

## 互连芯片营收创新高，AI 运力芯片初显高成长潜力

买入|维持

——公司 24 年中报业绩点评

### ● 报告要点:

8月26日，公司发布2024年中报。2024H1，公司营收实现16.65亿元，YoY+79.49%；归母净利实现5.93亿元，YoY+624.63%；毛利率和净利率分别为57.78%和35.63%。单季度2Q24来看，公司营收实现9.28亿元，YoY+82.59%；归母净利实现3.70亿元，YoY+495.07%；毛利率和净利率分别为57.83%和39.86%。公司实际业绩略低于预告中值。

**内存接口芯片**，24H1，DDR5渗透率持续提升有望带动公司DDR5内存接口芯片出货占比超过45%，带动公司毛利率提升。24H1公司DDR5第二子代RCD出货量超过第一子代，第三子代芯片预计从24H2开始规模出货，预计DDR5内存接口芯片出货量在24Q3超过DDR4。此外，公司于2024年1月推出DDR5第四子代RCD芯片，并已送样给内存模组厂商。公司积极投入第五子代RCD芯片研发，力图保持产品技术的领先优势。

**AI“运力”芯片**，公司AI运力芯片Q2销售额占互连芯片营收比重达到16%，相较Q1的8%实现较大幅度增长，呈现高成长潜力。1) **PCIe retimer**: 公司分别于24Q1和24Q2实现15万颗和30万颗出货，预计24Q3出货达到60万颗，出货量翻倍增长。此外，公司PCIe 6.0 retimer芯片关键IP的开发及验证取得重大进展，有序推进PCIe 6.0 retimer芯片工程研发，并有望于25-26年推向市场。2) **MRCD/MDB**: 公司MRCD/MDB芯片开始在国内外主流云计算厂商试用，分别于24Q1和24Q2实现营收超过2000万和5000万，预计在25年从试用转为商用。3) **CKD**: 公司于2024年4月率先试产CKD芯片，于24Q2开始小规模出货，单季度销售额超过1000万，有望于24Q4开始逐步上量。4) **MXC**有望在25年实现出货，内存池化预计于26-27年逐步落地。

我们预测公司2024-2025年归母净利实现为14.33/23.64亿元，给予公司30x估值，对应目标价62元/股，维持“买入”评级。

### 财务数据和估值

	2023A	2024E		2025E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入(百万元)	2286	4015	4196	6224	6115
增长率(%)	-37.8%	75.6%	83.6%	55.0%	45.7
归母净利(百万元)	451	1433	1434	2364	2244
增长率(%)	-65.3%	217.9%	218.0%	64.9%	56.5%
EPS(元/股)	0.40	1.25	1.26	2.07	1.96
市盈率(P/E)	147	41	41	25	26
市净率(P/B)	6.57	5.13	5.19	4.25	4.47

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 市场预期为 Wind 一致预期, 股价为 2024 年 8 月 29 收盘价

### ● 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

当前价/目标价: 51.35 元/62 元

目标期限: 6 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价(元): 65.03 / 43.15

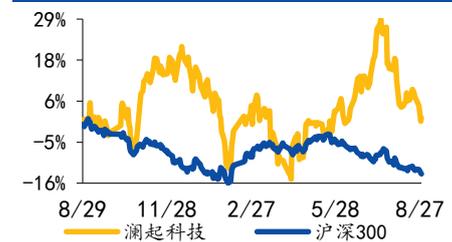
A 股流通股(百万股): 1142.54

A 股总股本(百万股): 1142.54

流通市值(百万元): 58669.31

总市值(百万元): 58669.31

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

《国元证券电子行业 2024 年中期策略报告: 科技硬件迎来估值重塑, 端侧 AI 带动消费新周期》2024.07.12

《国元证券公司研究-澜起科技(688008)澜起科技 2024 年第一季度业绩预告点评: DDR4 补库存带动一季成长, AI 芯片规模出货》2024.07.08

### 报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 (021) 51097188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

## 1. 主要观点

公司 2024 年上半年营收实现 16.65 亿元，YoY+79.49%；归母净利为 5.93 亿元，YoY+624.63%；扣非归母净利达到 5.44 亿元，YoY+14177.86%；毛利率为 57.78%，YoY+1.46 pct，净利率达到 35.63%，YoY+26.8 pct。

单季度来看，公司 24Q2 营收实现 9.28 亿元，YoY+82.59%，QoQ+25.83%；归母净利达到 3.70 亿元，YoY+495.07%，QoQ+65.50%；扣非归母净利为 3.25 亿元，YoY+9132.98%，QoQ+47.81%；毛利率为 57.83%，YoY-1 pct，QoQ+0.13 pct，净利率实现 39.86%，YoY+27.61 pct，QoQ+9.56 pct。

### 内存接口芯片

DDR5 渗透率持续提升预计带动公司在 DDR5 接口芯片的出货占比超过 45%，带动公司整体毛利率提升。2024H1 公司 DDR5 第二子代 RCD 芯片出货量已超过第一子代 RCD 芯片，第三子代芯片预计将从 2024H2 开始规模出货。进入 Q3，预计 DDR5 内存接口芯片出货量将超过 DDR4 内存接口芯片。此外，公司于 2024 年 1 月推出 DDR5 第四子代 RCD 芯片，且已送样给内存模组厂商，并积极投入 DDR5 第五子代 RCD 芯片的研发，力图保持产品技术的领先优势。

### AI 运力芯片

公司 AI 运力芯片包括 PCIe Retimer、MRCD/MDB、CKD、XMC 等，随着 PCIe 5.0 Retimer 开始批量出货以及 MRCD/MDB 进入试用阶段，AI 运力芯片营收在二季度占整体互连芯片营收比重达到 16%，较一季度的 8% 实现大幅增长，AI 运力芯片已经呈现高成长潜力。

**PCIe retimer 芯片：**新一代 GPU 加速卡推动了 PCIe 5.0 AI 服务器渗透率提升，而 PCIe 5.0 retimer 成为标配需求。公司是全球实现量产并出货 PCIe 5.0 retimer 芯片的两家供应商之一。受益于 PCIe 5.0 AI 服务器需求增长，公司在 Q1 和 Q2 分别实现 15 万颗和 30 万颗出货，预计 24Q3 出货量可达到 60 万颗，实现翻倍增长。此外，公司在 PCIe 6.0 retimer 芯片关键 IP 的开发及验证取得重大进展，有序推进 PCIe 6.0 retimer 芯片的工程研发，并有望在 25-26 年推向市场。PCIe 5.0 retimer 是公司 AI 运力芯片系列产品线中最先实现规模化出货的产品线。

**MRCD/MDB 芯片：**受益 AI 及高性能计算对更高带宽内存模组需求的推动，公司的 MRCD/MDB 芯片在国内外主流云计算厂商开始试用，于 24Q1 和 24Q2 分别实现营收超过 2000 万和 5000 万，公司同时在研发 DDR5 第二子代 MRCD/MDB 芯片以更好的满足下游需求。预计 MRCD/MDB 在 25 年将从试用转入商用阶段，对公司营收形成较大弹性预期。

**CKD 芯片：**当 AI PC 配置的 DDR5 数据速率达到 6400MT/s 及以上时，内存模组则需采用专门的时钟驱动器芯片（CKD）。公司于 2024 年 4 月在业界率先试产 CKD 芯片，并于 24Q2 开始小规模出货，单季度销售额超过 1000 万。随着客户主要技术平台的发布，CKD 芯片有望在今年 Q4 开始进入逐步上量阶段。

对于 MXC 芯片，公司预计 25 年有望在内存扩展方面实现出货，而内存池化方面，预计会在 26-27 年逐步落地。

除了主要 AI 运力芯片外，公司在时钟芯片和缓冲芯片方向也取得进展，在时钟发生器上已形成 6 个料号产品。时钟发生器/缓冲芯片具有广泛的市场空间，对产品的多样化和定制化要求较高。公司通过特定客户需求择机切入到新的市场方向，发挥其长期在内存 RCD 芯片设计中所积累的技术优势，有望于 25 年在新的赛道上带来成长动力。

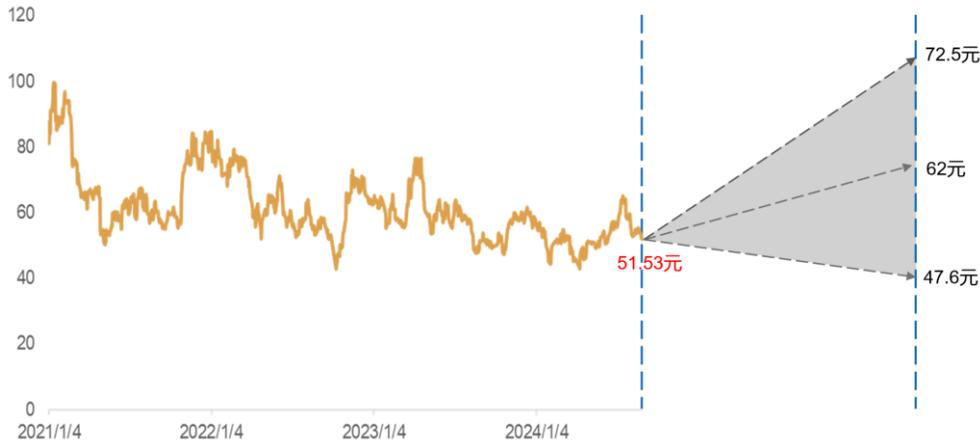
### 津逮服务器

24H1，津逮服务器业务销售额达到 1.3 亿元，同比增加 845.69%。公司于 2024 年 6 月发布全新第六代津逮能效核 CPU，专为高密度和横向扩展工作负载而设计，在密度、能效、吞吐量和可拓展性方面进行了全面优化。同时，公司发布数据保护和可信计算加速芯片，融合数据加解密和平台可信度量两大核心功能，兼具高性能、泛在可信等优势。截至目前，已有多家服务厂商采用津逮服务器平台相关产品，开发出系列高性能且具有独特安全功能的服务器机型。

## 2. 公司估值及业绩图表

我们预测公司 24-25 年归母净利润为 14.33 亿元和 23.64 亿元。未来六个月目标股价为 62 元，维持“买入”评级。

图 1：公司未来 6 个月股价上下行风险



### 目标股价 62 元/股

基于 1) DDR5 渗透率提升，带动公司 2024 年营收 70% 以上同比增长。2) 公司内存接口芯片毛利率保持在 60% 以上。3) 随着 PCIe 5.0 retimer 和 MRCD/MDB 等产品线实现规模出货，AI “运力” 芯片在整体互连芯片营收占比达到 20% 以上。给予 30x 2025e EPS 为合理估值。

### 上行风险场景 72.5 元/股

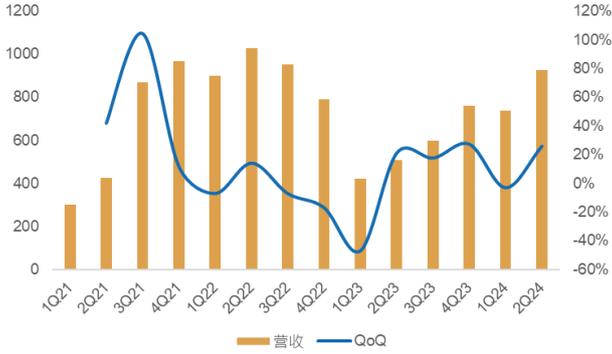
基于 1) DDR5 渗透率提升加速，25 年达到 85%。2) AI 运力芯片出货增长超预期，营收占整体互连芯片销售额比重达到 30% 以上。3) 整体毛利率逐步提升到 65% 以上。给予 35x 2025e EPS 为合理估值。

### 下行风险场景 47.6 元/股

基于 1) DDR5 渗透率提升低于市场预期。2) 竞争加剧导致内存接口芯片价格出现大幅下滑，影响产品毛利率低于 60%。3) AI 运力芯片营收增长放缓，在整体互连芯片销售额占比持续低于 20%。给予 23x 2025e EPS 为合理估值。

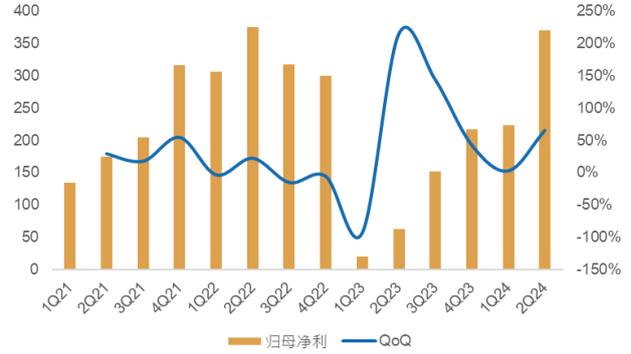
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司各季度营收及增速（百万元）



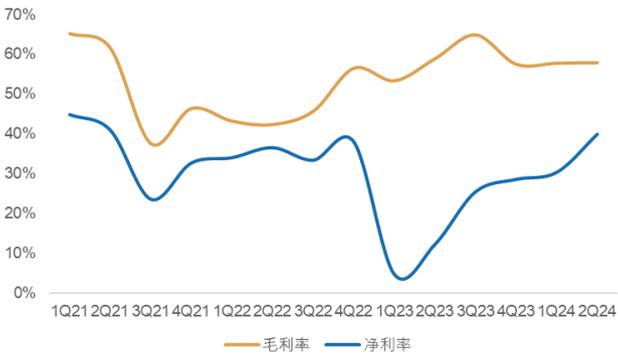
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：公司各季度归母净利润及增速（百万元）



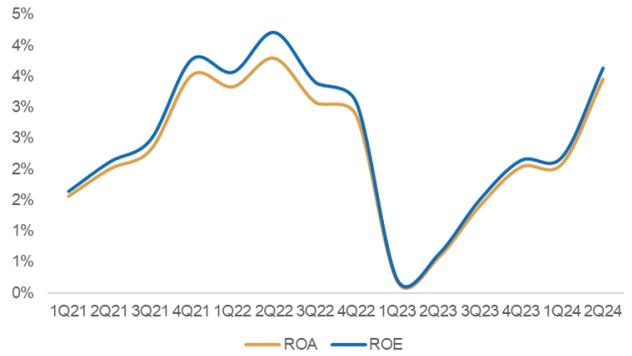
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司各季度毛利率及净利率



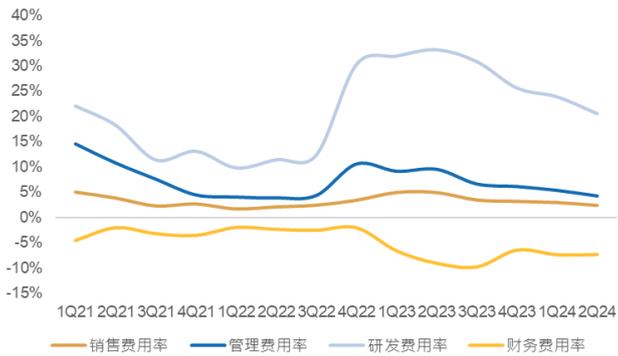
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司各季度 ROA/ROE 变动



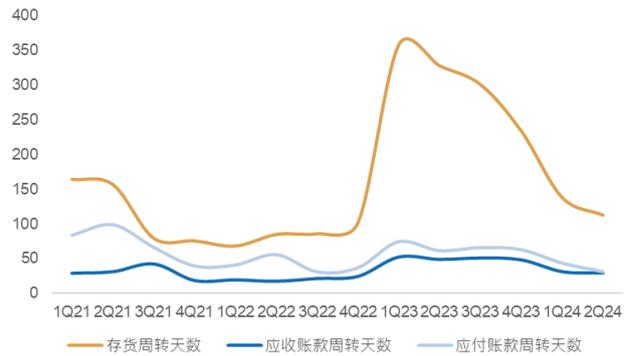
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司各季度费用率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：公司各季度运营情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

### 3.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

资产负债表		单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
货币资金	5,744	6,727	8,867	11,985	
交易性金融资产	1,703	1,703	1,703	1,703	
应收账款及应收票据	294	446	692	889	
存货	482	734	1,038	1,248	
预付账款	3	8	12	15	
其他流动资产	70	72	76	79	
流动资产合计	8,296	9,691	12,389	15,920	
长期股权投资	71	71	71	71	
投资性房地产	530	530	530	530	
固定资产合计	612	694	741	753	
无形资产	137	148	148	148	
商誉	0	0	0	0	
递延所得税资产	91	87	87	87	
其他非流动资产	960	1,028	996	967	
<b>资产总计</b>	<b>10,698</b>	<b>12,250</b>	<b>14,963</b>	<b>18,477</b>	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据及应付账款	131	232	344	430	
预收账款	0	0	0	0	
应付职工薪酬	166	284	421	526	
应交税费	41	120	187	240	
其他流动负债	53	78	110	135	
流动负债合计	391	713	1,062	1,331	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
递延所得税负债	5	5	5	5	
其他非流动负债	95	86	86	86	
<b>负债合计</b>	<b>491</b>	<b>804</b>	<b>1,152</b>	<b>1,422</b>	
归属于母公司的所有者权益	10,191	11,431	13,795	17,040	
少数股东权益	15	15	15	15	
<b>股东权益</b>	<b>10,207</b>	<b>11,446</b>	<b>13,810</b>	<b>17,055</b>	
<b>负债及股东权益</b>	<b>10,698</b>	<b>12,250</b>	<b>14,963</b>	<b>18,477</b>	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>731</b>	<b>1,411</b>	<b>2,227</b>	<b>3,178</b>	
投资	-214	0	0	0	
资本性支出	-424	-330	-180	-180	
其他	64	107	93	120	
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-574</b>	<b>-223</b>	<b>-87</b>	<b>-60</b>	
债权融资	0	-2	0	0	
股权融资	117	89	0	0	
支付股利及利息	-341	-338	0	0	
其他	-147	19	0	0	
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-372</b>	<b>-232</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>现金净流量</b>	<b>-168</b>	<b>983</b>	<b>2,140</b>	<b>3,118</b>	

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	<b>2,286</b>	<b>4,015</b>	<b>6,224</b>	<b>8,000</b>	
%同比增速	-38%	76%	55%	29%	
营业成本	939	1,668	2,477	3,097	
毛利	1,347	2,347	3,747	4,903	
%营业收入	59%	58%	60%	61%	
税金及附加	6	8	12	16	
%营业收入	0%	0%	0%	0%	
销售费用	90	120	187	240	
%营业收入	4%	3%	3%	3%	
管理费用	173	241	373	480	
%营业收入	8%	6%	6%	6%	
研发费用	682	703	996	1,200	
%营业收入	30%	18%	16%	15%	
财务费用	-180	-145	-170	-224	
%营业收入	-8%	-4%	-3%	-3%	
资产减值损失	-193	-100	-100	-100	
信用减值损失	0	0	0	0	
其他收益	84	141	187	240	
投资收益	91	80	93	120	
净敞口套期收益	0	0	0	0	
公允价值变动收益	-87	0	0	0	
资产处置收益	0	0	0	0	
<b>营业利润</b>	<b>472</b>	<b>1,541</b>	<b>2,529</b>	<b>3,452</b>	
%营业收入	21%	38%	41%	43%	
营业外收支	0	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>472</b>	<b>1,541</b>	<b>2,529</b>	<b>3,452</b>	
%营业收入	21%	38%	41%	43%	
所得税费用	21	108	165	207	
净利润	451	1,433	2,364	3,245	
%营业收入	20%	36%	38%	41%	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>451</b>	<b>1,433</b>	<b>2,364</b>	<b>3,245</b>	
%同比增速	-65%	218%	65%	37%	
少数股东损益	0	0	0	0	
EPS (元/股)	0.40	1.25	2.07	2.84	

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
EPS	0.40	1.25	2.07	2.84	
BVPS	8.95	10.01	12.07	14.91	
PE	146.90	40.93	24.82	18.08	
PEG	—	0.19	0.38	0.49	
PB	6.57	5.13	4.25	3.44	
EV/EBITDA	155.48	33.78	19.74	13.64	
ROE	4%	13%	17%	19%	
ROIC	3%	11%	16%	18%	

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 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，特此声明。

### 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。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）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，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 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并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

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  
邮编：230000

### 上海

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：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027