

## 台厂数据验证行业拐点，DDR5 涨价或超预期

——澜起科技(688008)公司点评报告

买入|上调

### 报告要点:

#### ● 短期有改善：信骅月度数据环比上升，验证行业拐点

台湾厂商信骅发布 11 月营收数据，11 月营收 2.28 亿新台币，环比增长 21%，同比增长 1.7%。信骅与公司产品虽不相同，但同处服务器行业上游，其出货量具有一定的相关性。观察信骅月度数据可以发现，公司与信骅的数据变化具有相似性，其时间节点相差约 1 个月左右：信骅 8/9/10 三个月营业额与 6-7 月相比下降约 1/3，公司的三季度营业额相比二季度也下降约 1/3。

我们认为，由于上半年疫情的发展，市场对服务器具有较高的预期，以至于相关供应商存在过度备货的行为，行业库存在二季度末存货处于较高水平，所以三季度行业客户处于去库存的状态。展望四季度，我们认为此去库存的行为已经结束，信骅的月度数据已验证我们的判断。短期来看，公司短期处于边际改善的状态，四季度业绩有望回升至二、三季度的平均水平。

#### ● 中期有爆发：DDR5 渐行渐近，涨价或超市场预期

中期来看，我们认为公司业绩在未来 1-2 年的时间内将具有较高的爆发力：

- PCIE Retimer 目前是市场预期较为一致的产品，我们经过测算认为其市场规模约为 1-2 亿美金，在 2021 年上半年 Intel 推出支持 PCIE 4.0 的 CPU 之后有望得到大规模应用，为公司贡献营收；
- DDR5 方面，我们认为市场对 DDR5 涨价幅度的预期尚不充分。DDR5 的速度为 4800MT/s，相对于 DDR4 Gen 2 plus 的 3200 MT/s 速度增加 30%，因此目前市场有观点认为涨价幅度为 30%。我们认为实际的涨价幅度有可能超越市场的预期。回顾 DDR4 各子代推出后的涨价幅度，2017 年 Gen 2 Plus 刚上市时，销售价格是同期 2.0 的 1.7 倍，而且由于刚上市需求比较旺盛，降价的速度相对较慢，导致 2018 年的平均销售价格是 2.0 的 1.9 倍，然而 Gen 2 Plus 3200MT/s 的传输速度仅比 2.0 的 2933MT/s 上涨了 10%，涨价幅度远超传输速度的提升。所以我们认为，涨价幅度并不依赖于速度提升的比例，而是各竞争对手之间的性能对比情况，以及上下游厂商之间商务谈判的结果。我们判断，DDR5 涨价的幅度应不弱于 DDR4 子代之间的涨价幅度，单芯片涨价幅度有望超过市场预期。

除单颗芯片的涨价幅度之外，单个内存模组可供应的芯片数量也可显著提升 ASP：DDR5 LRDIMM 采用“1+10”架构，增加 1 颗 DB，此外公司可供应 DDR5 内存模组所需的模拟芯片，包括 PMIC、SPD、TS 等。

综合单芯片涨价、可供应芯片数量增加等因素，我们认为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。

当前价： 80.10 元

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 117.56 / 68.5

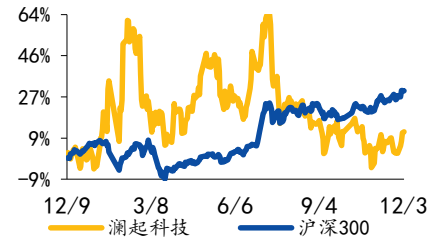
A 股流通股 (百万股): 420.20

A 股总股本 (百万股): 1129.81

流通市值 (百万元): 33658.17

总市值 (百万元): 90498.09

### 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):内存接口量价齐升,服务器领域多点布局》2020.11.05

《国元证券公司研究-澜起科技(688008):短期扰动不改长期增势,同心多元全面发展》2020.10.30

### 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

## ● 长期有布局：“高性能计算+全互联”布局助力长期发展

公司依托在内存接口领域的领先地位，逐步扩产新产品，定位服务器内部的“高性能计算+全互联”布局：**高性能计算方面**，公司目前主要布局的产品为津逮服务器平台和应用于云端服务器的 AI 推理芯片。目前津逮服务器 CPU 已推出第二代产品，AI 推理芯片的研发则正在有序的进行中；**全互联方面**，公司目前产品包括内存接口芯片和 PCIE 的 Retimer，未来有望在服务器内部的各种数据通信领域推出更多产品。

目前市场对公司的误解主要在于其产品的市场规模较小，我们认为这种观点具有一定的局限性：仅从内存接口芯片角度看，其市场规模将伴随着每一代新产品的推出而增加；从布局角度看，公司产品的市场将伴随着每一款新产品的推出而增加，例如津逮服务器平台、模拟芯片、PCIE Retimer、AI 芯片等。只要公司仍进行大规模的研发投入，未来就有望推出更多的新产品，进而抬高公司发展的天花板。

## ● 投资建议与盈利预测

回顾过去几年公司的业绩增长因素，自 2018 年 Gen 2 plus 大规模应用以来，其间约 3-4 年未有新一代产品上市，公司业绩增长主要依赖市占率的提升和 Gen 2 plus 占比的增加，未来 1-3 年的则迎来新的增长点：**DDR5 时代 ASP 及其占比的提升**。业绩增长将极具爆发力，有望在 2 年内实现业绩翻番的高速增长。假设 2021、2022 年 DDR5 相关产品销售占比分别为 10%与 80%，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 79、66、39 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，给与“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。

### 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)	124.82	98.60	79.24	65.79	39.35

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	
<b>流动资产</b>	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	
<b>非流动资产</b>	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	
<b>资产总计</b>	4180.66	7780.75	8566.88	9665.18	11716.54	
<b>流动负债</b>	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	
<b>非流动负债</b>	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	
<b>负债合计</b>	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	
<b>负债和股东权益</b>	4180.66	7780.75	8566.88	9665.18	11716.54	

**现金流量表**

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	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	
<b>投资活动现金流</b>	-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	
<b>筹资活动现金流</b>	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	
<b>现金净增加额</b>	2637.57	1597.75	680.60	949.74	1592.51	

**利润表**

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	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	
<b>营业利润</b>	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	
<b>利润总额</b>	786.23	978.75	1224.58	1472.20	2462.84	
所得税	49.35	45.89	63.90	74.22	125.61	
<b>净利润</b>	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	
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	124.82	98.60	79.24	65.79	39.35
P/B	25.44	12.55	11.34	10.02	8.29
EV/EBITDA	109.87	93.01	75.46	62.34	36.52

## 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间接损失承担任何责任。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告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