

评级变动报告

澜起科技 688008.SH



鉴于AI算力应用逐步由训练为主向推理为主迁移，我们重新评估了CPU的长期价值，并相应上调了澜起科技核心产品——内存接口芯片及高速互连芯片的远期市场空间和盈利预测。核心原因如下：

内存接口芯片需求上修：CPU数量增加直接带动内存接口芯片需求增长。我们重新测算AI服务器CPU配置，预计远期CPU：GPU配比由此前模型中的少量采用1:2方案，上修为未来主流方案，占比由25%提升至55%。

高速互连芯片空间持续扩大：随着CPU、GPU及内存之间数据交互需求不断提升，PCIe Retimer等高速互连芯片需求同步增长。我们预计2040年全球高速互连芯片市场规模由此前预测进一步上修至81亿美元。

PCIe Switch打开新成长曲线：公司已切入PCIe Switch芯片市场，随着AI服务器GPU数量持续增加及Scale-Up网络快速升级，我们预计2040年全球PCIe Switch市场规模将达到3641亿元，为公司贡献新增长极。

作为内存接口芯片全球龙头，公司受益于AI爆发带来的需求提升。经综合评估，我们对公司DDM估值上调+138.65%，目前公司长期估值处于高估状态。

公司基本信息



澜起科技成立于2004年，总部上海，2019年登陆科创板。核心产品中内存接口芯片（RCD/DB）是公司最核心的盈利来源，近年来公司逐步发展，产品拓展至内存模组配套芯片（SPD/TS/PMIC/CKD）、PCIe Retimer高性能互联芯片以及CXL MXC存扩展控制器。公司在DDR4时代发明“1+9”架构并被JEDEC标准采纳，DDR5时代升级为“1+10”架构，继续以国际标准制定者和唯一全系列产品的提供商身份领跑内存接口芯片行业。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★★	DDM估值：价值	1957亿(较上期+138.65%)
当前股价	315.89元	盈利趋势	★★★★☆	状态	高估(上行空间-49%)
总市值	3860.81亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	150.95	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	1845亿(较上期+143.42%)
PB-MRQ	18.52			状态	严重高估(上行空间-52%)

公司盈利预测

澜起科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	22.9	36.4	54.6	68.8	89.7	126.1	174.9	234.8
归母净利润(亿)	4.5	14.1	22.4	24.4	35.2	47.1	61.2	77.0
归母净利润增速(%)	-65.5	214.5	58.6	9.3	43.8	34.1	30.0	25.8
经营性净利润(亿)	3.1	11.1	18.3	24.9	36.0	48.5	63.3	79.9
经营性净利润增速(%)	-64.9	256.4	64.8	36.0	44.2	34.9	30.5	26.3
经营性归母净利润(亿)	3.1	11.7	19.3	24.4	35.2	47.1	61.2	77.0
经营性归母净利润增速(%)	-64.9	275.5	64.4	26.9	43.8	34.1	30.0	25.8

资料来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第1页

估值评级

DDM估值上升+138.65%：上期 819.90亿，本期 1956.73亿。动态估值上升+143.42%：上期 757.76亿，本期 1844.54亿。

DDM估值较上期上升138.65%（由819.90亿元上升至1956.73亿元），动态估值较上期上升143.42%（由757.76亿元上升至1844.54亿元）。主要原因是我们对公司未来三年及远期收入预测进行了上调，主要基于AI推理时代CPU需求提升、高速互连芯片市场空间扩大以及PCIeSwitch新增业务贡献。

(1)AI推理推动CPU需求增长，内存接口芯片空间上修：过去市场普遍认为AI服务器主要增加GPU配置，CPU需求增长有限。但随着AI应用进入推理阶段，大模型推理越来越依赖CPU完成请求调度、数据管理、通信协调及KV Cache管理等任务。我们重新评估AI服务器CPU配置后认为，未来CPU:GPU采用1:2配置将逐渐成为主流方案，而此前模型中仅将其视作少部分部署方案，占比仅25%。本次模型调整后，1:2方案占比提升至55%。CPU配置提升直接增加DDR内存接口芯片需求，因此公司RCD、DB产品长期收入空间由129亿元提升至235亿元。

(2)高速互连芯片需求持续提升：AI服务器GPU数量不断增加，同时GPU之间、CPU与GPU之间的数据通信需求快速增长，对PCIe Retimer、CXL MXC等高速互连芯片提出更高需求。随着AI服务器规模持续扩大，我们重新测算全球高速互连芯片市场，预计2040年市场规模提升至81亿美元，高于此前预测，公司作为国内领先供应商将持续受益。

3)PCIe Switch贡献新增成长空间：PCIe Switch承担GPU扩展、资源共享及高速互联的重要功能，是未来AI服务器Scale-Up架构的重要组成部分。公司已开始布局PCIe Switch产品。当前全球市场规模约200亿元，随着GPU数量持续提升以及服务器架构升级，我们预计2040年全球市场规模将达到3641亿元。考虑公司已有的PCIe互连产品积累以及客户导入优势，我们保守给予5%的长期市场份额，对应约182亿元收入规模，为公司带来新的成长曲线。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括：内存接口芯片、运力芯片、服务器，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

内存接口芯片：

收入假设：

1) 市场规模：受益于DDR5渗透率提升与AI服务器需求放量，我们之前预计到2030年内存接口芯片市场规模达到27亿美元（目前约12亿美元）。但随着AI应用进入推理阶段，大模型推理越来越依赖CPU完成请求调度、数据管理、通信协调及KVCACHE管理等任务。我们重新评估AI服务器CPU配置后认为，未来CPU:GPU采用1:2配置将逐渐成为主流方案，而此前模型中仅将其视作少部分部署方案，占比仅25%。本次模型调整后，1:2方案占比提升至55%。CPU配置提升直接增加DDR内存接口芯片需求，因此公司RCD、DB产品长期收入空间由129亿元提升至235亿元。

2) 市占率：在DDR4世代，澜起科技市占率约40%，DDR5世代公司内存相关产品的技术和推出速度仍处于领先地位，是全球唯二可以提供DDR5接口和配套芯片全系列产品的供应商之一，预计市占率继续保持40%的平均水平。

盈利能力假设:

内存接口芯片历史毛利率高,过去五年毛利率保持在60%以上,考虑到行业壁垒、公司自身龙头地位和技术优势,我们认为澜起科技内存接口芯片在五年内能够维持较高的毛利率水平,远期小幅下滑后稳定在55%的水平

运力芯片:

收入假设:

1) 市场规模:运力芯片业务对应的市场主要包括模组配套芯片和PCIeRetimer。其中模组配套芯片市场一方面主要受益于AIPC在PC市场中渗透率提升,另一方面同样受益于DDR5渗透率提升,24年市场规模10亿美元,到2030年预计增长至39亿美元。而PCTeRetimer市场主要受益于AI服务器出货量的爆发式增长以及服务器内部CPU与GPU互联、CPU与SSD互联需求的增加,24年市场规模约3亿美元。随着AI服务器规模持续扩大,我们重新测算全球高速互连芯片市场,预计2040年市场规模提升至81亿美元,高于此前预测,公司作为国内领先供应商将持续受益。

2) 市占率:内存模组配套芯片行业中,SPD和TS主要的两家供应商是澜起科技和瑞萨电子,市场格局相对更优,公司有望在全球SPD市场维持较高份额,预计到2030年市占率稳定在25%。但PMIC市场当前仍主要由海外大厂垄断,潜在竞争厂商较多,公司未来份额提升较难,预计到2030年市占率稳定在7%。PCIe Retimer行业中,公司是全球唯二能量产PCIe 5.0 Retimer芯片的供应商,2024年全球市场份额约12%,考虑到行业当前竞争格局和向头部集中的趋势,预计2030年有望提升至18%。

盈利能力假设:

考虑到行业壁垒和技术优势,我们认为澜起科技运力芯片业务随着订单放量和营收规模扩大,毛利率有望提升至60%,远期小幅下滑后稳定在55%的水平。

服务器:

收入假设:

服务器业务占比较小,且行业接近0增长,我们假设公司该业务与行业增速保持一致,未来预计保持现有营收水平。

盈利能力假设:

考虑到服务器业务壁垒较低且公司缺乏核心竞争力,我们认为澜起科技服务器业务毛利率维持历史低水平,未来毛利率保持为19%。

公司整体业绩预测

澜起科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	22.9	36.4	54.6	68.8	89.7	126.1	174.9	234.8
归母净利润(亿)	4.5	14.1	22.4	24.4	35.2	47.1	61.2	77.0
归母净利润增速(%)	-65.5	214.5	58.6	9.3	43.8	34.1	30.0	25.8
经营性净利润(亿)	3.1	11.1	18.3	24.9	36.0	48.5	63.3	79.9
经营性净利润增速(%)	-64.9	256.4	64.8	36.0	44.2	34.9	30.5	26.3
经营性归母净利润(亿)	3.1	11.7	19.3	24.4	35.2	47.1	61.2	77.0
经营性归母净利润增速(%)	-64.9	275.5	64.4	26.9	43.8	34.1	30.0	25.8

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

内存接口芯片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.1	25.8	32.6	40.5	50.5	66.0	85.3	106.1
收入增速(%)	-6.9	34.8	26.3	24.3	24.8	30.6	29.3	24.3
经营性净利润(亿)	4.0	11.5	13.7	17.6	24.2	28.4	33.3	37.9
经营性净利率(%)	20.8	44.7	42.2	43.4	47.9	43.1	39.0	35.8
经营性净利润增速(%)	-57.2	189.3	19.4	27.9	37.7	17.3	17.1	14.0
运力芯片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.8	7.8	18.9	25.3	36.2	57.1	86.5	125.7
收入增速(%)	-59.0	180.2	142.2	33.5	43.2	57.8	51.7	45.2
经营性净利润(亿)	-0.7	-0.7	4.5	7.2	11.6	20.0	29.9	41.9
经营性净利率(%)	-26.2	-8.7	23.6	28.6	32.1	35.0	34.5	33.3
经营性净利润增速(%)	-688.1	7.0	756.8	61.9	60.8	72.0	49.8	40.1
服务器	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.9	2.8	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
收入增速(%)	-90.0	197.9	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	-13.7	10.4	4.6	4.6	4.5	4.4	4.3	4.3
经营性净利润增速(%)	59.1	325.3	-51.6	1.8	-2.1	-2.1	-2.2	-0.0

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
内存接口芯片	3.4%	中低	非常好	强	8.3%	15.97	62.2
运力芯片	5.6%	中等	较好	较强	8.5%	15	112.7
服务器	-	中低-	一般	一般	8.5%	8.72	0.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
内存接口芯片(亿)	219.2	486.8	706.0	56.1	-	-	762.1
运力芯片(亿)	231.4	811.5	1042.9	32.5	-	-	1075.5
服务器(亿)	0.8	0.8	1.7	5.3	-	-	7.0
公司整体测算(亿)	451.5	1299.2	1750.6	93.9	-	-	1844.5

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
内存接口芯片(亿)	342.0	377.3	719.3	56.1	-	-	775.4
运力芯片(亿)	459.9	681.6	1141.5	32.5	-	-	1174.0
服务器(亿)	1.6	0.5	2.0	5.3	-	-	7.3
公司整体测算(亿)	803.4	1059.4	1862.8	93.9	-	-	1956.7

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要因为作为成长行业未来行业终局不确定性较高，上述估值假设主要来自我们认为可能性最大的一种。不及预期的可能主要来自服务器架构变更的可能性，比如减少DDR5的使用转而切换到LPDDR5，将对内存接口与内存模组配套芯片市场造成负面影响。超预期的可能主要来自AI时代若对于服务器内芯片互联需求大幅提升，公司将出现超预期增长。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。