

产品结构升级改善盈利能力，运力芯片增强业绩弹性

买入|维持

——澜起科技 25 年年报点评

● 报告要点：

3月30日，公司发布2025年业绩公告，25年营收54.56亿元（YoY+49.94%），归母净利22.36亿元（YoY+58.35%），毛利率和净利率分别为62.23%和39.03%。单季度25Q4方面，公司营收13.99亿元（YoY+30.95%，QoQ-1.8%），归母净利6.03亿元（YoY+39.10%，QoQ+27.49%），毛利率和净利率分别为64.46%和39.56%。

2025年公司互连芯片收入51.39亿元，yoy+53.43%，产品结构优化带动公司互连芯片毛利率提升至65.57%，yoy+2.91pct。预计2026年公司互连芯片收入67亿元，yoy+30%，产品结构优化持续改善毛利率。

公司RCD/DB产品持续迭代，第三子代RCD销量超过第二子代，第四子代开始规模出货，带动公司毛利率改善明显，改善趋势有望在26年延续。随着服务器需求增长及DDR5渗透率持续提升，我们预计公司26年RCD/DB收入有望超过35亿元。

AI运力芯片上，1)公司持续推进PCIe retimer迭代，PCIe 6.0有望在2026年上量。2026年全球PCIe retimer市场规模有望达到55亿元，我们测算公司相关业务收入市占率约在14%，有望成为公司业绩弹性增长的重要来源。2)公司持续推进MRCD/MDB迭代升级及规模化应用，随着第二子代MRCD/MDB应用平台逐步拓宽，2026年公司第二子代MRCD/MDB有望进入大规模应用拐点，进一步贡献业绩增量。3)DDR5渗透率提升及高频化趋势演进，预计2026年公司CKD芯片出货增长趋势延续，CKD有望进入更为明显的放量阶段，增强公司业绩增长动力。4)公司持续推进CXL商用化进程，已有多家服务器厂商推出基于公司MXC芯片的内存拓展方案。目前平台已经进入支持阶段，2026年将是导入走向放量的关键期，预计经过26年上半年的客户验证和方案落地，公司MXC芯片下半年起有望进入逐步放量阶段。

我们预测公司26-27年营收70.30/89.96亿元，归属母公司净利润为29.30/38.23亿元，对应PE分别为64/49倍，维持“买入”评级。

财务数据和估值

	2025A	2026E		2027E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入（百万元）	5456	7030	7497	8996	9441
增长率（%）	49.9%	28.8%	37.4%	28.0%	25.9%
归母净利（百万元）	2236	2930	3198	3823	4114
增长率（%）	58.4%	31.1%	43.1%	30.5%	28.6%
EPS（元/股）	1.97	2.40	2.62	3.13	3.37
市盈率（P/E）	60	64	58	49	45
市净率（P/B）	10.45	11.85	11.04	9.53	9.31

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2026年4月13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：152.30元

基本数据

52周最高/最低价（元）：182.03 / 72.58

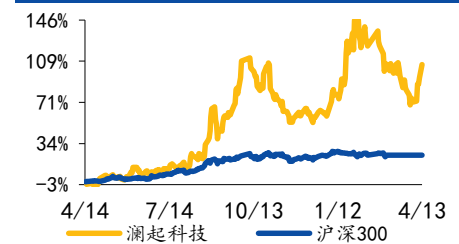
A股流通股（百万股）：1222.20

A股总股本（百万股）：1222.20

流通市值（百万元）：186141.06

总市值（百万元）：186141.06

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-2026年电子行业策略报告：AI主导的上行景气周期，寻找结构性投资机会》2026.02.02

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

联系人 李聪

电话 021-51097188

邮箱 licong@gyzq.com.cn

公司 2025 年营收实现 54.56 亿元，YoY+49.94%，归母净利达到 22.36 亿元，YoY+58.35%，剔除股份支付后的归母净利为 26.47 亿元，yoy+81.0%，扣非归母净利为 20.22 亿元，YoY+61.95%，毛利率达到 62.23%，YoY+4.1 pct，净利率达到 39.03%，YoY+2.19 pct。

具体来看 25Q4，单季度营收实现 13.99 亿元，YoY+30.95%，QoQ-1.80%；归母净利达到 6.03 亿元，YoY+39.10%，QoQ+27.49%；扣非归母净利实现 5.54 亿元，YoY+48.00%，QoQ+47.38%；毛利率实现 64.46%，YoY+6.29 pct，QoQ+1.12 pct；净利率达到 39.56%，YoY+5.45 pct，QoQ+6.98 pct。

2025 年，公司互连芯片收入 51.39 亿，yoy+53.4%，毛利率 65.6%，同比增加 2.9pct，主要系毛利率较高的产品销售收入占比提升带动。津逮产品线收入 3.08 亿，yoy+10.2%。

内存接口芯片：2025 年，公司第三子代 RCD 芯片于下半年销量超过第二子代，第四子代 RCD 开始规模出货，并完成第五子代研发。公司规划 2026 年完成第六子代研发，并同时开展 DDR6 第一子代的研发。展望 2026 年，随着服务器需求持续增长、DDR5 渗透率进一步提升，公司 RCD/DB 产品收入仍有望保持较快增长，我们预计相关业务营收有望超过 35 亿元，且随着高世代产品收入占比提升，产品结构有望持续优化，公司内存接口芯片毛利率有望进一步修复。

PCIe retimer：公司是全球主要供货 PCIe 5.0/CXL 2.0 retimer 芯片的两家厂商之一，并持续推进 PCIe 6.x/CXL 3.x Retimer 及 AEC 解决方案，预计 PCIe 6.0 在明年开始上量。随着 PCIe 协议持续演进、服务器平台速率提升，PCIe retimer 逐步成为高带宽服务器互连中的关键器件。我们预计 2026 年 PCIe retimer 市场规模有望达到 55 亿元，若公司后续产品迭代及客户拓展进展顺利，相关业务收入有望超过 7 亿元，对应市场份额约 14%，未来具备一定增长弹性。

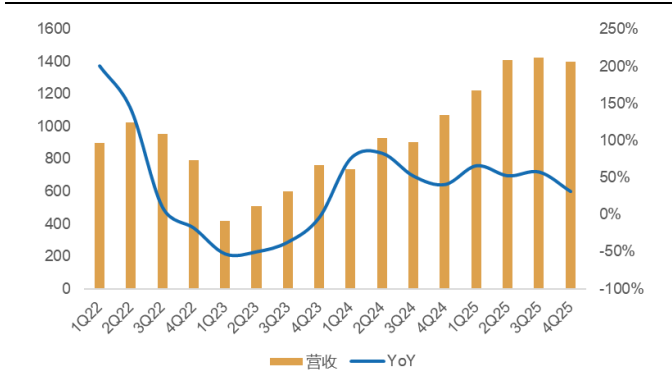
MRCD/MDB：公司持续推进 MRCD/MDB 迭代升级及规模化应用，第二子代 MRCD/MDB 已于 2025 年 1 月推出，25Q4 出货量显著提升。展望 2026 年，随着第二子代 MRCD/MDB 的应用平台逐步拓宽，叠加 AI 服务器带宽需求持续提升，我们认为第二子代 MRCD/MDB 有望在未来几年内进入大规模应用阶段。公司作为全球少数实现 MRCD/MDB 量产的供应商之一，若后续平台导入及客户放量进展顺利，公司有望受益于 MRDIMM 渗透率提升所带来的产品需求增长。

CKD 芯片：2024 年公司 CKD 芯片已在客户端内存市场实现小规模试用；2025 年受益于 DDR5 渗透率提升及高频内存需求增长，公司 CKD 产品出货快速提升。展望 2026 年，随着新平台支持逐步完善，及 AI PC 推动 DDR5 继续向高频演进，CKD 芯片有望进入更明显的放量阶段。中长期看，带时钟内存模组或将逐步成为 PC DDR5 内存的重要形态，CKD 配置比例有望持续提升；若后续平台演进及产业导入顺利，预计到 2029-2030 年 CKD 有望在 PC 内存模组中实现较高渗透率，进而提升公司相关业务的增长弹性。

CXL MXC 芯片：公司持续推进 CXL 商用化进程，目前已有多家服务器厂商推出基于公司 MXC 芯片的内存拓展方案。公司于 2025 年 9 月推出基于 CXL 3.1 标准的 MXC 芯片，已开始向客户送样。结合当前产业发展节奏，我们认为 MXC 芯片仍处于商用导入初期，2026 年上半年预计仍以客户验证、方案落地及试点部署为主。若后续支持更高版本 CXL 方案的 CPU、GPU 平台推进顺利，且下游客户导入节奏持续加快，公司 MXC 芯片有望自 2026 年下半年起逐步进入放量阶段。

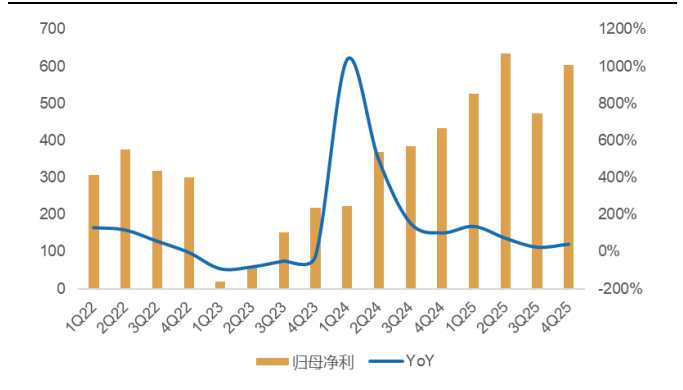
2025 年，公司股份支付为 4.31 亿元，对公司归母净利的影响约 4.12 亿元。结合已披露股权激励计划的后续摊销安排，预计 2026 年股份支付费用或仍处于较高水平，预计将继续对公司利润释放形成一定扰动。

图 1：公司各季度营收及增速（百万元）



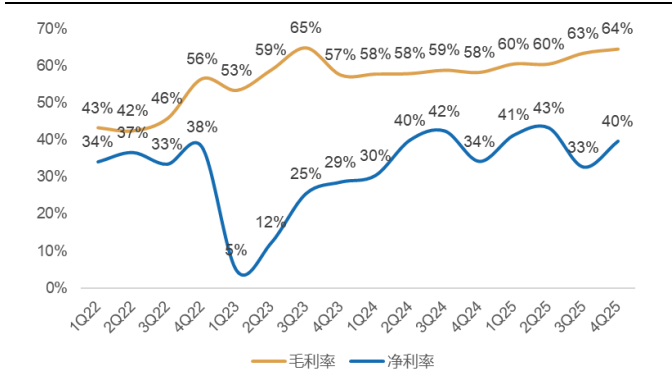
资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及增速（百万元）



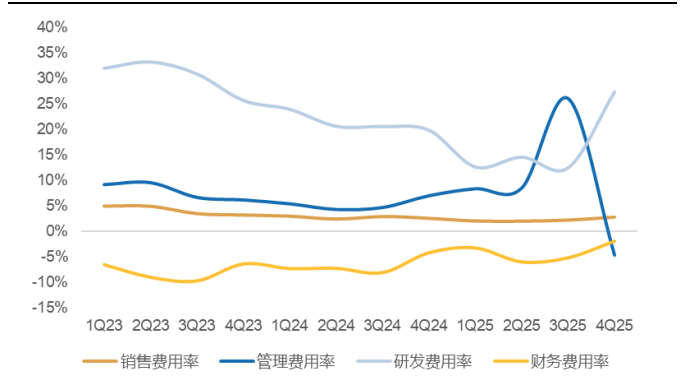
资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 3：公司各季度毛利率及净利率



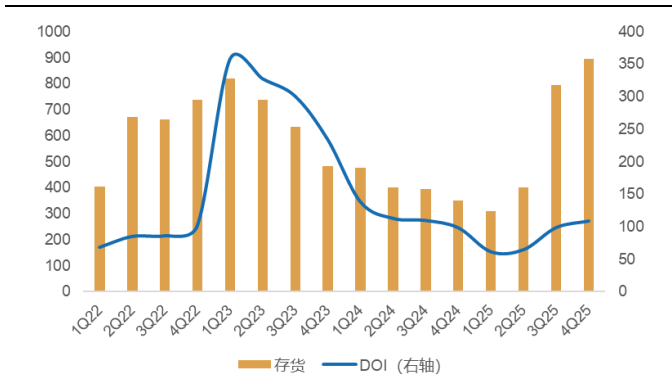
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司费用情况



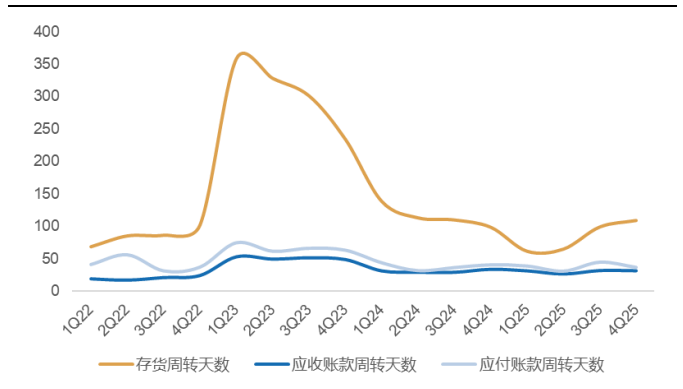
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司存货及周转天数（百万元&天）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司运营情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

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			
	2025A	2026E	2027E	2028E	
货币资金	8,479	11,239	14,746	19,157	
交易性金融资产	823	523	323	223	
应收账款及应收票据	568	780	998	1,226	
存货	896	1,037	1,273	1,527	
预付账款	133	52	66	80	
其他流动资产	135	177	218	260	
流动资产合计	11,034	13,809	17,624	22,474	
长期股权投资	92	92	92	92	
投资性房地产	377	377	377	377	
固定资产合计	716	777	773	643	
无形资产	113	121	129	137	
商誉	0	0	0	0	
递延所得税资产	43	43	43	43	
其他非流动资产	1,372	1,465	1,563	1,665	
资产总计	13,748	16,685	20,602	25,432	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据及应付账款	208	362	458	559	
预收账款	0	0	0	0	
应付职工薪酬	294	391	494	604	
应交税费	112	141	180	221	
其他流动负债	155	171	212	256	
流动负债合计	770	1,066	1,344	1,640	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
递延所得税负债	9	9	9	9	
其他非流动负债	98	93	90	88	
负债合计	877	1,168	1,443	1,737	
归属于母公司的所有者权益	12,924	15,709	19,533	24,295	
少数股东权益	-53	-192	-374	-601	
股东权益	12,871	15,517	19,159	23,694	
负债及股东权益	13,748	16,685	20,602	25,432	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流净额	2,022	2,792	3,433	4,372	
投资	1,055	305	203	102	
资本性支出	-266	-243	-193	-143	
其他	61	55	67	83	
投资活动现金流净额	850	117	77	42	
债权融资	0	-5	-3	-2	
股权融资	100	-19	0	0	
支付股利及利息	-670	0	0	0	
其他	-459	0	0	0	
筹资活动现金流净额	-1,029	-24	-3	-2	
现金净流量	1,717	2,760	3,507	4,411	

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	5,456	7,030	8,996	11,063	
%同比增速	50%	29%	28%	23%	
营业成本	2,061	2,610	3,294	4,024	
毛利	3,395	4,420	5,701	7,039	
%营业收入	62%	63%	63%	64%	
税金及附加	7	14	18	0	
%营业收入	0%	0%	0%	0%	
销售费用	120	141	171	199	
%营业收入	2%	2%	2%	2%	
管理费用	526	654	819	985	
%营业收入	10%	9%	9%	9%	
研发费用	915	1,055	1,277	1,549	
%营业收入	17%	15%	14%	14%	
财务费用	-228	-250	-255	-265	
%营业收入	-4%	-4%	-3%	-2%	
资产减值损失	28	-50	-50	-50	
信用减值损失	-1	-1	-1	-1	
其他收益	116	141	171	199	
投资收益	97	105	117	133	
净敞口套期收益	0	0	0	0	
公允价值变动收益	26	0	0	0	
资产处置收益	0	0	0	0	
营业利润	2,322	3,002	3,908	4,852	
%营业收入	43%	43%	43%	44%	
营业外收支	-1	-1	-1	-1	
利润总额	2,321	3,001	3,907	4,851	
%营业收入	43%	43%	43%	44%	
所得税费用	191	210	266	315	
净利润	2,130	2,791	3,641	4,536	
%营业收入	39%	40%	40%	41%	
归属于母公司的净利润	2,236	2,930	3,823	4,763	
%同比增速	58%	31%	30%	25%	
少数股东损益	-106	-140	-182	-227	
EPS (元/股)	1.97	2.40	3.13	3.90	

主要财务比率					
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
EPS	1.97	2.40	3.13	3.90	
BVPS	11.27	12.85	15.98	19.88	
PE	59.80	63.52	48.68	39.08	
PEG	1.02	2.04	1.60	1.59	
PB	10.45	11.85	9.53	7.66	
EV/EBITDA	59.12	60.83	45.23	34.82	
ROE	17%	19%	20%	20%	
ROIC	14%	16%	18%	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 邮编: 230000	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	地址: 北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼 中建财富国际中心 5 层 邮编: 100029