

内存接口芯片、津逮 CPU 双线并举放量

——澜起科技（688008.SH）2022年半年报业绩点评

事件

8月9日，公司发布2022年半年报。2022年上半年实现营业收入19.27亿元，同比增长166.04%，实现归母净利润6.81亿元，同比增长121.20%；实现扣非后归母净利润4.93亿元，同比增长177.40%。

投资建议

报告期内，公司内存接口芯片、津逮®CPU 双线并举，持续上量，拉动营业收入、净利润、互连类芯片等多项指标创历史新高。2022年上半年，得益于下游服务器市场的旺盛需求，公司互连类芯片产品、津逮®CPU 带来的营业收入增长迅速，整体营业收入水平同比增长166.04%。虽然Q2毛利率水平有所下滑，但销量方面增长巨大，未来趋势可观。

研发投入持续加大，新品布局井然有序，存货水平稳中向好。在原本的DDR4世代以及即将到来的DDR5世代中，公司凭借其技术优势和工艺经验，一直处于行业领导者的地位。为了维持并扩大目前市场地位，公司长期持续增加研发费用，多项新品量产流片、工程样品流片时间规划清晰井然。主动增加津逮®CPU 存货预示着公司对于未来市场成长性十分乐观，同时内存接口芯片存货处于正常水平。

未来受益于DDR5渗透率不断提升、服务器CPU国产替代红利，公司营业收入规模将持续提升。公司在DDR5产品中是仅有的三家能提供量产的公司之一，第二、第三子代产品已在研发中，相关内存模组配套芯片也已经提前布局，第四代津逮®CPU 产品研发进展顺利。我们预测2022-2024年期间公司营业收入为44.04、67.29、84.64亿元，归母净利润为13.34、21.60、26.88亿元，以当前股价（2022年8月9日收盘价）对应2022-2024年PE分别为54.32x/33.54x/26.95x，预期今年年底到明年中期服务器DDR5出货放量，全球服务器市场需求仍具有较强成长动力，公司新品研发预期未来两年能看到成效，我们首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

DDR5渗透率提升程度不及预期；IP核等CPU相关产品供给端受到制裁的风险；新品研发进度不及预期。

盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2562.02	4403.81	6728.54	8463.71
增长率(%)	40.49	71.89	52.79	25.79
归母净利润	829.14	1333.63	2159.71	2688.19
增长率(%)	-24.88	60.85	61.94	24.47
EPS(元/股)	0.73	1.18	1.91	2.37
市盈率(P/E)	114.89	54.32	33.54	26.95
市净率(P/B)	11.31	8.25	6.62	5.31

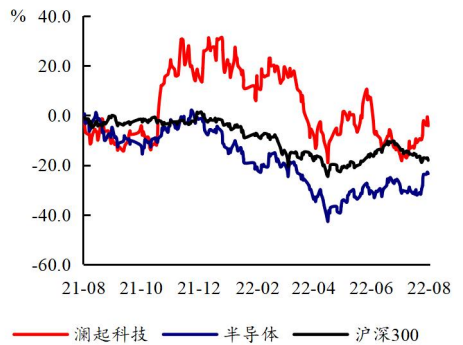
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，数据截至2022年8月9日

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 彭琦
 资格证书 S1710522060001
 电子邮箱 pengq887@easec.com.cn
 联系人 傅昌鑫
 电子邮箱 fucx907@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1133.66
流通A股/B股(百万股)	1133.66/0.00
资产负债率(%)	12.63
每股净资产(元)	7.35
市净率(倍)	8.39
净资产收益率(加权)	1.64
12个月内最高/最低价	84.50/52.10

相关研究

正文目录

1. Q2 业绩概览：互连类芯片产品线营业收入创单季度历史新高，公司整体毛利率略有下滑	3
2. 产品毛利率主要受市场价格下跌影响，期间费用率、存货水平稳中向好	5
2.1. 互连类芯片产品	5
2.2. 津逮®服务器平台产品	6
2.3. 期间费用率情况	6
2.4. 存货情况	7
3. 公司未来业绩展望	8
4. 风险提示	9

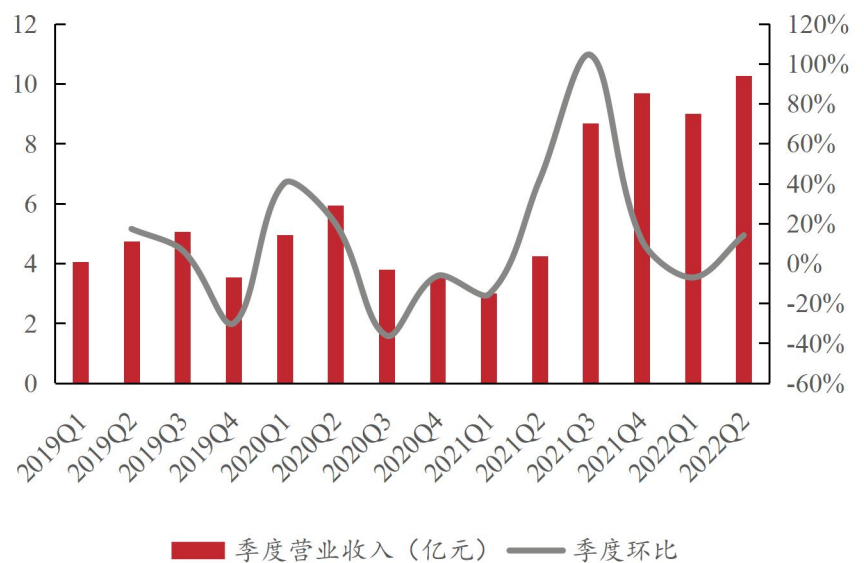
图表目录

图表 1. 2019Q1-2022Q2 季度营业收入及环比增速	3
图表 2. 2019Q1-2022Q2 季度营业成本及环比增速	4
图表 3. 2019Q1-2022Q2 季度归母净利润及环比	4
图表 4. 2019-2022Q2 分产品营业收入及毛利率水平情况	4
图表 5. DDR4 内存近半年价格变化情况	5
图表 6. 2019Q1-2022Q2 研发费用及同比增速	6
图表 7. 2019-2022H1 公司销售、管理、财务费用率变化情况	7
图表 8. 2019-2022H1 营业收入与 DOI 变化对比	7
图表 9. 2021-2024E 分产品营业收入及预测	8

1. Q2 业绩概览：互连类芯片产品线营业收入创单季度历史新高，公司整体毛利率略有下滑

2022 年上半年公司实现营业收入 19.27 亿元，同比增长 166.04%。其中互连类芯片产品线实现营业收入 12.36 亿元，较上年同期增长 80.04%，津逮®服务器平台产品线实现营业收入 6.90 亿元，较上年同期增长 17.3 倍。2022Q2 公司实现营业收入 10.27 亿元，环比增长 14.05%，互连类芯片产品线营业收入 6.61 亿元，环比增长 14.96%，津逮®服务器平台产品线营业收入 3.65 亿元，环比增长 12.31%。

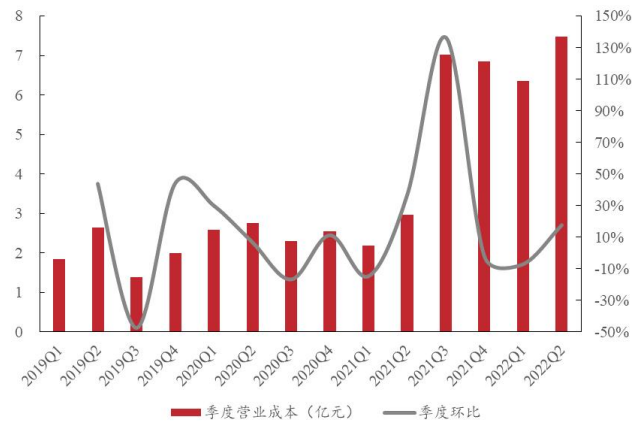
图表 1. 2019Q1-2022Q2 季度营业收入及环比增速



资料来源：公司财务报告，东亚前海证券研究所

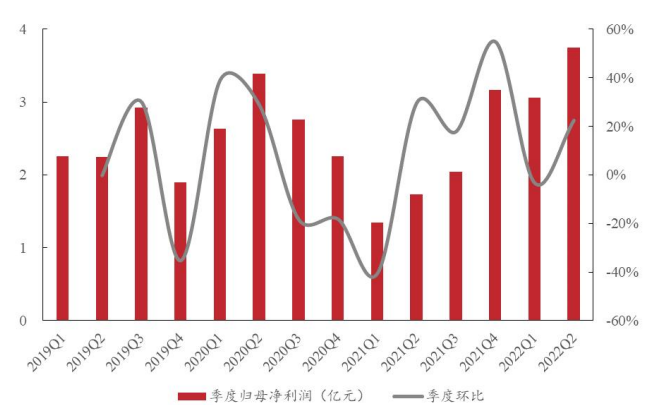
公司总体营收水平自 2021Q3 开始有大幅增长，其主要原因是津逮®服务器平台产品线开始显著放量。相较于普通计算机，服务器具有更强大的数据处理能力以及更良好的扩展性。近年来全球数据总量爆发式增长，对于云端数据的需求越发显著，且下游云计算、AI、VR/AR 等相关行业发展迅速。目前，公司津逮®CPU 产品已经具备一定的客户基础和市场份额，未来也将随着整体服务器市场的高景气实现持续增量。

图表 2. 2019Q1-2022Q2 季度营业成本及环比增速



资料来源：公司财务报告，东亚前海证券研究所

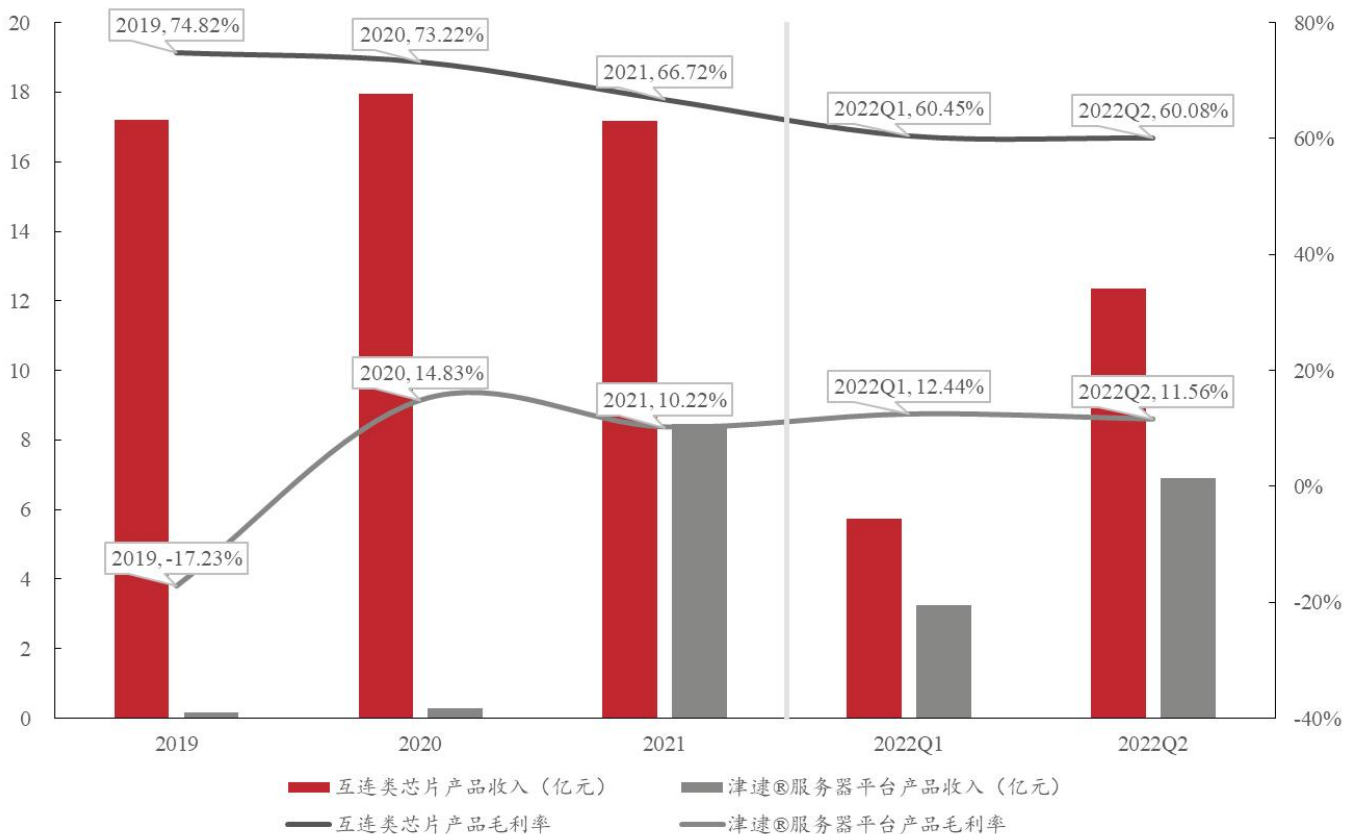
图表 3. 2019Q1-2022Q2 季度归母净利润及环比



资料来源：公司财务报告，东亚前海证券研究所

2022Q2 公司营业成本方面与营业收入同步增长，主要原因是成本比例较高的津逮®服务器平台产品线增长较快，拉动整体成本上行。同期，公司费用管理能力逐步优化，归属于母公司的净利润显著提升。

图表 4. 2019-2022Q2 分产品营业收入及毛利率水平情况



资料来源：公司财务报告，东亚前海证券研究所

可以看到，2022 年上半年公司互连类芯片产品收入增长迅速，6 个月内营业收入已超前三年稳定水平的三分之二，规模增长迅速，且 Q2 规模较 Q1 仍有 14.96% 的增速。公司 Q2 营业收入、净利润、互连类芯片产品收入三项指标均创历史新高。津逮®服务器平台产品也实现了迅速放量，Q2 单

季度实现 3.75 亿元营业收入。

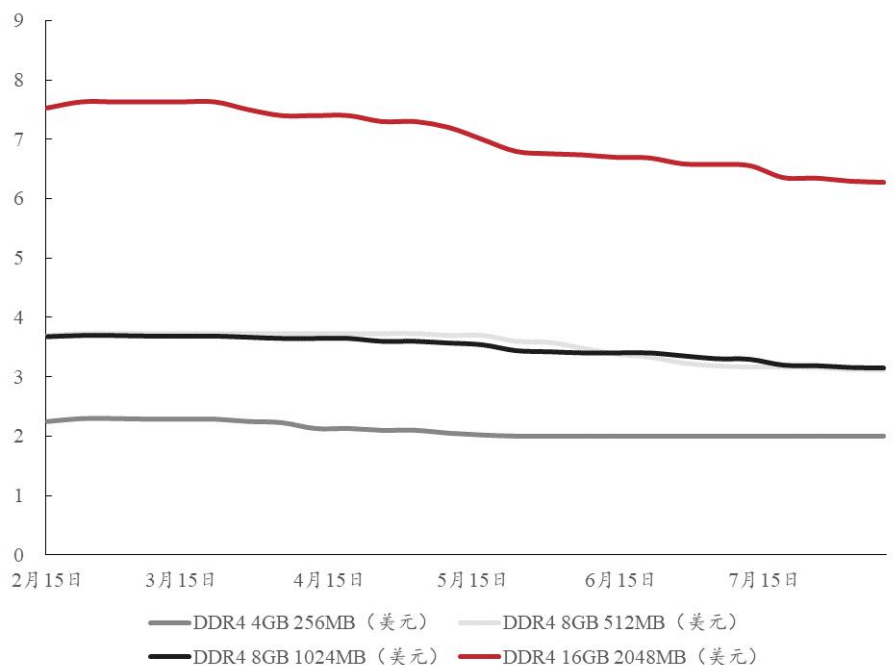
在整体营业收入向好的情况下，公司毛利率水平稍有下降。2022Q1 互连类芯片产品毛利率为 60.45%，2022H1 时下降至 60.08%；2022Q1 津逮® 服务器平台产品毛利率为 12.44%，2022H1 时下降至 11.56%。考虑到两产品线 Q2 营业收入均高于 Q1，故 Q2 单季度实际毛利率水平将略低于半年报数据。

2. 产品毛利率主要受市场价格下跌影响，期间费用率、存货水平稳中向好

2.1. 互连类芯片产品

DDR5 内存技术正在逐步实现对于 DDR4 内存技术的迭代更新。目前 DDR5 内存接口芯片已经规划了 3 个子代，其中第一子代的产品，仅有澜起科技、瑞萨电子和 Rambus 三家公司可以提供量产，其传输效率及可靠性相较于 DDR4 最后一个子代产品有着显著提升。整体而言，DDR5 内存技术的市场规模相比 DDR4 更大。公司互连类芯片产品主要是内存接口芯片（RCD/DB 芯片），自 2022 年起营业收入显著增加，后续随着 DDR5 内存技术的渗透率逐步提升，公司互连类芯片产品营业收入也将持续提升。

图表 5. DDR4 内存近半年价格变化情况



资料来源：闪存市场，东亚前海证券研究所

2022H1 市场上 DDR4 产品价格下跌，可能导致了公司互连类芯片产品的毛利率下降。目前行业内 DDR5 产品正在逐步提高渗透率，DDR4 产品

仍为主流。关注近半年内的 DDR4 内存产品市场价格，可以看出产品经历了不同程度地价格下降，配套的 DDR4 内存接口芯片，以及 PMIC、SPD、TS 等产品均会受到一定影响，加上公司 DDR4 内存技术的产品已进入产品生命周期末期，故产品毛利率稍有下滑，且短期内可能不会得到缓解。

2.2. 津逮®服务器平台产品

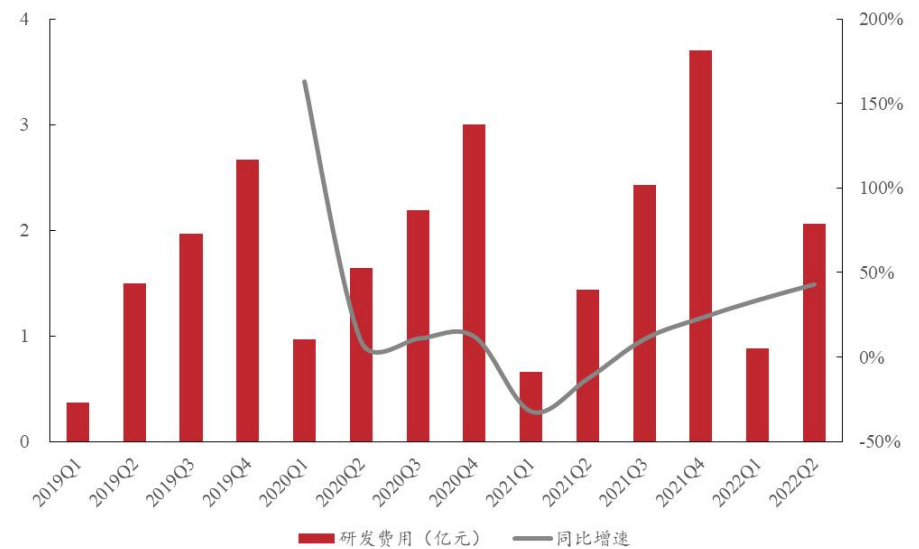
服务器市场整体增长迅速，带动国产服务器 CPU 产品放量。根据 Gartner 发布的报告显示：受益于超大规模数据中心的强劲需求，以及疫情过后企业市场的复苏，2022Q1 全球服务器市场高速增长，整体出货量为 330.5 万台，同比增长 20.7%。2022Q1 中国服务器市场保持高速增长态势，中国服务器市场出货量为 89.7 万台，同比增长 20.1%。随着国产替代的浪潮，国产服务器平台产品可以享受到更多市场成长的红利。

公司津逮®CPU 产品的零部件主要依靠外部采购，毛利率水平无法大幅提升。公司 CPU 产品所使用的 IP 核主要依靠从供应商处采购，成本并非自主可控，故毛利率水平一直维持在 10% 上下。

2.3. 期间费用率情况

由于公司新一代 PCIe 重定时器芯片、MCR RCD/DB 芯片、CKD 芯片、第四代津逮®CPU 等在研产品增多，导致研发费用同比增加 43.22%。

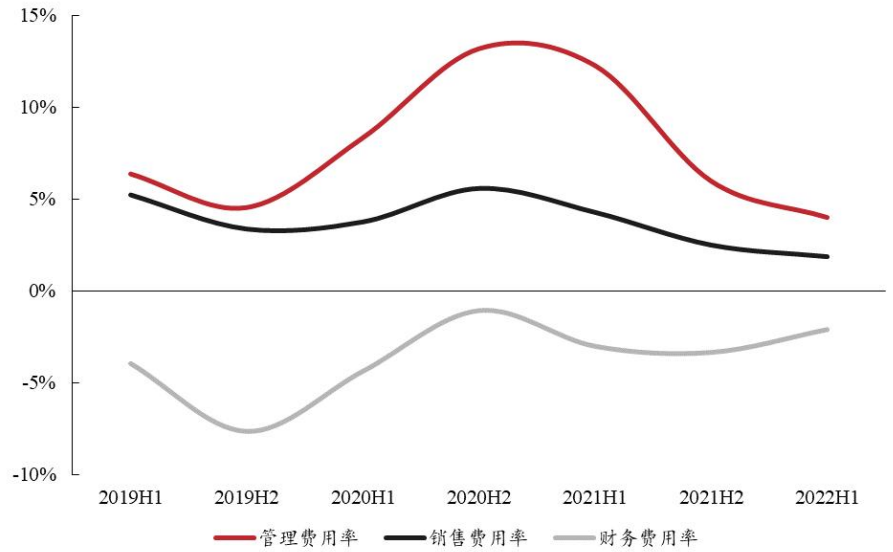
图表 6. 2019Q1-2022Q2 研发费用及同比增速



资料来源：公司财务报告，东亚前海证券研究所

在公司营收同比增长大幅增长的背景下，销售费用仅上涨 16.52%。关键管理人员薪酬中股份支付费用相比去年同期下降 937 万元，故管理费用下降 13.68%。期间费用率的水平体现了公司优秀的费用管理能力。

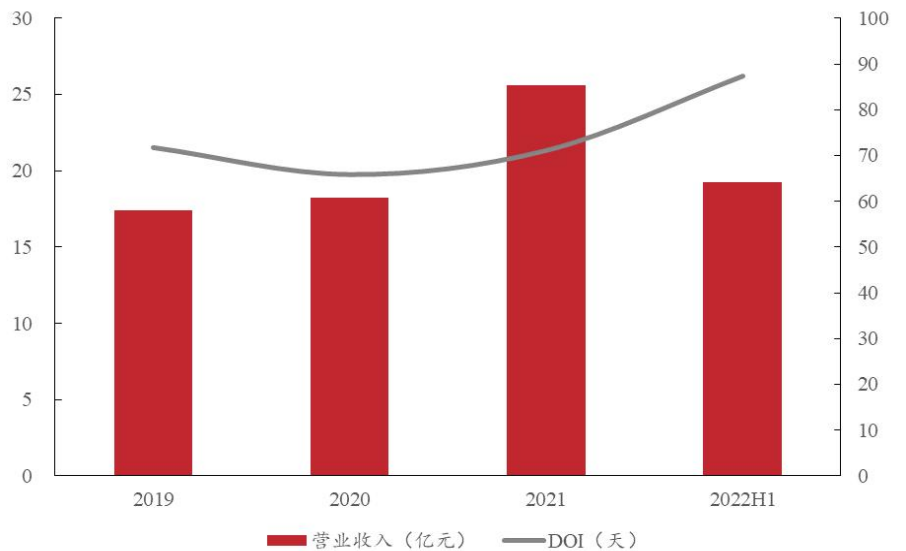
图表 7. 2019-2022H1 公司销售、管理、财务费用率变化情况



资料来源：公司财务报告，东亚前海证券研究所

2.4. 存货情况

图表 8. 2019-2022H1 营业收入与 DOI 变化对比



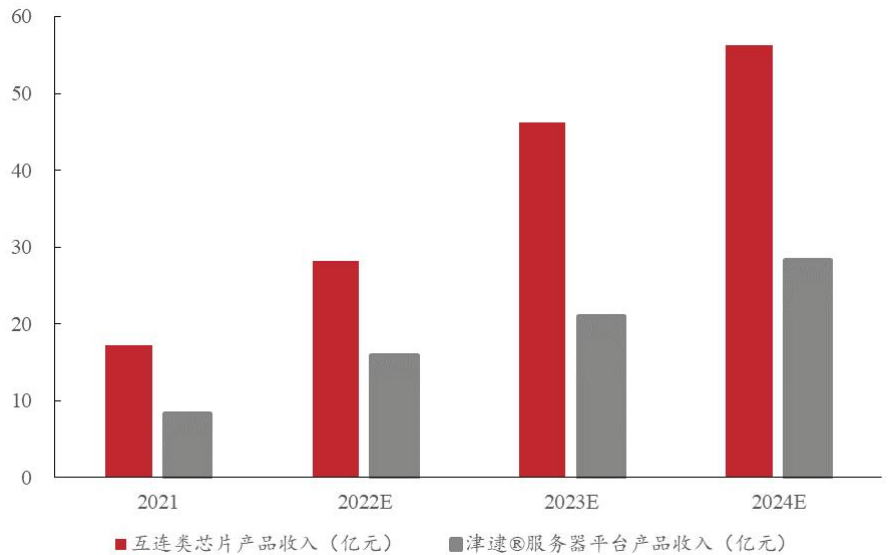
资料来源：公司财务报告，东亚前海证券研究所

上图对比了公司营业收入及存货周转天数的变化情况。其中存货周转天数 (DOI) 随着公司营业收入的增长而增长，2022H1 的 DOI 环比增速为 22.83%。公司半年报中披露，由于津逮®CPU 产品销售预期较好，公司增加了该产品备货，使得存货金额同比增长 78.72%，存货占总资产比例由去年同期的 4.19% 上升至 6.48%。由于存货中主要是津逮®CPU 产品，故可以推断出互连类芯片产品存货水平正常，未来销售状况向好。

3. 公司未来业绩展望

DDR5 内存技术渗透率不断提升，服务器 CPU 需求逐步放量

图表 9. 2021-2024E 分产品营业收入及预测



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测

未来，公司将持续受益于内存模组由 DDR4 向 DDR5 的迭代升级。公司作为内存接口芯片行业领跑者，受益于 DDR5 技术世代升级带来的成长红利，预测营业收入能够持续走高。互连类芯片产品毛利率下降的问题，短期内尚无法看到逆转趋势，不过在 DDR5 相关芯片渗透率提升、新子代产品量产上市后，有望得到解决。津逮 CPU 业务在 2021 年实现突破之后，2022 年下半年有望维持快速发展态势，为公司业绩增长贡献动力。

持续多产品布局，MXC 等新品将带来业绩新增长点

公司未来新品布局广泛，新品量产将创造新增长曲线。DDR5 内存接口芯片方面，公司在 2022 年上半年率先试产第二子代 RCD 芯片，预计下半年完成量产版本研发，第三子代芯片也同时在研发中；MCR RCD/DB 芯片、CKD 芯片、PCIe Retimer 芯片的研发均在有序推进，预计 2022 年下半年进行流片；MXC 芯片方面，2022 年上半年已经完成第一代工程样片的研发并开始进行系统验证。此外，津逮®CPU 产品正在研发第四代，AI 芯片的研发也正处于软硬件协同及性能优化的过程中，诸多新品未来将陆续贡献营收，为公司业绩带来新的增长点。

我们预测 2022-2024 年期间公司营业收入为 44.04、67.29、84.64 亿元，归母净利润为 13.34、21.60、26.88 亿元，以当前股价（2022 年 8 月 9 日收盘价）对应 2022-2024 年 PE 分别为 54.32x/33.54x/26.95x，预期今年年底到明年中期服务器 DDR5 出货放量，全球服务器市场需求仍具有较强成长动力，公司新品研发预期未来两年能看到成效，我们首次覆盖，给予“推荐”

评级。

4. 风险提示

DDR5 渗透率提升程度不及预期：目前行业内主流产品仍然属于 DDR4，且市场上还有瑞萨电子、Rambus 两家公司是澜起科技在 DDR5 领域的有力竞争者，如果未来下游需求对于 DDR5 普及的拉动作用不足，或在市场竞争中澜起科技落于下风，导致公司 DDR5 相关芯片渗透率增长不足，则可能影响公司未来营业收入情况；

IP 核等 CPU 相关产品供给端受到制裁的风险：公司津逮®CPU 产品使用的 IP 核等部件主要依赖于外部采购，如果因地缘政治、国际政治局势等因素导致供货渠道阻断，可能会影响到公司 CPU 产品的出货；

新品研发进度不及预期：整个半导体行业属于技术密集型行业，行业内的公司均注重研发投入，如果公司新品芯片在送样、流片等环节进度不及预期，可能会延误新品上市的时间而逐渐失去市场竞争力。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2562.02	4403.81	6728.54	8463.71
%同比增速	40.49%	71.89%	52.79%	25.79%
营业成本	1330.20	2541.95	3782.05	4911.63
毛利	1231.82	1861.86	2946.49	3552.08
%营业收入	48.08%	42.28%	43.79%	41.97%
税金及附加	9.71	16.73	25.57	32.16
%营业收入	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
销售费用	76.58	79.27	80.74	84.64
%营业收入	2.99%	1.80%	1.20%	1.00%
管理费用	198.75	220.19	269.14	279.30
%营业收入	7.76%	5.00%	4.00%	3.30%
研发费用	369.85	396.34	471.00	507.82
%营业收入	14.44%	9.00%	7.00%	6.00%
财务费用	-83.63	-14.08	-14.08	-22.06
%营业收入	-3.26%	-0.32%	-0.21%	-0.26%
资产减值损失	-0.09	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-0.44	0.00	0.00	0.00
其他收益	76.24	88.08	67.29	84.64
投资收益	278.11	220.19	201.86	211.59
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-99.37	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	915.01	1471.67	2383.26	2966.44
%营业收入	35.71%	33.42%	35.42%	35.05%
营业外收支	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	915.01	1471.67	2383.26	2966.44
%营业收入	35.71%	33.42%	35.42%	35.05%
所得税费用	85.87	138.04	223.55	278.25
净利润	829.14	1333.63	2159.71	2688.19
%营业收入	32.36%	30.28%	32.10%	31.76%
归属于母公司的净利	829.14	1333.63	2159.71	2688.19
%同比增速	-24.88%	60.85%	61.94%	24.47%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	0.73	1.18	1.91	2.37

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.73	1.18	1.91	2.37
BVPS	7.42	7.75	9.65	12.03
PE	114.89	54.32	33.54	26.95
PEG	—	0.89	0.54	1.10
PB	11.31	8.25	6.62	5.31
EV/EBITDA	125.95	52.03	28.46	21.82
ROE	10%	15%	20%	20%
ROIC	7%	13%	18%	18%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5104	4992	7651	9652
交易性金融资产	1562	1562	1562	1562
应收账款及应收票据	172	341	444	544
存货	375	1178	818	1911
预付账款	26	13	19	25
其他流动资产	183	187	197	197
流动资产合计	7423	8273	10690	13890
长期股权投资	68	68	68	68
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	39	286	393	403
无形资产	125	115	105	95
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	65	65	65	65
其他非流动资产	1240	943	736	591
资产总计	8959	9749	12056	15110
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	207	641	725	1049
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	84	109	132	142
应交税费	84	53	81	102
其他流动负债	63	39	51	62
流动负债合计	437	841	989	1355
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	20	20	20	20
其他非流动负债	111	103	103	103
负债合计	568	964	1111	1477
归属于母公司的所有	8391	8785	10945	13633
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	8391	8785	10945	13633
负债及股东权益	8959	9749	12056	15110

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	680	616	2458	1790
投资	-55	0	0	0
资本性支出	-153	0	0	0
其他	277	220	202	212
投资活动现金流净额	69	220	202	212
债权融资	0	-8	0	0
股权融资	37	-600	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-339	-340	-1	-1
其他	-307	0	0	0
筹资活动现金流净额	-609	-949	-1	-1
现金净流量	79	-113	2659	2001

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

彭琦，近20年电子行业从业经验。曾担任intel和泰科电子等美资半导体和元器件公司市场和战略等相关工作。2010年起在券商从事电子和半导体行业证券研究工作，期间多次获得水晶球，IAMAC，金牛奖以及新财富相关奖项。后在大型PE和对冲基金有近4年买方经历。于2022年6月加入东亚前海担任电子行业首席分析师。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>