

DDR5 切换趋势不改，多项业务加持空间打开

投资要点

- **业绩总结:** 2022年上半年,公司实现营收19.3亿元,同比增长166.0%;归母净利润6.8亿元,同比增长121.2%;扣非归母净利润4.9亿元,同比增长177.4%。
- **公司营收有较高增长,各项费用下降。** 2022年上半年: 1) 从营收端来看,互连类芯片实现营收12.4亿元,同比+80.0%,营收占比64.2%;津逮服务器实现营收6.9亿元,同比+17.3倍,营收占比35.8%。2) 从利润端来看,公司毛利率为42.7%,同比-20.3pp,其中互连类芯片和津逮服务器毛利率分别为60.1%和11.6%;公司净利率为35.3%,同比-7.2pp; 3) 从费用端来看,公司销售/管理/研发费用率分别为1.9%/4.0%/10.7%,分别同比-2.4pp/-8.3pp/-9.2pp。
- **DDR5 渗透节奏延后,切换趋势确定。** 公司互连类芯片2022年Q1/Q2分别实现收入5.8/6.6亿元,分别环比-4.3%/+15.1%。公司为全球唯三可量产DDR5第一子代内存接口芯片的厂商,DDR5 RCD出货占比持续提升。虽短期受国际CPU龙头推出节奏影响,但长期DDR4世代向DDR5世代切换趋势不变。
- **配套芯片、CKD、PCIe Retimer 提供中短期动能, MCR RCD/DB、MXC、AI 为中长期引擎。** 1) 中短期: SPD和TS两颗内存模组配套芯片竞争格局清晰明朗; PCIe 5.0 Retimer芯片计划在22H2完成量产版本的流片,有望在5.0世代完成对Aster Labs和谱瑞的追赶; CKD已完成DDR5第一子代的工程样片设计,计划在22H2完成流片; 2) 中长期: 公司在MCR RCD/DB、MXC芯片和AI芯片均有提前布局,行业发展后有望快速上量,预计将为公司打开长期空间。
- **津逮服务器平台具备巨大国产化空间,新功能开发预计将提升产品附加值。** 公司津逮服务器主要针对中国本土市场,2022年Q1/Q2分别实现收入3.3/3.7亿元,分别环比-11.7%/+12.3%。经过前期的市场推广和客户培育,津逮服务器平台目前已具备一定客户基础和市场份额,目前公司正在研发第四代津逮CPU。随着持续迭代,津逮服务器在国产服务器市场市占率有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 2022-24年,预计公司营收分别为40.8/59.5/82.0亿元,归母净利润分别为13.6/20.0/27.9亿元。我们持续看好公司在其布局领域的有利竞争格局、单价和毛利更高的DDR5的量产在即以及其他业务陆续的放量节奏,维持“买入”评级。
- **风险提示:** DDR5渗透不及预期,新产品研发进展不及预期,竞争格局恶化。

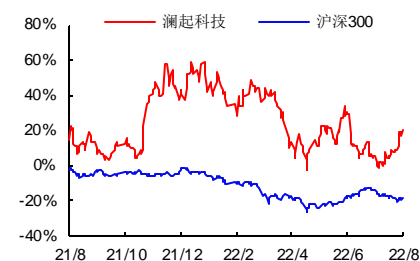
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2562.02	4079.27	5947.88	8199.44
增长率	40.49%	59.22%	45.81%	37.85%
归属母公司净利润(百万元)	829.14	1358.30	2001.33	2785.32
增长率	-24.88%	63.82%	47.34%	39.17%
每股收益EPS(元)	0.73	1.20	1.77	2.46
净资产收益率ROE	9.88%	13.95%	7.77%	20.88%
PE	87.19	53.33	36.20	26.01
PB	8.63	7.44	6.43	5.43

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	11.34
流通A股(亿股)	11.34
52周内股价区间(元)	50.90-86.23
总市值(亿元)	698.90
总资产(亿元)	103.54
每股净资产(元)	7.97

相关研究

1. 澜起科技(688008): DDR5 迎来出货拐点, 业务发展势头强劲(2022-02-11)

关键假设：

假设 1： ASP 和毛利率比 DDR4 更高的 DDR5 内存接口芯片预计将有持续性备货性质的拉货，且在国际 CPU 大厂出货节奏确定后有望快速放量。除 DDR5 RCD/DB 外，公司在多项业务均有提前布局：配套芯片、CKD、PCIe Retimer 预计将在中短期作为内存接口芯片以外的收入增量，MCR RCD/DB、MXC、AI 有望在中长期逐渐贡献收入和利润。毛利率更低的配套芯片占比提升预计将向下拉动互连类芯片整体毛利率，但在 DDR5 持续迭代、更高价值量的新品推出的拉动下，预计互连类芯片整体毛利率将先降后升。我们预计公司互连类芯片在 22-24 年销量同比+64.5%/+49.5%/+38.0%，对应毛利率分别为 60.0%/63.0%/65.0%。

假设 2： 2021 年下半年津逮服务器平台起量后，收入和毛利率逐季相对稳定，在 CPU 国产化趋势下，预计津逮服务器将保持稳定增长，其毛利率将在更大规模生产后有所提升。我们预计公司津逮服务器平台在 22-24 年销量同比+48.5%/+37.5%/+37.5%，对应毛利率分别为 12.0%/14.0%/16.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
互连类芯片	收入	1716.7	2824.0	4221.9	5826.2
	增速	-4.3%	64.5%	49.5%	38.0%
	毛利率	66.7%	60.0%	63.0%	65.0%
津逮服务器平台	收入	845.3	1255.3	1726.0	2373.2
	增速	2750.9%	48.5%	37.5%	37.5%
	毛利率	10.2%	12.0%	14.0%	16.0%
合计	收入	2562.0	4079.3	5947.9	8199.4
	增速	40.5%	59.2%	45.8%	37.9%
	毛利率	48.1%	45.2%	48.8%	50.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2562.02	4079.27	5947.88	8199.44	净利润	829.14	1358.30	2001.33	2785.32
营业成本	1330.20	2234.24	3046.45	4032.70	折旧与摊销	49.95	67.03	109.02	109.02
营业税金及附加	9.71	20.40	23.79	36.90	财务费用	-83.63	12.54	9.90	9.01
销售费用	76.58	61.19	77.32	122.99	资产减值损失	-0.09	-0.03	0.00	0.00
管理费用	198.75	571.10	713.75	1065.93	经营营运资本变动	-58.91	-109.23	-208.28	-160.25
财务费用	-83.63	12.54	9.90	9.01	其他	-56.05	-271.95	-29.35	0.32
资产减值损失	-0.09	-0.03	0.00	0.00	经营活动现金流净额	680.41	1056.66	1882.62	2743.42
投资收益	278.11	50.00	0.00	0.00	资本支出	-46.94	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-99.37	200.00	30.00	0.00	其他	115.85	401.43	30.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	68.91	401.43	30.00	0.00
营业利润	915.01	1429.84	2106.67	2931.91	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	-0.05	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	915.01	1429.79	2106.67	2931.91	股权融资	213.33	101.88	0.00	0.00
所得税	85.87	71.49	105.33	146.60	支付股利	-339.31	-316.26	-474.33	-704.33
净利润	829.14	1358.30	2001.33	2785.32	其他	-483.16	174.26	-9.90	-9.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-609.14	-40.12	-484.23	-713.35
归属母公司股东净利润	829.14	1358.30	2001.33	2785.32	现金流量净额	79.28	1417.97	1428.39	2030.07
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5104.34	6522.31	7950.70	9980.77	成长能力				
应收和预付款项	209.80	326.50	445.24	616.48	销售收入增长率	40.49%	59.22%	45.81%	37.85%
存货	375.29	953.03	1303.73	1654.67	营业利润增长率	-23.64%	56.26%	47.34%	39.17%
其他流动资产	1733.63	1613.37	1636.50	1661.86	净利润增长率	-24.88%	63.82%	47.34%	39.17%
长期股权投资	67.91	67.91	67.91	67.91	EBITDA 增长率	-24.97%	71.26%	47.45%	37.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1026.67	975.68	882.70	789.72	毛利率	48.08%	45.23%	48.78%	50.82%
无形资产和开发支出	124.60	108.89	93.18	77.46	三费率	7.48%	15.81%	13.47%	14.61%
其他非流动资产	316.32	316.00	315.68	315.36	净利率	32.36%	33.30%	33.65%	33.97%
资产总计	8958.56	10883.69	12695.64	15164.23	ROE	9.88%	13.95%	17.77%	20.88%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.26%	12.48%	15.76%	18.37%
应付和预收款项	373.99	878.58	1150.51	1485.68	ROIC	57.80%	87.32%	110.46%	132.95%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.40%	37.00%	37.42%	37.20%
其他负债	193.87	270.48	283.49	335.93	营运能力				
负债合计	567.86	1149.06	1434.00	1821.61	总资产周转率	0.29	0.41	0.50	0.59
股本	1131.31	1133.65	1133.65	1133.65	固定资产周转率	5.00	8.04	6.40	9.81
资本公积	5113.49	5215.37	5215.37	5215.37	应收账款周转率	19.72	17.78	17.61	17.70
留存收益	2645.99	3685.69	5212.69	7293.68	存货周转率	4.04	3.29	2.69	2.72
归属母公司股东权益	8390.70	9734.63	11261.64	13342.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	8390.70	9734.63	11261.64	13342.62	资产负债率	6.34%	10.56%	11.30%	12.01%
负债和股东权益合计	8958.56	10883.69	12695.64	15164.23	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	16.97	9.24	8.70	8.23
					速动比率	16.12	8.31	7.70	7.25
					股利支付率	40.92%	23.28%	23.70%	25.29%
					每股指标				
					每股收益	0.73	1.20	1.77	2.46
					每股净资产	7.40	8.59	9.93	11.77
					每股经营现金	0.60	0.93	1.66	2.42
					每股股利	0.30	0.28	0.42	0.62
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	881.34	1509.40	2225.58	3049.94					
PE	87.19	53.33	36.20	26.01					
PB	8.63	7.44	6.43	5.43					
PS	28.27	17.76	12.18	8.83					
EV/EBITDA	74.12	42.43	28.13	19.86					
股息率	0.47%	0.44%	0.65%	0.97%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn