

首次覆盖
投资评级 优于大市

全球内存接口芯片龙头

投资要点:

发行价格及数量

发行价格 24.80 元

发行数量 11298.14 万股

股本结构

总股本 (百万股) 1129.81

流通 A 股 (百万股) 74.38

B 股/H 股 (百万股) 0/0

● **全球内存接口芯片龙头。**作为业界领先的集成电路设计公司之一，公司致力于为云计算和人工智能领域提供高性能芯片解决方案。公司在内存接口芯片市场深耕十余年，先后推出了 DDR2、DDR3、DDR4 系列高速、大容量内存缓冲解决方案，以满足云计算数据中心对数据速率和容量日益增长的需求。公司发明的 DDR4 全缓冲“1+9”架构被 JEDEC 采纳为国际标准，其相关产品已成功进入全球主流内存、服务器和云计算领域，占据国际市场的主要份额，公司津逮服务器平台在提供安全性的同时还保障了性能优势，处于行业领先水平，津逮系列产品将作为公司未来三年的重点发展方向之一。公司 2018 年销售收入 175766.46 万元，归母净利润 73687.84 万元。公司 IPO 前总股本 101683.25 万股，IPO 发行 11298.14 万股，IPO 价格 24.80 元/股，实际募集资金 280193.84 万元。

● **财务分析：收入及利润持续高成长，重视研发投入，现金流较佳。**公司过去三年营收和利润均实现快速增长，公司重视研发，2016-2018 年度公司研发费用占营业收入的比例分别为 23.46%、15.34%和 15.74%，保持在较高水平。2018 年公司内存接口芯片收入 174865.26 万元，占比 99.49%；津逮服务器平台收入 901.20 万元，占比 0.51%。2016~2018 年，公司内存接口芯片收入规模处于快速成长阶段，2018 年底公司成功推出了第一代津逮服务器平台产品，但目前还处于市场推广阶段。公司 2018 年员工总数 255 人、人均创收 689.28 万元、人均创利 288.97 万元、人均薪酬 121.10 万元。

● **成长看点：新兴应用持续带动 IDC、服务器应用攀升，公司竞争优势显著，有望长期畅享行业成长红利。**AI、5G、物联网等新兴领域爆发带动服务器需求持续攀升，云计算持续推动 IDC 市场增长，另外，服务器负载能力持续提升也带动内存接口芯片的需求持续增加。我们认为公司后续有望凭借研发投入持续推陈出新，以及已经建立的技术、产品、客户、品牌等优势，持续畅享云计算、AI、5G 等新兴行业应用爆发带来的机遇。

● **盈利预测。**我们预测公司 2019~2021 年公司归母净利润分别为 8.76、10.52、11.93 亿元，EPS 分别为 0.78、0.93、1.06 元/股。综合 PE 估值法和 PS 估值，我们认为公司合理市值区间为 260~320 亿元，每股合理价值区间（IPO 后）为 23.01~28.32 元/股。我们预测的合理市值区间对应 2019 年归母净利润的 PE 区间约为 29.68~36.53x，对应 2019 年收入的 PS 区间约为 12.70~15.63x。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

● **风险提示。**(1) 短期新客户、新产品开发可能需要投入较多销售费用、研发费用；(2) 市场波动可能对公司估值带来影响。

分析师:陈平

Tel:(021)23219646

Email:cp9808@htsec.com

证书:S0850514080004

分析师:谢磊

Tel:(021)23212214

Email:xl10881@htsec.com

证书:S0850518100003

分析师:尹苓

Tel:(021)23154119

Email:yl11569@htsec.com

证书:S0850518100002

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1228	1758	2047	2308	2583
(+/-)YoY(%)	45.3%	43.2%	16.4%	12.8%	11.9%
净利润(百万元)	347	737	876	1052	1193
(+/-)YoY(%)	273.8%	112.4%	18.8%	20.1%	13.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.65	0.78	0.93	1.06
毛利率(%)	53.5%	70.5%	70.2%	69.7%	68.7%
净资产收益率(%)	29.2%	20.4%	12.2%	12.8%	12.7%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 全球内存接口芯片龙头.....	5
1.1 全球内存接口芯片龙头.....	5
1.2 股权结构：公司股权分散，无控股股东和实际控制人.....	5
1.3 产品：内存接口芯片受到行业高度认可，津逮服务器平台是公司未来发展重点之一	6
2. 财务分析：收入及利润持续高成长，重视研发投入，现金流较佳	9
2.1 收入及利润规模持续高成长，重视研发投入	9
2.2 Fabless 业务模式资产较轻，现金流较佳.....	10
3. 成长看点：新兴应用持续带动服务器、IDC 需求攀升，公司竞争优势显著，有望长期畅享行业成长红利.....	11
3.1 行业展望：新兴应用爆发持续带动服务器、IDC 需求攀升，同时，服务器负载能力提升亦进一步驱动内存接口芯片增长.....	11
3.2 公司竞争优势：技术、产品、客户、品牌、本土化优势显著.....	12
4. 募投项目：提高技术门槛，挖掘潜在商机.....	14
5. 估值与投资建议.....	14
5.1 盈利预测	14
5.2 敏感性分析.....	16
5.3 估值.....	16
6. 风险提示	17
财务报表分析和预测.....	18

图目录

图 1	公司内存接口芯片.....	5
图 2	公司津逮系列 CPU.....	5
图 3	公司津逮处理器 DSC 技术入选世界互联网领先科技成果.....	7
图 4	公司“低功耗 DDR 系列内存缓冲控制器芯片设计技术”项目荣获“上海市技术发明一等奖”.....	7
图 5	公司内存接口芯片系列及应用领域.....	7
图 6	公司 2016~2018 年营业收入 (万元).....	9
图 7	公司 2016~2018 年归母净利润 (万元).....	9
图 8	公司 2016~2018 年主营业务构成 (万元).....	10
图 9	公司 2016~2018 年研发投入.....	10
图 10	公司 2016~2018 年毛利率与净利率.....	10
图 11	公司 2016~2018 年期间费用率.....	10
图 12	公司 2016~2018 年资产结构.....	11
图 13	公司 2016~2018 年现金流情况 (万元).....	11
图 14	中国云计算行业市场规模及增长率.....	12
图 15	全球超大型数据中心份额.....	12

表目录

表 1	公司 IPO 前主要股东	6
表 2	公司内存接口芯片产品基本情况	8
表 3	公司津逮服务器平台基本情况	9
表 4	募投项目情况	14
表 5	公司内存接口芯片增长预测	15
表 6	公司津逮服务器平台业务增长预测	15
表 7	澜起科技整体分业务预测	15
表 8	公司 2019 年归母净利润 (百万元) 对内存接口芯片业务 2019 年销量增长率及 毛利率敏感性分析	16
表 9	公司 2019 年归母净利润 (百万元) 对内存接口芯片业务 2019 年销量增长率及 均价增长率敏感性分析	16
表 10	公司 2019 年归母净利润 (百万元) 对津逮服务器平台业务 2019 年收入增长率 及毛利率敏感性分析	16
表 11	A 股可比公司 PE (2019)	17
表 12	A 股可比公司 PS (2019)	17

1. 全球内存接口芯片龙头

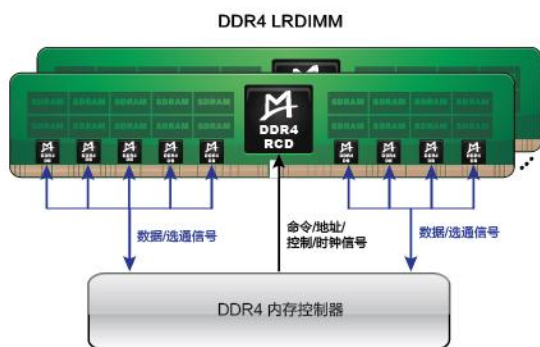
1.1 全球内存接口芯片龙头

澜起科技成立于 2004 年，总部设在上海并在昆山、中国澳门、美国硅谷和韩国首尔设有分支机构。作为业界领先的集成电路设计公司之一，澜起科技致力于为云计算和人工智能领域提供高性能芯片解决方案。公司在内存接口芯片市场深耕十余年，先后推出了 DDR2、DDR3、DDR4 系列高速、大容量内存缓冲解决方案，以满足云计算数据中心对数据速率和容量日益增长的需求。澜起科技发明的 DDR4 全缓冲“1+9”架构被 JEDEC 采纳为国际标准，其相关产品已成功进入全球主流内存、服务器和云计算领域，占据国际市场的主要份额。

2016 年以来，澜起科技与清华大学、英特尔鼎力合作，研发出津逮系列 CPU。基于津逮 CPU 及澜起科技的安全内存模组而搭建的津逮服务器平台，实现了芯片级实时安全监控功能，为云计算数据中心提供更为安全、可靠的运算平台。此平台还融合了先进的异构计算与互联技术，可为大数据及人工智能时代的各种应用提供强大的综合数据处理及计算力支撑。

根据招股说明书（注册稿），公司 2016 年、2017 年和 2018 年分别实现销售收入 84494.46 万元、122751.49 万元和 175766.46 万元，分别实现净利润 9280.43 万元、34691.60 万元和 73687.84 万元。公司 IPO 前总股本 101683.25 万股，IPO 发行 11298.14 万股，IPO 价格 24.80 元/股，实际募集资金 280193.84 万元。

图1 公司内存接口芯片



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图2 公司津逮系列 CPU



资料来源：公司官网，海通证券研究所

1.2 股权结构：公司股权分散，无控股股东和实际控制人

公司的股权架构较为分散。所有股东均无法单独控制股东大会半数以上表决权，亦无法单独控制董事会半数以上成员，不能单独控制公司。根据招股说明书（注册稿），IPO 前，第一大股东中电投控持有公司 16171.68 万股股份，占 IPO 前总股本的 15.90%。中电控股无实际控制人，其第一大股东为中国电子信息产业集团有限公司。第二大股东 Intel Capital 持有公司 10168.33 万股股份，占 IPO 前总股本的 10.00%，其由 Intel Corporation 100%控股。珠海融英是公司第四大股东，持有公司 6.81% 的股份，珠海融英由 Harmonialux Holdings(Hong Kong) Limited 100%控股。中睿一期持有公司 3.47% 股份，由国经泰富投资有限公司 100%控股。

公司董事长兼首席执行官杨崇和，系美国籍，美国俄勒岗州立大学电子与计算机工程学硕士及博士，曾在美国国家半导体等公司从事芯片设计研发工作，于 2010 年当选美国电气和电子工程师协会院士（IEEE Fellow）。此外，杨博士还荣获多种奖项，其中包括“IEEE CAS 产业先驱奖”和上海市政府授予的“白玉兰荣誉奖”。根据招股说明

书(注册稿), IPO 前杨崇和通过 WLT 间接持有公司 2.02% 的股份。

公司董事兼总经理 Stephen Kuong-lo Tai, 系美国籍, 约翰霍普金斯大学电子与计算机工程学士, 斯坦福大学电子工程学硕士, 曾任 Sigmax Technology 公司资深设计工程师。Stephen Kuong-lo Tai 先生拥有逾 25 年的半导体架构、设计和工程管理经验。根据招股说明书(注册稿), IPO 前 Stephen Kuong-lo Tai 通过 WLT 间接持有公司 2.02% 的股份。

董事 Brent Alexander Young, 系美国籍, 康奈尔大学计算机科学文学学士、计算机科学工程硕士, 美国西北大学凯洛格商学院工商管理硕士, 2006 年至今历任 Intel Corporation (“英特尔公司”) 资深软件策划师、全球销售和市场营销部总负责人、销售与产品营销部总监、英特尔公司副总裁、英特尔中国企业战略办公室负责人。

独立董事尹志尧, 系美国籍, 中国科学技术大学学士, 加州大学洛杉矶分校博士, 曾就职于英特尔中心技术开发部, 担任工艺工程师; 2004 年至今, 担任中微半导体设备(上海)股份有限公司董事长及总经理。

表 1 公司 IPO 前主要股东

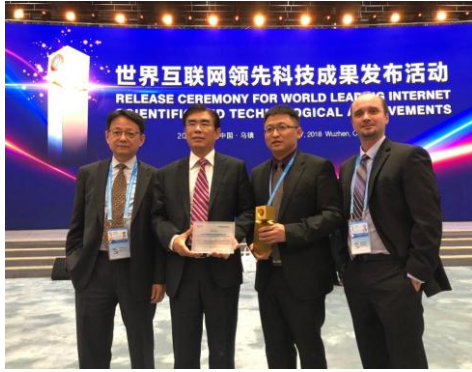
序号	股东名册	股份(万股)	比例(%)
1	中电投控	16171.68	15.90
2	Intel Capital	10168.33	10.00
3	WLT	8781.67	8.64
4	珠海融英	6926.52	6.81
5	上海临理	5350.68	5.26
6	中证投资	5103.33	5.02
7	嘉兴宏越	4424.78	4.35
8	Xinyun I	4424.78	4.35
9	中睿一期	3529.46	3.47
10	蒋石三号	3297.22	3.24
	合计	68178.43	67.05

资料来源: 公司招股说明书(注册稿), 海通证券研究所

1.3 产品: 内存接口芯片受到行业高度认可, 津逮服务器平台是公司未来发展重点之一

公司的主营业务是为云计算和人工智能领域提供以芯片为基础的解决方案, 目前主要产品包括内存接口芯片、津逮服务器 CPU 以及混合安全内存模组。经过多年的研发积累, 公司产品性能在行业内赢得高度认可, 包含公司产品的服务器广泛应用于数据中心、云计算和人工智能等诸多领域, 满足了新一代服务器对高性能、高可靠性和高安全性的需求。

公司的多个产品取得行业高度认可。2016 年 6 月, 中国电子学会认定公司“低功耗 DDR 系列内存缓冲控制器芯片设计技术整体技术达到国际领先水平”; 同年 12 月, 该项技术及产业化项目荣获“中国电子学会科学技术奖一等奖”; 2017 年, 公司荣获三星电子颁发的“最佳供应商奖”; 2018 年, 公司产品“第二代 DDR4 内存缓冲控制器芯片”荣获“‘中国芯’年度重大创新突破产品”奖; 2018 年 11 月, 津逮服务器 CPU 及其平台采用的“动态安全监控技术”获评第五届世界互联网大会“世界互联网领先科技成果”。2019 年 5 月, 公司“低功耗 DDR 系列内存缓冲控制器芯片设计技术”项目荣获上海市人民政府颁发的“上海市技术发明一等奖”。公司凭借创新的技术、优质的产品质量和服务, 赢得了品牌客户的广泛赞誉, 树立了良好的品牌形象, 营业收入和盈利水平均保持在较高水平。

图3 公司津逮处理器 DSC 技术入选世界互联网领先科技成果


资料来源：公司官网，海通证券研究所

图4 公司“低功耗 DDR 系列内存缓冲控制器芯片设计技术”项目荣获“上海市技术发明一等奖”


资料来源：公司官网，海通证券研究所

1) 内存接口芯片

内存接口芯片是服务器内存模组的核心逻辑器件，作为服务器 CPU 存取内存数据的必由通路，其主要作用是提升内存数据访问的速度及稳定性，满足服务器 CPU 对内存模组日益增长的高性能及大容量需求。内存接口芯片需与内存厂商生产的各种内存颗粒和内存模组进行配套，并通过服务器 CPU、内存和 OEM 厂商针对其功能和性能（如稳定性、运行速度和功耗等）的全方位严格认证，才能进入大规模商用阶段。因此，研发此类产品不仅要攻克内存接口的核心技术难关，还要跨越服务器生态系统的高准入门槛。

公司凭借具有自主知识产权的高速、低功耗技术，长期致力于为新一代服务器平台提供完全符合 JEDEC 标准的高性能内存接口解决方案。随着 JEDEC 标准和内存技术的发展演变，公司先后推出了 DDR2 高级内存缓冲器、DDR3 寄存缓冲器及内存缓冲器、DDR4 寄存时钟驱动器及数据缓冲器等一系列内存接口芯片，分别应用于 DDR2 FBDIMM（全缓冲双列直插内存模组）、DDR3 和 DDR4 RDIMM（寄存式双列直插内存模组）及 LRDIMM（减载双列直插内存模组）。上述 DDR 系列内存接口芯片已成功进入国际主流内存、服务器和云计算领域，并逐步占据全球市场的主要份额。

图5 公司内存接口芯片系列及应用领域


资料来源：公司招股说明书（注册稿），海通证券研究所

表 2 公司内存接口芯片产品基本情况

技术世代	描述	应用
DDR4	第二代+ (Gen2 Plus) DDR4 数据缓冲器芯片	DDR4 LRDIMM 和 NVDIMM, 支持速率达 DDR4-3200
	第二代+ (Gen2 Plus) DDR4 寄存时钟驱动器芯片	DDR4 RDIMM、LRDIMM 和 NVDIMM, 支持速率达 DDR4-3200
	第二代 (Gen2) DDR4 数据缓冲器芯片	DDR4 LRDIMM, 支持速率达 DDR4-2666
	第二代 (Gen2) DDR4 寄存时钟驱动器芯片	DDR4 RDIMM 和 LRDIMM, 支持速率达 DDR4-2666
	第一代 (Gen1) DDR4 数据缓冲器芯片	DDR4 LRDIMM, 支持速率达 DDR4-2400
	第一代 (Gen1) DDR4 寄存时钟驱动器芯片	DDR4 RDIMM 和 LRDIMM, 支持速率达 DDR4-2400
DDR3	DDR3 内存缓冲器芯片	DDR3 LRDIMM, 支持速率达 DDR3-1866
	DDR3 寄存缓冲器芯片 (1.5V/1.35V/1.25V)	DDR3 RDIMM, 支持速率达 DDR3-1866
	DDR3 寄存缓冲器芯片 (1.5V/1.35V)	DDR3 RDIMM, 支持速率达 DDR3-1333
DDR2	DDR2 高级内存缓冲器芯片	DDR2 FBDIMM

资料来源: 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所




2) 津逮服务器 CPU

津逮服务器平台是一款高性能的安全可控可信服务器平台, 尤其适用于对数据安全有较高要求的数据中心, 该服务器平台主要由澜起科技的津逮系列服务器 CPU 和澜起科技具有自主知识产权的混合安全内存模组组成, 公司已于 2018 年底成功推出了第一代津逮服务器平台产品, 但目前还处于市场推广阶段。

津逮 CPU 是澜起科技推出的一系列具有预检测和动态安全监控功能的 x86 架构处理器, 适用于津逮或其他通用的服务器平台。津逮 CPU 在英特尔 x86 处理器的基础上集成了清华大学的 DSC 技术, 可与澜起科技的混合安全内存模组 (HSDIMM) 搭配而组成津逮服务器平台, 为云计算服务器提供芯片级的动态安全监控功能。此外, 津逮 CPU 还融合了先进的异构计算与互联技术, 可为未来人工智能和大数据应用提供强大的综合数据处理和计算力支撑。

混合安全内存模组采用澜起科技具有自主知识产权的 Mont-ICMT (Montage, Inspection & Control on Memory Traffic) 内存监控技术, 可为高端服务器平台提供更为安全、可靠的内存解决方案。目前, 澜起科技推出两大系列混合安全内存模组: 标准版混合安全内存模组 (HSDIMM) 和精简版混合安全内存模组 (HSDIMM-Lite), 可为不同应用场景提供不同级别的数据安全解决方案。

表 3 公司津速服务器平台基本情况

产品类型	产品名称	描述	产品样图
津速®服务器 CPU	津速®服务器 CPU	采用预检测 (PrC) 和动态安全监控 (DSC) 功能的 ×86 架构处理器	
混合安全内存模组	标准版混合安全内存模组 (HSDIMM®)	LRDIMM 型安全内存模组, 全面支持命令/地址信号和交互数据的示踪及动态管控	
	精简版混合安全内存模组 (HSDIMM®-Lite)	RDIMM 型安全内存模组, 支持命令/地址的示踪和内存数据保护	

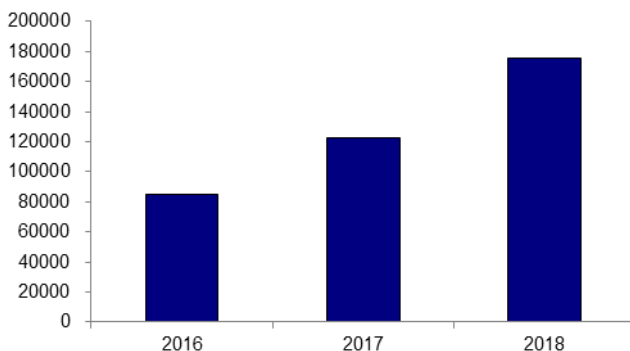
资料来源: 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

津速服务器平台结合了公司的内存监控技术, 清华大学的动态安全监控与可重构计算架构, 以及 Intel 的 CPU 技术, 为数据中心产品市场提供安全、可靠的运算平台, 具有独创性。津速服务器平台在提供安全性的同时还保障了性能优势, 处于行业领先水平。2018 年 11 月, 津速服务器 CPU 及其平台采用的“动态安全监控技术”获评第五届世界互联网大会“世界互联网领先科技成果”。津速系列产品将作为公司未来三年的重点发展方向之一。

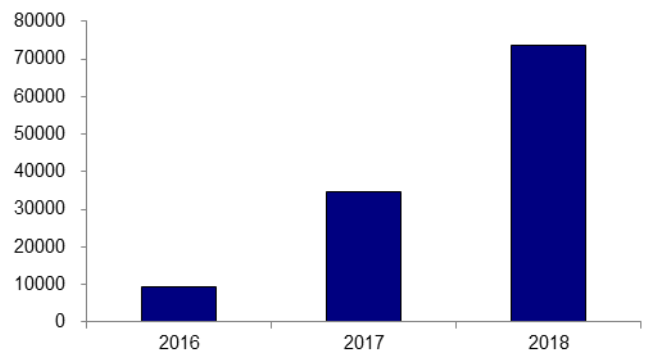
2. 财务分析: 收入及利润持续高成长, 重视研发投入, 现金流较佳

2.1 收入及利润规模持续高成长, 重视研发投入

根据招股说明书 (注册稿), 公司 2016~2018 年度分别实现营业收入 84494.46、122751.49、175766.46 万元, 2016~2018 年归母净利润分别为 9280.43、34691.60、73687.84 万元。过去三年营收和利润均实现快速增长。

图6 公司 2016~2018 年营业收入 (万元)


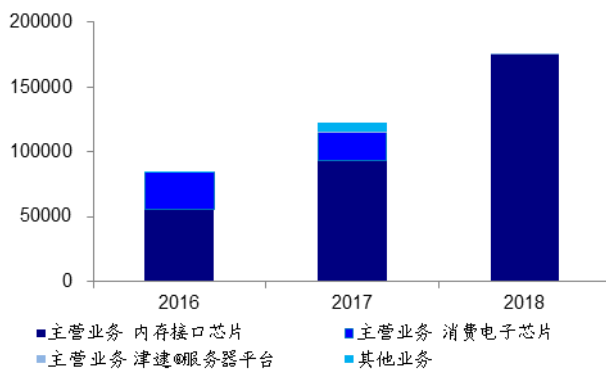
资料来源: 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

图7 公司 2016~2018 年归母净利润 (万元)


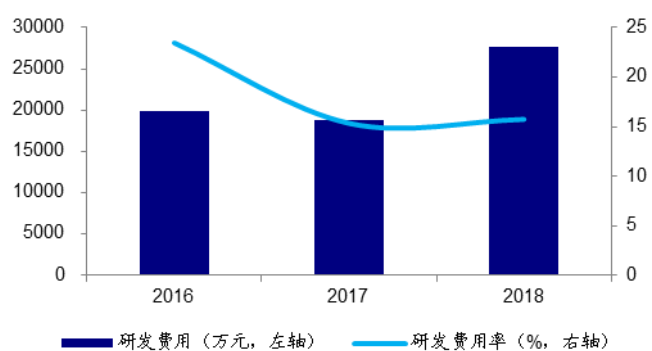
资料来源: 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

落实到产品来看,内存接口芯片、津逮服务器平台是公司主营业务收入的主要来源。公司的内存接口芯片受到了市场及行业的广泛认可,现已成为全球可提供从 DDR2 到 DDR4 内存全缓冲/半缓冲完整解决方案的主要供应商之一;服务器市场既是未来数据中心市场的重要组成部分,也是公司未来布局云计算、大数据、人工智能等新兴领域的重要抓手。根据招股说明书(注册稿),2018 年公司内存接口芯片收入 174865.26 万元,占比 99.49%;津逮服务器平台收入 901.20 万元,占比 0.51%。2016~2018 年,公司内存接口芯片收入规模处于快速成长阶段,2018 年底公司成功推出了第一代津逮服务器平台产品,但目前还处于市场推广阶段。

公司重视研发。根据招股说明书(注册稿),2016-2018 年度公司研发费用金额分别为 19822.69 万元、18826.93 万元和 27669.52 万元,占营业收入的比例分别为 23.46%、15.34%和 15.74%,保持在较高水平。

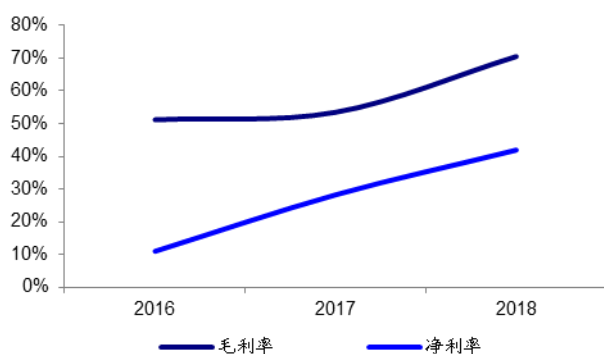
图8 公司 2016~2018 年主营业务构成(万元)


资料来源:公司招股说明书(注册稿),海通证券研究所

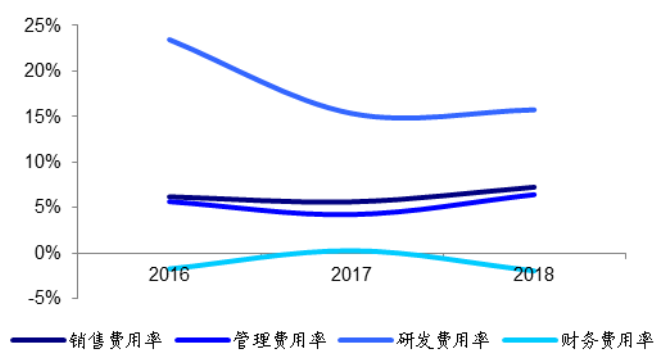
图9 公司 2016~2018 年研发投入


资料来源:公司招股说明书(注册稿),海通证券研究所

根据招股说明书(注册稿),2016-2018 年度,公司综合毛利率分别为 51.20%、53.49%和 70.54%,毛利率持续增长,公司盈利能力不断增强。按照产品类别划分,公司内存接口芯片产品毛利率较高,2018 年因公司业务结构改变,内存接口芯片贡献 99.88%的毛利。公司 2016~2018 年净利率分别为 10.98%、28.26%、41.92%,净利率随着收入规模扩大而不断提升。公司 2016~2018 年研发费用率分别为 23.46%、15.34%、15.74%,公司致力于集成电路设计领域的科技创新,注重研发的持续高投入。

图10 公司 2016~2018 年毛利率与净利率


资料来源:公司招股说明书(注册稿),海通证券研究所

图11 公司 2016~2018 年期间费用率


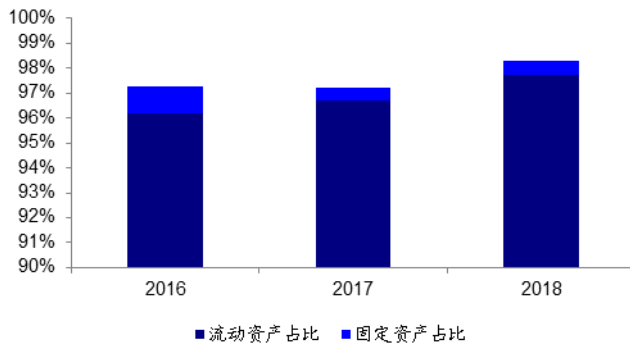
资料来源:公司招股说明书(注册稿),海通证券研究所

2.2 Fabless 业务模式资产较轻,现金流更佳

由于公司为 fabless 业务模式,固定资产较轻。公司 2016~2018 年非流动资产占总资产比重分别为 3.82%、3.29%、2.25%。公司经营性现金流整体呈改善态势,根据招股说明书(注册稿),2018 年经营性现金流净额 96914.7 万元,与归母净利润之比为 1.32。

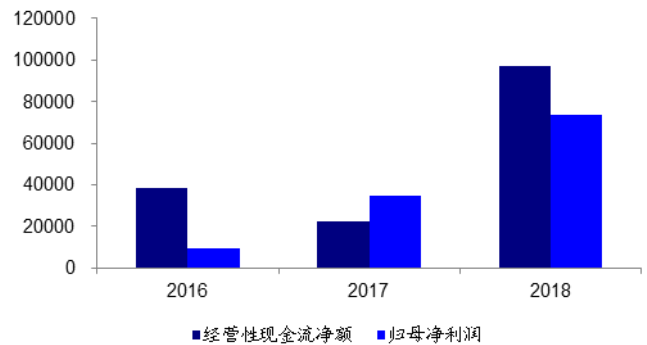
公司 2018 年员工总数 255 人,技术人员为 181 人。2018 年公司人均创收 689.28 万元、人均创利 288.97 万元、人均薪酬 121.10 万元。

图12 公司 2016~2018 年资产结构



资料来源：公司招股说明书（注册稿），海通证券研究所

图13 公司 2016~2018 年现金流情况（万元）



资料来源：公司招股说明书（注册稿），海通证券研究所

3. 成长看点：新兴应用持续带动服务器、IDC 需求攀升，公司竞争优势显著，有望长期畅享行业成长红利

3.1 行业展望：新兴应用爆发持续带动服务器、IDC 需求攀升，同时，服务器负载能力提升亦进一步驱动内存接口芯片增长

公司目前的主营产品均属于产业链的芯片层环节，其中内存接口芯片直接面向 DRAM 存储器市场，津逮服务器平台直接面对服务器市场，公司的终端客户则覆盖云计算和人工智能行业。我们认为，随着云计算、大数据、AI 等先进技术创新的产品和服务需求不断高涨，下游应用领域不断繁荣，市场规模持续扩大，市场需求爆发式增长，带动上游内存接口芯片以及服务器行业快速发展。

1) AI、5G、物联网等新兴领域爆发带动服务器需求持续攀升

人工智能、高端应用处理器、高性能计算、5G、汽车驾驶辅助系统、虚拟货币等新兴领域是驱动现阶段集成电路设计领域继续向前发展的重要驱动力。在上述领域需求的刺激下，预计在未来几年，如高精度的数据转换芯片、高速的射频传输芯片等集成电路产品都将被更为广泛地应用在各类智能移动终端、工业机器人、新能源汽车、可穿戴设备等新兴产品中，为国内集成电路产业带来前所未有的发展契机。

随着移动互联、云计算、大数据、物联网等技术的日趋成熟，电信与互联网、政府、交通、制造等传统行业对服务器市场的需求将明显提升。公司招股说明书援引赛迪顾问调研数据，2017 年，中国服务器市场销量达到 280.81 万台，销售额达到 668.80 亿元，分别比 2016 年同期增长 15.6% 和 15.8%。其中，x86 服务器市场销量为 278.2 万台，占中国服务器市场总销量的 99.1%；x86 服务器销售额为 591.9 亿元，占中国服务器总销售额的 88.5%，x86 服务器已经成为当前市场应用的主流。公司招股说明书援引 Gartner 公司公布的 2018 年第四季度以及 2018 年度全球 X86 服务器市场调查报告，2018 年全年全球服务器出货量为 1290.4 万台，销售额为 705.3 亿美元。

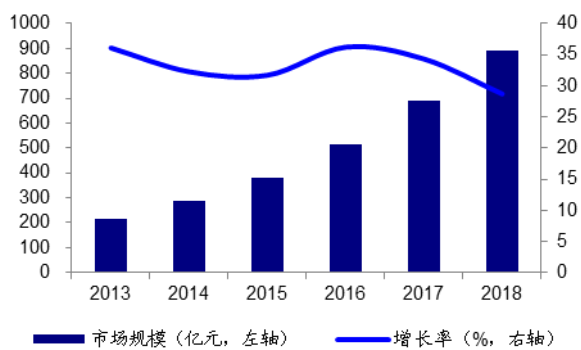
大规模云数据中心催生了电源和散热等共享式的多节点服务器出现。在未来 5G 建网的 IT 化趋势下，针对边缘计算的微型服务器也将会在未来 3-5 年显著成长。以 CPU+GPU、FPGA、ASIC 等形态为主的异构计算架构新趋势，AI 服务器持续保持高速增长。云计算、5G、AI、IOT 将成为未来推动服务器增长的主要驱动力。

2) 云计算持续推动 IDC 市场增长

公司招股说明书援引 Gartner 报告, 2017 年全球云计算规模将达到 2602 亿美元, 预计到 2020 年将达到 4114 亿美元, 2018-2020 年复合增速将达 16.5%。云计算服务规模的扩张带动底层云基础设施建设和上层云具体行业应用相关产业的发展, 尤其是对推动数据中心需求在全球范围内持续增长。数据中心作为云计算的物理基础, 2017 年全球数据中心市场规模达 534.7 亿美元, 过去三年全球市场增速基本保持在 15%-20% 之间, 行业成长性突出。

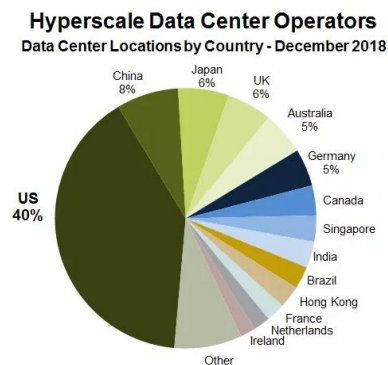
公司招股说明书援引思科报告, 预计到 2021 年, 全球超大型数据中心数量将超过 600 个, 并承载全球数据中心的 53% 的服务器安装量、69% 的运算能力、65% 的数量存储能力, 以及 55% 的数据流量。同时, 随着市场对 IDC 网络互联要求、运营稳定性要求的持续提升, IDC 产业技术门槛也将显著提升。受益于国内在线数据量的持续爆发式增长以及云计算产业的高景气度, 国内 IDC 市场未来仍将保持强劲增长势头。

图 14 中国云计算行业市场规模及增长率



资料来源: 中研网公众号, 中国信息通信研究院, 海通证券研究所

图 15 全球超大型数据中心份额



资料来源: 199IT 互联网数据中心公众号援引 Synergy Research Group, 海通证券研究所

3) 服务器负载能力持续提升, 内存接口芯片需求持续放大

目前全球市场中可提供内存接口芯片的主要厂商共有三家, 分别为澜起科技、IDT 和 Rambus。根据招股说明书 (注册稿), 2018 年以来上述三家公司对应的内存接口芯片业务收入均呈现持续增长趋势。由于内存接口芯片的价格较为稳定, 其市场规模的增长主要来源于内存出货量的增加。相比于全球服务器出货量的增长, 由于服务器数据存储和处理的负载能力不断提升, 服务器中配置内存数量也随之增长, 导致内存接口芯片的增长率高于服务器市场的增速。

3.2 公司竞争优势: 技术、产品、客户、品牌、本土化优势显著

凭借优良的产品性能、高效的服务体系, 公司受到三星电子、海力士、美光科技为代表的内存模组制造商等下游或终端知名客户的广泛认可, 已成为国际知名的芯片设计公司。我们认为相对竞争对手, 公司后续有望凭借研发投入持续推陈出新, 以及已经建立的技术、产品、客户、品牌等优势, 持续畅享云计算、AI、5G 等新兴行业应用爆发带来的机遇。

1) 公司技术实力雄厚, 在领域内拥有重要话语权

公司核心团队多毕业于国内外著名高校, 在技术研发、市场销售、工程管理等领域均有着丰富的阅历和实战经验。公司董事长兼首席执行官杨崇和博士于 2010 年当选美国电气和电子工程师协会院士 (IEEE Fellow), 积累了丰富的设计、研发和管理经验。公司董事兼总经理 Stephen Kuong-lo Tai 先生曾参与创建 Marvell 科技集团并就任该公司的工程研发总监, 拥有逾 25 年的半导体架构、设计和工程管理经验。公司员工中 70% 以上为研发技术类工程师, 且研发技术人员中 50% 以上拥有硕士及以上学历。

公司持续投入大量资源于产品及技术研发。根据招股说明书（注册稿），2016-2018 年度公司研发费用占营业收入的比例分别为 23.46%、15.34%和 15.74%。澜起科技以技术创新为基础，发明了 DDR4 全缓冲“1+9”架构，最终被 JEDEC 国际标准采纳。澜起科技正积极参与 DDR5JEDEC 标准的制定，是全球可提供从 DDR2 到 DDR4 内存全缓冲/半缓冲完整解决方案的主要供应商之一，在该领域拥有重要话语权。截至 2019 年 4 月 1 日，公司已获授权的国内外专利达 90 项。

2) 产品性能优势显著，持续推新保持领先地位

凭借在 DDR4 世代确立的技术领先优势，公司将进一步研发新一代内存接口芯片产品，不断推动行业技术标准的提升，并形成一定技术壁垒。2016 年 6 月，中国电子学会认定公司“低功耗 DDR 系列内存缓冲控制器芯片设计技术整体技术达到国际领先水平”。针对最新的 DDR5 内存技术，公司正在研发相应的内存接口芯片。公司通过积极参与行业标准制定、推出第一代工程样片、核心研发人员保持稳定、产业链深度合作多种举措推动公司在 DDR5 内存接口芯片领域继续保持行业领先地位。

3) 市场口碑出众，拥有品牌先发优势

公司成立至今获得了多项荣誉。2016 年 6 月，中国电子学会认定公司“低功耗 DDR 系列内存缓冲控制器芯片设计技术整体技术达到国际领先水平”；同年 12 月，该项技术及产业化项目荣获“中国电子学会科学技术奖一等奖”；2017 年，公司荣获三星电子颁发的“最佳供应商奖”；2018 年，公司产品“第二代 DDR4 内存缓冲控制器芯片”荣获“‘中国芯’年度重大创新突破产品”奖；2018 年 11 月，津逮服务器 CPU 及其平台采用的“动态安全监控技术”获评第五届世界互联网大会“世界互联网领先科技成果”；2019 年 5 月，公司“低功耗 DDR 系列内存缓冲控制器芯片设计技术”项目荣获上海市人民政府颁发的“上海市技术发明一等奖”。这一系列荣誉的获得，充分显示出市场对于公司品牌的认可。

目前公司核心产品广泛应用于各类服务器，直接服务于 DRAM 市场中的主要参与者，终端客户涵盖众多知名的国内外互联网企业及服务器厂商，在内存接口芯片领域的竞争中处于领先地位。另外，自 2016 年，公司携手 Intel、清华大学及国内知名服务器厂商，进一步开发津逮服务器平台产品，大力拓展数据中心产品市场。

4) 受益国内推进半导体自主可控进程

随着我国不断推动经济转型，改革进入攻坚阶段，为对半导体这一核心产业的自主可控，国家政策持续加码助力产业发展。2014 年至今，国家针对产业出台了一系列鼓励扶持政策，自顶向下推动半导体产业发展、增强信息产业创新能力和国际竞争力。2014 年 6 月，国务院印发《国家集成电路产业发展推进纲要》，明确了加快推进集成电路产业发展对转变经济发展方式、保障国家安全和提升综合国力的重大战略意义。2014 年 10 月，国家集成电路产业投资基金正式成立，重点投资集成电路芯片制造业，推动企业提升产能水平和实行兼并重组、规范企业治理，形成良性自我发展能力。2015 年 5 月，国务院印发《中国制造 2025》，明确推动集成电路及专用装备的发展。2016 年 5 月，国务院印发《国家创新驱动发展战略纲要》，强调加大集成电路、工业控制等自主软硬件产品和网络安全技术攻关和推广力度，为我国经济转型升级和维护国家网络安全提供保障。2016 年 12 月，国务院印发《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，将集成电路发展工程列为 21 项重点工程之一。

公司的津逮服务器平台是基于公司自有的内存数据安全管理和保护技术，结合我国对自主知识产权的安全、可信、可控服务器平台的迫切需求，公司联合清华大学和英特尔共同开发基于 x86 架构的服务器 CPU 及其平台，能够满足我国数据中心市场对高安全性、可扩展性和高可靠性服务器的需求。我们认为澜起科技后续有望受益国内推进半导体自主可控进程。

公司未来三年的发展目标是通过持续不断的研发创新，提升公司在细分行业的市场地位和影响力。其中，在内存接口芯片业务领域，巩固公司的市场领先地位，在未来三年完成第一代 DDR5 内存接口芯片的研发和产业化；在数据中心业务领域，持续升级

津逮服务器 CPU 及其平台, 为数据中心提供高性能、高安全、高可靠性的 CPU、内存模组等产品, 持续提升市场份额; 在人工智能芯片领域, 公司将聚焦客户需求, 挖掘潜在商机, 研发有竞争力的芯片解决方案, 为公司的可持续发展提供新的业务增长点。

4. 募投项目: 提高技术门槛, 挖掘潜在商机

公司 IPO 前总股本 101683.25 万股, IPO 发行 11298.14 万股, IPO 价格 24.80 元/股, 实际募集资金 280193.84 万元, IPO 募集的资金扣除发行费用后, 将投资于以下项目:

表 4 募投项目情况

序号	项目名称	总投资总额 (万元)	使用募集资金投入金额 (万元)	项目建设期
1	新一代内存接口芯片研发及产业化项目	101785.00	101785.00	3 年
2	津逮服务器 CPU 及其平台技术升级项目	74520.16	74520.16	3 年
3	人工智能芯片研发项目	53713.90	53713.90	3 年
合计		230019.06	230019.06	-

资料来源: 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

新一代内存接口芯片研发及产业化项目将在公司现有内存接口芯片产品的基础上, 开展新一代 DDR4 内存接口芯片、面向 DDR5 寄存式双列内存模组 (RDIMM) 和减载双列直插内存模组 (LRDIMM) 的 DDR5 内存接口芯片的研发, 包括高性能、低功耗的 DB 芯片和寄存时钟驱动器 RCD 芯片研发。通过该项目公司将进一步提高产品的技术门槛, 维持领先的市场地位, 通过提升产品的技术含量保障公司合理的利润空间, 实现公司业绩的稳定增长。

津逮服务器 CPU 及其平台技术升级项目基于公司自有的内存数据安全管理和保护技术, 结合我国对自主知识产权的安全、可信、可控服务器平台的迫切需求, 为用户提供芯片级实时安全监控功能。津逮服务器 CPU 使用的内核 CPU 来源于 Intel, 但也包含了公司自主研发的核心技术; 混合安全内存模组产品为公司自主研发。该系列产品将提升公司的综合竞争能力, 是公司未来业务增长点之一。

人工智能芯片研发项目将凭借公司在高速、低功耗、内存子系统芯片设计领域的技术和人才基础, 开发用于云端数据中心的 AI 处理器芯片和 SoC 芯片。在人工智能芯片领域, 公司将聚焦客户需求, 挖掘潜在商机, 研发有竞争力的芯片解决方案, 为可持续发展提供新的业务增长点。

5. 估值与投资建议

5.1 盈利预测

我们预测公司 2019~2021 年收入分别为 20.47、23.08、25.83 亿元, 归母净利润分别为 8.76、10.52、11.93 亿元。主要业务假设如下:

假设 1: 根据招股说明书 (注册稿), 2018 年公司内存接口芯片产品销量 96.42 百万颗, yoy+79.90%, 单价 18.14 元/颗, yoy+4.01%。公司内存接口芯片的下游客户主要为三星电子、海力士、美光科技为代表的内存模组制造商, 需求规模大, 且保持较快增速。未来随着大数据、物联网、人工智能等新兴产业的发展, 存储行业的规模与重要性都将大大提升。我们保守预计公司 2019~2021 年销量增长率分别为 20.00%、15.00%、13.00%。我们保守预计, 公司内存接口芯片成熟产品价格每年微幅下滑, 预计 2019~2021 年公司内存接口芯片均价分别下降-3.00%、-2.00%、-1.00%, 毛利率分别为 70.50%、70.00%、69.00%。由此, 我们预测公司 2019~2021 年内存接口芯片分别增长 16.43%、12.70%、11.87%。

表 5 公司内存接口芯片增长预测

		2018	2019E	2020E	2021E
内存接口芯片	收入 (百万元)	1748.65	2035.88	2294.44	2566.79
	yoy	87.09%	16.43%	12.70%	11.87%
	毛利率	70.82%	70.50%	70.00%	69.00%
	销量 (百万颗)	96.42	115.70	133.06	150.36
	yoy	79.90%	20.00%	15.00%	13.00%
	单价 (元/颗)	18.14	17.60	17.24	17.07
	yoy	4.01%	-3.00%	-2.00%	-1.00%

资料来源: wind, 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所整理

假设 2: 根据招股说明书 (注册稿), 公司已于 2018 年底成功推出了第一代津速服务器平台产品, 但目前还处于市场推广阶段, 2018 年津速服务器平台业务贡献 0.51% 的营业收入, 津速系列产品将作为公司未来三年的重点发展方向之一。考虑到公司对津速服务器 CPU 及其平台技术升级项目的投资金额占公司募集资金总额的比例 32.40%, 我们认为津速服务器平台业务收入将会在未来三年快速成长。我们预测 2019~2021 年公司津速服务器平台业务收入分别增长 20.00%、23.00%、25.00%, 伴随收入增长规模效益逐渐显现, 我们预计 2019~2021 年毛利率分别为 18.00%、19.00%、20.00%。

表 6 公司津速服务器平台业务增长预测

		2018	2019E	2020E	2021E
津速服务器平台业务	收入 (万元)	9.01	10.81	13.30	16.63
	yoy	18.64%	20.00%	23.00%	25.00%
	毛利率	16.52%	18.00%	19.00%	20.00%

资料来源: wind, 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所整理

假设 3: 期间费用率。根据招股说明书 (注册稿): **1) 销售费用率**, 2018 年公司销售费用率为 7.24%, 我们假设公司津速服务器平台等业务后续拓展新客户需要更多销售费用投入, 我们预测 2019~2021 年销售费用率分别为 9.00%、8.50%、8.10%; **2) 管理费用率**, 公司 2018 年管理费用率 6.42%, 我们假设后续随着公司收入规模扩大, 规模效应显现, 管理费用率长期呈现下行态势, 但 2019 年考虑到公司 IPO 相关中介费用, 我们预测 2019~2021 年管理费用率分别为 7.10%、6.70%、6.50%; **3) 研发费用率**, 2018 年公司研发费用率 15.74%, 考虑到公司 IPO 募投项目较多是与研发相关, 我们预测 2019~2021 年公司研发费用率分别为 16.00%、15.00%、14.00%。

假设 4: 公司 IPO 前总股本 101683.25 万股, IPO 发行 11298.14 万股, IPO 价格 24.80 元/股, 实际募集资金 280193.84 万元, 募投资金净额投入募投项目。

表 7 澜起科技整体分业务预测

		2018	2019E	2020E	2021E
内存接口芯片	收入 (百万元)	1748.65	2035.88	2294.44	2566.79
	Yoy	87.09%	16.43%	12.70%	11.87%
	毛利率	70.82%	70.50%	70.00%	69.00%
津速服务器平台	收入 (百万元)	9.01	10.81	13.30	16.63
	Yoy	18.64%	20.00%	23.00%	25.00%
	毛利率	16.52%	18.00%	19.00%	20.00%

资料来源: wind, 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所整理

5.2 敏感性分析

表 8 公司 2019 年归母净利润 (百万元) 对内存接口芯片业务 2019 年销量增长率及毛利率敏感性分析

		内存接口芯片业务 2019 销量增长率		
		10.00%	20.00%	30.00%
内存接口芯片业务 2019 毛利率	65.50%	727.24	780.27	833.30
	70.50%	814.69	875.67	936.66
	75.50%	902.14	971.08	1040.01

资料来源: wind, 公司招股意向书, 海通证券研究所整理

表 9 公司 2019 年归母净利润 (百万元) 对内存接口芯片业务 2019 年销量增长率及均价增长率敏感性分析

		内存接口芯片业务 2019 销量增长率		
		10.00%	20.00%	30.00%
内存接口芯片业务均价增长率	-8.00%	780.11	837.95	895.79
	-3.00%	814.69	875.67	936.66
	2.00%	849.27	913.40	977.52

资料来源: wind, 公司招股意向书, 海通证券研究所整理

表 10 公司 2019 年归母净利润 (百万元) 对津逮服务器平台业务 2019 年收入增长率及毛利率敏感性分析

		津逮服务器平台业务 2019 年收入增长率		
		10.00%	20.00%	30.00%
津逮服务器平台业务 2019 毛利率	13.00%	875.33	875.17	875.00
	18.00%	875.79	875.67	875.55
	23.00%	876.26	876.18	876.10

资料来源: wind, 公司招股意向书, 海通证券研究所整理

5.3 估值

考虑到公司 2018 年营收 17.58 亿元、归母净利润 7.37 亿元, 已经具有一定盈利规模。另外, 考虑到公司 2016~2018 年收入也快速增长, 收入增长也能在一定程度上反映公司价值。综上, 我们采用 PE 和 PS 两种方法进行对澜起科技进行估值。

公司在 A 股并不存在业务模式、产品品类完全可比的竞争对手, 我们选取与公司产业链环节相近、均为 fabless 业务模式的 A 股典型公司作为可比公司, 我们选取圣邦股份、汇顶科技、兆易创新作为公司的可比公司。

基于 PE 估值方法: 结合可比公司水平, 我们保守给予公司 PE (2019) 35~45x, 对应市值区间 307~394 亿元。

基于 PS 估值方法: 结合可比公司水平, 我们给予公司 PS (2019) 12.00~15.00x 区间, 对应市值区间 246~307 亿元。

综合 PE 估值法和 PS 估值, 我们认为公司合理市值区间为 260~320 亿元, 每股合理价值区间 (IPO 后) 为 23.01~28.32 元/股。我们预测的合理市值区间对应 2019 年归母净利润的 PE 区间约为 29.68~36.53x, 对应 2019 年收入的 PS 区间约为 12.70~15.63x。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 11 A 股可比公司 PE (2019)

企业	PE (x)
圣邦股份	76
汇顶科技	43
兆易创新	64
平均	61

资料来源: wind, 根据 2019 年 7 月 19 日股价测算, 海通证券研究所整理

表 12 A 股可比公司 PS (2019)

企业	PS (x)
圣邦股份	14.92
汇顶科技	11.81
兆易创新	11.36
平均	12.70

资料来源: wind, 根据 2019 年 7 月 19 日股价测算, 海通证券研究所整理

6. 风险提示

1) 短期新客户、新产品开发可能需要投入较多销售费用、研发费用; 2) 市场波动可能对公司估值带来影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1758	2047	2308	2583
每股收益	0.65	0.78	0.93	1.06	营业成本	518	609	699	809
每股净资产	3.20	6.33	7.26	8.32	毛利率	70.5%	70.2%	69.7%	68.7%
每股经营现金流	0.86	0.63	0.98	1.02	营业税金及附加	1	1	1	1
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
价值评估 (倍)					营业费用	127	184	196	209
P/E	38.02	32.00	26.64	23.49	营业费用率	7.2%	9.0%	8.5%	8.1%
P/B	7.75	3.92	3.41	2.98	管理费用	113	145	155	168
P/S	14.35	13.69	12.14	10.85	管理费用率	6.4%	7.1%	6.7%	6.5%
EV/EBITDA	28.94	27.41	22.57	18.95	EBIT	722	779	911	1034
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-35	-155	-212	-238
盈利能力指标 (%)					财务费用率	-2.0%	-7.6%	-9.2%	-9.2%
毛利率	70.5%	70.2%	69.7%	68.7%	资产减值损失	13	0	0	0
净利润率	41.9%	42.8%	45.6%	46.2%	投资收益	17	0	0	0
净资产收益率	20.4%	12.2%	12.8%	12.7%	营业利润	783	934	1122	1273
资产回报率	17.6%	11.3%	11.8%	11.8%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	-1053.9%	146.7%	115.4%	99.0%	利润总额	786	934	1122	1273
盈利增长 (%)					EBITDA	744	779	911	1034
营业收入增长率	43.2%	16.4%	12.8%	11.9%	所得税	49	59	70	80
EBIT 增长率	109.7%	7.9%	16.9%	13.6%	有效所得税率	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
净利润增长率	112.4%	18.8%	20.1%	13.4%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	737	876	1052	1193
资产负债率	13.5%	7.3%	7.7%	7.2%					
流动比率	9.6	16.9	14.9	15.4	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	9.3	16.5	14.6	15.0	货币资金	3680	6655	7466	8418
现金比率	8.6	15.6	13.8	14.2	应收账款及应收票据	241	179	219	236
经营效率指标					存货	121	178	188	227
应收帐款周转天数	37.4	31.9	34.7	33.3	其它流动资产	45	211	219	253
存货周转天数	89.2	106.7	98.0	102.4	流动资产合计	4087	7224	8091	9134
总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	115.4	16.6	7.7	6.1	固定资产	23	223	373	473
					在建工程	3	203	353	453
					无形资产	26	26	26	26
					非流动资产合计	94	494	794	994
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	4181	7718	8885	10128
净利润	737	876	1052	1193	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	74	112	126	147
非现金支出	35	0	0	0	预收账款	0	47	26	44
非经营收益	-58	0	0	0	其它流动负债	353	268	390	401
营运资金变动	255	-162	58	-40	流动负债合计	427	427	542	593
经营活动现金流	969	713	1110	1153	长期借款	0	0	0	0
资产	3	-400	-300	-200	其它长期负债	138	138	138	138
投资	-116	0	0	0	非流动负债合计	138	138	138	138
其他	13	0	0	0	负债总计	565	565	680	731
投资活动现金流	-100	-400	-300	-200	实收资本	1017	1130	1130	1130
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	3616	7153	8205	9398
股权募资	1932	2735	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-240	-73	0	0	负债和所有者权益合计	4181	7718	8885	10128
融资活动现金流	1692	2662	0	0					
现金净流量	2561	2975	810	953					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 19 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈平 电子行业
谢磊 电子行业
尹芬 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 沪电股份,精测电子,闻泰科技,视源股份,三利谱,洁美科技,汇顶科技,欣旺达,博通集成,三安光电,至纯科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦(021)23154384 fgg12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢(0755)82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
联系人
石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
联系人
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383 zzz11650@htsec.com
张戈 01050949962 zy12258@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
联系人
李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
张欣劼 zxx12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
张恒昶 zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许耀之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
联系人
刘瑞(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金焱 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com