

内存接口缓存芯片持续升级



核心观点

- **一季度业绩下滑:** 澜起在 20 年实现营收 18.2 亿元, 增长 5%, 实现归母净利润 11 亿元, 增长 18%。一季度营收同比下滑 40%至 3 亿元, 主要因为: 1) 服务器行业处于去库存阶段, 需求较弱; 2) DDR4 内存接口芯片进入产品生命周期后期, 产品价格同比下降; 3) 公司产品以美元计价, 美元兑人民币同比有所贬值。一季度毛利率同比下滑 7.4 个百分点至 65.1%, 归母净利润为 1.3 亿元, 同比下滑 49%。
- **内存接口缓存芯片量价齐升:** 服务器的运算速度等升级要求 CPU 持续升级, 英特尔 Ice Lake 处理器二季度开始上量, 支持的内存通道数量从 6 个增加至 8 个, 最大插槽数量从 12 个提升到 16 个, 单台服务器采用的内存模组数量有望增长, 从而提升内存接口缓存芯片需求。有望最早于四季度推出的英特尔 Sapphire Rapids 处理器将支持 DDR5, DDR5 支持更快传输速度、技术难度更大, 内存接口缓存芯片的单颗价值量有望提升, 并需要增加 PMIC、SPD、温度传感器等多颗配套芯片, 给澜起等厂商带来更大的市场空间。
- **新产品快速放量:** 澜起的津速服务器 CPU 和混合安全内存模组的营收在 2020 年同比增长 80%以上至 2900 多万元, 并实现近 15%的毛利率, 产品具有安全性高、生态系统健全的优势, 已进入到金融、交通等关键领域。澜起也正开展 AI 推理芯片研发, 借助其内存接口缓存芯片的技术优势, 解决 AI 运算中内存与 CPU 大量数据传输的痛点, 有望大幅提升 AI 运算的性能和成本。英特尔 Ice Lake 处理器支持 PCIe4.0 协议, 对公司新产品 PCIe4.0 Retimer 芯片需求逐步增加。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.13、1.42、1.92 元 (原 21-22 年预测为 1.34、1.78 元, 下调了收入预测), 根据可比公司 21 年平均 65 倍 PE 估值, 对应目标价为 73.25 元, 维持给予增持评级。

风险提示

- 服务器销量不及预期; DDR4 Gen2 Plus 和 DDR5 渗透不及预期; 科创板股价波动风险大; 国外销量额占比较高; 英特尔对技术架构规划改变。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,738	1,824	2,332	3,110	4,430
同比增长(%)	-1%	5%	28%	33%	42%
营业利润(百万元)	979	1,198	1,335	1,687	2,272
同比增长(%)	25%	22%	11%	26%	35%
归属母公司净利润(百万元)	933	1,104	1,275	1,610	2,167
同比增长(%)	27%	18%	15%	26%	35%
每股收益(元)	0.82	0.98	1.13	1.42	1.92
毛利率(%)	74.0%	72.3%	72.0%	71.5%	71.2%
净利率(%)	53.7%	60.5%	54.6%	51.7%	48.9%
净资产收益率(%)	17.0%	14.3%	14.8%	16.5%	19.3%
市盈率	65	55	47	38	28
市净率	8	8	7	6	5

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	53.52 元
目标价格	73.25 元
52 周最高价/最低价	122/53.14 元
总股本/流通 A 股(万股)	113,103/42,142
A 股市值(百万元)	60,533
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021 年 05 月 06 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-16.76	-19.19	-39.78	-49.12
相对表现	-13.74	-17.39	-36.81	-66.85
沪深 300	-3.02	-1.8	-2.97	17.73



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514050005
香港证监会牌照: BPT856

证券分析师 马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860518090001

联系人 唐权喜
021-63325888*6086
tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人 李庭旭
litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

业绩快速增长, DDR5 研发顺利	2020-08-15
内存接口芯片持续高增长, 新产品打开长期空间	2020-06-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.13、1.42、1.92 元（原 21-22 年预测为 1.34、1.78 元，下调了收入预测），根据可比公司 21 年平均 65 倍 PE 估值，对应目标价为 73.25 元，维持给予增持评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/4/30	每股收益(元)			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
兆易创新	603986	193.23	1.86	2.97	4.01	104.08	65.11	48.18
卓胜微	300782	427.22	3.22	6.12	8.46	132.83	69.78	50.52
圣邦股份	300661	262.30	1.85	2.62	3.56	142.12	100.30	73.75
华润微	688396	63.50	0.73	1.32	1.56	86.99	48.08	40.66
韦尔股份	603501	302.51	3.12	5.04	6.60	97.05	59.98	45.81
	最大值					142.12	100.30	73.75
	最小值					86.99	48.08	40.66
	平均数					112.61	68.65	51.78
	调整后平均					111.32	64.96	48.17

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

服务器销量不及预期；DDR4 Gen2 Plus 和 DDR5 渗透不及预期；科创板股价波动风险大；国外销量额占比较高；英特尔对技术架构规划改变。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,257	5,475	7,179	8,267	9,779	营业收入	1,738	1,824	2,332	3,110	4,430
应收票据及应收账款	132	87	112	149	212	营业成本	452	506	654	886	1,278
预付账款	1	1	2	2	3	营业税金及附加	0	2	2	3	5
存货	157	187	183	222	294	营业费用	75	82	95	121	168
其他	132	910	911	913	917	管理费用及研发费用	362	488	556	738	1,045
流动资产合计	7,679	6,660	8,387	9,554	11,206	财务费用	(101)	(56)	(63)	(77)	(90)
长期股权投资	0	73	0	0	0	资产、信用减值损失	82	13	0	0	0
固定资产	28	986	999	1,048	1,114	公允价值变动收益	1	161	0	0	0
在建工程	1	0	100	161	197	投资净收益	72	102	102	102	102
无形资产	16	10	5	0	0	其他	38	145	145	145	145
其他	57	691	1	0	0	营业利润	979	1,198	1,335	1,687	2,272
非流动资产合计	102	1,760	1,105	1,208	1,311	营业外收入	0	6	2	2	2
资产总计	7,781	8,419	9,493	10,762	12,517	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	979	1,205	1,337	1,689	2,274
应付票据及应付账款	91	86	118	160	230	所得税	46	101	63	79	107
其他	188	151	147	147	147	净利润	933	1,104	1,275	1,610	2,167
流动负债合计	280	236	264	306	377	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	933	1,104	1,275	1,610	2,167
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.82	0.98	1.13	1.42	1.92
其他	171	113	73	73	73						
非流动负债合计	171	113	73	73	73	主要财务比率					
负债合计	451	349	337	379	449		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	1,130	1,130	1,131	1,131	1,131	营业收入	-1%	5%	28%	33%	42%
资本公积	4,699	4,902	4,930	4,930	4,930	营业利润	25%	22%	11%	26%	35%
留存收益	1,394	2,159	3,094	4,321	6,006	归属于母公司净利润	27%	18%	15%	26%	35%
其他	107	(120)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,330	8,070	9,156	10,383	12,067	毛利率	74.0%	72.3%	72.0%	71.5%	71.2%
负债和股东权益总计	7,781	8,419	9,493	10,762	12,517	净利率	53.7%	60.5%	54.6%	51.7%	48.9%
						ROE	17.0%	14.3%	14.8%	16.5%	19.3%
						ROIC	15.3%	13.6%	14.1%	15.7%	18.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	5.8%	4.1%	3.6%	3.5%	3.6%
净利润	933	1,104	1,275	1,610	2,167	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	29	32	60	65	64	流动比率	27.45	28.17	31.73	31.20	29.75
财务费用	(101)	(56)	(63)	(77)	(90)	速动比率	26.39	27.38	31.04	30.48	28.97
投资损失	(72)	(102)	(102)	(102)	(102)	营运能力					
营运资金变动	(148)	105	5	(37)	(70)	应收账款周转率	9.3	16.6	23.4	23.8	24.5
其它	228	(82)	768	(0)	0	存货周转率	2.2	2.1	3.5	4.4	5.0
经营活动现金流	869	1,000	1,942	1,458	1,969	总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
资本支出	(3)	(970)	(167)	(167)	(167)	每股指标(元)					
长期投资	0	(73)	73	0	0	每股收益	0.82	0.98	1.13	1.42	1.92
其他	(2,006)	699	102	102	102	每股经营现金流	0.77	0.89	1.72	1.29	1.74
投资活动现金流	(2,009)	(344)	8	(65)	(65)	每股净资产	6.48	7.14	8.09	9.18	10.67
债权融资	(58)	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	2,981	202	30	0	0	市盈率	64.9	54.8	47.5	37.6	27.9
其他	(233)	(541)	(276)	(305)	(393)	市净率	8.3	7.5	6.6	5.8	5.0
筹资活动现金流	2,690	(339)	(246)	(305)	(393)	EV/EBITDA	59.1	45.7	40.2	32.0	23.9
汇率变动影响	48	(234)	-0	-0	-0	EV/EBIT	61.1	46.9	42.2	33.3	24.6
现金净增加额	1,598	83	1,705	1,088	1,512						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn