

2023 年 07 月 31 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 高端存储需求旺盛，绑定头部大厂空间广阔

—香农芯创（300475.SZ）公司动态研究报告

增持（首次）

投资要点

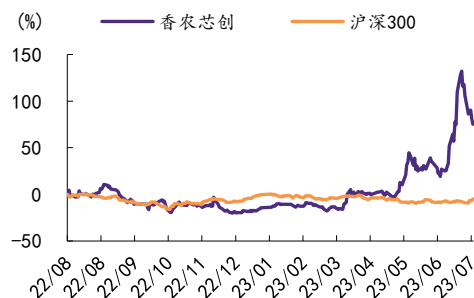
分析师：毛正 S1050521120001  
maozheng@cfsc.com.cn

## 基本数据

2023-07-28

当前股价（元）	35.53
总市值（亿元）	163
总股本（百万股）	458
流通股本（百万股）	442
52 周价格范围（元）	16.82-47.35
日均成交额（百万元）	212.1

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

### ■ 人工智能叠加国产替代，存储市场有望迎来爆发

公司主营业务为电子元器件分销。2022 年，电子元器件行业受到国内经济下行、行业景气度走弱等多重因素影响，以手机、个人电脑等为代表的国内外消费电子市场出现低迷。随着云计算、互联网、人工智能的快速发展，全球服务器需求量不断扩大，市场规模保持持续增长。国际数据公司 IDC 的报告显示，2022 年全球服务器市场规模约为 1230 亿美元，同比增长 20%。2022 年中国服务器市场规模约为 273.4 亿美元，同比增长 9.1%。

公司主要授权分销产品为存储芯片，下游客户包括国内云服务器龙头企业和大型 ODM 企业，在云计算行业长期增长趋势下，公司电子元器件分销业务受到影响相对有限，但短期受到下游客户业绩波动影响，业务增长速度有所放缓。2022 年度，公司实现营收 137.72 亿元，同比增长 49.61%，归母净利润 3.14 亿元，同比增长 40.15%。其中，联合创泰及其子公司 2022 年电子元器件分销实现营业收入 134.86 亿元，同比增长 3.76%，实现归母净利润 2.78 亿元，同比减少 7.94%。

### ■ 取得多家知名企业代理权，优质客户资源丰富

公司目前已积累了众多优质的原厂授权资质，先后取得全球前三家全产业存储器供应商之一的 SK 海力士、全球著名主控芯片品牌 MTK、国内存储控制芯片领域领头厂商兆易创新（GigaDevice）的授权代理权。公司目前已具备数据存储设备、主控芯片、模组等电子元器件产品提供能力，产品广泛应用于多个领域。据国家网信办公告，美光公司在华销售的产品未通过网络安全审查。SK 海力士作为重要存储器供应商之一，其国内市场份额将会有所提高，而公司作为 SK 海力士授权代理商，也将有所受益。

客户方面，作为多家全球知名品牌的授权代理商，公司具有较强的市场开拓能力，产品广泛应用于云计算存储（数据中心服务器）、手机、电视、车载产品、智能穿戴、物联网等领域。目前客户主要系阿里巴巴、中霸集团、字节跳动、华勤通讯、超聚变等互联网云服务商和国内大型 ODM 企业，实现了对该等领域一流厂商的覆盖，具备领先的客户优势。目前与这些行业内的知名厂商建立了稳定的合作关系，尤其在存储芯片领域，公司已实现对中国核心互联网企业的覆盖，后期产品线将陆续向其他领域辐射。

### ■ 下游需求有所承压，半导体产业迎来诸多机遇

受宏观经济影响，以手机、个人电脑等为代表的国内外消费

电子市场出现低迷。但随着云计算、互联网、人工智能的快速发展，全球服务器需求量不断扩大，市场规模保持持续增长。国际数据公司 IDC 的报告显示，2022 年全球服务器市场规模约为 1230 亿美元，同比增长 20%。2022 年中国服务器市场规模约为 273.4 亿美元，同比增长 9.1%。IDC 预计 2022 年-2027 年五年内服务器市场规模将继续以 7.7% 的复合年增长率（CAGR）增长，并在 2027 年达到 1780 亿美元，长期来看服务器市场发展趋势良好。

公司有望打造高端半导体全产业链创新生态。电子元器件下游主要应用于电子产品领域，因此行业周期性变化与宏观经济周期息息相关。从产业周期来看，电子元器件存在周期性循环，产业的利润随供给、需求的周期性变动而循环调整。从整体来看，电子元器件产业持续看好，整体发展呈上升的趋势。目前，人工智能、物联网、智能设备、电动汽车、区块链、智能设备等产业正处在扩张前期，而 5G 通信即将大规模进入市场；传统产业也面临更新和升级，诸如家电变频化、智能化等升级需求持续创造新的市场空间。产业的发展、升级既是分销商的机遇，也是挑战，能够及时调整结构、应对市场变化的分销商能得到较好的发展。

## 盈利预测

我们看好未来人工智能的发展以及存储需求大幅增加，此外公司下游绑定头部大厂，市场前景广阔，公司营收会有所增加。我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 151.41、169.40、189.38 亿元，EPS 分别为 0.73、0.87、1.03 元，当前股价对应 PE 分别为 49、41、34 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

客户订单不及预期、存储市场需求不及预期、供应商依赖风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	13,772	15,141	16,940	18,938
增长率（%）	49.6%	9.9%	11.9%	11.8%
归母净利润（百万元）	314	335	400	472
增长率（%）	40.1%	6.7%	19.4%	18.1%
摊薄每股收益（元）	0.75	0.73	0.87	1.03
ROE（%）	16.2%	15.6%	16.8%	17.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产：</b>				
现金及现金等价物	144	388	632	595
应收款	506	1,244	1,439	1,557
存货	1,248	1,198	1,299	1,703
其他流动资产	840	908	1,101	1,231
流动资产合计	2,739	3,739	4,470	5,085
<b>非流动资产：</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	85	85	87	89
在建工程	0	0	0	0
无形资产	13	13	13	13
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	1,425	1,425	1,425	1,425
非流动资产合计	1,523	1,524	1,526	1,527
资产总计	4,262	5,263	5,996	6,612
<b>流动负债：</b>				
短期借款	796	846	896	946
应付账款、票据	87	799	1,075	1,252
其他流动负债	304	304	304	304
流动负债合计	1,468	2,257	2,739	3,022
<b>非流动负债：</b>				
长期借款	816	826	836	886
其他非流动负债	38	38	38	38
非流动负债合计	854	864	874	924
负债合计	2,321	3,121	3,613	3,946
<b>所有者权益</b>				
股本	420	458	458	458
股东权益	1,941	2,142	2,383	2,666
负债和所有者权益	4,262	5,263	5,996	6,612

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	314	336	400	473
少数股东权益	0	1	0	0
折旧摊销	11	9	9	9
公允价值变动	41	20	20	20
营运资金变动	-1047	-17	-55	-420
经营活动现金净流量	-681	348	375	83
投资活动现金净流量	124	0	-2	-2
筹资活动现金净流量	257	-74	-100	-89
现金流量净额	-252	274	274	-8

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,772	15,141	16,940	18,938
营业成本	13,163	14,579	16,344	18,281
营业税金及附加	3	0	0	0
销售费用	25	30	31	38
管理费用	65	91	85	76
财务费用	134	65	61	68
研发费用	13	15	17	19
费用合计	237	201	194	201
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	41	20	20	20
投资收益	33	60	60	100
营业利润	389	416	483	577
加：营业外收入	0	0	0	1
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	390	416	483	578
所得税费用	76	80	83	106
净利润	314	336	400	473
少数股东损益	0	1	0	0
归母净利润	314	335	400	472

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	49.6%	9.9%	11.9%	11.8%
归母净利润增长率	40.1%	6.7%	19.4%	18.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	4.4%	3.7%	3.5%	3.5%
四项费用/营收	1.7%	1.3%	1.1%	1.1%
净利率	2.3%	2.2%	2.4%	2.5%
ROE	16.2%	15.6%	16.8%	17.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.5%	59.3%	60.3%	59.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	3.2	2.9	2.8	2.9
应收账款周转率	27.2	12.2	11.8	12.2
存货周转率	10.5	12.2	12.6	10.7
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.75	0.73	0.87	1.03
P/E	47.6	48.5	40.7	34.4
P/S	1.1	1.1	1.0	0.9
P/B	7.8	7.7	6.9	6.2

## ■ 电子组介绍

**毛正：**复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

**高永豪：**复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。

**吕卓阳：**澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。