

澜起科技 (688008.SH)

一季度收入同比增 76%，部分新产品规模出货

买入

核心观点

2023 年收入逐季上升，1Q24 收入同比增长 76%。由于全球服务器及计算机需求下滑，相关芯片去库存，公司 2023 年实现收入 22.86 亿元 (YoY -37.76%)，归母净利润 4.51 亿元 (YoY -65.30%)，扣非归母净利润 3.70 亿元 (YoY -58.11%)；由于 DDR5 相关产品占比提高，公司毛利率提高 12.5pct 至 58.91%。其中 4Q23 营收 7.61 亿元 (YoY -4%，QoQ +27%)，归母净利润 2.17 亿元 (YoY -28%，QoQ +43%)，毛利率为 57.44% (YoY +1.0pct，QoQ -7.4pct)。根据业绩预告，1Q24 公司营收 7.37 亿元，同比增长 76%；归母净利润 2.10-2.4 亿元，同比增长 9.65-11.17 倍。

DDR5 渗透率提升，公司率先开启子代迭代。分业务看，2023 年公司互联类芯片收入 21.85 亿元 (YoY -20.11%)，占比 96%，毛利率提高 2.6pct 至 61.36%；津逮®服务器平台收入 0.94 亿元 (YoY -90%)，占比 4%，毛利率下降 6.5pct 至 4.01%。随着支持 DDR5 的主流服务器 CPU 平台陆续上市，DDR5 下游渗透率明显提升，推动公司 DDR5 相关产品出货量自 2Q23 稳步增长，预计 2024 年 DDR5 渗透率将超过 50%。为了保持领先地位，公司率先开启 DDR5 子代迭代，2023 年 10 月率先试产 DDR5 第三子代 RCD 芯片，2024 年 1 月推出支持 7200MT/s 数据速率的 DDR5 第四子代 RCD 芯片。

推出多款高性能“运力”芯片以把握 AI 机遇，部分产品已开始规模出货。

公司聚焦“运力”需求布局了一系列高速互连芯片解决方案，包括 PCIe Retimer、MRCD/MDB、CKD、MXC 等多款芯片，部分新产品已经开始规模出货。其中 PCIe 5.0 Retimer 芯片已经成功导入部分境内外主流云计算/互联网厂商的 AI 服务器采购项目，并已开始规模出货，1Q24 出货量约 15 万颗，超过该产品 2023 年出货量的 1.5 倍；搭配公司 MRCD/MDB 芯片的服务器高带宽内存模组已在境内外主流云计算/互联网厂商开始规模试用，1Q24 公司 MRCD/MDB 芯片收入首次超过 2000 万元。

投资建议：下游需求恢复叠加新产品规模出货，维持“买入”评级

公司 1Q24 公司营收 7.37 亿元 (YoY +75.74%)，考虑到服务器和计算机行业去库存结束后重新备货，以及公司部分新产品开始规模出货，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 11.83/17.89/24.54 亿元，对应 2024 年 4 月 19 日股价的 PE 分别为 44/29/21x。公司下游需求逐步恢复叠加新产品放量，维持“买入”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；客户验证不及预期；需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,672	2,286	3,573	5,077	6,668
(+/-%)	43.3%	-37.8%	56.3%	42.1%	31.3%
归母净利润(百万元)	1299	451	1183	1789	2454
(+/-%)	56.7%	-65.3%	162.4%	51.2%	37.2%
每股收益(元)	1.15	0.40	1.04	1.57	2.15
EBIT Margin	23.1%	17.3%	28.7%	32.6%	34.1%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	4.4%	10.9%	14.9%	18.2%
市盈率 (PE)	40.1	115.9	44.3	29.3	21.3
EV/EBITDA	59.6	108.9	47.1	29.7	21.9
市净率 (PB)	5.25	5.13	4.80	4.37	3.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

45.90 元

总市值/流通市值

52393/52393 百万元

52 周最高价/最低价

72.94/42.20 元

近 3 个月日均成交额

840.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《澜起科技 (688008.SH) - 三季度净利润同比增长 55%，关注服务器开启内存迭代》——2022-11-03

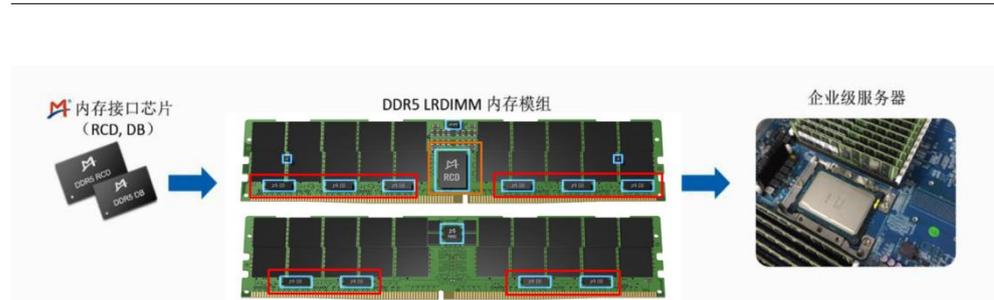
内存模组由 DDR4 向 DDR5 迭代升级，公司 DDR5 内存接口芯片开启子代迭代

内存接口芯片是服务器内存模组的核心逻辑器件。作为服务器 CPU 存取内存数据的必由通路，内存接口芯片的主要作用是提升内存数据访问的速度及稳定性，满足服务器 CPU 对内存模组日益增长的高性能及大容量需求。内存接口芯片需与内存厂商生产的各种内存颗粒和内存模组进行配套，并通过服务器 CPU、内存和 OEM 厂商针对其功能和性能的全方位严格认证，才能进入大规模商用阶段。

DDR4 和 DDR5 的内存接口芯片按功能分为 RCD 和 DB 两大类。其中寄存缓冲器(RCD)缓冲来自内存控制器的地址、命令、时钟、控制信号，数据缓冲器 (DB) 缓冲来自内存控制器或内存颗粒的数据信号。仅采用 RCD 芯片对地址、命令、时钟、控制信号进行缓冲的内存模组通常称为 RDIMM (寄存双列直插内存模组)，采用 RCD 和 DB 套片对地址、命令、时钟、控制信号及数据信号进行缓冲的内存模组称为 LRDIMM (减载双列直插内存模组)。

公司发明的“1+9”分布式缓冲内存子系统框架，突破了 DDR2、DDR3 的集中式架构设计，创新性采用 1 颗 RCD 为核心、9 颗 BD 的分布结构布局，大幅减少了 CPU 与 DRAM 颗粒间的负载效应，降低了信号传输损耗，解决了内存子系统大容量与高速度之间的矛盾，最终被 JEDEC 国际标准采纳为 DDR4 世代框架，并已在 DDR5 世代演化为 1+10 框架，继续作为 LRDIMM 的国际标准。

图1：公司内存接口芯片



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

内存模组由 JEDEC 组织定义，公司是其董事会成员之一。内存模组的发展有着清晰的技术升级路径，全球微电子行业标准制定机构 JEDEC 固态技术协会组织定义内存模组的组成构件、性能指标、具体参数等，目前已完成 DDR5 第二子代、第三子代产品标准制定，第四子代产品标准制定也初步完成。公司是 JEDEC 的董事会成员之一，在 JEDEC 下属的四个委员会及分会中安排员工担任主席或副主席职位，深度参与 JEDEC 相关产品的标准制定。比如公司牵头制定多款 DDR5 内存接口芯片标准，包括 DDR5 RCD 芯片及 MDB 芯片，并积极参与 DDR5 CKD 芯片和 DDR5 内存模组配套芯片标准制定。

公司 DDR4 及 DDR5 内存接口芯片已成功进入国际主流内存、服务器和云计算领域。公司先后推出 DDR2 到 DDR5 系列内存接口芯片，是全球可提供从 DDR2 到 DDR5 内存全缓冲/半缓冲完整解决方案的主要供应商之一，可应用于各种缓冲式内存模组，包括 RDIMM 及 LRDIMM 等，满足高性能服务器对高速、大容量的内存系统的需求。目前公司 DDR4 及 DDR5 内存接口芯片已成功进入国际主流内存、服务器和云计算领域，并占据全球市场的重要份额。

DDR4 世代内存接口芯片产品目前仍是市场主流，经历了四个子代。从 2016 年开始，DDR4 随着技术发展成熟成为内存市场的主流技术。为了实现更高的传输速率和支持更大的内存容量，JEDEC 组织进一步更新和完善 DDR4 内存接口芯片的技术规格，增加了多种功能。在 DDR4 世代，从 Gen1.0、Gen1.5、Gen2.0 到 Gen2plus，每一子代内存接口芯片所支持的最高传输速率在持续上升，DDR4 最后一个子代产品 Gen2plus 支持的最高传输已达 3200MT/s。2023 年公司 DDR4 产品以 DDR4 Gen2 Plus 子代为主。

图2: 公司 DDR4 内存接口芯片产品

DDR4 内存接口芯片产品	应用
Gen1.0 DDR4 RCD 芯片	DDR4 RDIMM 和 LRDIMM，支持速率达 DDR4-2133
Gen1.0 DDR4 DB 芯片	DDR4 LRDIMM，支持速率达 DDR4-2133
Gen1.5 DDR4 RCD 芯片	DDR4 RDIMM 和 LRDIMM，支持速率达 DDR4-2400
Gen1.5 DDR4 DB 芯片	DDR4 LRDIMM，支持速率达 DDR4-2400
Gen2 DDR4 RCD 芯片	DDR4 RDIMM 和 LRDIMM，支持速率达 DDR4-2666
Gen2 DDR4 DB 芯片	DDR4 LRDIMM，支持速率达 DDR4-2666
Gen2 Plus DDR4 RCD 芯片	DDR4 RDIMM、LRDIMM 和 NVDIMM，支持速率达 DDR4-3200
Gen2 Plus DDR4 DB 芯片	DDR4 LRDIMM，支持速率达 DDR4-3200

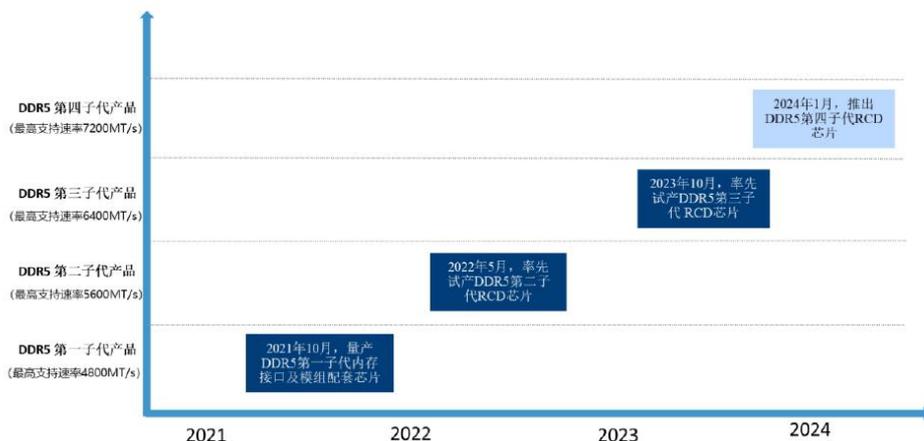
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

DDR5 采用更低的工作电压，支持速率更高。随着 DDR5 内存技术规格和产品的成熟商用，DDR5 内存技术正在实现对 DDR4 内存技术的更新和替代。DDR5 内存接口芯片相比于 DDR4 最后一个子代的内存接口芯片，采用了更低的工作电压（1.1V），同时在传输有效性和可靠性上又迈进了一步。从 JEDEC 已经公布的相关信息来看，DDR5 内存接口芯片已经规划了五个子代，支持速率分别是 4800MT/s、5600MT/s、6400MT/s、7200MT/s、8000MT/s，预计后续可能还会有 1-2 个子代，实现更高的传输速率和支持更大的内存容量是内存接口芯片行业发展的趋势和动力。

预计 2024 年 DDR5 内存模组渗透率将超过 50%，公司已率先开启 DDR5 子代迭代。支持更高速率 DDR5 的 CPU 持续迭代将推动 DDR5 内存模组的规模使用及更新换代，其中支持 DDR5 的主流桌面级 CPU 于 2021 年正式发布，普通台式机/笔记本电脑 DDR5 内存模组需求逐步提升；支持 DDR5 的主流服务器 CPU 于 2022 年底至 2023 年初正式上市，并将持续更新迭代，DDR5 内存模组渗透率将持续提升。公司预计 DDR5 内存模组的渗透率将在 2024 年超过 50%，并在 2025 年继续提升。

公司 2021 年 10 月量产 DDR5 第一子代产品，2022 年 5 月在业内率先试产 DDR5 第二子代 RCD 芯片，2023 年 10 月率先试产 DDR5 第三子代 RCD 芯片，2024 年 1 月推出支持 7200MT/s 数据速率的 DDR5 第四子代 RCD 芯片。从内存接口芯片行业的规律来看，子代迭代越快，将更有助于维持产品的平均销售价格和毛利率。

图3: 公司 DDR5 内存接口芯片产品



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

预计 2029 年全球内存接口芯片市场规模达 59 亿美元, 公司是三大主流厂商之一。根据 QYResearch 的数据, 预计 2029 年全球内存接口芯片市场规模将达到 59.2 亿美元, 2022-2029 年的 CAGR 为 34.4%, 高于 2018-2022 年 9.2% 的 CAGR。从竞争格局来看, 内存接口芯片从 DDR2 世代发展到 DDR5 世代, 参与厂商越来越集中。与 DDR4 世代类似, DDR5 内存接口芯片主要由公司、瑞萨电子和 Rambus 三家主流供应商提供。

图4: 内存接口芯片的发展历程

内存接口芯片世代	技术特点	主要厂商	研发时间跨度
DDR2	最低可支持 1.5V 工作电压	TI (德州仪器)、英特尔、西门子、Inphi、澜起科技、IDT 等	2004 年-2008 年
DDR3	最低可支持 1.25V 工作电压, 最高可支持 1866MT/s 的运行速率	Inphi、IDT、澜起科技、Rambus、TI (德州仪器) 等	2008 年-2014 年
DDR4	最低可支持 1.2V 工作电压, 最高可支持 3200MT/s 的运行速率	澜起科技、IDT、Rambus	2013 年-2017 年
DDR5	最低可支持 1.1V 工作电压, 可实现 4800MT/s 的运行速率, 并在此产品基础上, 继续研发 5600MT/s、6400MT/s、7200MT/s、8000MT/s 等产品	澜起科技、瑞萨电子 (原 IDT)、Rambus	2017 年至今

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司是 DDR5 内存模组配套芯片的主要供应商之一

根据 JEDEC 标准, DDR5 内存模组上除内存颗粒及内存接口芯片外, 还需要串行检测集线器 (SPD)、温度传感器 (TS) 以及电源管理芯片 (PMIC) 三种配套芯片。在 DDR5 世代, 服务器内存模组需要配置一颗 SPD 芯片、一颗 PMIC 芯片和两颗 TS 芯片, 普通台式机、笔记本电脑的内存模组 UDIMM (无缓冲双列直插内存模组)、SODIMM (小型双列直插内存模组) 需要配置一颗 SPD 芯片和一颗 PMIC 芯片。

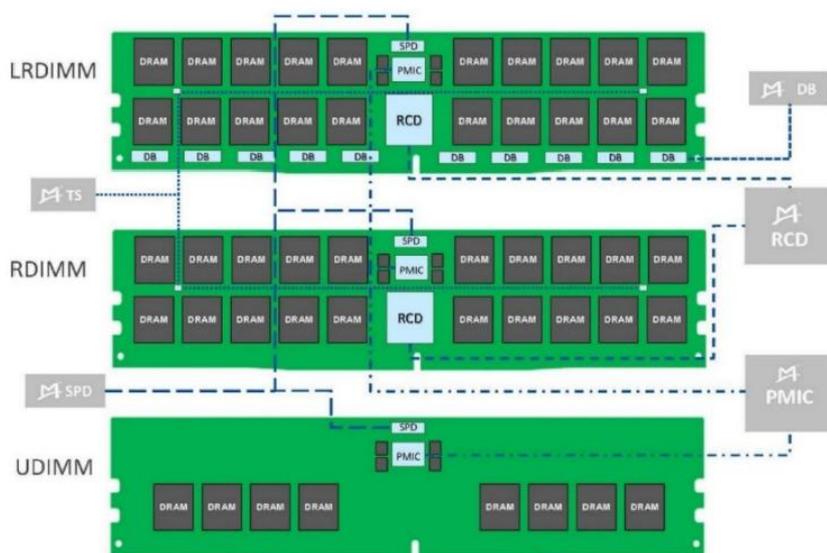
图5: 公司 DDR5 内存模组配套芯片

DDR5 内存模组配套芯片产品	应用
DDR5 SPD	DDR5 RDIMM、LRDIMM、UDIMM 和 SODIMM
DDR5 TS	DDR5 RDIMM 和 LRDIMM
DDR5 PMIC (低/高电流)	DDR5 RDIMM 和 LRDIMM

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

- **SPD:** 公司与合作伙伴共同研发了 DDR5 SPD, 芯片内部集成 8Kbit EEPROM、I2C/I3C 总线集线器 (Hub) 和温度传感器 (TS), 适用于 DDR5 系列内存模组 (如 LRDIMM、RDIMM、UDIMM、SODIMM 等), 应用范围包括服务器、台式机及笔记本内存模组。目前主要供应商是澜起科技和瑞萨电子。
- **TS:** 公司与合作伙伴共同研发了 DDR5 高精度 TS 芯片, 支持 I2C 和 I3C 串行总线, 适用于 DDR5 服务器 RDIMM 和 LRDIMM 内存模组。TS 作为 SPD 芯片的从设备, 可以工作在时钟频率分别高达 1MHz I2C 和 12.5MHz I3C 总线上; CPU 可经由 SPD 芯片与之进行通讯, 从而实现对内存模组的温度管理。TS 是 DDR5 服务器内存模组上重要组件, 目前主流的 DDR5 服务器内存模组配置 2 颗 TS。目前主要供应商是澜起科技和瑞萨电子。
- **PMIC:** 公司与合作伙伴共同研发了 DDR5 低/高电流 PMIC, 芯片包含 4 个直流-直流降压转换器, 两个线性稳压器 (LDO, 分别为 1.8V 和 1.0V), 并能支持 I2C 和 I3C 串行总线。PMIC 的作用主要是为内存模组上的其他芯片 (如 DRAM、RCD、DB、SPD 和 TS 等) 提供电源支持; CPU 可经由 SPD 芯片与之进行通讯, 从而实现电源管理。低电流电源管理芯片应用于 DDR5 服务器较小电流的 RDIMM 内存模组, 高电流电源管理芯片则应用于 DDR5 服务器较大电流的 RDIMM 和 LRDIMM 内存模组。

图6: 公司 DDR5 内存模组配套芯片

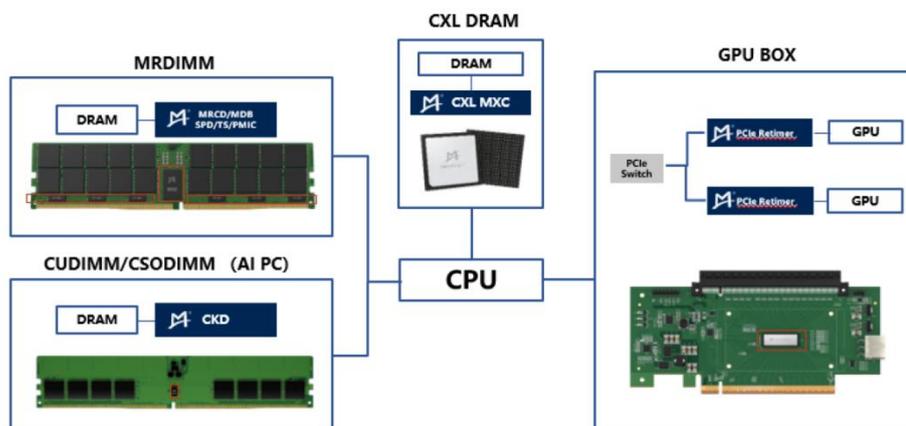


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

推出多款高性能“运力”芯片以把握 AI 机遇

“运力”是提升 AI 系统整体性能的关键。AI 相关应用推动算力、存力需求快速增长，与此同时对运力提出了更大需求，未来“运力”是提升 AI 系统整体性能的关键。“运力”是指在计算和存储之间搬运数据的能力，人工智能时代需要更高的带宽、更快的传输。公司聚焦“运力”需求布局了一系列高速互连芯片解决方案，包括 PCIe Retimer、MRCD/MDB、CKD、MXC 等多款芯片。

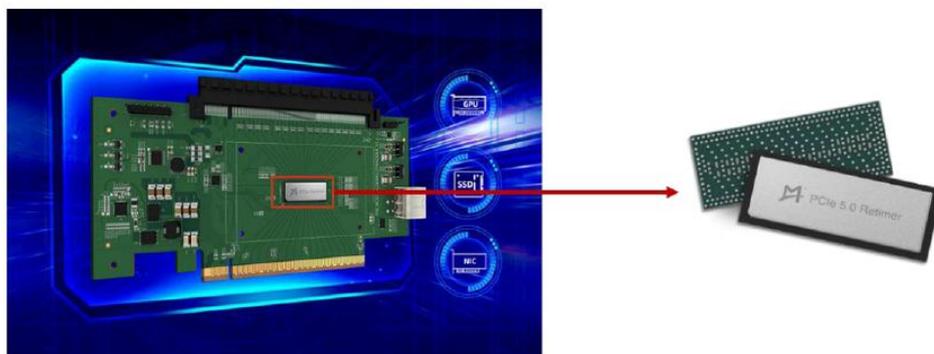
图7: 公司“运力”相关芯片



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- **PCIe Retimer 芯片**：PCIe 5.0 Retimer 芯片可为 AI 服务器等典型应用场景提供稳定可靠的高带宽低延时互连解决方案，以解决信号完整性问题。一台典型的配置 8 块 GPU 的主流 AI 服务器需要 8 颗或 16 颗 PCIe 5.0 Retimer 芯片，AI 服务器出货量增加将直接带动 PCIe Retimer 芯片需求的增长。公司 2023 年已成功量产 PCIe 5.0/CXL 2.0 Retimer 芯片，并积极开展客户导入、验证测试及相关市场拓展工作。目前，PCIe 5.0 Retimer 芯片已经成功导入部分境内外主流云计算/互联网厂商的 AI 服务器采购项目，并已开始规模出货，1Q24 出货量约 15 万颗，超过该产品 2023 年出货量的 1.5 倍。

图8: 公司 PCIe Retimer 芯片

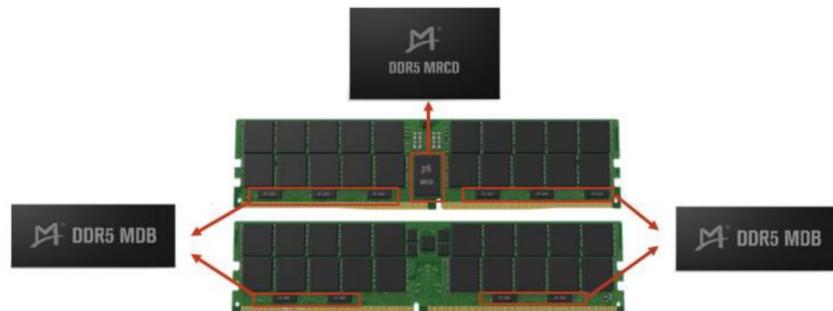


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- **MRCD/MDB:** 为了满足 AI 对更高带宽、更高容量内存模组的需求，JEDEC 组织制定了服务器 MRDIMM (Multiplexed Rank DIMM) 内存模组相关技术标准。MRDIMM 内存模组采用了 LRDIMM “1+10” 的基础架构，与 LRDIMM 相比，MRDIMM 内存模组可以同时访问内存模组上的两个阵列，提供双倍带宽，第一代产品最高支持 8800MT/s 速率。服务器高带宽内存模组需要搭配的内存接口芯片为 MRCD 芯片和 MDB 芯片，与普通的 RCD 芯片、DB 芯片相比，设计更为复杂、速率更高，价值量也将有所提升。

公司是 MDB 芯片国际标准的牵头制定者，已完成 DDR5 第一子代 MRCD/MDB 芯片量产版本的研发，搭配公司 MRCD/MDB 芯片的服务器高带宽内存模组已在境内外主流云计算/互联网厂商开始规模试用。1Q24 公司 MRCD/MDB 芯片收入首次超过 2000 万元。

图9: 公司 MRCD/MDB 芯片



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

- **CKD 芯片:** 由于 AI PC 需要更高带宽的内存提升整体运算性能，将增加更高速率 DDR5 内存需求。当 DDR5 数据速率达到 6400MT/s 及以上时，PC 端的内存模组（如台式机的 UDIMM 和笔记本电脑的 SODIMM）需采用专用时钟驱动芯片（CKD）。公司 2022 年发布业界首款 DDR5 第一子代 CKD 工程样片，现已完成该芯片量产版研发，预计 CKD 芯片将跟随 PC 端相应新 CPU 平台的发布而开始规模出货。

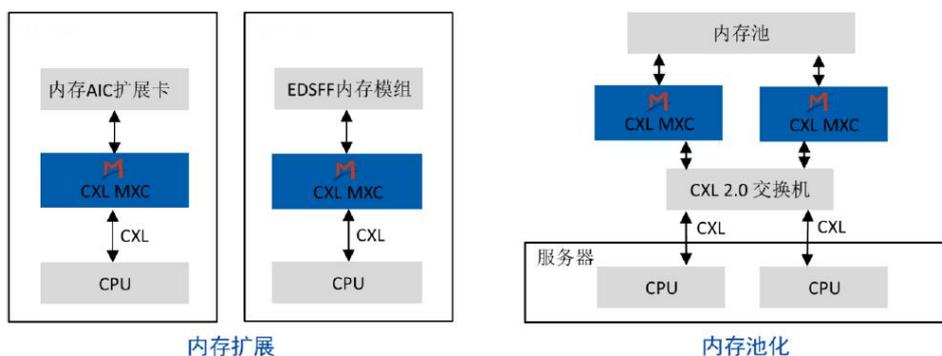
图10: 公司 CKD 芯片



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

- **MXC 芯片**：MXC 芯片是一款 CXL 内存扩展控制器芯片，属于 CXL 协议所定义的第三种设备类型，支持 JEDEC DDR4 和 DDR5 标准，同时符合 CXL 2.0 规范，支持 PCIe 5.0 传输速率。CXL 内存模块拥有强大的内存扩展能力，具有高效数据处理、加速计算速度等优势。2023 年三星、SK 海力士、美光均开发出了支持 CXL 2.0 的 DRAM 产品，2024 年三星在 Memcon 2024 上宣布推出一款 CXL 混合内存模块。公司 2022 年全球首发的 MXC 芯片是 CXL 内存扩展和内存池化应用的核心控制芯片，顺利通过了 CXL 联盟的数十项严苛测试，成为全球首家通过测试的内存扩展控制产品，已完成第一代 MXC 芯片量产版本的研发。

图11：公司 MXC 芯片主要用于内存扩展和内存池化



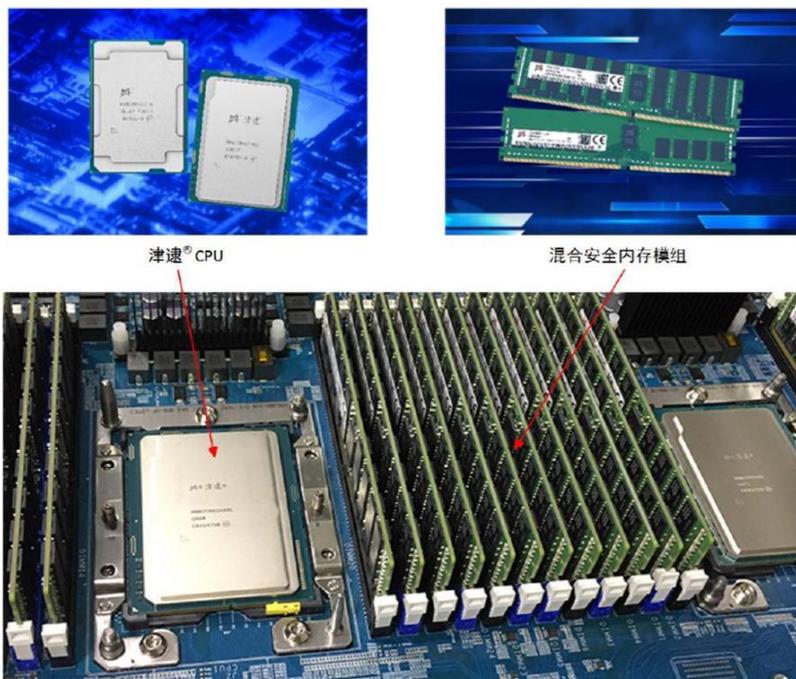
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

津逮®服务器平台主要包括津逮®CPU 和混合安全内存模组

津逮®服务器平台具备芯片级实时安全监控功能，可在信息安全领域发挥重要作用，为云计算数据中心提供更为安全、可靠的运算平台。此外，该平台还结合了先进的异构计算与互联技术，可为大数据及人工智能时代的各种应用提供强大的综合数据处理及计算力支撑。该平台主要针对中国本土市场，已应用到政务、交通等领域及高科技企业中。

- **津逮®CPU**：津逮®CPU 是公司推出的一系列具有预检测、动态安全监控功能的 x86 架构处理器，适用于津逮®或其他通用的服务器平台。公司自 2019 年以来先后推出了第一代、第二代、第三代、第四代及第五代津逮®CPU，其中第五代津逮®CPU 于 2023 年 12 月推出，内置强大的 AI 加速引擎。
- **混合安全内存模组 (HSDIMM®)**：混合安全内存模组采用公司具有自主知识产权的 Mont-ICMT®内存监控技术，可为服务器平台提供更为安全、可靠的内存解决方案。目前，公司推出标准版和精简版两大系列混合安全内存模组，可为不同应用场景提供不同级别的数据安全解决方案，为各大数据中心及云计算服务器等提供基于内存端的硬件级数据安全解决方案。

图12: 津逮®服务器平台



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

收入:

由于全球服务器及计算机需求下滑, 相关芯片去库存, 公司 2023 年实现收入 22.86 亿元 (YoY -37.76%); 由于 DDR5 渗透率提升, 相关收入占比提高, 公司毛利率提高 12.5pct 至 58.91%。其中 4Q23 营收 7.61 亿元 (YoY -4%, QoQ +27%), 毛利率为 57.44% (YoY +1.0pct, QoQ -7.4pct)。根据业绩预告, 1Q24 公司营收 7.37 亿元, 同比增长 76%。

- **互联类芯片:** 公司互连类芯片产品主要包括内存接口芯片 (含 MRCD/MDB 芯片)、内存模组配套芯片、CKD 芯片、PCIe Retimer 芯片、MXC 芯片等, 2023 年实现收入 21.85 亿元, 同比减少 20.11%, 占比 96%, 收入下降主要是由于全球服务器和计算机需求下滑及客户去库存; 毛利率提高 2.6pct 至 61.36%, 毛利率提高主要是由于 DDR5 内存接口芯片出货量占比提高。随着服务器和计算机库存去化完成, 以及公司部分新产品 (如 PCIe Retimer、MRCD/MDB 芯片) 开始规模出货, 我们预计公司 2024-2026 年互联类芯片收入增速分别为 +55%/+40%/+30%; 2024 年由于 DDR4 需求恢复, 预计出货占比短期提高将导致毛利率略下滑, 2025-2026 年随着 DDR5 相关产品和新产品的占比提高将重新回升, 预计 2024-2026 年分别为 61.0%/61.5%/62.0%。
- **津逮®服务器平台:** 津逮®服务器平台产品包括津逮®CPU 和混合安全内存模组, 2023 年实现收入 0.94 亿元, 同比减少 90%, 占比 4%, 收入大幅下降主要是由于宏观环境及行业去库存, 以及该业务处于发展初期需求相对不稳定; 毛利率下降 6.5pct 至 4.01%, 毛利率下降主要是由于规模效应减弱。随着库存去完, 我们预计公司 2024-2026 年津逮®服务器平台产品收入增速分别为 +100%/+80%/+50%; 毛利率随着规模效应逐步恢复, 预计 2024-2026 年分别为

5%/8%/10%。

表1: 公司业务拆分预估和主要费率预估

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
互联类芯片	收入 (百万元)	2735	2185	3386	4741	6163
	YOY	59.30%	-20.11%	55.00%	40.00%	30.00%
	占比	74.47%	95.57%	94.76%	93.37%	92.42%
	毛利率	58.72%	61.36%	61.00%	61.50%	62.00%
津逮®服务器平台	收入 (百万元)	937	94	187	337	505
	YOY	10.80%	-90.01%	100.00%	80.00%	50.00%
	占比	25.50%	4.09%	5.24%	6.63%	7.58%
	毛利率	10.54%	4.01%	5.00%	8.00%	10.00%
合计	收入 (百万元)	3672	2286	3573	5077	6668
	YOY	43.33%	-37.76%	56.33%	42.09%	31.33%
	毛利率	46.44%	58.91%	58.07%	57.95%	58.06%
销售费率		2.35%	3.94%	3.00%	2.50%	2.30%
管理费率		5.51%	7.57%	5.15%	4.61%	4.38%
研发费率		15.34%	29.83%	21.00%	18.00%	17.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

主要费率: 由于收入下降, 公司 2023 年主要费率均明显提高, 其中研发费率提高 14.5pct 至 29.83%; 管理费率提高 2.1pct 至 7.57%, 销售费率提高 1.6ct 至 3.94%。

- **研发费率:** 公司 2023 年研发费用同比增长 21% 至 6.82 亿元, 研发费率提高 14.5pct 至 29.83%。随着收入规模增加, 我们认为研发费率在 2024-2026 年将逐步下降, 假设 2024-2026 年研发费率分别为 21%/18%/17%。
- **管理费率:** 公司 2023 年管理费用同比减少 14.5% 至 1.73 亿元, 管理费率提高 2.1pct 至 7.57%。随着收入规模增加, 我们认为管理费率在 2024-2026 年将逐步下降, 假设 2024-2026 年管理费率分别为 5.2%/4.6%/4.4%。
- **销售费率:** 公司 2023 年销售费用同比增长 4.4% 至 0.90 亿元, 销售费率提高 1.6ct 至 3.94%。随着收入规模增加, 我们认为销售费率在 2024-2026 年将逐步下降, 假设 2024-2026 年销售费率分别为 3.0%/2.5%/2.3%。

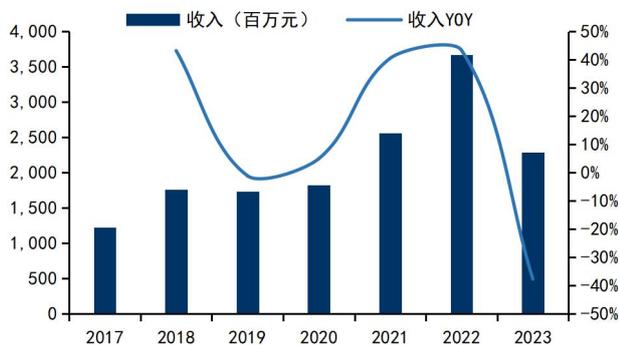
综上, 我们预计 2024-2026 年公司营收同比增长 +56%/+42%/+31% 至 35.7/50.8/66.7 亿元, 归母净利润同比增长 +162%/+51%/+37% 至 +11.8/+17.9/+24.5 亿元。

表2: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2286	3573	5077	6668
营业成本	939	1498	2135	2796
销售费用	90	107	127	153
管理费用	173	184	234	292
研发费用	682	750	914	1134
财务费用	(180)	(150)	(167)	(191)
资产减值及公允价值变动	(280)	(111)	(115)	(124)
营业利润	472	1239	1884	2585
利润总额	472	1239	1884	2585
归属于母公司净利润	451	1183	1789	2454
EPS (摊薄)	0.40	1.04	1.57	2.15
ROE (摊薄)	4%	11%	15%	18%

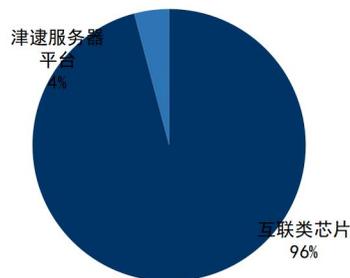
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

图13: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司2023年收入构成



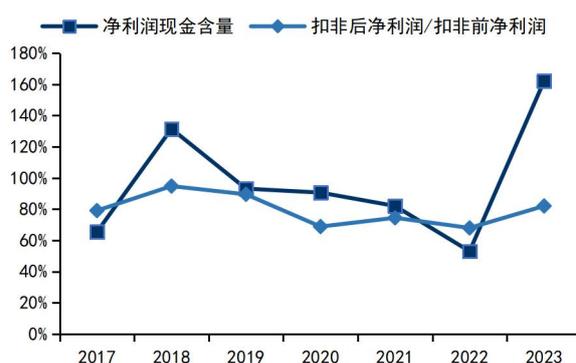
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 公司归母净利润及增速



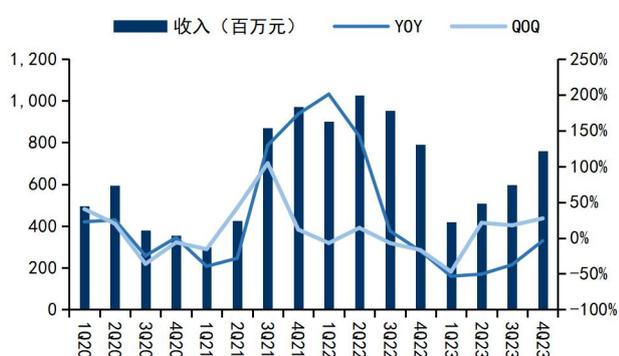
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 公司利润质量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 公司单季收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 公司单季归母净利润及增速



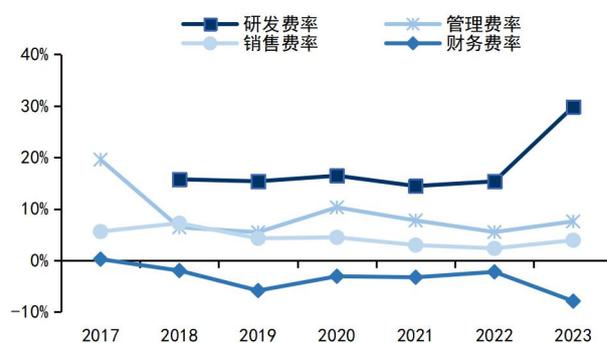
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 公司毛利率、净利率变化情况



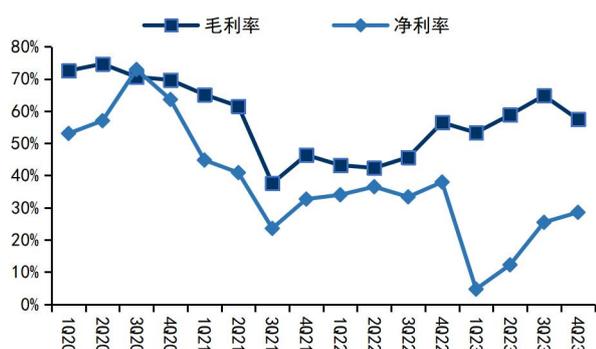
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 公司主要费率



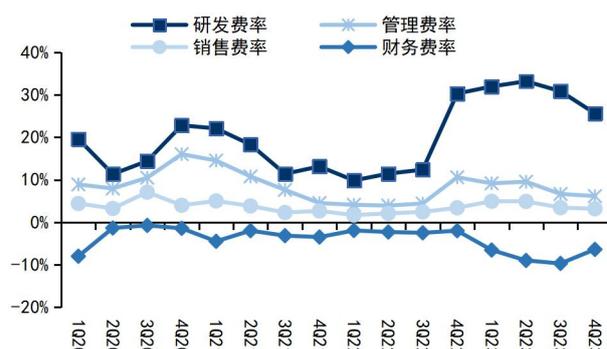
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 公司季度毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 公司季度费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5870	5744	6302	7102	8221	营业收入	3672	2286	3573	5077	6668
应收款项	326	298	466	662	870	营业成本	1967	939	1498	2135	2796
存货净额	738	482	464	552	726	营业税金及附加	6	6	9	11	16
其他流动资产	1702	1772	1723	1681	1642	销售费用	86	90	107	127	153
流动资产合计	8636	8296	8955	9998	11459	管理费用	202	173	184	234	292
固定资产	582	839	1009	1182	1353	研发费用	563	682	750	914	1134
无形资产及其他	131	137	132	126	121	财务费用	(81)	(180)	(150)	(167)	(191)
其他长期资产	1272	1355	1355	1355	1355	投资收益	375	91	91	91	91
长期股权投资	64	71	162	253	344	资产减值及公允价值变动	65	(280)	(111)	(115)	(124)
资产总计	10686	10698	11612	12914	14631	其他收入	46	85	85	85	151
短期借款及交易性金融负债	12	13	13	13	13	营业利润	1415	472	1239	1884	2585
应付款项	197	131	210	300	395	营业外净收支	(1)	0	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	430	247	374	522	681	利润总额	1414	472	1239	1884	2585
流动负债合计	639	391	597	835	1089	所得税费用	114	21	55	94	129
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	0	1	1	1
其他长期负债	119	100	95	84	72	归属于母公司净利润	1299	451	1183	1789	2454
长期负债合计	119	100	95	84	72	现金流量表 (百万元)					
负债合计	759	491	692	919	1161	净利润	1299	451	1184	1790	2456
少数股东权益	15	15	16	16	17	资产减值准备	26	193	23	28	36
股东权益	9912	10191	10904	11977	13450	折旧摊销	38	89	103	138	168
负债和股东权益总计	10686	10698	11612	12912	14628	公允价值变动损失	(91)	87	87	87	87
关键财务与估值指标						财务费用	(0)	(2)	(150)	(167)	(191)
每股收益	1.15	0.40	1.04	1.57	2.15	营运资本变动	(1314)	(45)	14	(103)	(188)
每股红利	0.30	0.30	0.41	0.63	0.86	其它	730	(41)	127	139	155
每股净资产	8.74	8.95	9.55	10.49	11.78	经营活动现金流	689	731	1388	1913	2524
ROIC	11%	5%	12%	18%	24%	资本开支	(227)	(424)	(268)	(306)	(333)
ROE	13%	4%	11%	15%	18%	其它投资现金流	290	(150)	(91)	(91)	(91)
毛利率	46%	59%	58%	58%	58%	投资活动现金流	63	(574)	(359)	(397)	(424)
EBIT Margin	23%	17%	29%	33%	34%	权益性融资	82	117	3	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	32%	35%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	43%	-38%	56%	42%	31%	支付股利、利息	(339)	(341)	(473)	(715)	(981)
净利润增长率	57%	-65%	162%	51%	37%	其它融资现金流	(13)	(147)	(0)	(0)	0
资产负债率	7%	5%	6%	7%	8%	融资活动现金流	(270)	(372)	(471)	(715)	(981)
息率	0.6%	0.6%	0.9%	1.4%	1.9%	现金净变动	750	(168)	559	800	1119
P/E	40.1	115.9	44.3	29.3	21.3	货币资金的期初余额	5084	5834	5666	6224	7025
P/B	5.3	5.1	4.8	4.4	3.9	货币资金的期末余额	5834	5666	6224	7025	8143
EV/EBITDA	59.6	108.9	47.1	29.7	21.9	企业自由现金流	(723)	(2)	827	1303	1810
						权益自由现金流	(737)	(150)	970	1461	1992

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032