

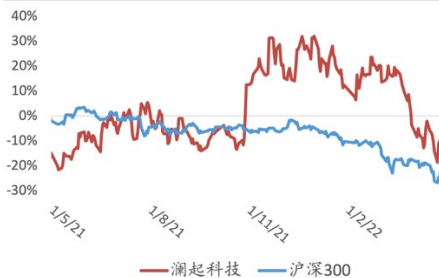
看好 DDR5 系列芯片长期空间提升及津逮服务器平台等新业务拓展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-29

收盘价（元）	58.05
近 12 个月最高/最低（元）	86.67/49.05
总股本（百万股）	1133
流通股本（百万股）	540
流通股比例（%）	47.66
总市值（亿元）	658
流通市值（亿元）	313

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

联系人：赵恒祯

执业证书号：S0010121080026

邮箱：zhaohz@hazq.com

相关报告

1. DDR5 产品逐步渗透，津逮 CPU 加速放量 2022-03-15

主要观点：

● 事件

4 月 28 日盘后公司披露 2021 年年报与 2022 年第一季度报告

(1) 公司 2021 年实现营业收入 25.62 亿元，同比增加 40.49%；实现归母净利润 8.29 亿元，同比减少 24.88%；扣非后归母净利润为 6.17 亿元，同比减少 18.73%。

(2) 公司 2022 年一季度实现营业收入 9.00 亿元，同比增加 200.61%；实现归母净利润 3.06 亿元，同比增加 128.23%；扣非后归母净利润为 2.31 亿元，同比增加 210.96%。

● 随着 DDR5 逐步渗透，全年业绩于 Q4 出现反转，盈利能力显著回升

(1) 报告期内公司主要利润来源 DDR4 内存接口芯片进入产品生命周期后期，产品价格较上年度有所下降，同时 DDR5 相关产品在 2021 年第四季度才正式量产出货，从而造成互连类芯片产品线的毛利率从上年度的 73.22% 降至 2021 年度的 66.72%。随着 DDR5 开始渗透，公司 21Q4 业绩出现反转，实现扣除非经常性损益的净利润 2.57 亿元，环比增长 40.32%，同比增长 236.67%。

(2) 津逮服务器平台毛利率低于互连芯片产品线，下半年拉低整体毛利率。2021 年度公司实现营业收入 25.62 亿元，较上年度增长 40.49%，主要是因为经过前期的市场推广和客户培育，津逮 CPU 业务取得了突破性进展，津逮服务器平台产品线 2021 年度实现销售收入 8.45 亿元，较上年度增长 2,750.92%。营业收入增长较大的津逮服务器平台产品线成本较高，其毛利率为 10.22%。

(3) 2021 年度公司因投资产生的公允价值变动收益及投资收益之和较上年度减少 0.84 亿元。

● 一季度营收环比下降属于服务器出货季节性波动

Q1 营收基本符合预期，但互连类芯片产品盈利水平出现下降。22Q1 互连类芯片产品营收从 21Q4 的 6.01 亿元小幅下滑至 5.75 亿元，服务器产品营收从 21Q4 的 3.68 亿元小幅下滑至 3.25 亿元，属正常服务器出货季节性波动，同时由于 3 月末上海疫情开始蔓延，公司部分订单受物流影响延迟发货。互连类芯片产品毛利率水平从 69.21% 下滑至 60.45%，其原因为 DDR5 内存模组配套芯片是公司与合作伙伴共同研发的产品，毛利率低于内存接口芯片，随着其收入占比提升，互连类芯片产品线平均毛利率有所下降。

● 长期看好内存接口芯片市场空间提升及津逮服务器平台等新业务拓展

公司成长主要增量=服务器出货量 (1) × 内存条数量 (2) × [DB+内存配套芯片数量] (3) × 单价 (4) + PC 端应用 (5) + 津逮服务器平台放量 (6)：

(1) 全球服务器过去四年出货量 CAGR=7.4%，随着全球数据中心建设维持高景气，根据 IDC 的预测未来四年全球服务器出货量 CAGR=9.3%；

(2) 随着技术迭代，CPU 及对应通道数量不断增加，目前服务器级 CPU 数量已从 1 颗增加到 2-4 颗，通道数从 6 通道增加至最多 12 通道；

(3) DDR5 套片需要 SPD+PMIC+TS*2，同时公司与合作伙伴研发的 SPD 及 PMIC 均可在 PC 端使用；

(4) DDR4 子代替换平均需要 18 个月，而参考 DDR5 4800 出现到 5600 出现约为一年，5600 到 6400 出现约为 8 个月，DDR5 子代迭代速度加快，能保证接口芯片价格更为稳定；

(5) 在价格可承受范围内，为了解决数据传输速率瓶颈，DDR5 后期 PC 内存模组或将配置一颗 CKD (PC 精简版 RCD)，接口芯片在 PC 端的应用将实现其市场空间质的提升（参考 21 年全球服务器出货量约为 1300 万台，PC 出货量为 3.4 亿台）；

(6) 公司津逮服务器表现持续超预期，津逮服务器平台产品线 2021 年度实现销售收入 8.45 亿元，较上年度增长 2750.92%，20-22 年与 Intel 关联交易分别为 5、15、25 亿元人民币，同时 22Q1 津逮服务器平台毛利率 12.44%，环比+1.01pcts，已处于行业较高水平。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润为 13.95、19.11、26.09 亿元，对应市盈率为 47、34、25 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

DDR5 内存接口芯片渗透速度不及预期、津逮所处服务器行业竞争加剧、DDR5 内存接口芯片在 PC 端应用不及预期、Retimer 芯片技术路线存在不确定性等。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2562	4213	5612	8051
收入同比 (%)	40.5%	64.4%	33.2%	43.5%
归属母公司净利润	829	1395	1911	2609
净利润同比 (%)	-24.9%	68.3%	36.9%	36.5%
毛利率 (%)	48.1%	47.9%	47.0%	46.2%
ROE (%)	9.9%	14.2%	16.9%	19.6%
每股收益 (元)	0.73	1.23	1.69	2.31
P/E	114.89	47.06	34.37	25.17
P/B	11.31	6.68	5.81	4.94
EV/EBITDA	125.95	60.94	45.36	30.95

资料来源：Wind，华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。