双面澜起

当年黯然作别纳斯克达，成就了今天的科创板神话。如今，澜起科技只用当初上市时的一半业务就换来较过去高得多的市值。

文 | 沈浪

7 月 22 日，科创板正式开板，经过精挑细选的 25 家企业拔得头筹，在这一英文名为“STAR Market”的板块率先挂牌。被誉为国产芯片领军企业之一的澜起科技（688008.SH）不负众望，开盘当天即暴涨 273%，总市值一度超 1000 亿元，仅次于拥有近 70 年历史的国务院国资委直管大型央企、全球最大的轨道交通控制系统提供商中国通号，迎来了最高光的时刻。

芯片独角兽

澜起科技市值大幅上涨是意料之中的事，其在上市前就呼声甚高，挂牌交易前，有关研报已达数十份，唯一的分歧只在于涨幅大小。

公开资料显示，澜起科技成立于 2004 年，由多位具有美国硅谷多年技术与运营经验的人士共同创办。澜起科技现任董事长兼 CEO 杨崇和毕业于美国俄勒冈州立大学电子工程学并获硕士及博士学位，曾任国际著名的半导体公司 IDT 副总裁，早期曾在国家半导体公司、晶技公司等从事超大集成电路研发工作，在业界素有“大陆芯片设计第一人”之称，上个世纪中期归国，澜起科技是杨崇和二次创业的成果。

经过十五年的耕耘，如今的澜起科技已在全球内存接口芯片领域奠定了自己的江湖地位，位列三巨头之一，可提供从 DDR2 到 DDR4 内存全缓冲 / 半缓冲完整解决方案，获过上海市技术发明奖一等奖、中国电子学会科学技术奖一等奖、全球半导体联盟 2017 年最受尊敬非上市半导体公司奖最终提名、“中国芯”年度重大创新突破产品、工业和信息化部制造业单项冠军培育企业等多项荣誉。该公司发明的 DDR4 全缓冲“1+9”架构甚至被采纳为国际标准，成功进入国际主流内存、服务器和云计算市场。2018 年，澜起科技以 45% 的占有率在全球内存接口芯片领域排在第二位，仅次于杨崇和的老东家 IDT。

据招股书显示，2016~2018 年，澜起科技呈现出较高的成长性，营收从 8.45 亿元迅速升至 17.58 亿，扣除非经常性损益后，归母净利润更是从 315 万元激增 20 倍至 6.98 亿元，年均复合增长率 1388%。

良好的发展前景帮助澜起科技赢得了众多知名企业的青睐，在其背后浮现华西股份、中原高速、中信证券、英特尔、三星电子、光大集团等重量级公司的身影，国内最大的国有 IT 央企中国电子旗下的中电投资则为澜起科技单一最大股东，上市前持股比例为 15.9%。

在科创板筹建消息释放出来后，澜起科技当仁不让地成为最抢眼的公司之一。去年 10 月，该公司整体变更为股份有限公司，并迎来了本地政府官员的密集拜访。这些被外界视为澜起科技登陆科创板的信号。今年 1 月，证监会正式披露澜起科技提交 IPO 辅导备案的消息，证实了外界的猜测。

不过，在这么多利好的加持下，澜起科技的千亿帝国也没坐稳，登顶 1005 亿仅为昙花一现，随后便急剧坠落，市值最高蒸发了四分之一。毕竟除了光鲜的一面外，澜起科技还有一段不堪回首的历史，萦绕在投资者内心深处。

曾梦断美股

一般公司初次涉足资本市场时都会惴惴不安，澜起科技对此却毫无陌生感，登陆科创板实属二进宫，五年前，这个如今风光无限的芯片独角兽已到纳斯达克一游。

2013 年 9 月 26 日，澜起科技通过境外架构 Montage Group 在纳斯达克实现 IPO，总融资金额 7100 万美元，股票代码为 MONT。杨崇和原计划接轨国际资本市场，帮助自身迅速做大做强，不料，这次 IPO 却成了整个公司噩梦的开始。

2018 年全球内存接口芯片市场规模约 5.7 亿美元，这如何撑起一个千亿帝国?

在第一次与资本市场亲密接触时，机顶盒产品撑起了澜起科技的大半个江山。但在2017年3月，澜起科技的消费电子芯片业务被剥离到成都澜至等主体，完全聚焦于服务器芯片领域。

澜起科技上市的新鲜感尚未完全逝去，2014年2月，就迎来了美国知名做空机构Gravity Research Group的发难，后者一份研究报告称澜起科技最大的经销商LQW系空壳公司，指控其隐瞒关联交易信息，伪造财务业绩。而在澜起科技当时的招股书中，LQW贡献了2012年总收入的50%，在2013年前9个月总收入中占比更是高达71%。

突如其来的打击令澜起科技束手无策，两天内市值跌掉了25%。雪上加霜的是，Levi&Korsinsky律师事务所着手征集遭受损失的股民对澜起科技发起集体诉讼。

在一连串重创面前，澜起科技无力按期提交财务报表，接连推迟提交2013年度报告、2014年季度报告，这又触及证券交易所的红线，纳斯达克频频发出警告并启动摘牌程序。

在澜起科技深陷财务造假、集体诉讼、强制退市等泥淖之中不能自拔时，具有浓厚地方政府背景的上海浦东科技投资有限公司向该公司伸出了援手，杨崇和与他的澜起科技才得以摆脱困境。

2014年6月，Montage Group与浦东科投签署合并协议，浦东科投携手中电投资最终以每股22.60美元的价格收购所有流通股，完成了私有化，估值约为6.93亿美元。

在科创板招股书中，澜起科技虽提及了旧事但语焉不详，甚至大胆宣称纳斯达克上市期间及私有化过程中未受到监管部门的行政处罚。这似有粉饰之嫌。

澜起科技因推迟提交财务报告等事宜多次收到监管部门的摘牌警告，也许算不上正式的行政处罚，但在这次短暂的纳斯达克之旅中就经历了财务造假指控、数次摘牌警告、投资者集体诉讼，显然不像一家优秀上市公司应有的经历。

针对财务造假指控，澜起科技董事会聘请第三方机构进行了调查，后认定澜起科技账面现金和收入毛利确认无误，财报真实有效，同时也承认LQW母公司与澜起科技管理层存在联系的事实。据有关媒体报道，澜起科技两年后还是选择与Levi&Korsinsky达成和解，以赔付725万美元息事宁人。这一结果很难不让人们浮想联翩。

在那段落魄的日子里，中电投资持有的澜起科技股权甚至被一些网友发到网络社区中公开叫卖，最低投资额只需300万元。科创板开盘前，有媒体公开发出质疑：经历了做空事件与纳斯达克警示而最终私有化退市，你敢买澜起科技的股票吗?

估值合理否

失之东隅，收之桑榆。谁也没有想到，澜起科技当年黯然作别纳斯达克会成就今天的科创板神话。

澜起科技此前公布的财报显示，2013财年全年营收1.11亿美元，净利润约3830万美元，市值约为6亿美元，市盈率在20倍左右，退市时也不超过7亿美元。

过去一年，澜起科技的营收17.58亿人民币，净利润6.98亿元人民币，较2013年分别增长了2.3倍、2.6倍，相比之下，市值却在五年时间里激增了20倍以上。值得注意的是，今天在科创板上市的澜起科技也非昔日的澜起科技。

自成立以来，澜起科技一直综合运用数模混合信号处理、无线射频和数字信号处理等技术，分别主攻企业与家庭两个应用方向。在家庭娱乐领域，澜起科技为机顶盒客户提供全方位、高集成度芯片的解决方案，在云计算领域，则致力于提供高性能、低功耗的内存接口解决

方案，以满足内存密集型服务器的应用需求。

在第一次与资本市场亲密接触时，机顶盒产品撑起了澜起科技的大半个江山。但在 2017 年 3 月，澜起科技的消费电子芯片业务被剥离到成都澜至等主体，完全聚焦于服务器芯片领域。换句话说，现在的澜起科技只用当初纳斯克达上市时的一半业务就换来了较过去高得多的市值，而这部分业务也有明显的天花板。

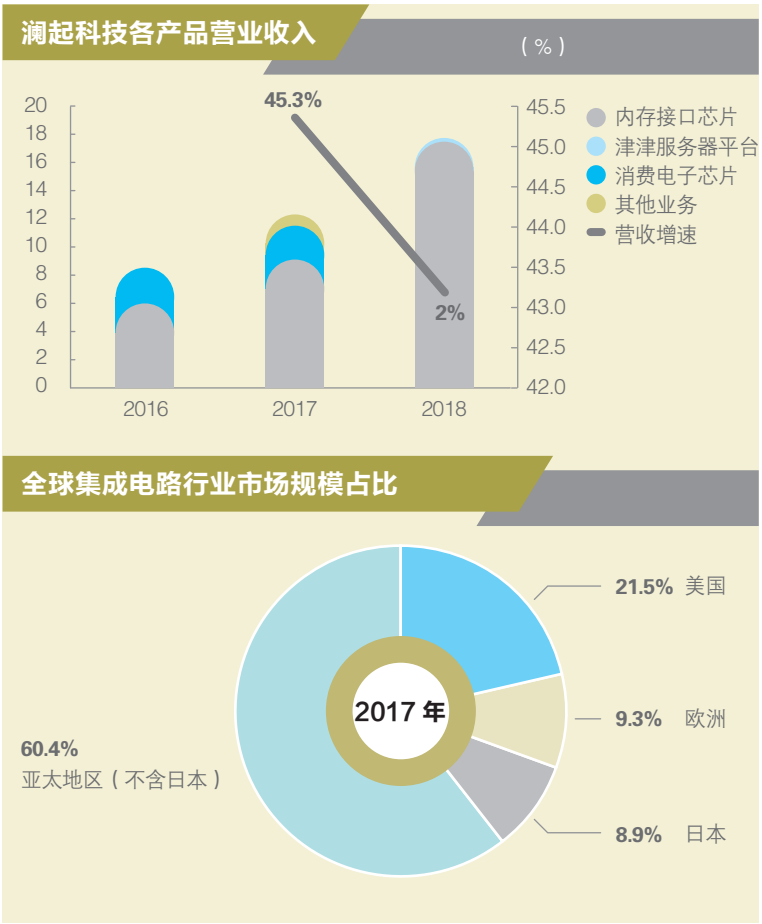
不可否认，主攻企业级产品战略，确实推动了澜起科技过去三年间在内存接口芯片领域的高歌猛进，从最初的追随者一步步拿下该领域的半壁江山。但作为一个细分领域，该市场规模非常有限，2018 年全球内存接口芯片市场规模约 5.7 亿美元。同一年，澜起科技内存接口芯片占总营收的比例为 99%，即便独占整个市场，也只能实现不到 6 亿美元的营收，这如何撑起一个千亿帝国?

有关研究报告显示，DRAM 市场规模受行业周期性波动与供求关系的影响，今年预计将出现一定程度的下滑，产品平均销售价格亦处于下行周期，内存接口芯片市场规模增速放缓乃至萎缩已成定局。

近年来，澜起科技与英特尔、清华大学大力合作开发津逮系列安全可控 CPU，试图化解产品结构单一的风险。第一代津逮服务器平台已于 2018 年年底推出，但目前新产品还处于推广阶段，不构成主要收入来源，能否成为下一个盈利增长点存在太多的不确定性。不太乐观的是，澜起科技过去三年毛利率分别为 51%、53% 和 71%，而在销的津逮服务器 CPU 工程样品中，Intel 通用 CPU 内核芯片占整个硬件成本的 90% 左右，在这个看似为他人作嫁衣裳的游戏中，澜起科技实际盈利能力确实堪忧。

发行时，澜起科技报价 24.80 元 / 股，对应市盈率 40.12，发行市值 280 亿，这相对于 8 个月前 Intel 资本、三星电子间接控制的 SVIC No.28 Investment 增资时的估值增长了两倍有余。

或许正是考虑到种种因素，券商当初给出的每股股价基本上都在 30~35.25 元之间，比较合理。但实际交易价格着实令人咋舌，这可能与前期可交易的股票数量太少以致僧多粥少有关，不论怎么说，已经远超合理水平。



> 数据来源：澜起科技招股说明书