

澜起科技深度报告——

全球内存接口芯片龙头，AI运力芯片 构筑增长新曲线

证券分析师：张世杰
分析师登记编号：S1190523020001
证券分析师：李珏晗
分析师登记编号：S1190523080001

报告摘要

全球数据处理及互连芯片设计龙头，平台化布局不断深化。公司深耕行业二十年，为DDR2至DDR5时代内存接口芯片核心供应商，在DDR5子代迭代中持续保持领先地位。同时，公司紧随算力需求爆发趋势，布局高性能“运力”芯片，其中PCIe Retimer、MRCD/MDB及CKD芯片均已实现规模出货，打开新成长曲线。公司25H1延续高位增长趋势，实现营业总收入26.33亿元，同比增长58.17%，归属母公司股东的净利润11.59亿元，同比增长95.41%，主要由于AI产业趋势向上，行业需求旺盛，DDR5渗透率持续提升，公司DDR5内存接口及模组配套芯片出货量显著增长，同时高性能运力芯片规模放量。

DDR5迭代加速，内存接口芯片量价齐升。伴随云计算发展与数据中心建设，AI与高性能计算产业趋势向上，驱动行业对高带宽、高传输速率需求增加。相较DDR4，DDR5最高初始速率6400MT/s，为DDR4的两倍，单内存条最大容量由32GB增加至128GB，推动下游云服务商在采购中对DDR5的占比提升，DDR5开启大规模渗透。DDR5对内存接口芯片的用量增加，且单颗ASP提升，公司作为行业核心供应商，子代迭代领先，第二子代和第三子代RCD芯片出货增加。同时，公司先发推出针对更高带宽模组MRDIMM的MRCD和MDB套片，第一代已实现向下游客户的规模出货，第二代已完成向全球主要内存厂商送样。

高性能运力产品放量，打开增长新曲线。大型云端服务供应商预算持续聚焦AI服务器采购，单台8卡的主流AI服务器通常需要8-16颗Retimer芯片，为了满足扩展需求，部分AI服务器需要增加至24颗Retimer芯片，推动PCIe Retimer市场扩容。公司是全球主要PCIe 5.0 Retimer芯片的两家供应商之一，24年两家厂商占96.9%市场份额，公司作为新进入者，Retimer快速放量，份额迅速提升至10.9%，且6.0产品已经完成送样。同时，公司凭借深厚的SerDes技术储备与广泛的客户资源，向PCIe Switch芯片拓展，积极开展PCIe Switch芯片的设计与研发工作，打开增长弹性空间。

报告摘要

盈利预测与投资建议：预计2025-2027年营业总收入分别为58.06、77.10、98.93亿元，同比增速分别为59.54%、32.80%、28.32%；归母净利润分别为24.36、33.01、42.42亿元，同比增速分别为72.54%、35.51%、28.51%，对应25-27年PE分别为57X、42X、33X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；地缘政治风险。

图表1：盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,639	5,806	7,710	9,893
营业收入增长率(%)	59.20%	59.54%	32.80%	28.32%
归母净利（百万元）	1,412	2,436	3,301	4,242
净利润增长率(%)	213.10%	72.54%	35.51%	28.51%
摊薄每股收益（元）	1.25	2.13	2.88	3.70
市盈率（PE）	54.32	56.69	41.84	32.55

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

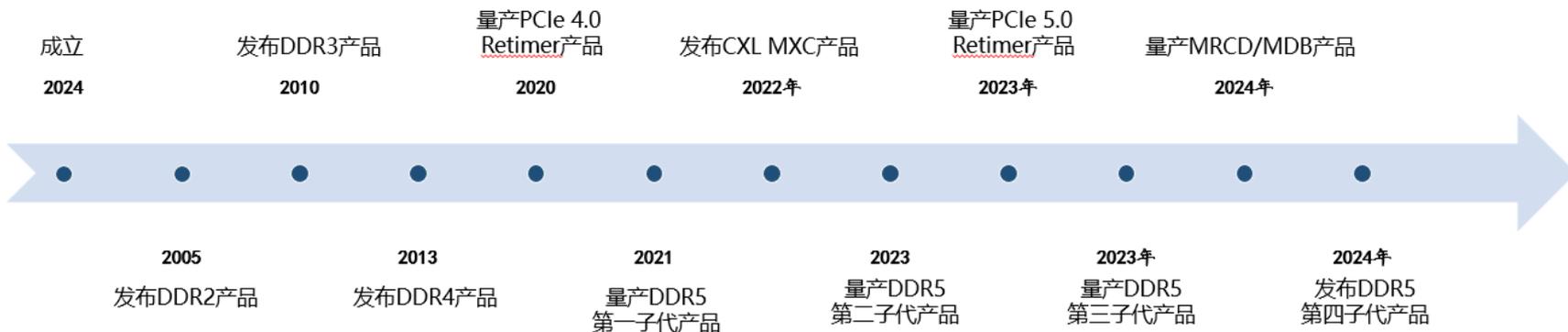
目录

- I 全球数据处理及互连芯片设计龙头，平台化布局不断深化
- II DDR5迭代加速，内存接口芯片量价齐升
- III 高性能运力产品放量，打开增长新曲线
- IV 盈利预测与投资建议

1.1. 公司概况：国际领先的数据处理及互连芯片设计公司

➤ **国际领先的数据处理及互连芯片设计公司，平台型布局深化。**公司于2004年成立，于2019年首批科创板上市，是国际领先的数据处理及互连芯片设计公司，致力于为云计算和人工智能领域提供高性能、低功耗的芯片解决方案。目前公司拥有互连类芯片和津逮服务器平台两大产品线，互连类芯片包括通用服务器使用的内存接口芯片以及内存模组配套芯片，以及AI服务器使用的PCIe Retimer、MRCD/MDB、CKD、MXC等产品，下游客户涵盖三星、海力士、美光科技等行业主流玩家。

图表2：公司发展历程

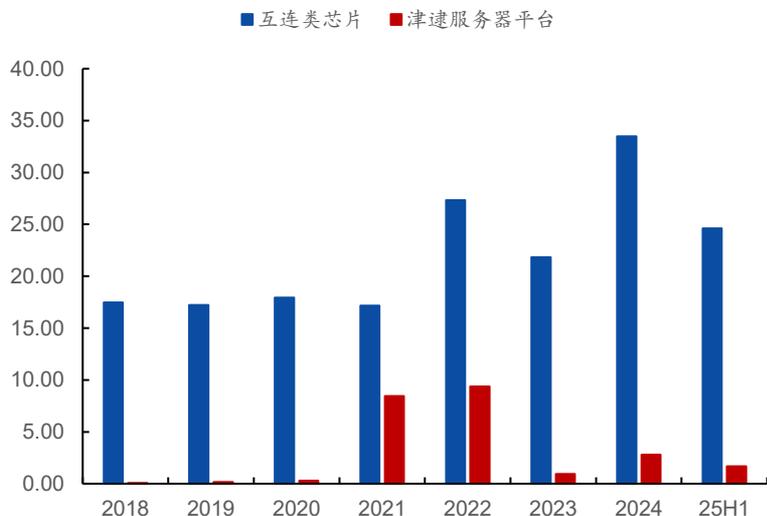


资料来源：公司官网，太平洋证券

1.2. 主营业务：内存接口芯片+高性能“运力”芯片平台化布局

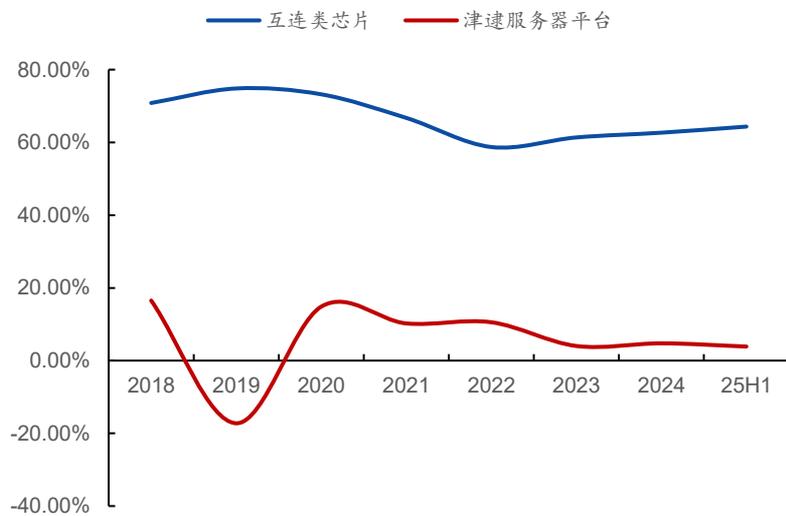
公司主营包括互连类芯片和津逮服务器平台两大产品线，互连类芯片贡献主要收入。公司24年互连类芯片营收占比92%，津逮服务器平台营收占比8%。18-24年互连类芯片收入由17.49亿元增长至33.49亿元，年复合增速68%，主要由于全球服务器及计算机行业景气度修复，公司内存接口及模组配套芯片需求实现恢复性增长，同时，受益于DDR5渗透率提升，互连类芯片需求旺盛。18-24年津逮服务器平台收入由900万元增长至2.80亿元，年复合增速77%。

图表3：公司各业务2018-2025H1营业收入（单位：亿元）



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表4：公司各业务2018-2025H1毛利率

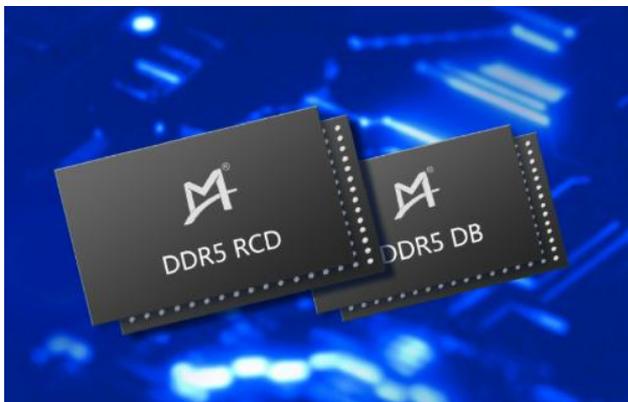


资料来源：iFind, 太平洋证券

1.2. 主营业务：内存接口芯片+高性能“运力”芯片平台化布局

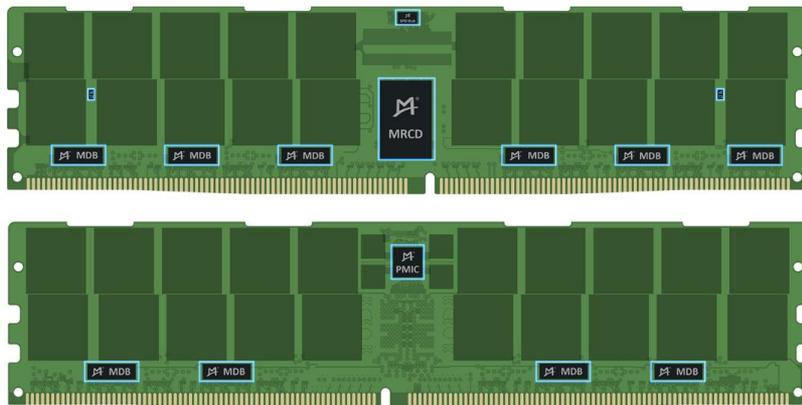
►互连类芯片包括：核心业务内存接口及模组配套芯片，新品高性能“运力”芯片。内存接口及模组配套芯片是公司核心基石，公司深耕内存接口芯片多年，从DDR2至DDR5内存全缓冲/半缓冲解决方案的主要供应商，占据全球市场主要份额，伴随DDR5在行业内渗透率逐渐提升，公司DDR5产品出货已超过DDR4。随着支持DDR5第二子代内存产品的主流服务器CPU上市，DDR5内存接口芯片的子代迭代正式开启，公司已经实现第三子代的出货，第二子代和第三子代RCD芯片出货占比增加。

图表5：公司DDR5内存接口芯片产品



资料来源：公司官网，太平洋证券

图表6：公司全套DDR5内存接口芯片产品

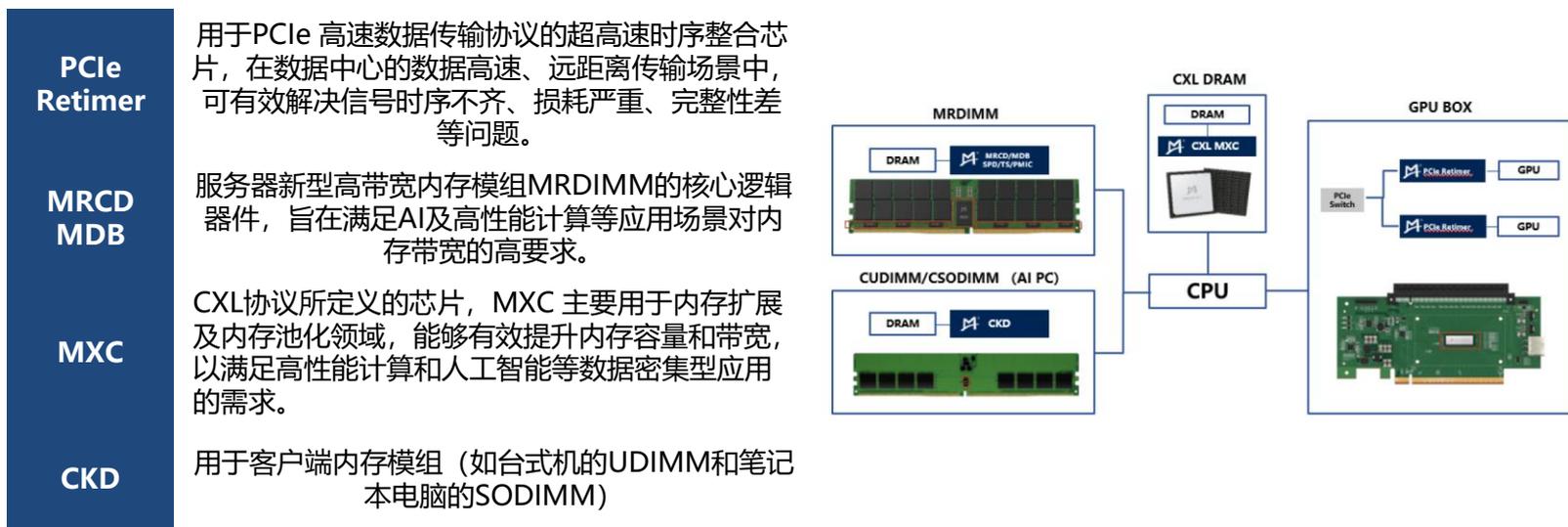


资料来源：公司官网，太平洋证券

1.2. 主营业务：内存接口芯片+高性能“运力”芯片平台化布局

►布局高性能“运力”产品，打开成长空间。AI相关应用推动算力、存力快速增长，算力与存力之间数据的传输效率成为决定系统性能的关键因素之一，因此，对“运力”的需求大幅提升。公司聚焦“运力”需求，重点布局4款AI高性能“运力”芯片PCIe Retimer、MRCD/MDB、CKD、MXC，以解决AI基础设施的互连瓶颈问题。其中，PCIeRetimer、MRCD/MDB、以及MXC应用于AI服务器，CKD应用于客户端内存模组。

图表7：公司运力产品布局

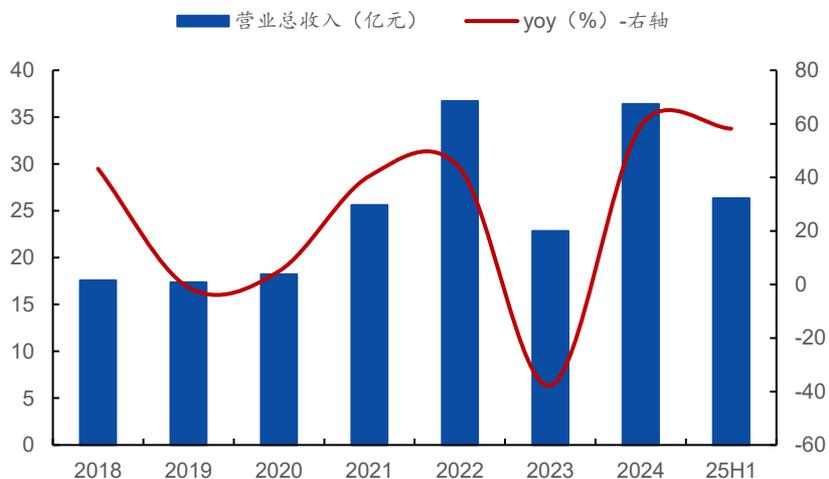


资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券

1.3. 财务分析：需求高景气，产品结构优化，业绩逐季提升

►DDR5渗透率提升，带动内存接口芯片需求高景气；高速运力新品陆续放量，成为增长新引擎。伴随公司产品线不断丰富，公司营业收入由2018年的17.58亿元增长至2024年的36.39亿元，年复合增速13%；归母净利润由2018年的7.37亿元增长至2024年的14.12亿元，年复合增速11%。公司25H1延续高位增长趋势，Q2单季度实现营收14.11亿元，同比增长52.12%，归母净利润6.34亿元，同比增长71.40%，受益于AI产业趋势，行业需求旺盛，DDR5渗透率持续提升，公司DDR5内存接口及模组配套芯片出货量显著增长，高性能运力芯片规模放量。

图表8：公司2018-2025H1营业收入



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表9：公司2018-2025H1归母净利润

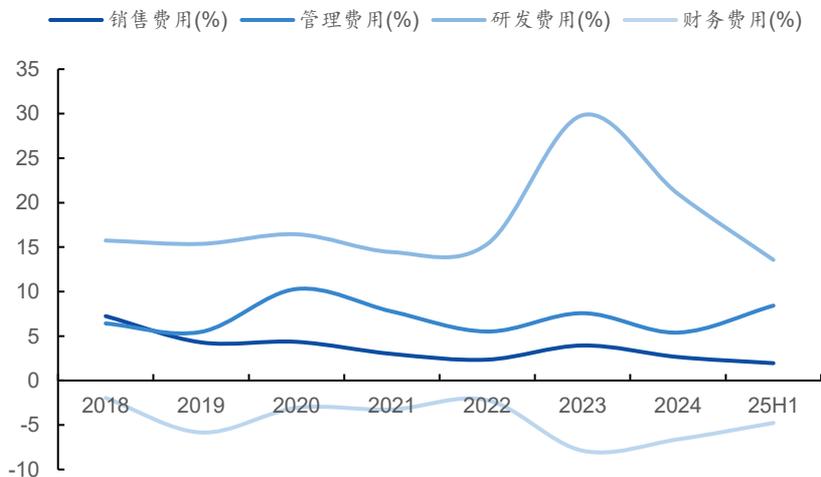


资料来源：iFind, 太平洋证券

1.3. 财务分析：需求高景气，产品结构优化，业绩逐季提升

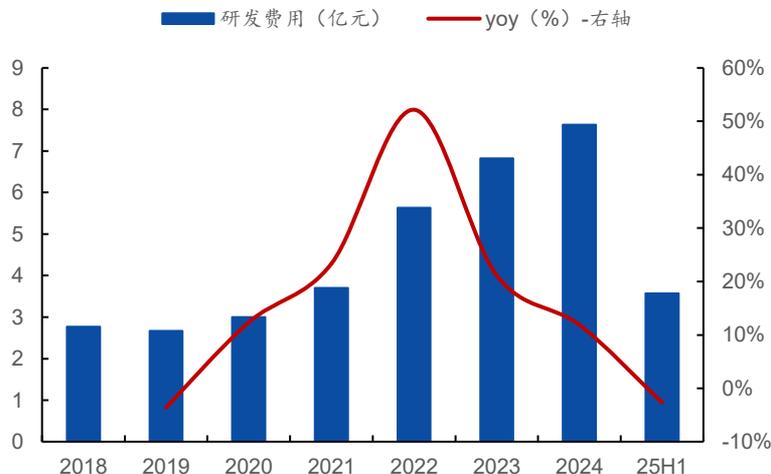
► **产品结构优化，毛利率提升，带动盈利能力持续增强。**伴随新一代DDR5出货占比提升，以及运力产品放量，高价值量产品的出货带动毛利率不断提升。其中，互连类芯片25H1毛利率64.34%，同比提升1.91pct。公司费用管控能力优质，叠加规模化效应体现，盈利能力不断优化，25H1实现净利率44.02%，同比增长8.4pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为1.95%、8.42%、13.59%、-4.77%，同比变动-0.66、+3.64、-8.47、+2.53pct。公司持续研发投入，构筑技术护城河，25H1研发费用3.57亿元。

图表10：公司2018-2025H1期间费用率



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表11：公司2018-2025H1研发费用



资料来源：iFind, 太平洋证券

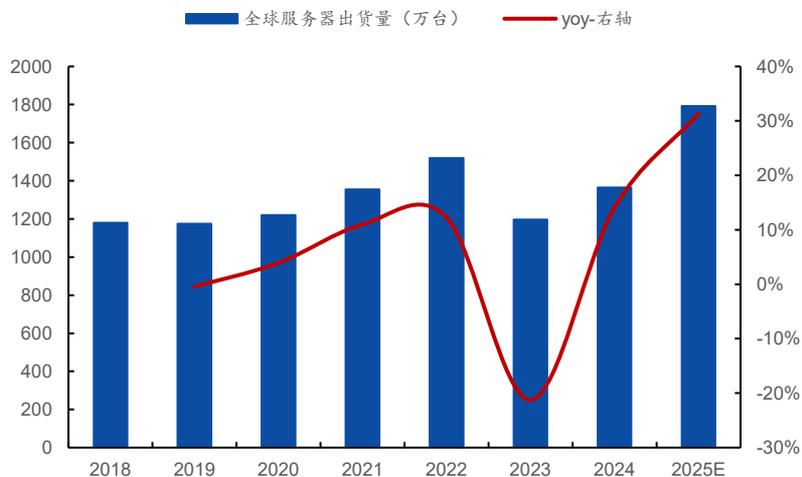
目录

- I 全球数据处理及互连芯片设计龙头，平台化布局不断深化
- II DDR5迭代加速，内存接口芯片量价齐升**
- III 高性能运力产品放量，打开增长新曲线
- IV 盈利预测与投资建议

2.1. AI爆发，驱动DDR5渗透加速，催生MRDIMM需求

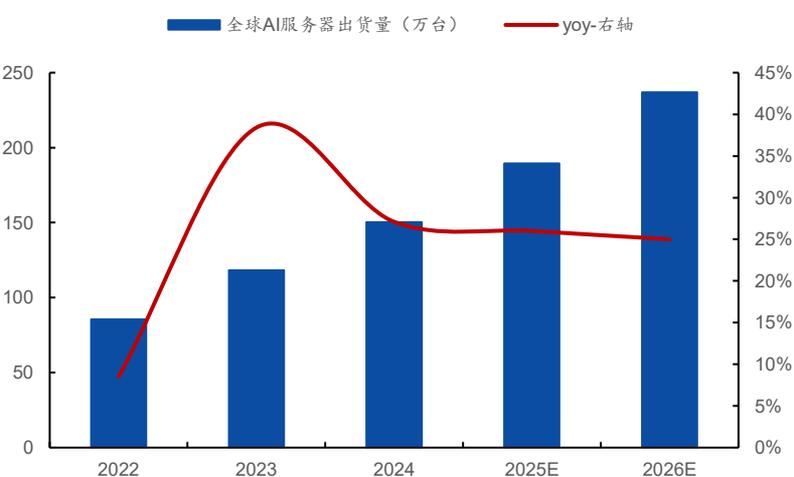
▶伴随云计算发展与数据中心建设，通用服务器景气度回暖，出货量稳步增长，AI服务器需求爆发。根据IDC数据，全球服务器出货量由18年的1175万台增长至24年的1365万台，23年受下游需求疲软影响，叠加云厂商资本支出缩减，全球服务器出货量疲软，24年全球算力基础设施建设的加速推进，显著拉动服务器市场整体出货量，同比增速转正，服务器市场明显回暖，趋势向上。AI服务器的需求成为核心驱动力，根据Trendforce数据预测，预计到2026年AI服务器出货突破200万台，22-26年年复合增长率26%。

图表12：全球服务器出货量



资料来源：IDC，太平洋证券

图表13：全球AI服务器出货量



资料来源：Trendforce，太平洋证券

2.1. AI爆发，驱动DDR5渗透加速，催生MRDIMM需求

▶ **内存颗粒主流规格迭代至DDR4向DDR5升级阶段，传输速率实现进一步提升。** DRAM动态随机存取存储器为最常见的系统内存，DDR主流规格当前迭代至DDR5，上一代DDR4于2014年推出，于2016年成为主流方案，与DDR3相比，DDR4引脚数由240增加至288，最高传输速率为3200MT/s。DDR5于2017年由JEDEC推动，与DDR4相比，DDR5由64位单通道架构变为32位双通道，最高初始速率为6400MT/s，是DDR4的两倍，单内存条最大容量由32GB增加至128GB。Intel及AMD支持DDR5的CPU已于2023年全面发布，标志着DDR5周期正式开启。

图表14：DDR3/4/5性能对比

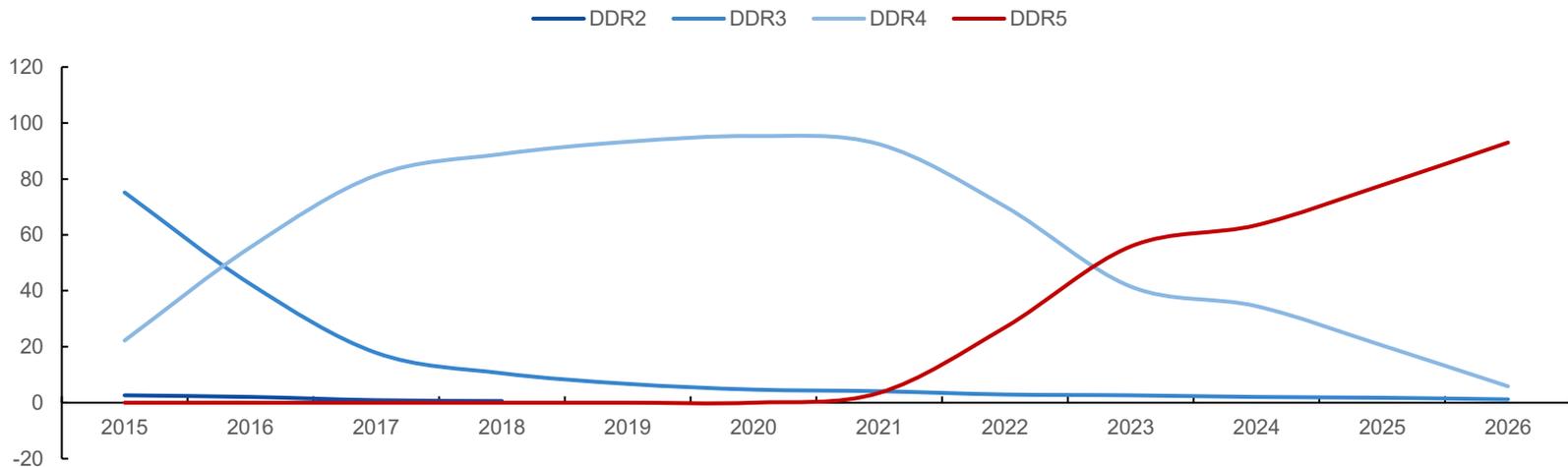
基准属性	发布年份	引脚数	通道数	预取	最大容量	工作电压	最大传输速率
DDR3	2007	240	1	8n	8GB	1.5V	1.6 Gbps
DDR4	2014	288	1	8n	32GB	1.2V	3.2 Gbps
DDR5	2021	288	2	16n	128GB	1.1V	6.4 Gbps

资料来源：JEDEC，太平洋证券

2.1. AI爆发，驱动DDR5渗透加速，催生MRDIMM需求

► **DDR5开启大规模渗透元年。**参考上一代DDR4渗透节奏，DDR4产品上量一年后，渗透率达到30%左右，两年后，渗透率达到60%左右。根据SK海力士业绩会指引，DDR5行业渗透率于23年达到30%左右，24年年底预计渗透率约50%，预计25年DDR5占比将继续提升，迎来大规模渗透元年。DDR5大规模渗透，主要受益于：1) AI及高性能计算需求爆发，DDR5的带宽更高、传输速率更快以及损耗更低，推动云服务商在采购中对DDR5的占比提升，2) 海外存储大厂产能由DDR4转向DDR5等高价值量新品，供给端充足。

图表15：DDR2-5渗透率变化

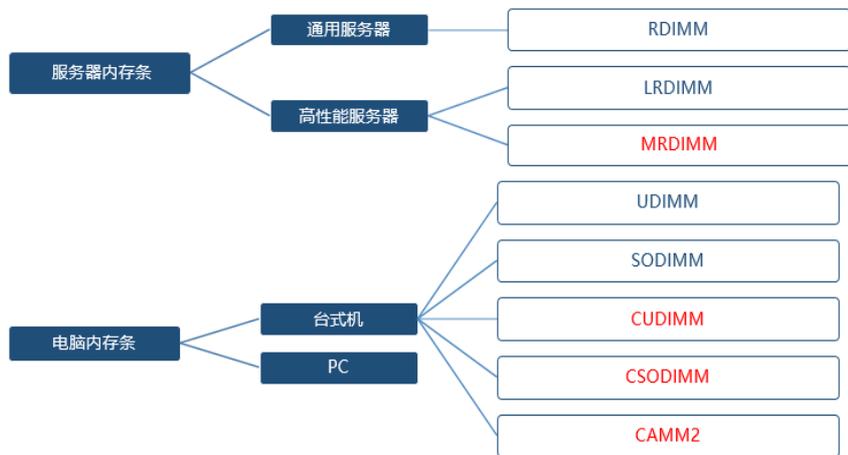


资料来源：Yole, 太平洋证券

2.1. AI爆发，驱动DDR5渗透加速，催生MRDIMM需求

➤服务器使用的主流存储器类型为RDIMM、LRDIMM。内存条为存储临时数据设备，与CPU交换数据，具备读写速度快、容量大、支持随机访问等优势。在服务器的应用场景下，内存条的主要形态为：1) 用于通用服务器的内存条RDIMM（带寄存器的双排直插内存控制模块），在内存条上增加寄存器进行传输，减少并行传输距离，提升容量和传输频率；2) 用于高性能服务器的内存条LRDIMM（低负荷双排直插内存模块），其Register芯片改为iMB存储器隔离缓冲芯片，以减少系统总线负荷，提高内存容量。

图表16：不同内存类型及对应应用场景



资料来源：iFind，太平洋证券

图表17：不同内存类型对比

类型	技术	频率 MT/s	容量	应用
UDIMM	SDRAM、 DDR2-5	266- 2133	32MB- 4GB	台式机
RDIMM	SDRAM、 DDR2-5	333- 3200	512MB- 32GB	服务器
LRDIMM	SDRAM、 DDR2-5	1333- 3200	16GB- 64GB	高性能服 务器

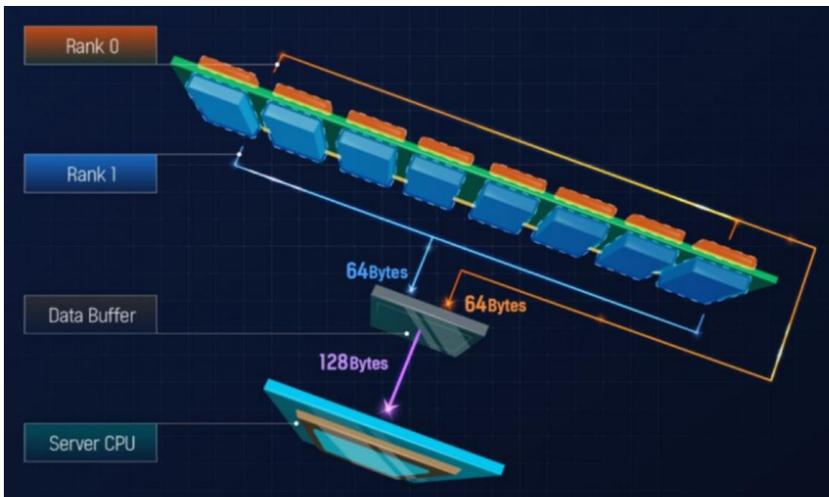
资料来源：JEDEC，太平洋证券

2.1. AI爆发，驱动DDR5渗透加速，催生MRDIMM需求

➤内存带宽需求急剧增长，新架构MRDIMM应运而生，可实现更高传输速率。MRDIMM

(Multiplexed Rank DIMM) 是多路复用列DIMM，内存支持两个内存序列，结合多路复用缓冲器以及内存控制器，可在单个通道上组合和传输多个数据信号，两个内存序列合计可传输128bytes数据，无需物理连接，实现更高传输速率。根据规划，第一代MRDIMM最高支持8800MT/s速率，第二代MRDIMM最高支持12800MT/s速率，到2030年后达到最终目标17600MT/s速率。MRDIMM可为AI及高性能计算提供更高带宽、更低延迟和更大容量的解决方案。

图表18: MRDIMM双内存序列架构



资料来源: SK Hynix, 太平洋证券

图表19: MRDIMM各代传输速率规划

型号	传输速率MT/s
DDR5	Up to 6400
DDR5 MRDIMM Gen1	Up to 8800
DDR5 MRDIMM Gen2	Up to 12800
DDR5 MRDIMM Gen3	Up to 17600

资料来源: JEDEC, 太平洋证券

2.2. 内存接口及配套芯片迎来量价齐升

► **DDR5代际升级，内存接口及配套芯片迎来量价齐升。**在DDR4/DDR5世代，内存接口芯片主要为RCD寄存时钟缓冲器和DB数据缓冲器，在RDIMM中，RCD芯片可以单独使用，在LRDIMM中，RCD芯片可以与DB芯片组成套片使用。DDR5代际升级后，由于DDR5初代速率已经较DDR4提升一倍至6400MT/s，且DDR5应用了比DDR4更低的工作电压1.1V，因此内存接口芯片RCD+DB亦进行迭代升级。同时，根据JEDEC标准，在RCD寄存时钟缓冲器和DB数据缓冲器以外，DDR5内存模组新增3种配套芯片，分别为SPD串行检测集线器、TS温度传感器以及PMIC电源管理芯片。

图表20：DDR5内存接口及内存接口配套芯片

内存接口 芯片	寄存时钟缓冲器 RCD	用于缓冲来自内存控制器的地址、命令、时钟、控制信号	DDR4/DD R5
	数据缓冲器 DB	用于缓冲来自内存控制器或内存颗粒的数据信号	DDR4/DD R5
内存接口 配套芯片	串行检测集线器 SPD	用于存储内存模组的相关信息以及模组上内存颗粒和相关器件的所有配置参数；作为I2C/I3C总线集线器，一端连接系统主控设备（如CPU或基板管理控制器（BMC）），另一端连接内存模组上的本地组件，包括RCD、PMIC和TS，是系统主控设备与内存模组上组件之间的通信中心；内置了温度传感器（TS），可连续监测SPD所在位置的温度。	DDR5
	温度传感器 TS	CPU可经由SPD芯片与之进行通讯，从而实现了对内存模组的温度管理	DDR5
	电源管理芯片 PMIC	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	DDR5

资料来源：公司公告，太平洋证券

资料来源：各公司公告，太平洋证券

2.2. 内存接口及配套芯片迎来量价齐升

> **内存接口芯片方面**，在DDR4世代，RDIMM内存条配置1颗RCD寄存时钟驱动器，LRDIMM内存条采用“1+9”架构，即配置1颗RCD寄存时钟驱动器和9颗DB数据缓冲器；在DDR5世代，LRDIMM内存条采用“1+10”架构，即配置1颗RCD寄存时钟驱动器以及10颗DB数据缓冲器，相较DDR4世代新增1颗DB芯片。MRDIMM内存条采用类似LRDIMM的“1+10”架构，配置1颗MRCD寄存时钟驱动器以及10颗MDB数据缓冲器。**内存接口配套芯片方面**，DDR5内存条配置1颗SPD串行检测芯片、2颗TS温度传感器、以及1颗PMIC电源管理芯片*1，MRDIMM内存条配套芯片数量一致。

图表21：DDR4至DDR5内存接口及内存接口配套芯片数量变化

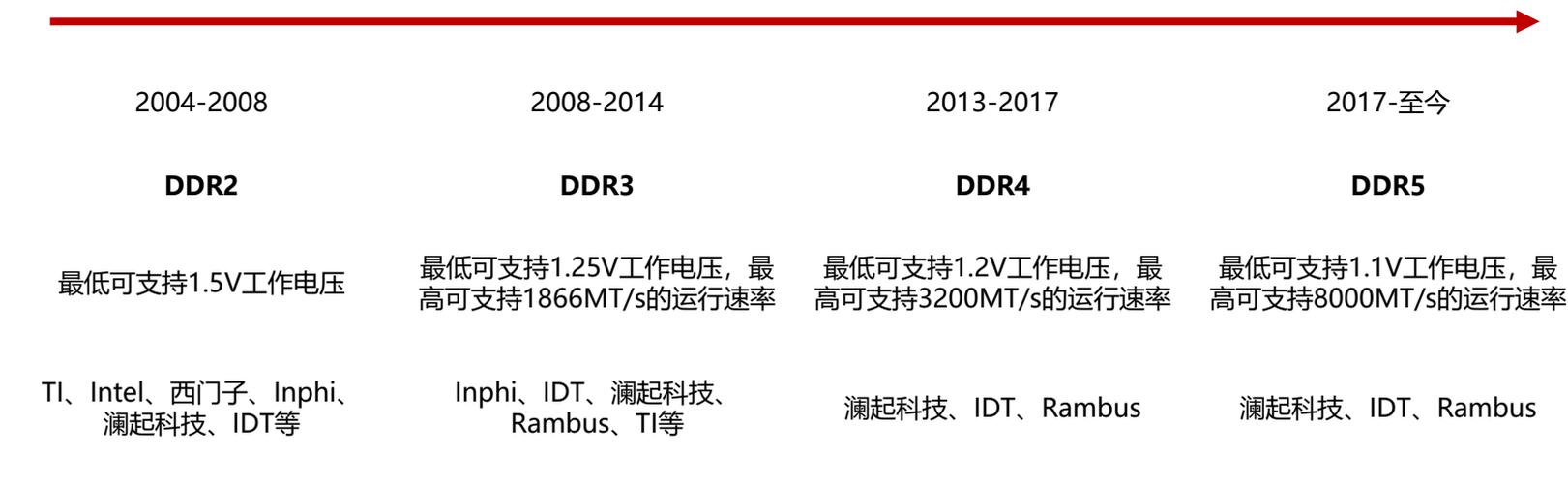
	内存接口芯片		内存接口配套芯片		
	寄存时钟驱动器 RCD	数据缓冲器 DB	串行检测集线器 SPD	温度传感器 TS	电源管理芯片 PMIC
DDR5 LRDIMM	1颗	10颗	1颗	2颗	1颗
DDR4 LRDIMM	1颗	9颗	1颗		
DDR5 RDIMM	1颗		1颗	2颗	1颗
DDR4 RDIMM	1颗		1颗		
DDR5 MRDIMM	1颗MRCD	1颗MDB	1颗	2颗	1颗

资料来源：公司公告，太平洋证券

2.3. 公司内存接口芯片先发优势显著，市场份额领跑

▶ 伴随DDR技术迭代，全球内存接口芯片核心供应商缩减至3家，分别为澜起科技、Rambus、IDT。在早期DDR2时代，全球内存接口芯片涌现出约6家核心供应商，包括TI、Intel、西门子、Inphi、澜起科技、IDT等。随着技术迭代至DDR5世代，传输速率大幅提升，工作电压降低，JEDEC进一步完善DDR5内存接口芯片技术规格，最低支持1.1V工作电压，最新一子代最高支持8000MT/s速率，因此内存接口芯片壁垒提升，全球内存接口芯片主要玩家缩减至3家，分别为澜起科技、IDT、Rambus，24年合计占据93.4%市场份额，公司市场份额36.8%，排名第一。

图表22：内存接口芯片供应商变化



资料来源：公司公告，太平洋证券

2.3. 公司内存接口芯片先发优势显著，市场份额领跑

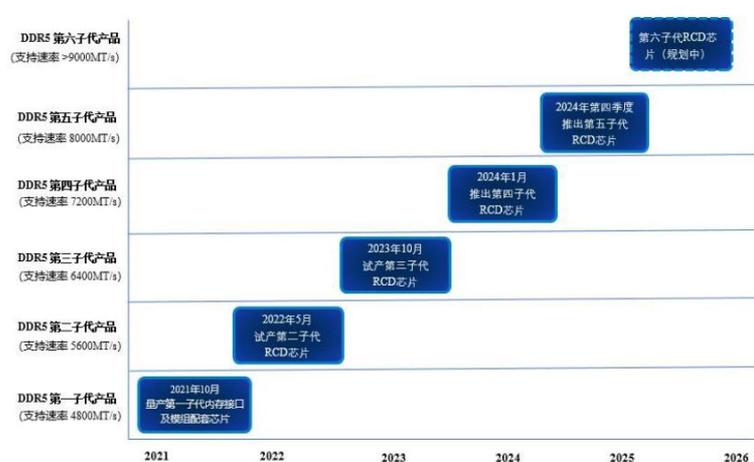
公司内存接口产品布局完善，子世代研发领先，DDR5产品出货占比已经超过DDR4产品。在内存接口芯片布局方面，公司产品矩阵完善，覆盖DDR2-DDR5系列内存接口芯片，实现内存接口芯片RCD、DB、以及内存接口配套芯片SPD、TS、PMIC全覆盖。公司内存接口芯片产品应用于多重缓冲式内存模组如RDIMM、LRDIMM，满足高性能服务器对高速率、大容量的需求。公司在DDR5子世代研发也保持行业领先地位，第二子代RCD芯片24年出货量已超过第一子代产品，第三子代RCD芯片于第四季度开始规模出货，第五子代RCD芯片已顺利向客户送样。

图表23：公司产品在内存模组的应用



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表24：公司DDR5子世代时间线

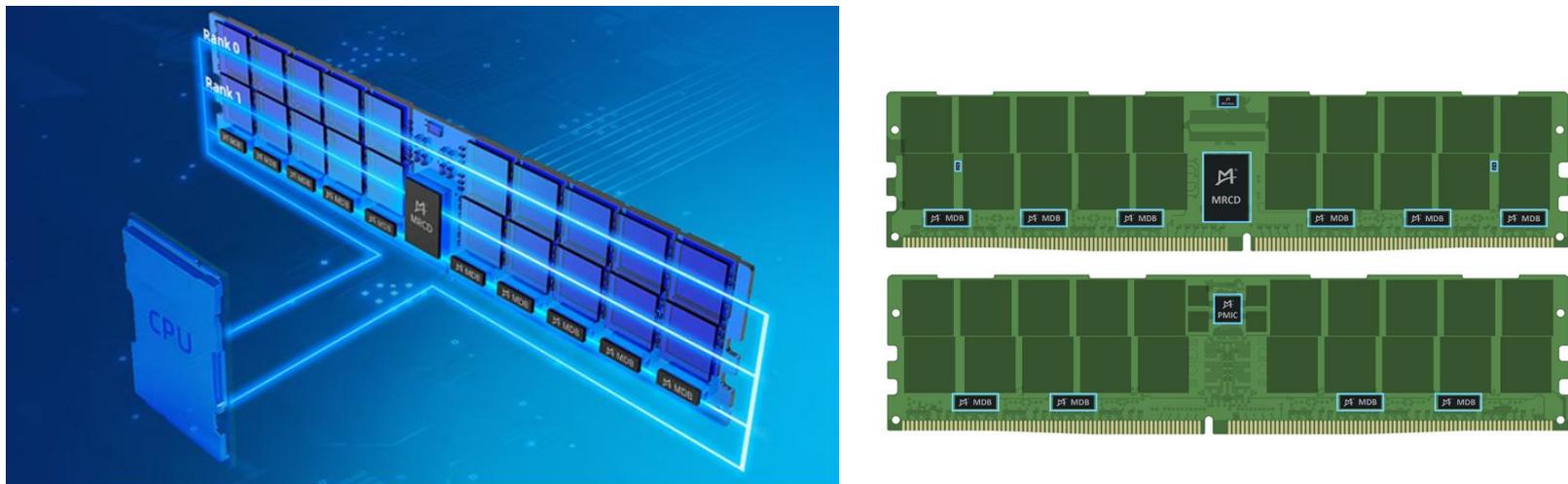


资料来源：公司公告，太平洋证券

2.3. 公司内存接口芯片先发优势显著，市场份额领跑

►公司MRCD和MDB套片实现下游规模出货，满足内存带宽敏感应用领域需求。云计算和人工智能等应用场景技术对内存带宽的诉求更高，MRDIMM 将在云计算、AI等对内存带宽敏感的应用领域有较大的需求。公司在运用于高性能运算服务器的MRDIMM内存条接口芯片进展显著，第一子代MRCD和MDB套片支持速率8800MT/s，于24年开始在行业规模适用，切入全球主要下游厂商供应链，实现规模出货。公司第二子代MRCD和MDB支持速率12800MT/s，与第一子代对比提升45%，已经完成向全球主要内存厂商送样。

图表25：公司MRCD/MDB产品



资料来源：公司官网，太平洋证券

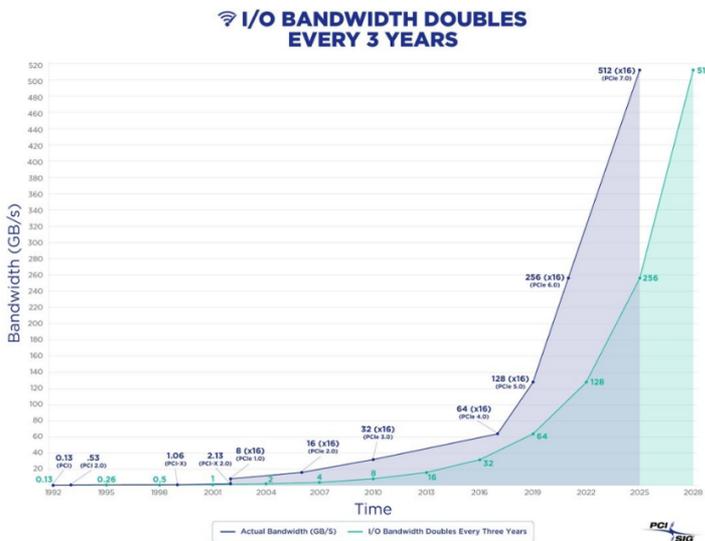
目录

- I 全球数据处理及互连芯片设计龙头，平台化布局不断深化
- II DDR5迭代加速，内存接口芯片量价齐升
- III 高性能运力产品放量，打开增长新曲线
- IV 盈利预测与投资建议

3.1. PCIe标准迭代传输速率增长，Retimer芯片成为信号衰减主流解决方案

► **PCIe标准迭代更新，传输速率翻倍。** PCIe协议为高速串行计算机扩展总线标准，是第三代I/O总线，应用场景全面覆盖PC机、服务器、存储系统、手持计算等各种计算平台，主要为连接高性能外围设备，如CPU与GPU通信，以及网卡、声卡、固态硬盘等。自03年PCIe 1.0发布以来，PCIe互连技术迭代迅速，每次迭代传输速率翻倍。当前主流发展至第五代PCIe5.0，于2019年发布，传输速率从PCIe4.0的16GT/s提升到32GT/s。PCIe6.0于22年发布，传输速率进一步提升到64GT/s。

图表26: PCIe标准迭代带宽翻倍



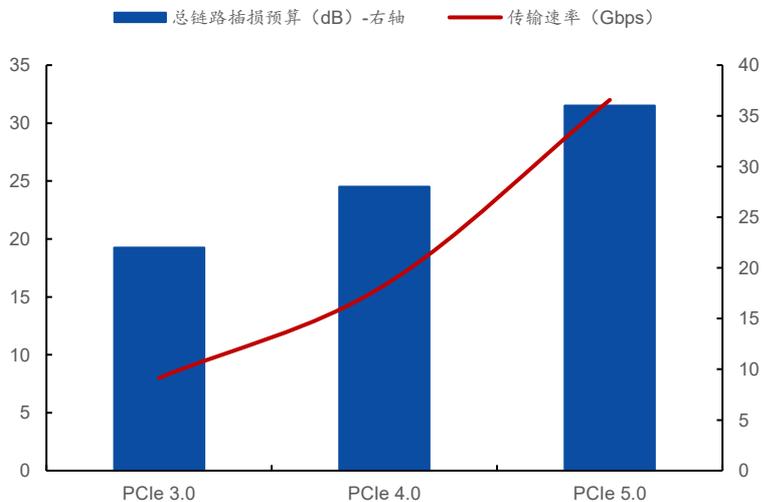
PCIe 版本	行代码	传输速率	x16吞吐量
1.0	8b/10b	2.5GT/s	4GB/s
2.0	8b/10b	5GT/s	8GB/s
3.0	128b/130b	8GT/s	15.754GB/s
4.0	128b/130b	16GT/s	31.508GB/s
5.0	128b/130b	32 or 25GT/s	32 or 49.2GB/s

资料来源: PCI-SIG, 太平洋证券

3.1. PCIe标准迭代传输速率增长，Retimer芯片成为信号衰减主流解决方案

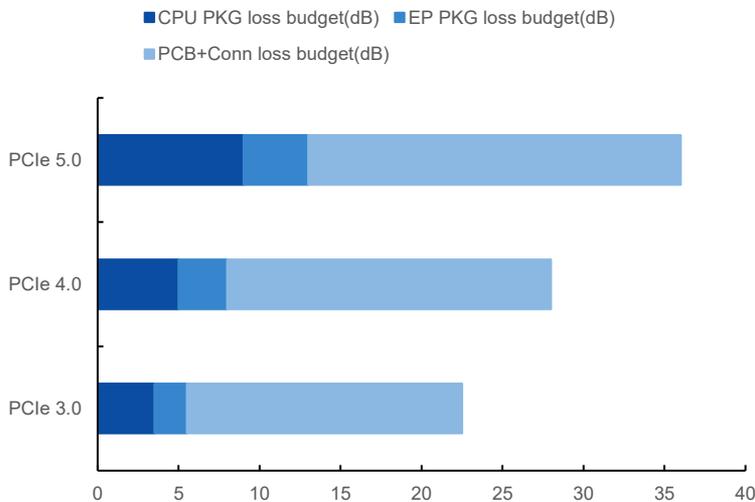
▶ 伴随PCIe传输速率提升，插损问题成为PCIe传输的痛点。云计算、企业级计算等应用场景不断丰富，为满足AI以及其他高性能计算，异构计算架构需求增加。应用场景扩充推动PCIe标准迭代更新，单链路速率在PCIe 5.0达到32Gbps，虽然伴随传输速度不断翻倍，但是信号传输距离受限于工业标准并未减小，整个链路的插损预算从PCIe3.0时代的22dB增至PCIe4.0时代的28dB，在PCIe5.0时代增至的36dB。

图表27: PCIe传输速率与总链路插损预算



资料来源: Astera Labs, 太平洋证券

图表28: 总链路插损预算拆分



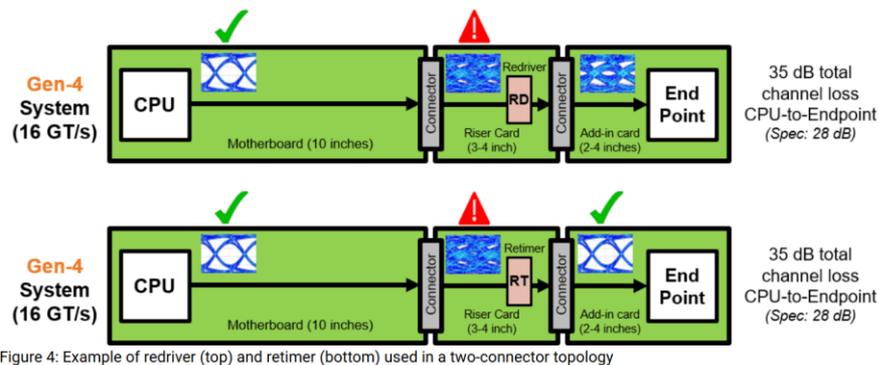
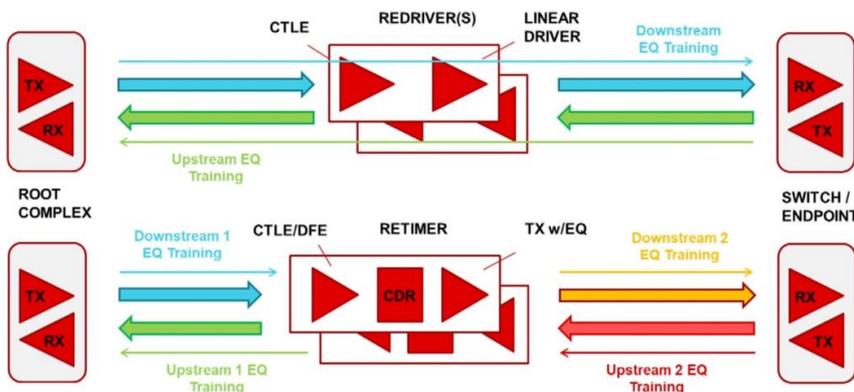
资料来源: Astera Labs, 太平洋证券

3.1. PCIe标准迭代传输速率增长，Retimer芯片成为信号衰减主流解决方案

► **Retimer芯片成为解决插损问题的主流方式。** PCIe插损问题解决方式包括引入低损PCB和信号调节器件Redrive/Retimer等。使用M6/7 PCB板对成本加成显著，且有效传输距离依然有限。Retimer在Redriver基础上增加CDR，通过从输入信号恢复时钟信号，进而恢复数据信号的原理，在补偿传输损耗同时解决由于串扰、回波损耗、符号间干扰和抖动的问题，从而提升PCIe信号的完整性，增加高速信号的有效传输距离，表现更加优异，成为PCIe插损问题的主流解决方案。

图表29: Redriver与Retimer方案对比

图表30: Redriver与Retimer效果对比



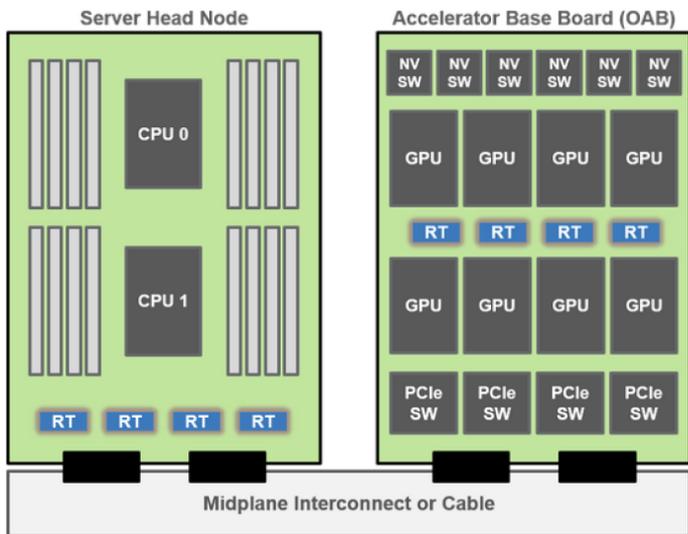
资料来源: TI, 太平洋证券

资料来源: Astera Labs, 太平洋证券

3.2. AI服务器需求旺盛，驱动Retimer市场扩容

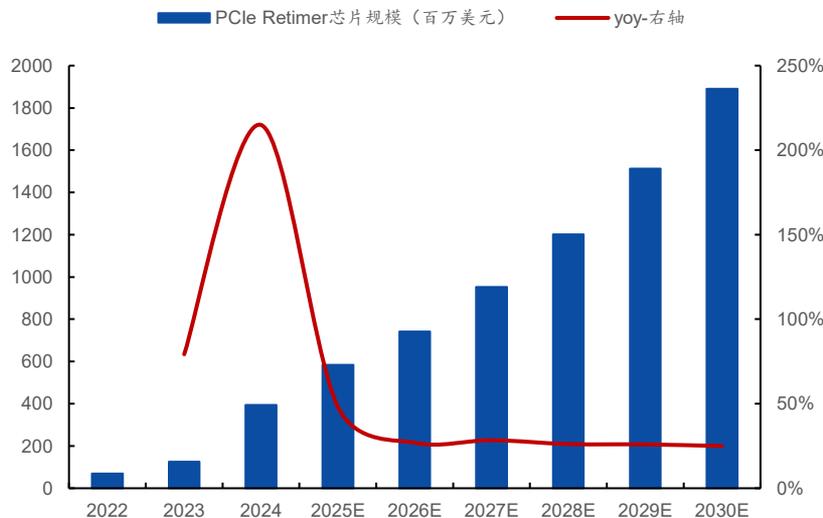
▶大型云端服务供应商预算持续聚焦AI服务器采购，叠加单台服务器用量增加，驱动Retimer芯片市场扩容。从单台服务器用量来看，Retimer芯片需求集中在AI服务器，一台典型的配置8块GPU的主流AI服务器需要8-16颗Retimer芯片，为了满足扩展需求，部分AI服务器需要增加至24颗Retimer芯片。根据弗若斯特沙利文的数据，PCIe Retimer市场规模从22年0.70亿美元快速增长至24年3.95亿美元，预计30年市场规模将达18.90亿美元，25-30年复合增长率高达26%。

图表31：服务器中PCIe Retimer配置



资料来源：AsteraLabs，太平洋证券

图表32：PCIe Retimer芯片规模

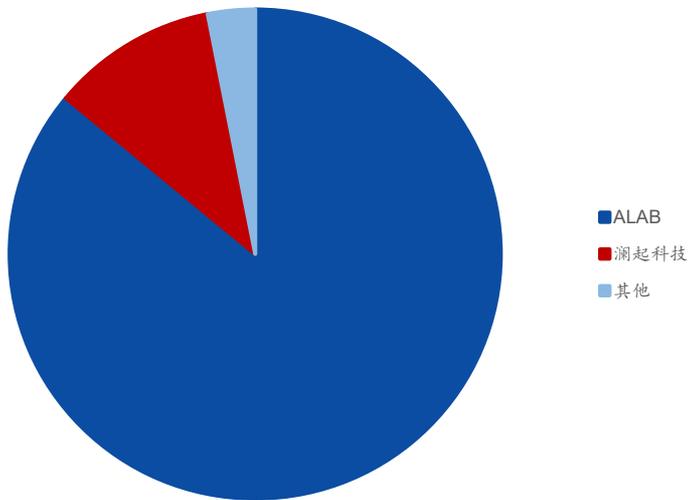


资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券

3.3. 公司是Retimer芯片全球唯二供应商，布局Switch芯片打开弹性空间

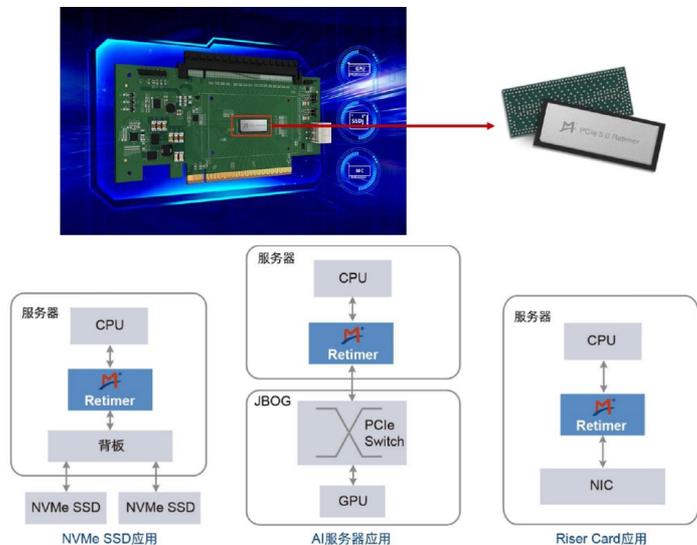
►公司Retimer芯片势头强劲，已实现规模放量。公司是全球主要PCIe 5.0 Retimer芯片的两家供应商之一，24年两家厂商占96.9%市场份额，公司作为新进入者份额迅速提升至10.9%。公司PCIe5.0 Retimer产品支持32 GT/s传输速率，可补偿高达36dB信道损耗。公司推出的PCIe 6.x Retimer芯片支持64 GT/s传输速率，采用PAM4 SerDes技术，支持高达43dB的链路预算，可用于通用及AI服务器、AEC和存储系统等典型应用场景。

图表33: PCIe Retimer供应商格局



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券

图表34: 公司PCIe Retimer产品布局

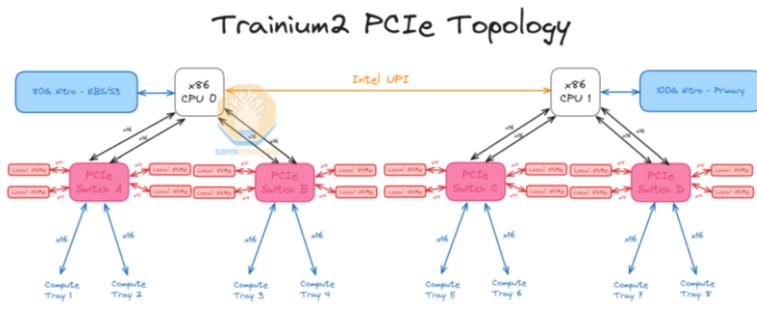


资料来源：公司公告，太平洋证券

3.3. 公司是Retimer芯片全球唯二供应商，布局Switch芯片打开弹性空间

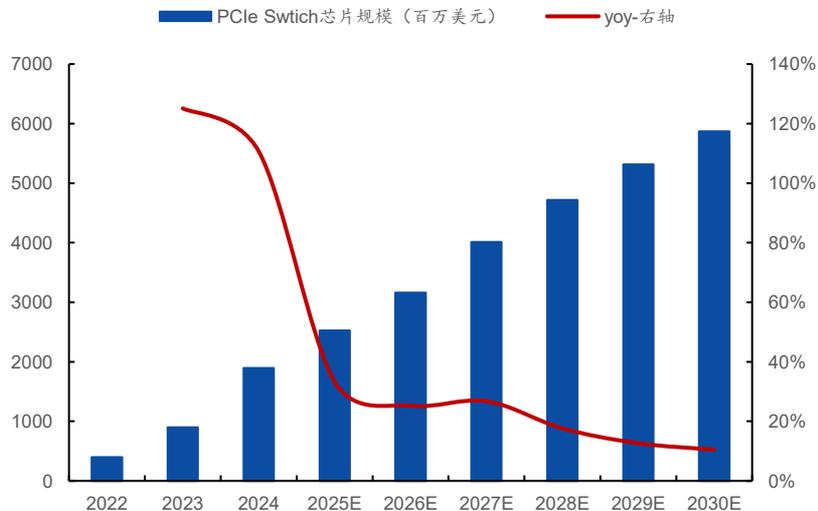
►公司积极布局PCIe Switch芯片，打开增长空间。单台8卡服务器需要配置2-4个PCIe Switch以实现拓扑扩展，根据弗若斯特沙利文的数据，PCIe Switch市场规模从22年3.99亿美元快速增长至24年18.94亿美元，预计30年市场规模将达58.71亿美元，25-30年复合增长率18%。公司已积累了深厚的SerDes技术储备与广泛的客户资源，为布局PCIe Switch芯片奠定坚实的基础，正积极开展PCIe Switch芯片的设计与研发工作。

图表35: AI服务器中PCIe Switch布局



资料来源: semianalysis, 太平洋证券

图表36: PCIe Switch芯片规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 太平洋证券

目录

- I 全球数据处理及互连芯片设计龙头，平台化布局不断深化
- II DDR5迭代加速，内存接口芯片量价齐升
- III 高性能运力产品放量，打开增长新曲线
- IV 盈利预测与投资建议

4. 盈利预测及投资建议

► **盈利预测与投资建议：**公司内存接口及配套芯片为基本盘，行业领先，将充分受益DDR5渗透率提升，以及子代迭代；高速运力芯片受益AI爆发，下游需求旺盛，迎来规模放量。预计2025-2027年营业总收入分别为58.06、77.10、98.93亿元，同比增速分别为59.54%、32.80%、28.32%；归母净利润分别为24.36、33.01、42.42亿元，同比增速分别为72.54%、35.51%、28.51%，对应25-27年PE分别为57X、42X、33X，维持“买入”评级。

图表36：主营业务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
内存接口芯片					
收入 (百万元)	2185	3349	5409	7210	9312
yoy	-20.11%	53.31%	61.51%	33.30%	29.15%
津逮服务器平台					
收入 (百万元)	94	280	386	488	569
yoy	-90.01%	198.87%	38.00%	26.50%	16.60%

资料来源：携宁，太平洋证券

图表37: 盈利预测

资产负债表 (百万)						利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,744	6,843	7,880	10,582	14,147	营业收入	2,286	3,639	5,806	7,710	9,893
应收和预付款项	297	392	662	883	1,120	营业成本	939	1,524	2,257	2,871	3,646
存货	482	352	789	969	1,180	营业税金及附加	6	6	11	15	19
其他流动资产	1,773	1,874	1,980	1,991	2,003	销售费用	90	96	146	177	240
流动资产合计	8,296	9,461	11,311	14,425	18,450	管理费用	173	196	298	396	512
长期股权投资	71	109	109	105	105	财务费用	-180	-241	-136	-156	-210
投资性房地产	530	519	519	519	519	资产减值损失	-193	-44	-26	-32	-32
固定资产	612	582	524	460	397	投资收益	91	49	215	228	290
在建工程	227	507	576	641	703	公允价值变动	-87	24	9	-1	0
无形资产开发支出	137	134	121	107	93	营业利润	472	1,413	2,509	3,376	4,332
长期待摊费用	112	180	240	302	343	其他非经营损益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	9,009	10,187	12,154	15,286	19,305	利润总额	472	1,413	2,508	3,376	4,332
资产总计	10,698	12,219	14,242	17,420	21,464	所得税	21	72	135	173	226
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	451	1,341	2,373	3,202	4,107
应付和预收款项	131	211	299	390	493	少数股东损益	0	-71	-62	-98	-135
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	451	1,412	2,436	3,301	4,242
其他负债	360	611	880	1,072	1,303						
负债合计	491	822	1,179	1,462	1,796						
股本	1,139	1,145	1,145	1,145	1,145	预测指标					
资本公积	5,432	5,626	5,626	5,626	5,626	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
留存收益	3,732	4,805	6,925	9,919	13,766	毛利率	58.91%	58.13%	61.12%	62.76%	63.15%
归母公司股东权益	10,191	11,403	13,132	16,125	19,972	销售净利率	19.73%	38.80%	41.96%	42.81%	42.88%
少数股东权益	15	-7	-69	-168	-303	销售收入增长率	-37.76%	59.20%	59.54%	32.80%	28.32%
股东权益合计	10,207	11,397	13,062	15,957	19,669	EBIT 增长率	-66.78%	281.74%	115.72%	35.68%	28.04%
负债和股东权益	10,698	12,219	14,242	17,420	21,464	净利润增长率	-65.30%	213.10%	72.54%	35.51%	28.51%
						ROE	4.42%	12.38%	18.55%	20.47%	21.24%
						ROA	4.22%	11.70%	17.94%	20.23%	21.12%
						ROIC	2.69%	9.12%	17.13%	19.08%	19.82%
						EPS (X)	0.40	1.25	2.13	2.88	3.70
						PE (X)	146.90	54.32	56.69	41.84	32.55
						PB (X)	6.57	6.82	10.52	8.56	6.91
						PS (X)	29.27	21.36	23.79	17.91	13.96
						EV/EBITDA (X)	155.48	57.17	52.25	38.11	29.13

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	731	1,691	1,839	2,995	3,858
投资性现金流	-574	-443	-181	15	103
融资性现金流	-372	-277	-533	-309	-396
现金增加额	-168	1,033	1,104	2,701	3,565

资料来源: 携宁, 太平洋证券

风险提示

- 下游需求不及预期风险；
- 行业竞争加剧风险；
- 地缘政治风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。