

行业：半导体及元件

# 澜起科技 (688008.SH)

## 评级表现

盈利能力 **A+**收益质量 **A**研发能力 **A+**

## 近一年行业表现



## 首发价格 (人民币元)

**24.80****推荐申购**

### 新加坡

Ted Worley, 全球发布公关  
ted\_worley@chinaknowledge.com  
Tel: (65) 6743 1728

### 上海

赵中隆, 执行董事  
charles@chinaknowledge.com  
Tel: (86) 21 6607 5535

### 香港

Christina 王馨雪  
执行董事, 研究部  
christina\_wang@chinaknowledge.com

### 分析师

崔诗嘉、何巧航

## 公司简介

公司作为首批科创板企业，以内存接口芯片为主要产品，以 Fabless 为经营模式，在行业内深耕十多年，赢得高度认可，曾制定 DDR4 行业标准，并占据全球市场的主要份额。内存接口芯片占公司营收 99%，为公司带来巨额业绩增长。同时，公司把握时势，开发津逮服务器 CPU 以及混合安全内存模组，可运用于云计算数据中心，为大数据及人工智能时代提供强大支撑。该业务有望成为公司未来营收增长点。

## 选择上市标准

发行人选择的具体上市标准：预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元。

## 投资要点

### ● 内存接口芯片未来有望价格数量同时高速上升

随着《国家集成电路产业发展推进纲要》的发布，中国集成电路产业发展迅猛，云计算、5G、AI 时代的到来，驱动服务器增长速度大幅提升。由于服务器数据存储和处理的负载能力需要不断上升，服务器中配置内存条的数量需求也会快速增长。因此，内存接口芯片的增长率预计将会达到更高的水平。同时，随着 DDR5 技术的到来，芯片的单价也将进一步提高，行业将迎来价格和数量同时上升的高景气度。

### ● 公司拥有技术先进性，占据全球市场主要份额

内存接口芯片具有较高行业壁垒，澜起科技凭借 DDR4 全缓冲“1+9”架构，成功制定国际标准，相关产品进入国际主流内存、服务器和云计算领域，占据全球市场主要份额，18 年全球内存接口芯片市场规模约 5.7 亿美元，公司市占率全球第二（45%），仅次于 IDT。

### ● 需注意芯片行业研发周期长，投入高的风险

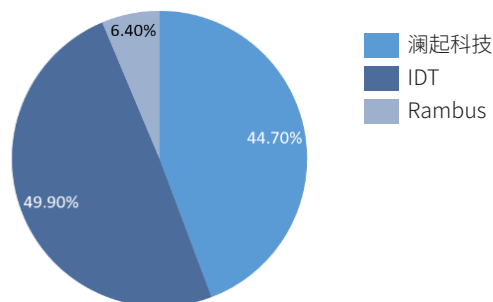
集成电路产业更新迭代速度快，芯片公司需不断创新，这要求公司对市场有足够精确的判断，使产品跟得上市场变化，赢得和巩固公司的竞争优势和市场地位。由于产品的开发周期较长、投入较高，若判断错误，将使得公司丢失较大的市场份额，影响公司营收与发展。同时，核心技术人员的流动也会置公司于核心技术流失的风险之下，对竞争造成不利影响。DDR5 的时代即将来临，若公司不能保持领先地位，为 DDR5 制定行业标准，公司存在被行业淘汰的可能。

## 1 盈利能力

### 产品和市场定位

澜起科技以内存接口芯片为核心产品，同时还有消费电子芯片的业务和津逮服务器平台。在内存接口芯片 DDR4 的世代，公司发明的“1+9”分布式缓冲内存子系统框架，成为 DDR4 重要标准之一，体现了公司卓越的技术水平。强大的研发能力使得公司成为全球范围内从事研发并量产服务器内存接口芯片的 3 家公司之一，与 IDT 和 Rambus 相竞争。公司于 2017 年 7 月对消费电子芯片业务资产进行了转让，转让完成后公司的产品中内存接口芯片占比不断上升。2018 年，澜起科技实现营业收入 12.28 亿元（2.55 亿美元），其中 99% 由内存接口芯片业务贡献，占全球内存接口芯片市场的 44.7%，仅次于 49.9% 的 IDT。

内存接口芯片市场占有率（2018 年）



来源：China Knowledge 数据库、澜起科技招股书



### 主要利润指标

指标 (亿元)	2016	2017	2018	2017-2018 变化
营业额	8.45	12.28	17.58	43.16%
其中：内存接口芯片	5.58	9.35	17.49	87.06%
营业总成本	7.56	9.40	10.14	7.87%
毛利率 (%)	51.20	53.49	70.54	31.88%
净利润	0.93	3.47	7.37	112.41%
加权平均净资产收益率	11.35%	33.52%	37.11%	-

来源：China Knowledge 数据库、澜起科技招股书

公司近三年营收增速一直保持在 40% 以上，净利润在 2018 年更是实现了 2 倍的飞速增长，相对应总成本由于量产提高而得到很好的控制，使得 2018 年公司毛利率超过 70%。同时，公司 ROE 近两年保持在 35% 左右，并于 2018 年分发约 3 亿现金红利以回报投资者。

同业可比公司综合毛利率：

产品 / 服务名称	2017 年度	2018 年度
Rambus	79.87%	76.77%
IDT	57.76%	60.95%
汇顶科技	47.12%	52.18%
兆易创新	39.16%	38.25%
平均	55.98%	57.04%
澜起科技	53.49%	70.54%

来源：China Knowledge 数据库、澜起科技招股书

从行业整体来看，各公司毛利率不同主要是由于内存接口芯片产品在各公司内部占比不同，但 Rambus，IDT 和澜起科技三家内存接口芯片市场占比较大的公司均体现了高毛利特征。而对国内来说，并不存在与澜起科技产品存在竞争的企业，我们选择产品较为相似的汇顶科技和兆易创新进行比较，可以发现，公司的盈利能力显著高于国内 IC 设计行业平均水平。

结合上述分析，我们预计在未来随着 5G、人工智能等技术的进一步发展，内存接口芯片行业将迎来更加快速增长，行业量价同升的景气景象仍将保持。而对拥有稳定客户和供应商的公司来说，能否率先掌握 DDR5 技术是决定公司能否继续保持行业龙头，进一步提高主营业务毛利率，实现高速增长的关键因素。我们给予澜起科技盈利能力“A+”评级。

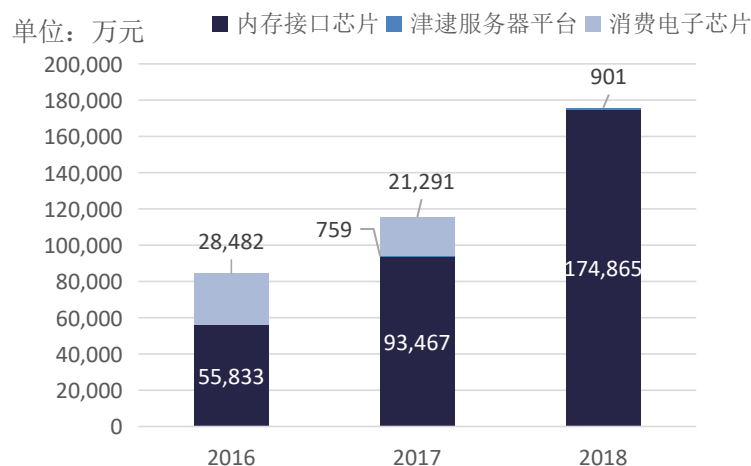
## 2 收益质量

### 收入来源

公司主营业务以内存接口芯片为主，2017 年公司对消费电子芯片业务资产进行了转让，转让完成后公司的产品包括内存接口芯片和津速服务器平台。



主营业务收入占比：



来源：China Knowledge 数据库、澜起科技招股书

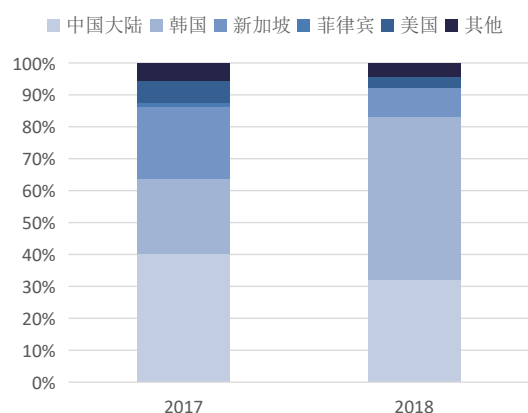
内存接口芯片销量及价格变动：

	2017	2018	变化	
内存接口芯片	销售数量 (万颗)	5,359.57	9,641.88	79.90%
	平均单价 (元)	17.44	18.14	4.01%

来源：China Knowledge 数据库、澜起科技招股书

由于大数据时代对服务器内存市场的需求持续增长，内存接口芯片实现了销售的快速提升。而在内存接口芯片某一代产品的生命周期内，销售单价会随着产量提高而逐渐降低，但随着技术迭代后，新产品会因技术先进，而重新获得较高的售价。因此，内存接口芯片产品在 2017 年到 2018 年间实现量价同升。

2017-2018 年营业收入占比（按国家分布）

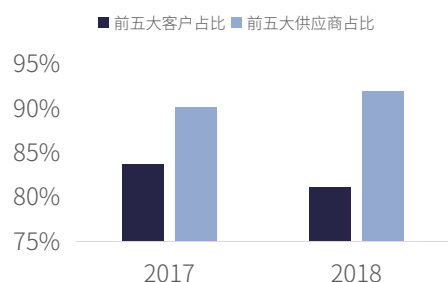


来源：China Knowledge 数据库、澜起科技招股书

根据营业收入的地区分布，公司在中国大陆、韩国、新加坡销售收入占比最高，其中 17 年韩国收入占比的波动主要是由于 2017 年原三星电子相关业务由三星苏州作为交易主体向公司进行采购所致。

## 供应商与客户

### 客户与供应商集中度



来源：China Knowledge 数据库、澜起科技招股书

从供应商来看，公司采用 Fabless 的经营模式，其中晶圆代工主要委托富士通电子和台积电进行，封装测试主要委托星科金朋和矽品科技进行，供应商集中度较高，若供应商发生不可抗力的突发事件，或者供应商产能紧张，公司业绩都将承受一定负面影响。

从客户来看，公司前五大客户销售相对集中，主要由于下游 DRAM 市场企业集中度较高，行业前三的三星电子、海力士、美光科技占据超过 90% 的市场份额，均为公司主要客户。因此，公司与客户联系紧密，且已经覆盖了下游市场的主要参与者。其中，第一大客户贡献的营业收入始终未超过 30%，不存在对单一客户重大依赖的情形。

### 周转能力

公司应收账款周转率和存货周转率与同行业可比公司的比较情况如下：

可比公司	2016		2017		2018	
	应收账款周转率	存货周转率	应收账款周转率	存货周转率	应收账款周转率	存货周转率
汇顶科技	7.29	4.70	6.93	3.62	5.96	3.83
兆易创新	12.04	3.48	20.59	2.39	22.77	2.21
澜起科技	18.94	1.61	13.79	2.94	9.75	4.09

来源：China Knowledge 数据库、澜起科技招股书

公司与客户和供应商之间关系稳定，且主要客户均为国际知名企业，业务规模较大，综合实力较强，信用状况良好，应收账款可及时回款，保证了公司业务稳定持续发展。17 年应收账款周转率下降主要是由于公司出让消费电子业务形成应收账款未收回，而 18 年内存接口芯片成为公司占比 99% 的业务，而内存接口芯片信用账期较消费电子芯片更长，导致公司整体应收账款周转率下降。公司存货周转率的上升则主要是由于公司优化存货管理制度，降低了存货金额。

### 获现能力

可比公司	2016		2017		2018	
	销售净现率 *	净利润现金比率 *	销售净现率	净利润现金比率	销售净现率	净利润现金比率
汇顶科技	-5.93%	-21.30%	29.87%	123.97%	33.11%	165.94%
兆易创新	5.62%	47.86%	9.74%	49.73%	27.59%	153.39%
澜起科技	45.81%	417.10%	18.48%	65.39%	55.14%	131.52%

来源：China Knowledge 数据库、澜起科技招股书

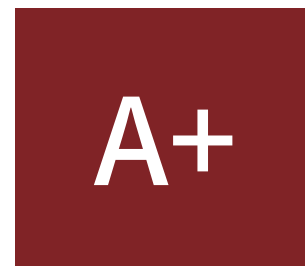
注：销售净现率 = 经营性现金流净额 / 营业收入  
净利润现金比率 = 经营性现金流净额 / 净利润

由于公司营收和净利润增速远超经营性现金流净额增速，公司获现能力指标近三年有一定波动，但公司与客户稳定的业务来往保障了公司经营性现金流净额稳定增长，在 2018 年销售净现率和净利润现金比率领先行业水平。

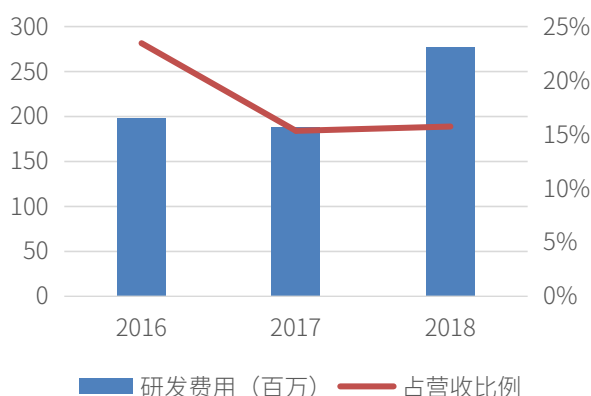
综合以上分析，在收益质量方面我们给予该公司“A”评级。

### 3 研发能力

澜起科技自创立以来，专注于持续的技术研发和产品创新，公司具备自有的集成电路设计平台，曾发明 DDR4 全缓冲“1+9”加工，最终被 JEDEC 国际标准采纳，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，拥有重要话语权。截止 2019 年 4 月 1 日，公司已获授权的国内外专利达 90 项。目前，公司正积极参与 DDR5 JEDEC 标准的制定。



2018 年研发费用及营收占比



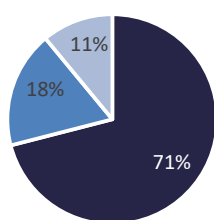
来源: China Knowledge 数据库、澜起科技招股书

可比公司的研发支出及研发费率如下表: (百万元)

公司名称	2016		2017		2018	
	研发费用	占营收比例	研发费用	占营收比例	研发费用	占营收比例
汇顶科技	307.99	10.00%	596.66	16.21%	838.33	22.53%
兆易创新	102.28	6.87%	143.60	8.23%	208.05	10.24%
澜起科技	198.23	23.46%	188.27	15.34%	276.69	15.74%

数据来源: 公司招股书、China Knowledge 数据库

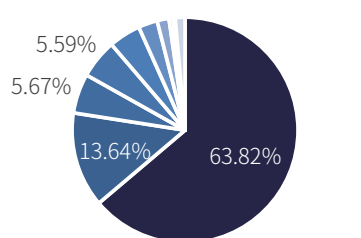
公司人员占比



■ 研发人员 ■ 销售人员 ■ 管理人员

数据来源: 公司招股书、China Knowledge 数据库

研发费用具体构成



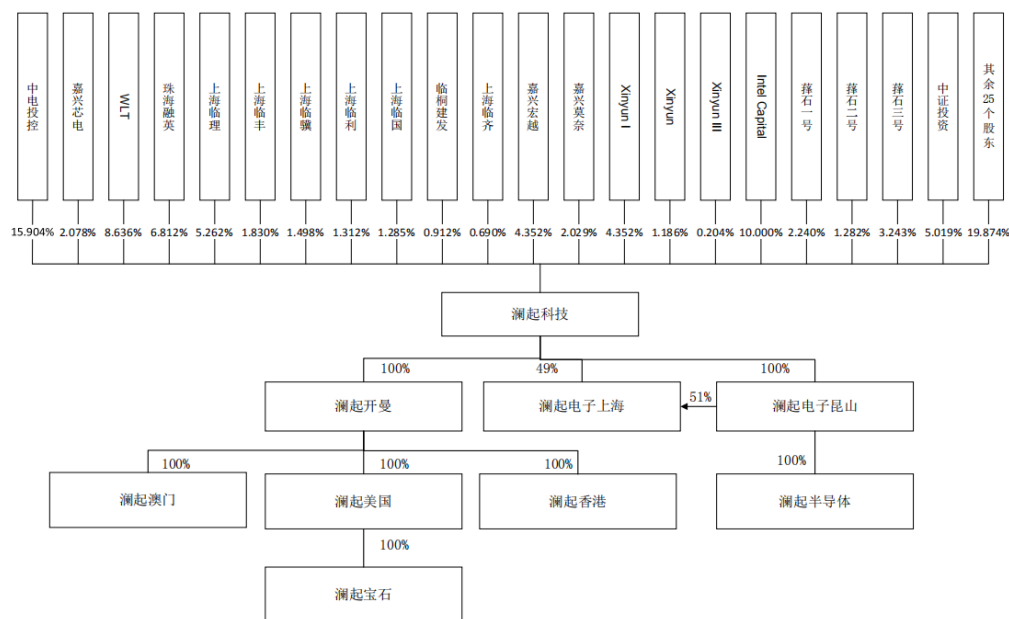
■ 职工薪酬 ■ 工程费用  
■ 协作开发费 ■ 工具费  
■ 许可证费 ■ IT软硬件费

公司致力于集成电路的科技创新，注重研发持续高投入，研发部门人数占总员工人数的 71%，职工薪酬占研发投入的 63.8%，研发支出占营业收入的比重高于行业平均。公司通过研发驱动保持核心竞争力，扩大市场份额，加速利润增长。

未来，公司将继续加大研发投入，加强技术创新，丰富技术储备，积极稳妥地推动 DDR5 项目的推进和津速服务器 CPU 以及混合安全内存模组的开发，利用内存接口芯片行业量价齐升带来的巨大发展空间，提高公司经营效率和盈利能力。综上，我们给予其研发能力“A+”评级。

## 4 股权结构分析

### 股权结构



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

公司股权架构较为分散，所有股东均无法单独控制公司，公司不存在控股股东和实际控制人。在此情况下，公司各部门、管理层、董事会、股东大会根据相关制度进行决策分工，行使职权，保证并提高决策效率。但是，公司不存在实际控制人，使得公司上市后有可能成为被收购的对象，会导致公司控制权发生变化，不利于公司业务和经营的稳定发展。

## 5 可比公司财务指标及估值方法

根据澜起科技的招股书,我们选择了国内的上市公司汇顶科技、兆易创新与之进行比较。

公司	营业收入 (亿元)	营收同比增长率	净利润 (亿元)	净利润同比增 长率	市盈率 (PE)	市销率 (PS)
汇顶科技	37.15	1.08%	7.42	-16.29%	87.7	17.52
兆易创新	22.45	10.65%	4.04	1.62%	70.6	12.70
<b>澜起科技</b>	<b>17.58</b>	<b>43.16%</b>	<b>7.37</b>	<b>112.41%</b>	<b>40.12</b>	<b>16.82</b>

来源: China Knowledge 数据库、澜起科技招股书、公司 2018 年年报

注: 澜起科技的 PE、PS 所选用的是其 24.80 元/股的发行价格, PE 按照 2018 年度扣非后净利润除以发行后总股本计算。

澜起科技扣非后市盈率为 40.12, 相比同业两家上市公司 2018 年年报市盈率, 澜起科技市盈率为行业平均值的 1/2。由于澜起科技营收增速和净利润增速显著超过其可比公司, 净利润成倍增长, 且净利润规模在 2018 年接近汇顶科技, 我们认为市场给出的市盈率偏低。再加之其市销率 16.82, 略低于汇顶科技的 17.52, 该公司的市场价值还有很大上升空间。

## 6 风险提示

- 产品开发周期长，投入高，风险大
- 技术研发无法匹配客户需求面临客户流失的风险
- 税收优惠取消后利润减少的风险
- 股权分散，无实际控制人

## 免责声明

本报告由中盛在线私人有限公司（以下简称“中盛”）证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中盛的机构客户；2) 中盛的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中盛的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中盛的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中盛不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中盛将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中盛或其附属及关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中盛不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中盛的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中盛及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中盛的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中盛任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中盛成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中盛成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中盛本身网站以外的资料，中盛未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中盛网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中盛及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。