足服务器 CPU 对内存模组日益增长的高性能及大容量需求。内存接口芯片需与内存厂商生产的各种内存颗粒和内存模组进行配套，并通过服务器 CPU、内存和 OEM 厂商针对其功能和性能（如稳定性、运行速度和功耗等）的全方位严格认证，才能进入大规模商用阶段。因此，研发此类产品不仅要攻克内存接口的核心技术难关，还要跨越服务器生态系统的高准入门槛。

2、津逮服务器平台

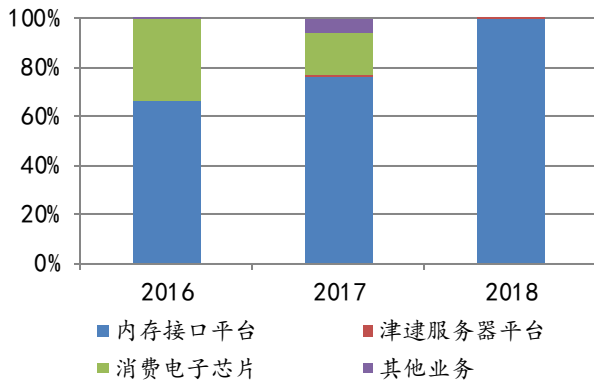
津逮服务器平台是一款高性能的安全可控可信服务器平台，尤其适用于对数据安全有较高要求的数据中心，该服务器平台主要由澜起科技的津逮系列服务器 CPU 和澜起科技具有自主知识产权的混合安全内存模组组成。

津逮 CPU 是澜起科技推出的一系列具有预检测和动态安全监控功能的 x86 架构处理器，适用于津逮或其他通用的服务器平台。津逮 CPU 在英特尔 x86 处理器的基础上集成了清华大学的 DSC 技术，可与澜起科技的混合安全内存模组（HSDIMM）搭配而组成津逮服务器平台，为云计算服务器提供芯片级的动态安全监控功能。此外，津逮 CPU 还融合了先进的异构计算与互联技术，可为未来人工智能和大数据应用提供强大的综合数据处理和计算力支撑。

1.4.业务结构

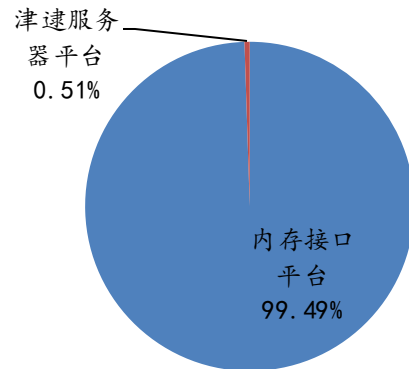
公司主要销售产品包括内存接口芯片及津逮服务器平台。从业务营收结构占比来看，2018 年公司营收中内存接口平台收入占到 99.49%的比例，津逮服务器平台目前仅占 0.51%。

图 3 公司 2016-2018 产品收入构成变化



资料来源：WIND，东海证券研究所

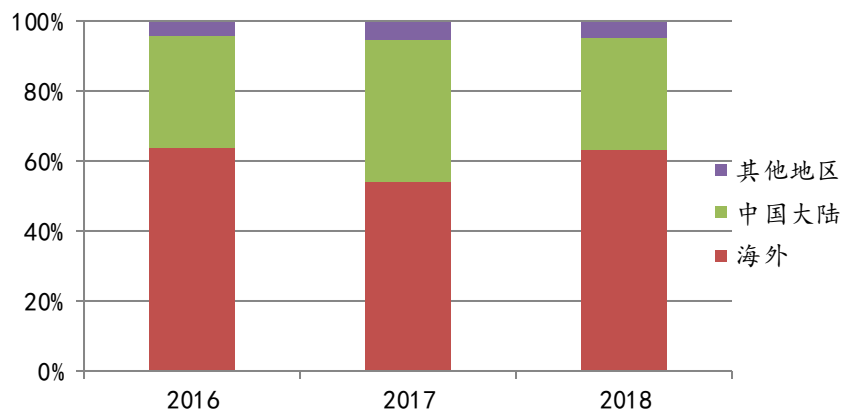
图 4 公司 2018 年产品收入构成占比



资料来源：WIND，东海证券研究所

从区域营收结构来看，各地区近年来占比基本保持稳定。2018 年，中国大陆收入占到 32.32%的比例，海外收入占 62.95%，还有 4.73%的收入来自其他地区。

图 5 公司 2016-2018 地区主营收入构成占比

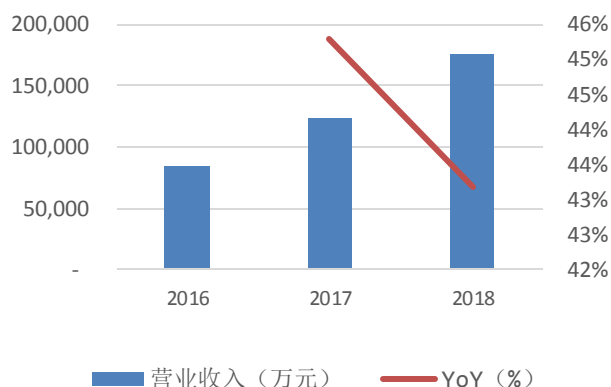


资料来源：WIND，东海证券研究所

1.5.财务数据

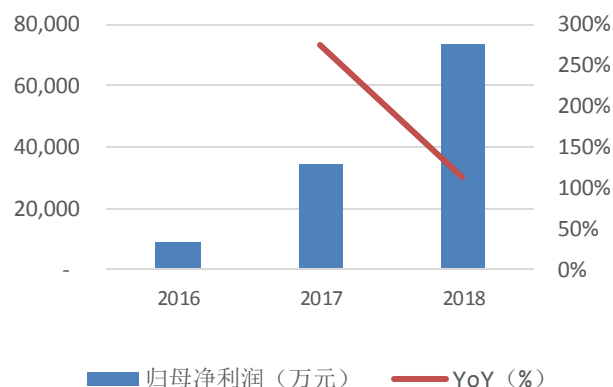
公司近两年营收及归母净利润快速增长。其中营业收入从 2016 年的 8.45 亿元增至 2018 年的 17.58 亿元，年均复合增长率达到 44.24%；归母净利润从 2016 年的 0.93 亿元增至 2018 年的 7.37 亿元，年均复合增长率达到 181.79%。毛利率方面，公司产品毛利率水平较高，且有一定的上升趋势，从 2016 年的 51.20%升至 2018 年的 70.54%。此外，公司研发费用率近两年基本保持稳定。

图 6 公司营业收入及增速



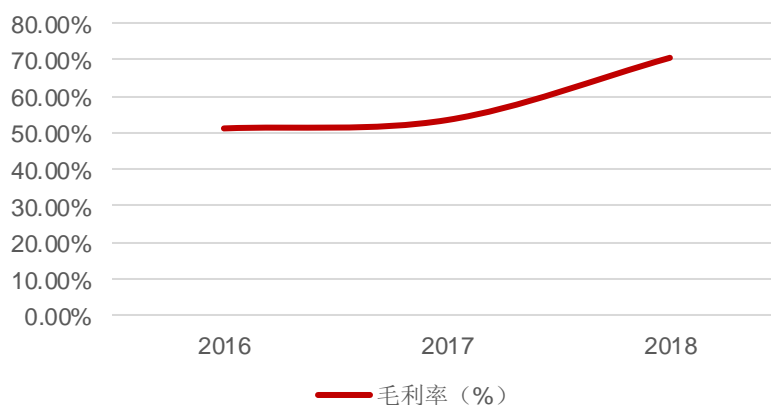
资料来源：WIND，东海证券研究所

图 7 公司归属母公司净利润及增速



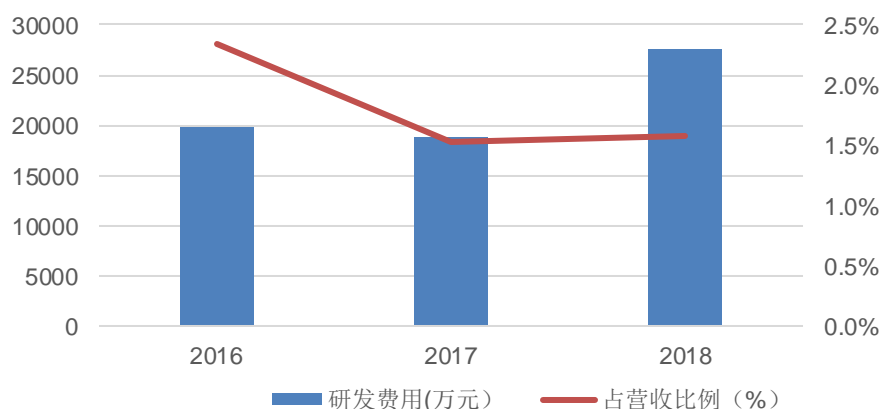
资料来源：WIND，东海证券研究所

图 8 公司近年综合毛利率状况



资料来源：WIND，东海证券研究所

图 9 2013-2018 公司研发费用及占比



资料来源：WIND，东海证券研究所

从产品销售情况来看，公司产品销售单价持续上升

(1) 公司于2017年7月转让了产品平均单价较低的消费电子芯片业务相关资产，自2017年8月后不再从事消费电子芯片业务；而随着产品平均单价较高的内存接口芯片销售收入不断增长，其占总收入的比重不断提高。

(2) 内存接口芯片某一代具体产品的生命周期里, 销售单价逐步降低; 但随着技术迭代后, 新产品因技术先进而售价将有所提高, 因此内存接口芯片产品的平均销售单价近期内稳中有升。

表 3 公司产品销量及价格变动

项目		主营业务收入	其他业务收入	合计
2018 年	收入 (万元)	175,766.46	-	175,766.46
	数量 (个)	96,420,573.00	-	96,420,573.00
	单价 (元/个)	18.23	-	18.23
2017 年	收入 (万元)	115,517.45	7,234.04	122,751.49
	数量 (个)	106,160,658.00	5,409,388.00	111,570,046.00
	单价 (元/个)	10.88	13.37	11.00
2016 年	收入 (万元)	84,314.84	179.62	84,494.46
	数量 (个)	175,766.46	-	175,766.46
	单价 (元/个)	96,420,573.00	-	96,420,573.00

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

表 4 公司主要产品销量及价格变动

分类		2018 年度	2017 年度	2016 年度
内存接口芯片	销售数量 (颗)	96,418,800	53,595,657	36,284,845
	平均单价 (元)	18.14	17.44	15.39
消费电子芯片	销售数量 (颗)	—	52,563,431	50,040,043
	平均单价 (元)	—	4.05	5.69

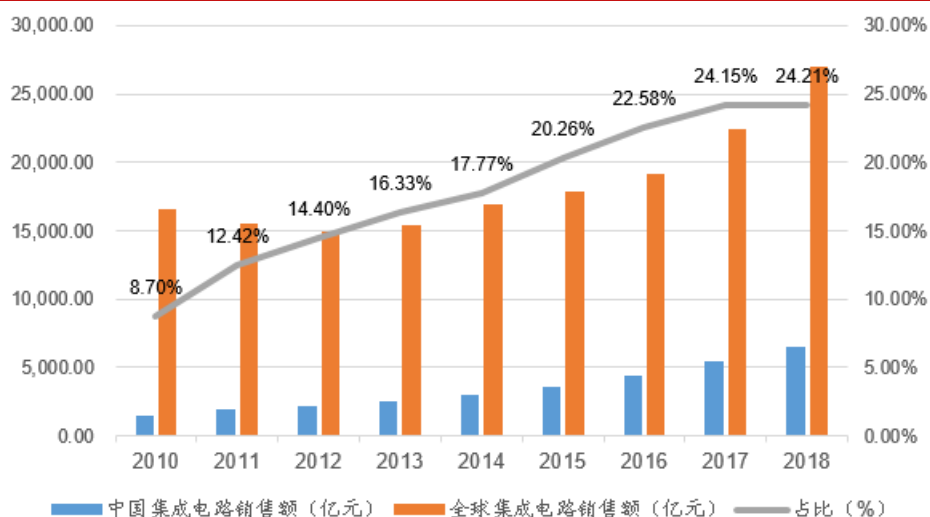
资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

2. 行业状况

2.1. 国内集成电路行业发展迅速

从国内集成电路行业情况来看, 近年来发展较为迅猛。2010 到 2018 年, 全球集成电路市场规模从 1.65 万亿元增长到 2.70 万亿元, 增幅为 63%。同时期内国内集成电路市场规模从 1400 亿元增长到 6500 亿元, 增幅超过 360%, 占全球市场的比例从 8.7% 跃升至 24.21%。

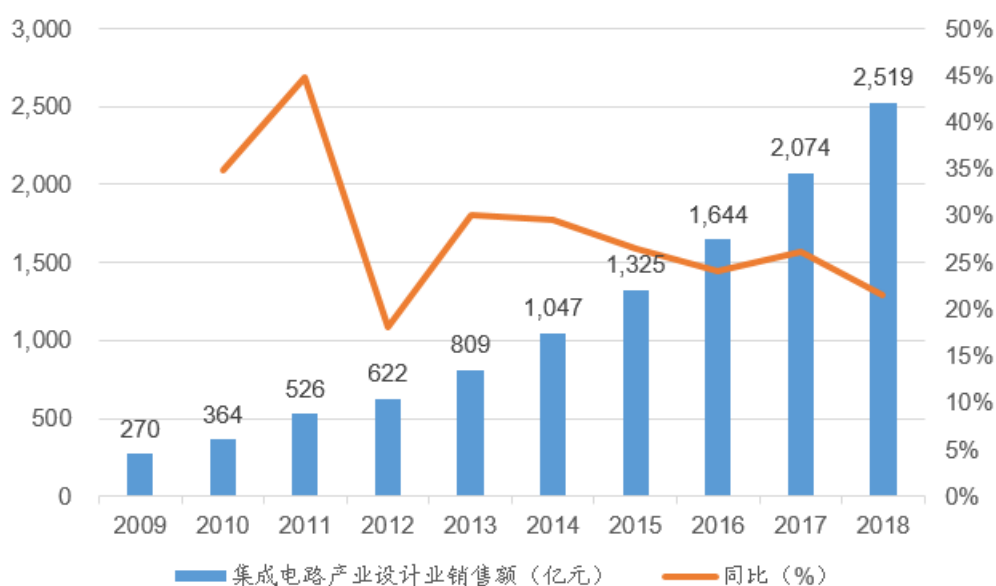
图 10 中国及全球集成电路销售额情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

国内集成电路设计业始终是国内集成电路产业中最具发展活力的领域，增长也最为迅速。根据中国半导体行业协会统计，集成电路设计业销售收入从 2010 年的 363.9 亿元增长到 2018 年的 2,519.3 亿元，年均复合增长率为 27.36%，增速较为可观。

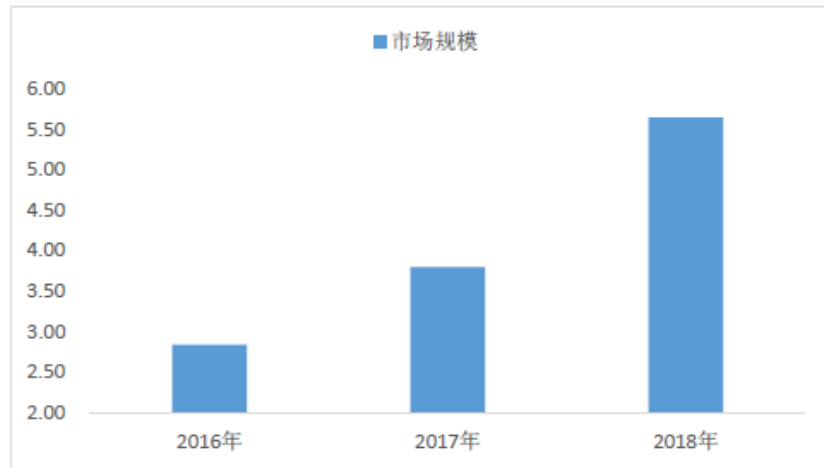
图 11 国内集成电路设计产业销售额情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

全球内存接口芯片市场规模增长较快 根据 Gartner 公布的 2018 年第四季度以及 2018 年度全球 X86 服务器市场调查报告，2018 年全年全球服务器出货量为 1,290.4 万台，销售额为 705.3 亿美元。根据 IDT 和 Rambus 定期报告公开披露数据和公司相关收入推算，2018 年全球内存接口芯片市场规模约为 5.7 亿美元，占全球服务器市场规模的份额为 0.81%。

图 12 全球内存接口芯片市场规模（亿美元）



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

2.2. 同业可比公司

在全球范围内，现阶段从事研发并量产服务器 DDR4 内存接口芯片的主要有 3 家公司，分别为澜起科技、IDT 和 Rambus。根据可比公司披露的定期报告统计，总体上看，2018 年澜起科技和 IDT 在内存接口芯片市场占有率较为接近，Rambus 占比则相对较小。

1、IDT (IDTI.O)

IDT 成立于 1980 年，总部位于美国，是一家为通信、计算机和消费类行业提供组合信号半导体解决方案的公司。IDT 可提供 DDR3 和 DDR4 LRDIMM 存储器接口解决方案、Serial RapidIO、PCI Express 交换机和网桥、信号完整性产品和电源管理解决方案，以满足企业服务器应用的需求。根据 IDT 2019 年财年前三季度定期报告统计，其 2019 财年前三季度营业收入 70,458.70 万美元，净利润 8,782.60 万美元，其中内存接口芯片领域收入为 20,678.70 万美元，约占总收入比例为 30%。

2、Rambus (RMBS.O)

Rambus 成立于 1990 年，总部位于美国，是一家技术解决方案研发公司，并同时提供安全研发、高级 LED 照明设备和显示器以及拟真移动媒体领域的产品于服务。Rambus 从创立之初便致力于高端存储产品的研究与开发，目前产品应用于高性能个人电脑、图形工作站、服务器和其他对带宽和时间延迟有一定要求的设备。根据 Rambus 2018 年年报披露，其 2018 年营业收入 23,120.10 万美元，净利润-15,795.70 万美元，其中内存接口芯片领域收入为 3,640.00 万美元，约占总收入比例为 15%。

3. 募投项目情况

公司本次公开发行新股不超过 11,298.14 万股，占发行后总股本的比例不低于 10.00%。募集资金拟投资项目包括 1) 新一代内存接口芯片研发及产业化项目；2) 津逮服务器 CPU 及其平台技术升级项目；3) 人工智能芯片研发项目。

表 5 公司 IPO 募投项目一览（万元）

序号	募集资金投资项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金额
----	------------	--------	----------

1	新一代内存接口芯片研发及产业化项目	101,785.00	101,785.00
2	津逮服务器 CPU 及其平台技术升级项目	74,520.16	74,520.16
3	人工智能芯片研发项目	53,713.90	53,713.90
合计		230,019.06	230,019.06

资料来源：Wind、东海证券研究所

1、新一代内存接口芯片研发及产业化项目

本项目将在公司现有内存接口芯片产品的基础上，开展新一代 DDR4 内存接口芯片、面向 DDR5 寄存式双列内存模组 (RDIMM) 和减载双列直插内存模组 (LRDIMM) 的 DDR5 内存接口芯片的研发，包括高性能、低功耗的 DB 芯片和寄存时钟驱动器 RCD 芯片研发，本项目研发的芯片将符合 JEDEC 内存接口芯片标准，能够大幅提升高端云计算服务器及高速存储子系统所需的运行性能、系统扩展性和功耗效率。

2、津逮服务器 CPU 及其平台技术升级项目

本项目将依据数据中心对数据安全的更高要求，对公司津逮服务器 CPU 及其平台进行技术升级，包括可重构计算处理器及混合安全内存模组的升级研发。本项目相关产品具备高性能、高可靠性、高安全性等优势，同时为用户提供芯片级实时安全监控功能。

3、人工智能芯片研发项目

本项目将凭借公司在高速、低功耗、内存子系统芯片设计领域的技术和人才基础，开发用于云端数据中心的 AI 处理器芯片和 SoC 芯片。在集成电路设计领域，公司具备自有的集成电路设计平台，包括数字信号处理技术、内存管理与数据缓冲技术、模拟电路设计技术、高速逻辑与接口电路设计技术以及低功耗设计技术，方案集成度高，可有效提高系统能效和产品性能。

4.公司看点

1、持续的创新研发能力与领先的技术优势

公司具备自有的集成电路设计平台，包括数字信号处理技术、内存管理与数据缓冲技术、模拟电路设计技术、高速逻辑与接口电路设计技术以及低功耗设计技术，方案集成度高，可有效提高系统能效和产品性能。

公司发明了 DDR4 全缓冲“1+9”架构，最终被 JEDEC 国际标准采纳。同时，公司凭借具有自主知识产权的高速、低功耗技术，为新一代服务器平台提供完全符合 JEDEC 标准的高性能内存接口解决方案，并积极参与 DDR5JEDEC 标准的制定，是全球可提供从 DDR2 到 DDR4 内存全缓冲/半缓冲完整解决方案的主要供应商之一，在该领域拥有重要话语权。公司的核心技术基于自主知识产权，并形成了有规划、有策略的专利布局。截至 2019 年 4 月 1 日，公司已获授权的国内外专利达 90 项。

2、领先的市场地位和客户资源

经过 10 多年的发展和积淀，公司已成为国际知名的芯片设计公司，目前公司核心产品广泛应用于各类服务器，直接服务于 DRAM 市场中的主要参与者，终端客户涵盖众多知名的国内外互联网企业及服务器厂商，在内存接口芯片领域的竞争中处于领先地位，实现了国内自主研发产品在该领域的突破。

5. 盈利预测

根据公司的发展情况以及所处的行业，对公司未来业务发展进行如下假设：

假设 1、公司内存接口芯片产品在 2019 到 2021 年处于 DDR4 到 DDR5 的过渡期，营收增长相对放缓，毛利率基本稳定中有小幅下降；假设 2、津逮服务器平台业务随着量产能力提升，营收增速稳步上升，且毛利率同步增长；假设 3、各项费用率保持基本稳定，有小幅上升。假设 4、此次 IPO 最终发行股份数量为 11,298.14 万股。

表 6 公司业务分拆预测

业务拆分	财务指标	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
内存接口平台	营业收入（百万元）	558.33	934.67	1748.65	2063.41	2414.19	2800.46
	同比增速	-	67.40%	87.09%	18.00%	17.00%	16.00%
	毛利率	63.00%	65.84%	70.82%	66.00%	65.00%	64.00%
津逮服务器平台	营业收入（百万元）	0.00	7.60	9.01	10.68	13.35	17.35
	同比增速	-	-	18.55%	18.50%	25.00%	30.00%
	毛利率	0.00%	23.90%	16.52%	16.50%	18.00%	20.00%
消费电子芯片	营业收入（百万元）	284.82	212.91	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增速	-	-25.25%	-	-	-	-
	毛利率	28.40%	18.49%	-	-	-	-
其他业务	营业收入（百万元）	1.80	72.34	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增速	-	3918.89%	-	-	-	-
	毛利率	0.00%	0.00%	-	-	-	-
总计	营业收入（百万元）	844.95	1227.52	1757.66	2074.08	2427.53	2817.81
	同比增速	-	45.28%	43.19%	18.00%	17.04%	16.08%
	毛利率	51.20%	53.49%	70.54%	65.75%	64.74%	63.73%

资料来源：wind，东海证券研究所预测

根据上述假设，预计公司 2019-2021 年总体营收分别为 20.74、24.28、28.18 亿元，同比增速分别为 18.00%、17.04%、16.08%。归母净利润分别为 9.29、11.17、12.72 亿元，同比分别增长 29.47%、20.18%、13.95%。以发行后总股本 11.30 亿股计算，2019-2021 年 EPS 分别为 0.82、0.99 及 1.13 元。参考可比上市公司估值水平，我们审慎给予公司对应 19 年动态 PE 30 到 35 倍，对应合理估值范围为 24.60-28.70 元/股。

表 7 可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）		
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
603986	兆易创新	86.70	266.67	1.43	1.58	2.09	60.63	54.74	41.54
300183	东软载波	15.68	73.61	0.38	0.59	0.78	41.24	26.49	20.12
603160	汇顶科技	138.31	634.01	1.62	3.38	4.01	85.38	41.07	34.58
002049	紫光国微	44.11	267.67	0.57	0.67	0.83	76.93	65.64	52.90
002180	纳思达	22.60	240.33	0.89	1.17	1.65	25.30	19.29	13.68

300327	中颖电子	20.90	53.10	0.73	0.79	1.02	28.60	26.62	20.57
						平均	53.01	38.97	30.56

资料来源：Wind 一致预测、东海证券研究所

6.风险提示

- 1、公司业务发展不及预期；
- 2、募投项目建设进度或投产受益不及预期；
- 3、下游市场需求增长放缓。

附录：三大报表预测值
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3301.13	4045.05	5013.62	6017.65
应收和预付款项	268.40	414.90	384.93	543.60
存货	120.67	283.67	203.44	378.22
其他流动资产	13.56	13.56	13.56	13.56
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	26.50	-18.22	-42.94	-67.66
无形资产和开发支出	25.97	21.27	16.56	11.85
其他非流动资产	1.70	0.85	0.00	0.00
资产总计	3757.94	4761.08	5589.17	6897.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	142.19	344.90	211.03	422.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	142.19	344.90	211.03	422.94
股本	1016.83	1016.83	1016.83	1016.83
资本公积	1831.07	1831.07	1831.07	1831.07
留存收益	767.84	1568.27	2530.24	3626.38
归属母公司股东权益	3615.75	4416.18	5378.15	6474.28
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3615.75	4416.18	5378.15	6474.28
负债和股东权益合计	3757.94	4761.08	5589.17	6897.22

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	955.73	789.99	1021.37	1056.21
投资性现金净流量	-99.92	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1692.24	-46.08	-52.79	-52.18
现金流量净额	2624.15	743.91	968.58	1004.03

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1757.66	2074.08	2427.53	2817.81
营业成本	517.73	710.47	855.91	1022.04
营业税金及附加	0.82	0.97	1.14	1.32
营业费用	127.22	160.53	175.75	204.01
管理费用	112.78	143.53	155.85	180.90
财务费用	-34.52	-13.81	-21.86	-24.26
资产减值损失	13.31	40.00	20.00	20.00
投资收益	17.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-276.70	0.00	0.00	0.00
营业利润	760.92	1032.39	1240.75	1413.79
其他非经营损益	3.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	764.25	1032.39	1240.75	1413.79
所得税	46.59	103.24	124.07	141.38
净利润	717.65	929.15	1116.67	1272.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利	717.65	929.15	1116.67	1272.41

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
收益率				
毛利率	70.54%	65.75%	64.74%	63.73%
三费/销售收入	11.69%	13.99%	12.76%	12.80%
EBIT/销售收入	42.28%	45.79%	46.91%	45.77%
EBITDA/销售收入	43.52%	46.29%	47.34%	46.10%
销售净利率	40.83%	44.80%	46.00%	45.16%
增长率				
销售收入增长率	43.19%	18.00%	17.04%	16.08%
EBIT 增长率	159.55%	27.80%	19.91%	13.25%
EBITDA 增长率	150.42%	25.50%	19.70%	13.05%
净利润增长率	152.73%	29.47%	20.18%	13.95%
总资产增长率	172.24%	26.69%	17.39%	23.40%
股东权益增长率	204.61%	22.14%	21.78%	20.38%
经营营运资本增长率	-49.98%	39.55%	7.01%	30.21%
业绩和估值指标				
EBIT	743.15	949.75	1138.84	1289.69
EBITDA	764.95	960.03	1149.12	1299.12
NOPLAT	695.67	854.77	1024.95	1160.72
净利润	717.65	929.15	1116.67	1272.41
EPS	0.706	0.914	1.098	1.251
BPS	3.556	4.343	5.289	6.367

资料来源：WIND、东海证券研究所

分析师简介:

周啸宇, 2017年加入东海证券, 电子行业研究员, 两年以上证券研究经验。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 20333619
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089