

## 从美股 Astera Labs 看 CXL 潜力

### ——Astera Labs 上市点评

买入|维持

#### 事件:

美国时间3月20日, Astera Labs 公司在美国纳斯达克首次公开募股, 股票代码 ALAB, 定价每股售价为 36 美元, 高于此前公司递交给美国 SEC 文件中 32-34 美元区间的定价, IPO 规模轻松超过了近期上市的所有美国科技企业, 上市当日最终收盘价为 62.03 美元, 市值达 93 亿美元。目前市场热度较高, 截至美国时间3月27日, 最终收盘价为 79.92 元, 市值达 121.9 亿美元, 相较于 IPO 上涨 122%。

#### ● 事件点评

Astera Labs 2023 年公司收入 1.15 亿美元, 亏损 2625 万美元, 市值达 121.9 亿美元。目前主要是看好公司两部分业务: Retimer 和 CXL 内存控制器的的发展。Astera Labs 认为在 Retimer 上也主要竞争对手是: 博通、澜起科技和谱瑞科技, 在 CXL 内存控制器上主要竞争对手是: Marvell、Microchip、澜起科技和 Rambus。我们认为澜起科技也同样享有这片市场前景。澜起科技作为 Retimer 业务主要竞争对手之一, 也是中国大陆 Retimer 龙头公司。我们认为澜起科技在 24 年可以起量, 预计做 18M\$, 市场占比 7%。澜起科技的 CXL MXC 内存扩展控制器已过存储大厂三星、海力士验证, 并应用在其 CXL DRAM 产品上。MXC 有望在 24H2 到 25 年进入批量供应期。

#### ● 投资建议与盈利预测

我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.5/14.8/26.7 亿元, 考虑公司主营业务拐点清晰, 在 AI 服务器和 AIPC 等智能硬件方向业务发展带动 24-25 年高成长预期, 以公司 24 年 50x 估值, 相应目标价 64.9 元, 维持“买入”评级

#### ● 风险提示

上行风险: 竞争对手产能扩张低于预期;DDR5 渗透率快于市场预期;CXL Dram 出货加速;AI PC 普及率加速;

下行风险: DDR5 渗透率低于预期; 行业竞争加剧加速价格下行; 伴随芯片如 PMIC 等出现供应问题;

#### 附表: 盈利预测

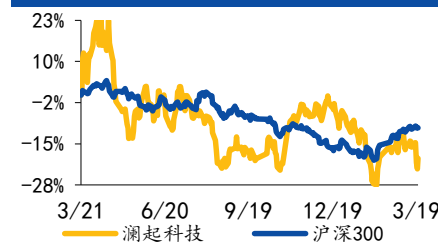
财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2562.02	3672.26	2286.47	4419.73	6591.29
收入同比 (%)	40.49	43.33	-37.74	93.30	49.13
归母净利润(百万元)	829.14	1299.38	451.45	1477.76	2667.74
归母净利润同比 (%)	-24.88	56.71	-63.38	210.55	80.53
ROE (%)	9.88	13.11	4.67	12.66	18.61
每股收益 (元)	0.73	1.15	0.42	1.30	2.34
市盈率(P/E)	68.11	43.42	119.10	38.35	21.24

资料来源: Wind, 国元证券研究所

#### 基本数据

52 周最高 / 最低价 76.46 / 44.59 (元):  
A 股流通股 (百万股): 1141.46  
A 股总股本 (百万股): 1141.46  
流通市值 (百万元): 56696.37  
总市值 (百万元): 56696.37

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-澜起科技(688008) 2023 年业绩快报点评: DDR5 与 AI 有望提升公司业绩弹性》2024.02.28

《国元证券公司研究-澜起科技(688008.SH) 首次覆盖报告: Dram 行业三点共振, 新业务切入 AI 算力系统》2024.02.08

#### 报告作者

分析师 彭琦  
执业证书编号 S0020523120001  
电话 (021) 5109 7188  
邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

## 事件

美国时间 3 月 20 日，Astera Labs 公司在美国纳斯达克首次公开募股，股票代码 ALAB，定价每股售价为 36 美元，高于此前公司递交给美国 SEC 文件中 32-34 美元区间的定价，IPO 规模轻松超过了近期上市的所有美国科技企业，上市当日最终收盘价为 62.03 美元，市值达 93 亿美元。目前市场热度较高，截至美国时间 3 月 27 日，最终收盘价为 79.92 元，市值达 121.9 亿美元，相较于 IPO 上涨 122%。

## 事件点评

Astera Labs 公司目前三条产品线：（1）主营业务 Aries PCIe/CXL Retimers：优化数据传输的稳定性，提升 AI 服务器传输高精度（2）Taurus 智能电缆模块：在 AECs(有源电缆)上为服务器提供更高更快的网络带宽（3）Leo CXL 智能内存控制器：提供 CXL 下的内存拓展与池化。Astera Labs 2023 年公司收入 1.15 亿美元，亏损 2625 万美元，市值达 121.9 亿美元。目前主要是看好公司两部分业务：Retimer 和 CXL 内存控制器的发展。Astera Labs 认为在 Retimer 也上主要竞争对手是：博通、澜起科技和谱瑞科技，在 CXL 内存控制器上主要竞争对手是：Marvell、Microchip、澜起科技和 Rambus。我们认为澜起科技也同样享有这片市场前景。

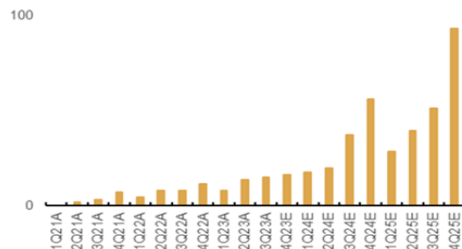
Retimer 业务目前贡献了绝大多数营收。Astera Labs 23 年销售 115M\$，估算占市场的 60%。随着 AI 加速器需求的持续火热，PCIe Retimer 市场也将增长。我们预计 24 年 PCIe Retimer 市场增长 30%。Retimer 业务的第二个增长曲线就是 CXL 的未来起量，随着 CXL 内存池的发展，CXL Retimer 市场也将增长。CXL 采用内存池将导致对 CXL switch 的日益增长的需求，从而带动 CXL Retimer 业务增长。澜起科技作为 Retimer 业务主要竞争对手之一，也是中国大陆 Retimer 龙头公司。我们认为澜起科技的 PCIe/CXL Retimers 在 24 年可以起量，预计做 18M\$，市场占比 7%。

图 1：服务器用 PCIe retimer 市场空间预测

	2022	2023e	2024e
高端AI服务器出货 (k)	33.8	171.8	320
其中. PCIe4 AI server %	75%	65%	25%
PCIe5 AI server 占比%	25%	35%	75%
中低阶AI服务器出货 (k)	343.8	454.8	600
PCIe5 Retimer 出货量 (k)	755	2300	4560
PCIe4 Retimer TAM(m\$)	68.0	81.4	67.2
PCIe5 Retimer TAM(m\$)	41.5	110.4	182.4
PCIe retimer Gen4&5 Market	109.5	191.8	249.6

资料来源：Digitimes, phison, 公司资料, 中低阶 AI 服务器定义为采用中低阶 GPU,FPGA, Asic 等从事推理和边缘算力, 国元证券研究所

图 2：澜起 Retimer 业务营收预测（百万元）

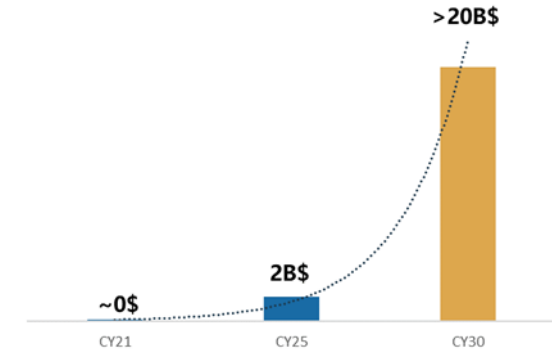


资料来源：wind, 国元证券研究所预测

CXL 是目前最受追捧的存储技术之一。在 AI 时代，存力是组成算力重要一部分，如何提高存力和加大存力成为了提高算力的必要解决问题。在 HBM 的堆叠不可能无限进行下去时，CXL 收到存储大厂的关注。无论是 CXL 1.0 的存储拓展还是 CXL 2.0 的内存池化都提高服务器的存力。推测随着 AI 服务器的放量，Leo CXL 智能内存控制器也随之增长。根据美光预测，CXL 的市场空间在 2030 年有望超过 200 亿美金，我们假设 CXL controller/extender 芯片占比 10%，对于公司来讲，有超过 20 亿美金的市场空间。作为 CXL 内存控制器上是 Astera Labs 的有力竞争对手，澜起科技的 CXL MXC 内存扩展控制器已过存储大厂三星、海力士验证，并应用

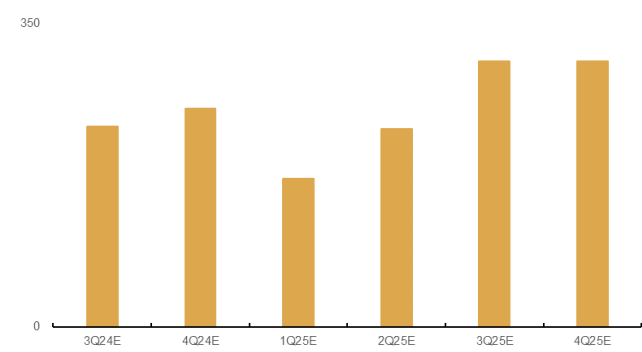
在其 CXL DRAM 产品上。MXC 有望在 24H2 到 25 年进入批量供应期。

图 3: CXL TAM 测算



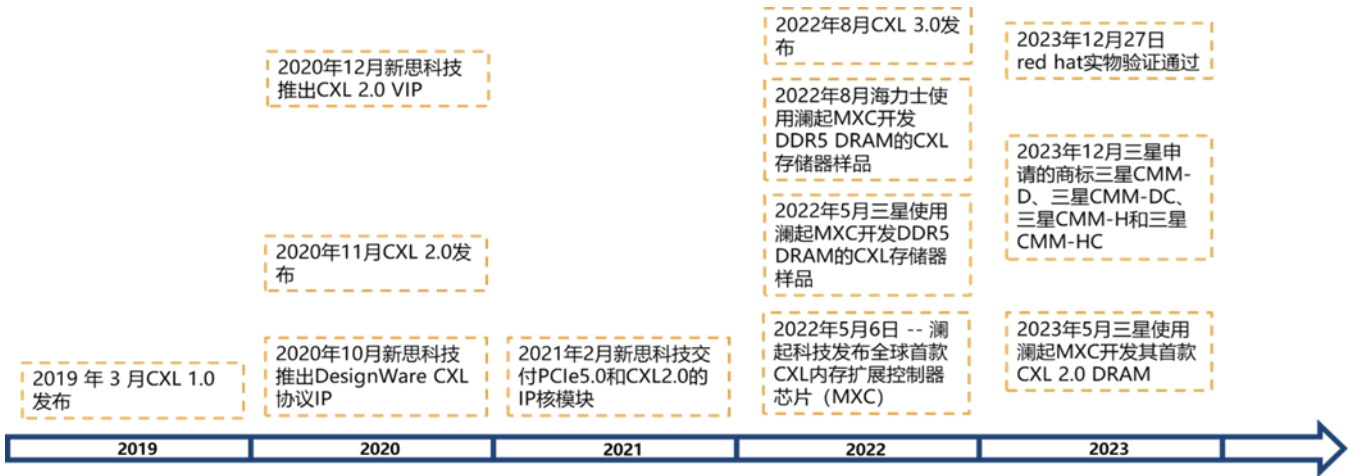
资料来源: Micron, 国元证券研究所预测

图 4: 澜起 CXL 业务营收预测 (百万元)



资料来源: wind, 国元证券研究所预测

图 5: CXL 进程表



资料来源: 各公司官网、国元证券研究所

## 投资建议与盈利预测

我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.5/14.8/26.7 亿元, 考虑公司主营业务拐点清晰, 在 AI 服务器和 AIPC 等智能硬件方向业务发展带动 24-25 年高成长预期, 以公司 24 年 50x 估值, 相应目标价 64.9 元, 维持“买入”评级。

## 风险提示

上行风险：竞争对手产能扩张低于预期；DDR5 渗透率快于市场预期；CXL Dram 出货加速；AI PC 普及率加速；

下行风险：DDR5 渗透率低于预期；行业竞争加剧加速价格下行；伴随芯片如 PMIC 等出现供应问题；

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7423.06	8636.48	8412.79	10000.13	12923.84
现金	5104.34	5870.44	5920.55	7549.78	10376.33
应收账款	172.43	322.38	273.11	368.31	457.73
其他应收款	11.28	3.63	6.22	13.29	19.43
预付账款	26.08	68.29	27.35	41.69	68.31
存货	375.29	738.43	541.28	393.49	370.21
其他流动资产	1733.63	1610.09	1610.09	1610.09	1610.09
<b>非流动资产</b>	1535.51	2049.57	2308.88	2348.77	2359.23
长期投资	67.91	64.35	172.67	155.41	139.87
固定资产	38.65	520.50	609.27	666.43	692.44
无形资产	124.60	131.08	142.08	142.08	142.08
其他非流动资产	1304.34	1333.64	1404.65	1384.85	1384.85
<b>资产总计</b>	8958.56	10686.05	10710.70	12348.90	15283.08
<b>流动负债</b>	437.30	639.43	410.79	558.84	826.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	206.71	197.17	116.85	206.00	306.61
其他流动负债	230.59	442.26	302.46	353.86	519.69
<b>非流动负债</b>	130.57	119.36	104.35	104.35	104.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	130.57	119.36	104.35	104.35	104.35
<b>负债合计</b>	567.86	758.79	528.35	664.21	930.65
少数股东权益	0.00	15.07	15.07	15.07	15.07
股本	1131.31	1134.07	1,138.01	1,138.01	1,138.01
资本公积	5113.49	5393.06	5393.06	5393.06	5393.06
留存收益	2645.99	3622.11	3516.87	4793.86	7061.44
归属母公司股东权益	8390.70	9927.26	10182.35	11684.69	14352.43
<b>负债和股东权益</b>	8958.56	10686.05	10710.70	12348.90	15283.08

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	680.41	688.84	590.64	1,705.86	2,940.64
净利润	829.14	1299.37	475.86	1,477.76	2,667.74
折旧摊销	49.95	52.27	119.41	140.11	169.53
财务费用	-83.63	-81.28	1.00	1.00	1.00
投资损失	-278.11	-374.62	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-155.44	-349.42	-114.38	124.30	149.28
其他经营现金流	318.51	154.53	109.75	-36.30	-45.91
<b>投资活动现金流</b>	68.91	63.44	-311.07	-113.70	-114.09
资本支出	153.47	226.86	-330.00	-180.00	-180.00
长期投资	53.94	-218.48	0	0.00	0.00
其他投资现金流	276.32	71.83	18.93	66.30	65.91
<b>筹资活动现金流</b>	-609.14	-270.09	-280.93	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1.49	2.76	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	211.84	215.77	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-822.47	-488.62	-219.88	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	79.28	749.81	87.18	1,592.16	2,826.56

资料来源: wind, 国元证券研究所预测

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2562.02	3672.26	2286.47	4419.73	6591.29
营业成本	1330.20	1966.75	911.52	1479.57	2207.57
营业税金及附加	9.71	5.75	6.86	13.26	19.77
营业费用	76.58	86.15	104.03	185.63	210.92
管理费用	198.75	202.41	189.78	353.58	481.16
研发费用	369.85	563.49	682.51	1016.54	1054.61
财务费用	-83.63	-81.28	-148.52	-149.79	-191.47
资产减值损失	-0.09	-26.03	-200.00	-30.00	-20.00
公允价值变动收益	-99.37	90.75	0.00	0.00	0.00
投资净收益	278.11	374.62	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	915.01	1414.52	495.90	1623.54	2919.55
营业外收入	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.67	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	915.01	1413.87	495.90	1623.54	2919.55
所得税	85.87	114.49	44.63	143.32	252.30
<b>净利润</b>	829.14	1299.37	451.27	1478.22	2667.24
少数股东损益	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	829.14	1299.38	451.27	1477.76	2667.74
EBITDA	881.34	1373.50	466.79	1613.86	2898.61
EPS (元)	0.73	1.15	0.42	1.30	2.34

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	40.49	43.33	-37.74	93.30	49.13
营业利润 (%)	-23.64	54.59	-64.94	209.96	79.83
归属母公司净利润 (%)	-24.88	56.71	-65.27	210.55	80.54
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	48.08	46.44	60.13	66.44	66.51
净利率 (%)	32.36	35.38	19.74	33.44	40.47
ROE (%)	9.88	13.11	4.44	12.66	18.63
ROIC (%)	56.27	90.46	3.10	11.45	17.34
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	6.34	7.10	4.93	5.38	6.10
净负债比率 (%)	0.07	0.08	0.00	0.00	0.00
流动比率	16.97	13.51	19.82	17.86	15.64
速动比率	16.12	12.35	-	-	-
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.29	0.37	7.68	13.78	15.96
应收账款周转率	19.62	14.77	3.57	9.67	17.23
应付账款周转率	9.09	9.74	0.21	0.38	0.48
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.73	1.15	0.40	1.30	2.34
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.60	0.61	0.53	1.79	2.89
每股净资产 (最新摊薄)	7.40	8.74	8.93	10.25	12.60
<b>估值比率</b>					
P/E	68.11	43.46	119.10	38.35	21.24
P/B	6.73	5.70	5.56	4.86	3.95
EV/EBITDA	55.50	70.83	102.75	30.52	15.98



### 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

### 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188