

评级：买入（维持）

市场价格：52.09元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

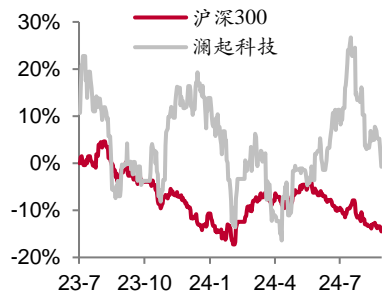
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,672	2,286	4,458	6,326	8,097
增长率 yoy%	43%	-38%	95%	42%	28%
净利润（百万元）	1,299	451	1,455	2,452	3,113
增长率 yoy%	57%	-65%	223%	69%	27%
每股收益（元）	1.14	0.39	1.27	2.15	2.72
每股现金流量	0.60	0.64	1.08	2.23	2.81
净资产收益率	13%	4%	13%	18%	19%
P/E	46	132	41	24	19
P/B	6	6	5	4	4

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价日期为 2024/09/04

基本状况

总股本(百万股)	1,143
流通股本(百万股)	1,143
市价(元)	52.09
市值(百万元)	59,515
流通市值(百万元)	59,515

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《澜起科技深度：全球内存接口芯片龙头，新品拓展打开空间、受益 AI 浪潮》

《澜起科技：业绩符合预告，持续受益 DDR5 渗透及新品放量》

投资要点

■ 9月2日，公司公告2个激励计划和1个员工持股计划，全方位考核中长期利润和市值，高管与股东利益强挂钩，彰显公司发展信心。

■ 《第三届董事会核心高管激励计划》：针对董事长与总经理，考核中长期市值和净利润。

1) 激励对象：激励2人，董事长杨崇和先生和总经理 Stephen Kuong-lo Tai 先生。

2) 股数和行权价格：授予1140万股限制性股票（占总股本0.998%）+1140万份股票增值权（占总股本0.998%），2位激励对象平分。限制性股票与股票增值权行权价格均为46.50元/股，按照9/2收盘价计算，折价7%。

3) 考核目标：考核2026/2027年归母净利润（A）和市值（B），A和B均设置触发值（n）和目标值（m），A和B各自分配50%的行权权重，A（B）达到触发值解锁80%、达到目标值解锁100%。2026/2027年An为18/22.5亿元，Am为24/30亿元；2026/2027年Bn为750/800亿元，Bm为900/1000亿元。

4) 费用摊销：2024-2028年摊销成本为0.09亿、0.36亿、0.36亿、0.22亿、0.04亿元，合计约1.1亿元。

该激励计划针对公司董事长和总经理，行权价格折价少，对管理层进行净利润和市值双重考核。公司首次将市值纳入对管理层的考核，2027年市值目标1000亿元，9/2市值571亿元，高管与股东利益高度挂钩，2026/2027年归母净利润目标24/30亿元，显示高成长信心。

■ 《2024年限制性股票激励计划》：针对非高管员工，考核目标延续23年激励计划。

1) 激励对象：289人（不含董事、高管和核心技术人员），约占总人数39%。

2) 股数和行权价格：授予454.1万股，占总股本0.4%。行权价格26.6元/股。

3) 考核目标：2024/2025/2026年毛利润触发值17/17/19亿元，目标值19/21/23亿元，达到触发值解锁【实际毛利润/目标值】的比例，达到目标值解锁100%。

4) 费用摊销：2024-2027年摊销成本为0.14亿、0.47亿、0.21亿、0.07亿元，合计约0.89亿元。

该激励计划覆盖39%员工，不含董事、高管和核心技术人员，整体考核目标延续23年激励计划，保持一致性。

■ 《2024年员工持股计划》：4位高管占持股计划30%，高管增持股票。

1) 参与对象：参与人数不超过75人，其中包括4位高管，董事长杨崇和先生、总经理 Stephen Kuong-lo Tai 先生，副总经理&财务负责人苏琳女士和董秘傅晓女士，4位高管合计占持股计划30%。

2) 股数：计划筹集资金总额不超过3.5亿元，以9/2收盘价49.95元/股测算，员工持股计划持有股份数量700.70万股，占总股本0.61%。

3) 持股价格：通过大宗交易购买回购专用证券账户的股票，购买价格不低于过户日前

一个交易日收盘价的 80%；按照二级市场价格。

■ **DDR5 相关产品：24 年中 DDR5 渗透率有望 50%+，新品 MRCD/MDB、CKD 24 年快速放量。**

1) DDR5 渗透率及子代升级：预计 24Q3 DDR5 接口芯片出货量超过 DDR4。

2024 年中 DDR5 渗透率预计超过 50%，AI 服务器、AI PC 内存条直接使用 DDR5 产品，加速 DDR5 渗透。目前 DDR5 规划 5 个子代、跟随 CPU 迭代，内存接口芯片需要配套升级，内存接口芯片主要用于服务器，在服务器端 Intel 支持第三子代 CPU 平台 Sierra Forest 2024 年 6 月已推出。澜起 24H1 第二子代 RCD 出货量超过第一子代，第三子代预计 24H2 开始规模出货，第四子代产品 24 年 1 月已推出，并开展第五子代 RCD 研发，澜起子代升级迭代方面持续行业领先、助力高盈利。另外公司预计 DDR5 接口芯片出货量在 24Q3 超过 DDR4 接口芯片。

DDR4 升级到 DDR5，内存互连产品的两大趋势：① DDR5 内存条采用全新设计，内存模组配套芯片用量显著增加。② DDR5 数据的传输速度不断提升，服务器新增 MRDIMM、PC 新增 CUDIMM/CSODIMM，使用全新接口芯片 MRCD/MDB/CKD。

2) DDR4 到 DDR5，传统的内存条互连芯片量价齐升：

① 服务器：传统内存条 RDIMM/LRDIMM，LRDIMM 渗透率不足 10%。DDR4 世代 RDIMM 需要 1 颗 RCD+1 颗 SPD，LRDIMM 在此基础上增加 9 颗 DB，DDR5 世代 RDIMM 需要 1 颗 RCD+1 颗 SPD+1 颗 PMIC+2 颗 TS，LRDIMM 在此基础上增加 10 颗 DB，内存模组配套芯片种类和用量显著增加。

② PC：台式机主要是采用内存条 UDIMM，笔电约 50% 采用板载内存 LPDDR，50% 采用内存条 SODIMM。DDR4 世代 UDIMM/SODIMM 需要 1 颗 SPD，DDR5 世代需要 1 颗 SPD+1 颗 PMIC，内存模组配套芯片用量提升。澜起产品全覆盖、份额领先。

3) DDR5 传输速度提升，新模组带来内存接口芯片新机遇：

① 服务器新增 MRDIMM 模组，对应澜起新品 MRCD/MDB：

DDR5 世代推出速度 8800MT/s 内存模组，将使用 1 颗 MRCD+10 颗 MDB，是全新增量，Intel 支持 MRDIMM CPU 平台 Granite Rapids 预计 24Q3 推出。

目前搭配澜起 MRCD/MDB 的 MRDIMM 已在境内外主流云计算/互联网厂商开始规模试用，2024Q1 澜起季度销售额首次超过 2000 万元，24Q2 收入超过 5000 万，收入环比翻倍，全球范围内目前仅澜起和瑞萨可供应该产品。

② PC 新增 CUDIMM/CSODIMM/CAMM2 模组，带来 CKD 新增量：

传统 PC 内存条 UDIMM/SODIMM 不适用内存接口芯片做数据缓冲，但 DDR5 传输速率 6400MT/s 及以上时（DDR5 第三子代及以上），使用 CUDIMM/CSODIMM，使用 1 颗简化版内存接口芯片 CKD，使用该产品的 Intel CPU 平台 Arrow Lake 预计今年 10 月 10 日发布。另外 23 年底 JEDEC 明确 CAMM2 内存模组标准，CAMM2 可兼具 LPDDR 的高速低功耗和 SODIMM 的可插拔可升级，JEDEC 明确 DDR6 世代 CAMM2 取代 SODIMM，CAMM2 需要 1 颗 SPD+1 颗 PMIC+1 颗 CKD，LPCAMM2 需要 1 颗 SPD+1 颗 PMIC。

澜起业界率先试产 CKD，24Q2 开始规模出货，Q2 单季度收入超 1000 万元，目前仅澜起和瑞萨供应 CKD 产品。

■ **非 DDR5 内存条相关产品：PCIe5.0 Retimer 24 年快速起量。**

1) PCIe5.0 Retimer：PCIe Retimer 芯片解决信号衰减问题，主要用于 CPU 与 GPU 等 AI 芯片、SSD、网卡等高速外设的互连，一台典型配置 8 颗 GPU 主流 AI 服务器需要 8 或者 16 颗。2023 年 1 月澜起量产、成为全球第二家量产供应商，24Q1 出货量 15 万颗，超过 2023 年全年出货量的 1.5 倍，24Q2 出货 30 万颗，出货量环比翻倍，市占率显著提升，公司产品 Serdes 自研有优势。根据截至 2024 年 7 月 22 日公司订单情况，预计 24Q3 交付的 PCIe Retimer 芯片在手订单约 60 万颗，环比进一步大幅成长。

2) CXL MXC 芯片：用于内存扩展和内存池化，2022 年 5 月公司全球首发 CXL MXC 芯片，技术引领全球，2023 年成为全球首家进入 CXL 合规供应商清单的 MXC 芯片厂商，2023 年 5 月三星推出首款支持 CXL2.0 128GB DRAM，使用公司 MXC 芯片。

■ **投资建议：**公司是全球内存接口芯片龙头，DDR5 加速渗透，MRCD\MDB\CKD\PCIe 5.0 Retimer\MXC 芯片等新品打开成长空间，24 年 MRCD\MDB、CKD、PCIe5.0 Retimer 已进入收获期，公司作为核心运力提供商在 AI 时代大放异彩。预计澜起科技 2024-2026 年净利润为 15/25/31 亿元，对应 PE 估值为 41/24/19 倍，维持“买入”评级

■ **风险提示事件：**服务器和 PC 出货量不及预期；MRDIMM、CUDIMM、CSODIMM 和 PCIe5.0 Retimer 的渗透率不及预期的风险；ARM 架构在 PC 和服务器渗透导致内存条需求不及预期的风险；竞争格局恶化的风险；所依据的信息滞后的风险等。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。