

## 公司研究

## 服务器互联芯片周期底部临拐点，内存接口芯片龙头放量在即

——澜起科技（688008.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评

## 增持（维持）

当前价：53.52 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

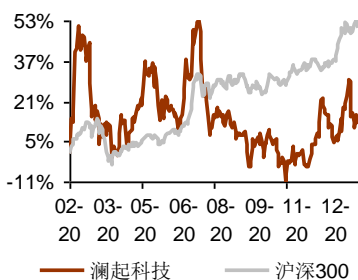
联系人：栾玉民

luanyumin@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	11.31
总市值(亿元)	605.33
一年最低/最高(元)	53.52/122.00
近3月换手率	86.24%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.76	-27.31	-34.86
绝对	1.58	-26.48	-34.03

资料来源：Wind

## 相关研报

引领 DDR5 代际替换，从细分冠军走向平台型公司——澜起科技（688008.SH）投资价值分析报告……………2021-03-09

## 要点

## 事件：

2021年4月29日，澜起科技发布2020年年报及2021年一季报：

公司2020年营业收入为18.24亿元，同比增长4.94%；实现归母净利润11.04亿元，同比增长18.31%；实现扣非归母净利润7.6亿元，同比下降9.01%。

公司2021Q1营业收入为3亿元，同比下降39.58%，环比下降15.68%；实现归母净利润1.34亿元，同比下降49.00%，环比下降40.63%；实现扣非归母净利润0.74亿元，同比下降66.03%，环比下降2.74%。

## 点评：

**2020年业绩符合预期。**公司2020年营业收入为18.24亿元，同比增长4.94%；实现归母净利润11.04亿元，同比增长18.31%；实现扣非归母净利润7.6亿元，同比下降9.01%，公司业绩符合预期。公司2020年非经常性损益约3.44亿元，其中主要为政府补助约1.49亿元和投资收益约1.61亿元。公司2020年股份支付费用约2.02亿元，若剔除股份支付费用的影响，公司归母净利润约为12.95亿元，同比增长38.77%；扣非归母净利润约为9.51亿元，同比增长13.84%。

**收入拆分情况：**公司2020年内存接口芯片收入为17.94亿元，同比增长4.21%，公司2020年津逮服务器平台收入为0.3亿元，同比增长82.17%。

**20Q4来看：**公司2020Q4营业收入为3.55亿元，同比增长0.52%，环比下降6.24%；实现归母净利润2.26亿元，同比增长19.31%，环比下降18.22%；实现扣非归母净利润0.76亿元，同比下降36.47%，环比下降52.85%。

**21Q1来看：**公司2021Q1营业收入为3亿元，同比下降39.58%，环比下降15.68%；实现归母净利润1.34亿元，同比下降49.00%，环比下降40.63%；实现扣非归母净利润0.74亿元，同比下降66.03%，环比下降2.74%。公司21Q1业绩同比和环比均有所下降主要受到21Q1下游需求有所疲软和20Q1业绩高基数的影响，公司作为内存接口芯片龙头，未来随着内存接口芯片的升级，将显著受益行业需求大幅增长。

## 毛利率维度来看：

公司2020年毛利率为72.27%，较上年下降1.69pcts，净利率为60.52%，较上年增长6.84pcts。公司2020年内存接口芯片毛利率为73.22%，较上年同比下降1.61pcts。公司2020年津逮服务器平台毛利率为14.83%，2019年津逮服务器平台毛利率为负数，公司2020年津逮服务器平台毛利率大幅改善。

公司2020Q4毛利率为69.68%，环比下降0.91pcts，同比下降3.21pcts，净利率为63.6%，环比下降9.31pcts，同比增长10.02pcts。

公司2021Q1毛利率为65.13%，环比下降4.55pcts，同比下降7.40pcts，净利率为44.78%，环比下降18.82pcts，同比下降8.27pcts。公司21Q1毛利率下滑主要受行业需求有所疲软及上游代工成本上涨所致，预计未来随着行业需求回暖，公司盈利水平将有明显改善。

**高度重视研发，研发成果硕果累累。**2020 年公司研发投入合计 3.00 亿元，同比增长 12.38%，占营业收入的比例为 16.44%。公司始终保持高水平的研发投入，持续不断进行技术升级，打造公司核心竞争力。2020 年公司共获得 9 项发明专利授权，新申请了 35 项发明专利（其中含 4 项专利合作协定申请）；共申请并获得 9 项集成电路布图设计和 4 项软件著作权登记。在具体产品线上，公司研发进展顺利：

**DDR5 内存接口芯片：**公司已基本完成 DDR5 第一子代 RCD 及 DB 芯片量产版本的研发，相关样品已完成内存模组厂商的测试评估和质量认证。

**DDR5 内存模组配套芯片：**公司与合作伙伴已完成 DDR5 第一子代串行检测集线器 (SPD)、温度传感器(TS)和电源管理芯片(PMIC)的工程研发和前期质量认证。

**PCIe Retimer 芯片：**公司于 2020 年 9 月宣布 PCIe 4.0 Retimer 芯片成功量产，公司的 PCIe 4.0 Retimer 芯片（包括 8 通道及 16 通道产品）已完成了与主流的 CPU 及高速外设（包括 NVMe SSD、网卡、GPU 和 PCIe 交换芯片等）广泛的互操作测试，并完成了成品质量认证。

**津速®服务器平台：**公司推出了更高性能的第二代津速®CPU 产品并已应用于多款服务器。

**AI 芯片：**公司与产业合作伙伴进行了原型适配，并已开始相关芯片及其算法的研发设计工作。

**内存接口芯片行业技术+认证壁垒高企，公司占据先发优势市占率有望提升：**内存接口芯片是连接服务器 CPU 与内存的桥梁，技术及认证壁垒高，且市场高度集中，预计未来将跟随下游服务器行业需求复苏、行业标准向 DDR5 升级、高端服务器渗透率提升，实现行业规模快速提升。公司研发能力领先，深度绑定产业链巨头，并率先布局 DDR5，2020 年下半年完成量产版本研发。英特尔将于 2021 年发布支持 DDR5 内存的服务器 CPU Sapphire Rapids，公司有望在 DDR4 向 DDR5 的代际替换节点上占据先发优势，提升市占率。

**津速平台整装待发，PCIe 4.0 Retimer 放量在即：**公司于 2020 年 8 月发布第二代津速®CPU，实现核心部件自主可控，已获得多家国产服务器厂商积极响应，津速平台已应用到政务、交通、金融等领域中，未来有望绑定头部服务器厂商实现持续国产化渗透。公司的接口类芯片产品线已经由内存接口芯片延伸到多品类全互连芯片。其中，公司 PCIe 4.0 Retimer 系列芯片已于 2020 年 9 月成功量产；DDR5 内存模组配套芯片在 2020 年下半年完成量产版本芯片的研发。随着 2021 年主流 CPU 厂商推出支持 PCIe 4.0 协议及 DDR5 标准的服务器 CPU，上述芯片将迎来强劲需求，有望为公司贡献可观的业绩增量。

**盈利预测、估值与评级：**公司为国际领先的高性能处理器和全互连芯片设计公司，不断完善产品布局，向数据中心平台型公司转型。未来公司内存接口芯片业务有望深度受益于服务器需求复苏、行业标准升级、高端服务器渗透率提升；同时看好公司津速服务器平台国产替代空间，及 2021 年 PCIe 4.0 Retimer 芯片放量，但考虑到 21 年上半年内存接口芯片行业需求较为疲软，我们下调公司 2021-2022 年归母净利润为 12.39 亿元（下调 14%）、17.52 亿元（下调 11%），预计公司 2023 年归母净利润为 25.03 亿元，对应 21-23 年 PE 分别为 49x、35x、24x，维持“增持”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期、技术与产品研发风险，主要客户集中度较高风险。

图表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,737.73	1,823.67	2,251.69	3,181.17	4,576.35
营业收入增长率	-1.13%	4.94%	23.47%	41.28%	43.86%
净利润 (百万元)	932.86	1,103.68	1,238.62	1,751.52	2,503.09
净利润增长率	26.60%	18.31%	12.23%	41.41%	42.91%
EPS (元)	0.83	0.98	1.10	1.55	2.21
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.73%	13.68%	13.81%	17.03%	20.70%
P/E	65	55	49	35	24
P/B	8	7	7	6	5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-30

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,738	1,824	2,252	3,181	4,576
营业成本	452	506	582	790	1,129
折旧和摊销	30	31	34	64	87
税金及附加	0	2	0	0	0
销售费用	75	82	125	127	183
管理费用	95	188	197	191	229
研发费用	267	300	383	429	595
财务费用	-101	-56	-67	-54	21
投资收益	72	102	70	70	70
营业利润	979	1,198	1,292	1,838	2,626
利润总额	979	1,205	1,292	1,838	2,626
所得税	46	101	54	86	123
净利润	933	1,104	1,239	1,752	2,503
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	933	1,104	1,239	1,752	2,503
EPS	0.83	0.98	1.10	1.55	2.21

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	869	1,000	1,013	1,612	2,444
净利润	933	1,104	1,239	1,752	2,503
折旧摊销	30	31	34	64	87
净营运资金增加	2	294	1,346	2,857	4,272
其他	-96	-428	-1,605	-3,061	-4,418
投资活动产生现金流	-2,009	-344	832	-50	-50
净资本支出	4	-439	-420	-120	-120
长期投资变化	0	73	0	0	0
其他资产变化	-2,013	23	1,252	70	70
融资活动现金流	2,690	-339	-271	933	1,791
股本变化	113	0	1	0	0
债务净变化	0	0	0	1,313	2,513
无息负债变化	-114	-102	90	108	193
净现金流	1,598	83	1,574	2,495	4,186

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	74.0%	72.3%	74.1%	75.2%	75.3%
EBITDA 率	57.9%	51.4%	40.3%	55.9%	58.2%
EBIT 率	56.1%	49.6%	38.8%	53.9%	56.3%
税前净利润率	56.3%	66.1%	57.4%	57.8%	57.4%
归母净利润率	53.7%	60.5%	55.0%	55.1%	54.7%
ROA	12.0%	13.1%	13.2%	14.4%	15.0%
ROE (摊薄)	12.7%	13.7%	13.8%	17.0%	20.7%
经营性 ROIC	17.9%	12.4%	9.9%	14.3%	15.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	6%	4%	5%	15%	27%
流动比率	27.45	28.17	21.01	5.78	3.29
速动比率	26.89	27.38	20.21	5.56	3.17
归母权益/有息债务	NA	NA	NA	7.84	3.16
有形资产/有息债务	NA	NA	NA	9.16	4.32

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,781	8,419	9,409	12,148	16,657
货币资金	7,257	5,475	7,048	9,544	13,729
交易性金融资产	101	871	100	101	101
应收帐款	132	87	168	237	342
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	6	5	9	13	18
存货	157	187	291	395	564
其他流动资产	26	33	33	33	33
流动资产合计	7,679	6,660	7,651	10,324	14,790
其他权益工具	0	38	38	38	38
长期股权投资	0	73	73	73	73
固定资产	28	986	1,104	1,134	1,143
在建工程	1	0	210	210	210
无形资产	16	10	28	44	59
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	196	196	196	196
非流动资产合计	102	1,760	1,757	1,824	1,867
总负债	451	349	439	1,860	4,567
短期借款	0	0	0	1,313	3,826
应付账款	91	86	116	158	226
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	3	0	4	6	8
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	280	236	364	1,785	4,492
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	171	73	73	73	73
非流动负债合计	171	113	75	75	75
股东权益	7,330	8,070	8,970	10,288	12,090
股本	1,130	1,130	1,131	1,131	1,131
公积金	4,787	5,039	5,162	5,337	5,466
未分配利润	1,307	2,021	2,797	3,940	5,613
归属母公司权益	7,330	8,070	8,970	10,288	12,090
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4%	4%	6%	4%	4%
管理费用率	5%	10%	9%	6%	5%
财务费用率	-6%	-3%	-3%	-2%	0%
研发费用率	15%	16%	17%	14%	13%
所得税率	5%	8%	4%	5%	5%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.30	0.38	0.62	0.89
每股经营现金流	0.77	0.89	0.90	1.42	2.16
每股净资产	6.49	7.14	7.93	9.10	10.69
每股销售收入	1.54	1.61	1.99	2.81	4.05

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	65	55	49	35	24
PB	8.2	7.5	6.7	5.9	5.0
EV/EBITDA	58	64	66	35	24
股息率	1%	1%	1%	1%	2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE