

DDR5 渗透率提升盈利改善，PCIe retimer 放量

买入|维持

增强业绩弹性

——公司 25 年中报业绩点评

● 报告要点：

8 月 29 日，公司发布 2025 年中报。2025H1，公司营收实现 26.33 亿元，YoY+58.17%；归母净利实现 11.59 亿元，YoY+95.41%；毛利率和净利率分别为 60.44%和 42.24%。单季度 2Q25 来看，公司营收实现 14.11 亿元，YoY+52.12%，QoQ+15.47%；归母净利实现 6.34 亿元，YoY+71.40%，QoQ+20.64%；毛利率和净利率分别为 60.43%和 43.13%。

2025H1，公司 DDR 内存接口及配套芯片收入接近 25 亿元，同比增长约 62%，占总营收的 93.5%。随着 DDR5 渗透率从去年 50%提升至当前的 80%，且第二、第三代子代 RCD 产品占比提高，毛利率提升至 63%。随着第二/三子代出货占比提升，叠加第四代产品将于明年进入量产，毛利率有望持续维持较高水平。

25H1，公司运力芯片营收 2.94 亿元，同比增加 96%。

PCIe retimer 成为增长主引擎，收入同比增长 119%，公司全球市场份额有望从 12%提升至 14%，并依托国内 AI 市场发展和海外拓展持续放量。同时，公司正在研发 PCIe Switch，受益客户积累和 AI 服务器用量提升。

CXL MXC 芯片市场潜力较大，预计 2025-2030 年 CAGR 达 169%，公司 3.x 版本已流片，预计明年下半年随主流 CPU/GPU 平台支持而起量。

MRCDD/MDDB 第一子代已上量，第二子代获英特尔、AMD 平台支持，预计明年下半年上量，2027-2028 年放量。

随着 PC 端新 CPU 平台上市，CKD 芯片有望于今年开始规模应用，未来将有望成为桌面级内存平台的标配产品，2030 年市场空间约为 2.38 亿美元。

我们预测公司 25-26 年归母净利 24.84/29.66 亿元，对应 PE 为 57x/48x，给予公司 2026 年 50x 估值，对应目标价 130 元/股，上行预期对应股价 145 元/股，维持“买入”评级。

财务数据和估值

	2024A	2025E		2026E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入（百万元）	3639	5803	5575	6720	7431
增长率（%）	59.2%	59.5%	53.2%	15.8%	33.3%
归母净利（百万元）	1,412	2484	2308	2966	3105
增长率（%）	213.1%	75.9%	63.5%	19.4%	34.5%
EPS（元/股）	1.25	2.17	2.02	2.59	2.71
市盈率（P/E）	54	57	62	48	46
市净率（P/B）	6.82	10.47	10.61	8.59	8.90

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 2025 年 9 月 1 日收盘价

● 风险提示

上行风险：DDR5 渗透率加速；运力芯片出货加速；AI PC 渗透率加速

下行风险：DDR5 渗透率不及预期；运力芯片进展放缓；其他系统性风险

当前价：124.22 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：124.22 / 48.5

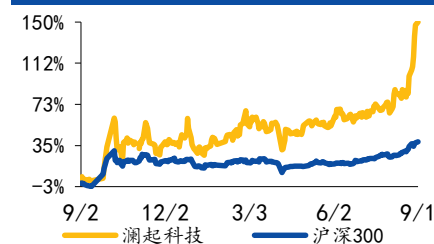
A 股流通股（百万股）：1145.15

A 股总股本（百万股）：1145.15

流通市值（百万元）：142250.70

总市值（百万元）：142250.70

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-存储行业报告：AI 需求和制程升级，行业加速步入新一轮增长周期》2025.06.21

《国元证券行业研究-2025 年电子行业策略报告：电子行业有望迎来新一轮大周期拐点》2025.01.26

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 2025 年上半年营收实现 26.33 亿元, YoY+58.17%, 归母净利达到 11.59 亿元, YoY+95.41%, 扣非归母净利为 10.91 亿元, YoY+100.52%, 毛利率达到 60.44%, YoY+2.66 pct, 净利率达到 42.24%, YoY+6.61 pct。

具体来看 25Q2, 单季度营收实现 14.11 亿元, YoY+52.12%, QoQ+15.47%; 归母净利达到 6.34 亿元, YoY+71.40%, QoQ+20.64%; 扣非归母净利实现 5.89 亿元, YoY+81.37%, QoQ+17.15%; 毛利率实现 60.43%, YoY+2.60 pct, QoQ-0.02 pct; 净利率达到 43.13%, YoY+3.27 pct, QoQ+1.92 pct。

25H1, 公司 DDR 内存接口芯片及配套芯片收入接近 25 亿, 同比增加约 62%, 占整体营收比例约 93.5%, 同比提升 2 pct。公司 DDR5 渗透率预计从去年的 50% 提升至今年上半年的 80%, 叠加 DDR5 第二、第三子代 RCD 产品出货占比进一步提升, 上半年公司内存接口芯片及配套芯片毛利率约为 63%, 相较去年同期提升 2 pct, 利润贡献率较去年同期达到约 85%。目前公司第二子代和第三子代出货占比持续提升, 叠加公司第四子代处于客户验证中, 有望明年进入量产导入阶段, 公司毛利率将有望维持在较高水平。

25H1, 公司运力芯片营收达到 2.94 亿元, 同比增加 96%。

PCIe retimer: 该业务是公司营收增长的重要驱动力, 上半年收入较去年同期增长 119%。从市场空间来看, 2024 年全球 PCIe retimer 市场空间约为 18.94 亿美元, 公司市场份额约为 12%, 2025 年市场空间约为 25.25 亿美元, 公司市场份额有望提升至 14%。公司目前市占率相较竞争对手偏低, 但公司在国内市场具有较大的份额, 公司业务将充分受益国内 AI 市场的发展及持续开拓海外市场, 未来几年仍具有较大的增量空间。

此外, 公司基于在 PCIe Retimer 的成功研发及产业化经验, 积极开展 PCIe Switch 芯片的设计与研发工作, 将受益 PCIe retimer 的客户积累及单台 AI 服务器对 PCIe retimer 和 PCIe switch 的用量增长, 带动公司业绩弹性。

CXL/MXC 芯片: MXC 芯片将是公司未来具有较大市场潜力的业务, 市场空间预计从 2025 年的 0.07 亿美元提升至 2030 年的 9.73 亿美元, CAGR 约为 169%。目前, 多家服务器厂商推出基于 CXL 的内存扩展或池化方案, 尤其三星和海力士的受测产品均采用了澜起科技的 MXC 芯片。公司 CXL 3.x MXC 芯片已完成首版工程设计并流片, 随着明年下半年 CPU、GPU 平台开始支持 3.0 以上的方案, 公司 CXL 方案将有望于明年下半年开始起量。

MRCD/MDB: 第一子代已于今年开始上量, 第二子代由于具有更高的传输速率, 且英特尔和 AMD 已经实现对第二子代 MRCD/MDB 的支持, 将有望于明年下半年开始上量, 并在 2027-2028 年开始大规模上量。从市场空间来看, MRCD/MDB 预计从 2025 年的 0.37 亿美元提升至 2030 年的 25.47 亿美元, CAGR 约为 133%。

CKD: 随着 PC 端新 CPU 平台上市, CKD 芯片有望于今年开始在下游规模应用, 预计经过几年的渗透, 将有望成为桌面级平台内存模组的标配产品, 2030 年市场空间约在 2.38 亿美元。

2. 公司估值及业绩图表

我们预测公司 25-26 年归母净利润为 24.84 亿元和 29.66 亿元，上行预期对应股价 145 元/股，中性预期目标股价为 130 元/股，维持“买入”评级。

图 1：公司未来股价上下行风险



目标股价 130 元/股

基于 1) DDR5 出货量持续提升，公司 2026 年收入端实现 15% 以上增长。2) 公司产品结构优化，整体毛利率稳定在 60%。3) 公司 AI 运力芯片导入客户顺利，产品开始规模放量，AI 运力芯片占整体互连芯片收入比重达到 20% 以上。给予 50x 2026e EPS 为合理估值。

上行风险场景 145 元/股

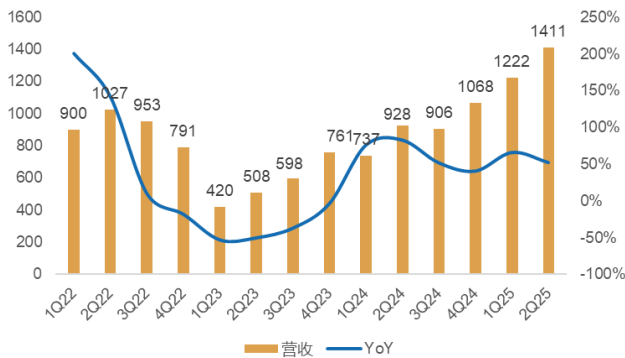
基于 1) DDR5 渗透率持续提升，公司 2026 年收入端实现 30% 以上增长。2) 新子代产品出货占比提升带动公司整体毛利率达到 65% 以上。3) AI 运力芯片出货增长超预期，占互连芯片收入比重在 30% 以上。给予 56x 2026e EPS 为合理估值。

下行风险场景 104 元/股

基于 1) AI 运力芯片导入客户不及预期，出货不及预期。2) 公司新子代产品验证和导入进展不顺，影响公司整体毛利率低于 55%。给予 40x 2026e EPS 为合理估值。

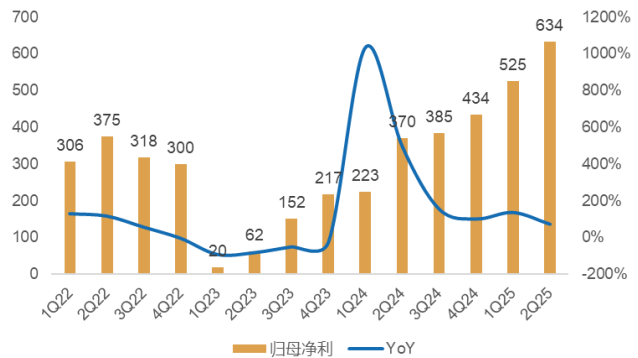
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司各季度营收及增速（百万元）



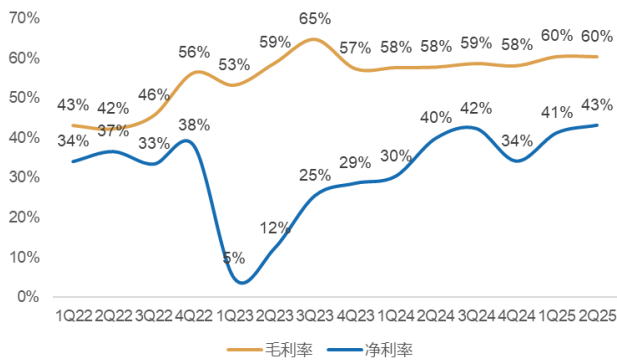
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：公司各季度归母净利润及增速（百万元）



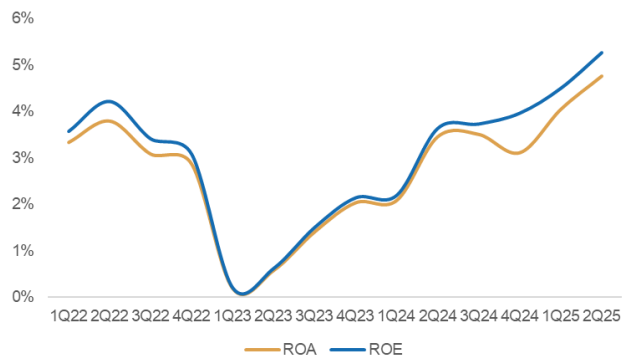
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司各季度毛利率及净利率



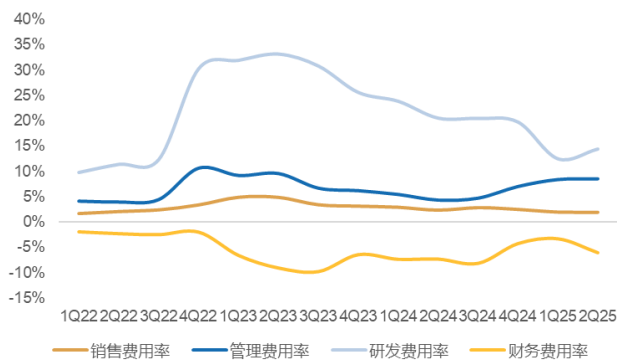
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司各季度 ROA/ROE 变动



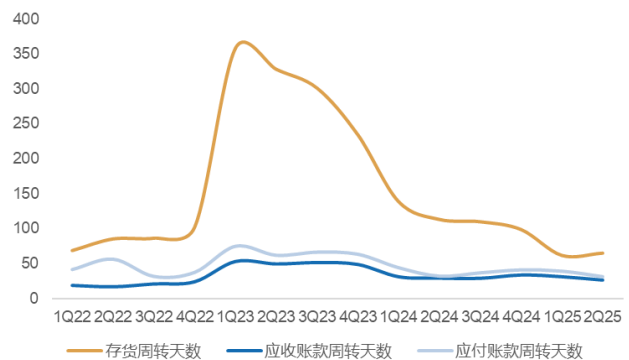
资料来源：Wind，国元证券研究所

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：

DDR5 渗透率加速；运力芯片出货加速；AI PC 渗透率加速。

下行风险：

DDR5 渗透率不及预期；运力芯片进展放缓；其他系统性风险：中美贸易摩擦、边缘政治摩擦等

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,843	8,121	10,810	14,176
交易性金融资产	1,783	1,863	1,943	2,023
应收账款及应收票据	388	645	747	917
存货	352	1,029	1,085	1,330
预付账款	4	11	13	15
其他流动资产	90	96	97	100
流动资产合计	9,461	11,766	14,695	18,561
长期股权投资	109	109	109	109
投资性房地产	519	519	519	519
固定资产合计	582	578	562	535
无形资产	134	134	134	134
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	83	80	80	80
其他非流动资产	1,330	1,557	1,688	1,822
资产总计	12,219	14,742	17,787	21,760
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	211	314	357	425
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	241	384	437	520
应交税费	64	104	121	148
其他流动负债	164	197	221	261
流动负债合计	680	999	1,136	1,354
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	3	3	3
其他非流动负债	140	227	227	227
负债合计	822	1,229	1,366	1,585
归属于母公司的所有者权益	11,403	13,592	16,558	20,350
少数股东权益	-7	-79	-137	-175
股东权益	11,397	13,513	16,420	20,175
负债及股东权益	12,219	14,742	17,787	21,760

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1,691	1,832	2,927	3,588
投资	-75	-80	-80	-80
资本性支出	-379	-265	-165	-165
其他	11	-1	7	22
投资活动现金流净额	-443	-346	-238	-223
债权融资	0	88	0	0
股权融资	194	-28	0	0
支付股利及利息	-338	-227	0	0
其他	-133	-19	0	0
筹资活动现金流净额	-277	-186	0	0
现金净流量	1,033	1,278	2,689	3,365

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,639	5,803	6,720	8,249
%同比增速	59%	59%	16%	23%
营业成本	1,524	2,258	2,569	3,060
毛利	2,115	3,545	4,151	5,188
%营业收入	58%	61%	62%	63%
税金及附加	6	12	13	16
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	96	110	121	148
%营业收入	3%	2%	2%	2%
管理费用	196	221	222	272
%营业收入	5%	4%	3%	3%
研发费用	763	899	1,008	1,237
%营业收入	21%	16%	15%	15%
财务费用	-241	-173	-205	-274
%营业收入	-7%	-3%	-3%	-3%
资产减值损失	-44	-100	-100	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	92	104	101	82
投资收益	49	58	67	82
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	24	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1,413	2,538	3,060	3,952
%营业收入	39%	44%	46%	48%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1,413	2,538	3,060	3,952
%营业收入	39%	44%	46%	48%
所得税费用	72	127	153	198
净利润	1,341	2,411	2,907	3,755
%营业收入	37%	42%	43%	46%
归属于母公司的净利润	1,412	2,484	2,966	3,792
%同比增速	213%	76%	19%	28%
少数股东损益	-71	-72	-58	-38
EPS (元/股)	1.25	2.17	2.59	3.31

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.25	2.17	2.59	3.31
BVPS	9.96	11.87	14.46	17.77
PE	54.32	57.27	47.97	37.51
PEG	0.25	0.75	2.47	1.35
PB	6.82	10.47	8.59	6.99
EV/EBITDA	57.17	54.39	44.35	33.75
ROE	12%	18%	18%	19%
ROIC	9%	17%	16%	17%

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%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

国元证券研究所

合肥	上海	北京
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	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：230000	邮编：200135	邮编：100027