

## 新老产品交替，DDR5接口芯片蓄势待发

2021年05月11日

## 【投资要点】

- ◆ 公司于近日发布 2020 年报及 2021 年一季报。公司在 2020 年度实现营业收入 18.24 亿元，同比增长 4.94%，归母净利润为 11.04 亿元，同比增长 18.31%，扣非后归母净利润为 7.60 亿元，同比下降 9.01%，公司营收低于我们此前预期，归母净利润基本符合预期；公司 2021 年一季度实现营业收入 3.00 亿元，同比下滑 39.58%，归母净利润为 1.34 亿元，同比下滑 49%，扣非后归母净利润为 0.74 亿元，同比下滑 66.03%，业绩表现不及预期。
- ◆ 毛利率承压，期间费用率提升明显。公司 2020 年毛利率及净利率分别为 72.27%及 60.52%，与 2019 年基本持平，在 2021 年一季度分别为 65.13%及 44.78%，环比下滑 7.14pct 和 15.74pct，主要原因是公司 DDR4 系列芯片进入产品生命周期后期，产品价格出现一定程度的下滑。公司期间费用增长明显，2020 年度公司管理费用率为 10.3%，同比提升 4.8pct，主要是本期新增股份支付费用，此外受到美元人民币汇率波动，公司汇兑损失为 2345.21 万元，对公司财务费用也产生了一定影响，财务费用率同比提升了 2.7pct。
- ◆ 下一代 DDR5 产品蓄势待发，业绩有望重拾增长。公司是全球领先的内存接口芯片供应商，在 DDR2 至 DDR4 时代保持了技术和市场的领先地位，随着 DDR5 时代的来临，公司率先完成了量产版本的研发，并在 DDR4 全缓存“1+9”的架构上演化成“1+10”架构，继续被采纳为 LRDIMM 的国际标准。同时公司同合作伙伴一道完成了 DDR5 服务器内存模组串行检测集线器（SPD）、温度传感器（TS）和电源管理芯片（PMIC）的工程研发和前期质量认证，可以为客户提供一站式的综合解决方案，公司已充分做好准备迎接 DDR5 时代的到来。
- ◆ 积极布局新领域，提升公司综合竞争力。公司在服务器产业链进行横向及纵向延伸，开发 PCIe Retimer 芯片以及津逮服务器平台，重点提升数据传输质量及安全性，目前已经获得了下游厂商的广泛应用，新华三、长城、联想等多家服务器厂商引入了新一代津逮 CPU 并针对性研发了新款服务器机型，2020 年相关销售收入达到了 2965 万元，同比增长 82.17%，虽然业务占比还相对较小，但是未来具备广阔的市场增长空间，有望成为公司新的业绩增长点。

增持（维持）

## 东方财富证券研究所

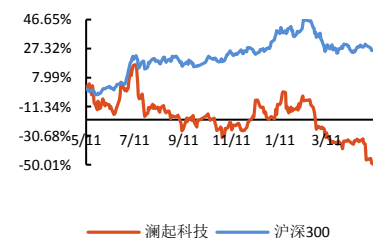
证券分析师：危鹏华

证书编号：S1160520070001

联系人：危鹏华

电话：021-23586309

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值（百万元）	56992.62
流通市值（百万元）	21235.27
52周最高/最低（元）	122.00/49.05
52周最高/最低（PE）	136.91/58.47
52周最高/最低（PB）	18.12/7.06
52周涨幅（%）	-50.01
52周换手率（%）	346.57

## 相关研究

《服务器市场去库存，三季度业绩承压》	2020.11.06
《服务器需求旺盛，业绩稳步增长》	2020.08.18
《业绩环比提升，DDR5 产品方案成型》	2020.04.29
《营收增长低于预期，关注服务器市场回暖》	2020.02.28
《匠心打造中国芯》	2019.12.17

### 【投资建议】

- ◆ 由于服务器市场波动，美元增值以及老产品单价下降等众多因素，公司在 2021 年一季度表现不佳，因此我们下调公司 2021 及 2022 年营收及净利润预测，考虑到公司下一代 DDR5 产品上量还需时间，公司整体毛利率仍将承压，因此我们下调公司毛利率，后续并引入 2023 年盈利预测，整体预计公司 2021/2022/2023 年营收分别 22.62/28.32/35.51 亿元，归母净利润分别为 12.33/15.51/19.93 亿元，EPS 分别为 1.09/1.37/1.76 元，对应 PE 为 50/40/31 倍，维持“增持”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1823.67	2262.00	2832.22	3551.00
增长率(%)	4.94%	24.04%	25.21%	25.38%
EBITDA（百万元）	778.83	770.91	1037.24	1362.78
归属母公司净利润（百万元）	1103.68	1233.21	1550.75	1993.25
增长率(%)	18.31%	11.74%	25.75%	28.53%
EPS（元/股）	0.98	1.09	1.37	1.76
市盈率（P/E）	84.93	50.20	39.92	31.06
市净率（P/B）	11.62	6.65	5.70	4.82
EV/EBITDA	113.20	71.66	51.96	38.21

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 【风险提示】

- ◆ DDR4 产品价格持续下滑；
- ◆ DDR5 产品推广不及预期；
- ◆ 津逮服务器平台市场推广不及预期。

**资产负债表（百万元）**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6659.75</b>	<b>8009.43</b>	<b>9561.40</b>	<b>11594.58</b>
货币资金	5474.59	6589.52	7944.91	9764.90
应收及预付	88.78	113.54	149.83	197.36
存货	186.54	289.30	343.02	401.67
其他流动资产	909.84	1017.06	1123.64	1230.64
<b>非流动资产</b>	<b>1759.70</b>	<b>1806.63</b>	<b>1852.98</b>	<b>1899.63</b>
长期股权投资	72.74	82.74	92.74	102.74
固定资产	985.50	1015.50	1045.50	1075.50
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	10.25	7.18	3.54	0.18
其他长期资产	691.21	701.21	711.21	721.21
<b>资产总计</b>	<b>8419.44</b>	<b>9816.06</b>	<b>11414.39</b>	<b>13494.20</b>
<b>流动负债</b>	<b>236.43</b>	<b>399.84</b>	<b>447.42</b>	<b>533.99</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	85.84	133.23	152.88	173.05
其他流动负债	150.59	266.61	294.55	360.94
<b>非流动负债</b>	<b>112.76</b>	<b>112.76</b>	<b>112.76</b>	<b>112.76</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	112.76	112.76	112.76	112.76
<b>负债合计</b>	<b>349.19</b>	<b>512.60</b>	<b>560.18</b>	<b>646.75</b>
实收资本	1129.81	1129.81	1129.81	1129.81
资本公积	4901.65	4901.65	4901.65	4901.65
留存收益	2158.57	3391.77	4942.52	6935.77
归属母公司股东权益	8070.25	9303.46	10854.20	12847.46
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	<b>8419.44</b>	<b>9816.06</b>	<b>11414.39</b>	<b>13494.20</b>

**利润表（百万元）**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1823.67</b>	<b>2262.00</b>	<b>2832.22</b>	<b>3551.00</b>
营业成本	505.75	784.36	930.00	1089.00
税金及附加	1.93	1.58	2.83	3.55
销售费用	81.84	101.79	127.45	166.90
管理费用	187.70	226.20	254.90	319.59
研发费用	299.88	407.16	509.80	639.18
财务费用	-55.98	-180.96	-218.02	-265.65
资产减值损失	-12.73	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动收益	160.72	100.00	50.00	50.00
投资净收益	102.49	127.12	159.17	199.57
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	145.07	179.94	225.31	282.48
<b>营业利润</b>	<b>1198.31</b>	<b>1318.94</b>	<b>1649.73</b>	<b>2120.48</b>
营业外收入	6.34	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1204.64</b>	<b>1318.94</b>	<b>1649.73</b>	<b>2120.48</b>
所得税	100.96	85.73	98.98	127.23
<b>净利润</b>	<b>1103.68</b>	<b>1233.21</b>	<b>1550.75</b>	<b>1993.25</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1103.68</b>	<b>1233.21</b>	<b>1550.75</b>	<b>1993.25</b>
EBITDA	778.83	770.91	1037.24	1362.78

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**现金流量表（百万元）**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1000.11</b>	<b>1064.74</b>	<b>1322.57</b>	<b>1747.07</b>
净利润	1103.68	1233.21	1550.75	1993.25
折旧摊销	32.27	30.00	30.00	30.00
营运资金变动	40.17	18.66	-59.01	-36.61
其它	-176.02	-217.12	-199.17	-239.57
<b>投资活动现金流</b>	<b>-343.77</b>	<b>50.19</b>	<b>32.82</b>	<b>72.92</b>
资本支出	-439.33	-56.94	-56.35	-56.64
投资变动	-23.39	-120.00	-120.00	-120.00
其他	118.95	227.12	209.17	249.57
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-339.09</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-339.09	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>82.75</b>	<b>1114.93</b>	<b>1355.39</b>	<b>1819.99</b>
期初现金余额	4921.91	5474.59	6589.52	7944.91
期末现金余额	5004.66	6589.52	7944.91	9764.90

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	4.94%	24.04%	25.21%	25.38%
营业利润增长	22.37%	10.07%	25.08%	28.53%
归属母公司净利润增长	18.31%	11.74%	25.75%	28.53%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	72.27%	65.32%	67.16%	69.33%
净利率	60.52%	54.52%	54.75%	56.13%
ROE	13.68%	13.26%	14.29%	15.51%
ROIC	8.48%	7.45%	8.72%	9.75%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	4.15%	5.22%	4.91%	4.79%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	28.17	20.03	21.37	21.71
速动比率	27.37	19.30	20.60	20.96
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.22	0.23	0.25	0.26
应收账款周转率	20.85	20.28	19.21	18.25
存货周转率	9.78	7.82	8.26	8.84
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.98	1.09	1.37	1.76
每股经营现金流	0.88	0.94	1.17	1.54
每股净资产	7.14	8.23	9.60	11.36
<b>估值比率</b>				
P/E	84.93	50.20	39.92	31.06
P/B	11.62	6.65	5.70	4.82
EV/EBITDA	113.20	71.66	51.96	38.21

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明：**

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，保证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理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

**投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

**股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明：**

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。