

2023 年 11 月 13 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

香农芯创（300475）

2023 年三季度报点评：深度布局存储产业，业绩环比向好

报告摘要

◆ 事件：

公司发布 2023 年三季度业绩报告，前三季度，公司实现营业收入 76.35 亿元，同比-29.10%；实现归母净利润 2.17 亿元，同比+39.5%。单三季度，公司实现营业收入 33.02 亿元，同比+55.57%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比+524.32%。

◆ 第三季度业绩环比向好，扣非归母净利润同比+719.28%/环比+22.57%。

公司主要从事电子元器件分销业务，目前已具备数据存储器、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。2023 年前三季度，公司实现营业收入 76.35 亿元，同比-29.10%；实现归母净利润 2.17 亿元，同比+39.5%；实现扣非归母净利润 1.34 亿元，同比-14.42%。第三季度，公司实现单季度营业收入 33.02 亿元，同比+55.57%/环比+19.44%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比+524.32%/环比-55.85%，环比下滑主要系 23Q3 交易性金融资产等造成了 0.32 亿元损失；实现扣非归母净利润 0.64 亿元，同比+719.28%/环比+22.57%；第三季度毛利率提升至 4.71%，同比+1.58pct/环比+1.07pct；销售/管理/研发/财务费用率分别环比变动 0.02/-0.05/-0.01/1.00pct。

◆ 致力于电子元器件分销，具备代理原厂线优势与客户资源优势。

公司潜心经营多年来，已经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的授权代理权。代理原厂线优势助力公司及时获取原厂高品质元器件产品、了解优质供应商新产品、新技术，打造核心竞争能力。公司精准结合原厂产品的性能以及下游客户终

投资评级

买入

首次评级

2023 年 11 月 10 日

收盘价(元): 33.53

公司基本数据

总股本(百万股)	457.57
总市值(百万)	15,342.18
流通股本(百万股)	440.24
流通市值(百万)	14,761.27
12 月最高/最低价(元)	50.10/16.67
资产负债率(%)	53.31
每股净资产(元)	5.42
市盈率(TTM)	40.90
市净率(PB)	6.18
净资产收益率(%)	8.74

股价走势图



作者

刘牧野 分析师
SAC 执业证书: S0640522040001
联系电话:
邮箱: liumy@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

端产品的功能需求，深耕云计算存储（数据中心服务器）、手机、电视、车载产品、智能穿戴、物联网等下游细分领域，实现对阿里巴巴、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 企业的覆盖，具有较强的市场开拓能力与领先的客户优势。根据行业权威媒体《国际电子商情》公布的 2022 年度的“电子元器件分销商营收排名”，公司以 137.72 亿元的年营收名列中国本土第 4，全球第 22 名。

◆ 公司以存储器为分销业务核心产品，有望受益于存储市场复苏及 HBM 等新兴产品需求迸发。

公司分销业务以存储器为核心产品，占分销业务收入的比重超过 70%。伴随原厂积极减产控制供应，近期存储市场供需状况得以明显改善，多品类存储器价格企稳甚至反弹，中长期的涨价趋势已经确立。随着存储器产品价格上涨，公司的盈利能力有望提升。此外，在人工智能浪潮下，算力与存力发展相辅相成，高性能计算驱动 HBM 需求迸发。根据 TrendForce，预计 2023 年全球 HBM 需求量将年增近六成至 2.9 亿 GB，2024 年将再成长三成。同时，据 SemiAnalysis，HBM 价值量显著高于标准 DRAM，价格约是标准 DRAM 的 5 倍。公司深度合作伙伴 SK 海力士 2022 年 HBM 市占率为 50%位列第一，包括英伟达、AMD、微软、亚马逊在内的全球科技巨头，已相继向 SK 海力士申请 HBM3E 样本。公司作为 SK 海力士分销商之一具有 HBM 代理资质，有望受益于 HBM 量价齐升的发展契机。

◆ 公司联合 SK 海力士、大普微等共同设立海普存储，加速推进我国企业级存储国产替代进程。

2023 年 5 月，公司与国产企业级 SSD 主控芯片厂商深圳大普微电子科技有限公司、由 SK 海力士（无锡）投资有限公司担任大股东的江苏捷泉君海荣芯投资合伙企业（有限合伙）等共同发起设立深圳市海普存储科技有限公司（以下简称“海普存储”），其中公司以货币资金出资 3500 万元，占注册资本的 35%。海普存储专注于企业级存储产品，目前已经推出基于国产主控芯片的企业级 PCIe 4.0 NVMe SSD 和 RDIMM 产品，正在按照计划进行验证工作。在数字经济的时代背景下，国家对数据安全自主可控的重视程度日益增加。公司控股子公司海普存储将通过整合全球业内顶级资源，设计搭载国产主控芯片和国产固件的企业级 SSD 并实现产业化，有望打破我国企业级 SSD 市场国产化率低、长期被国际厂商垄断的格局，加速推进我国企业级 SSD 国产替代进程。

◆ 投资建议：

我们预测 2023-2025 年营收为 135.17/148.54/166.14 亿元，归母净利润为 3.40/3.78/4.29 亿元，对应 EPS 0.74/0.83/0.94 元，对应当前股价 PE 为 45/41/36 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

◆ 风险提示：

行业竞争加剧风险、终端需求不及预期风险、供应商依赖风险等。

营业收入构成预测		2022A	2023E	2024E	2025E
集成电路（含存储器）	营业收入（百万元）	13,485.84	13,216.12	14,537.73	16,282.26
	增长率（%）	566.47	-2.00	10.00	12.00
	毛利率（%）	3.88	4.10	4.20	4.25
洗衣机减速器及配件	营业收入（百万元）	276.04	289.85	304.34	319.56
	增长率（%）	-8.89	5.00	5.00	5.00
	毛利率（%）	-	28.00	28.00	28.00
其他业务	营业收入（百万元）	10.42	10.94	11.49	12.06
	增长率（%）	-31.43	5.00	5.00	5.00
	毛利率（%）	-	25.00	25.00	25.00

资料来源：iFinD、中航证券研究所

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,205.69	13,772.30	13,516.91	14,853.56	16,613.88
增长率（%）	3,376.71	49.61	-1.85	9.89	11.85
归母净利润（百万元）	223.87	313.75	339.97	378.13	429.17
增长率（%）	247.76	40.15	8.36	11.22	13.50
毛利率（%）	3.87	4.42	4.63	4.70	4.72
每股收益（元/股）	0.49	0.69	0.74	0.83	0.94
市盈率 PE	68.53	48.90	45.13	40.57	35.75
市净率 PB	9.85	8.01	7.02	6.17	5.42
净资产收益率 ROE（%）	14.38	16.38	15.55	15.20	15.16

资料来源：iFinD、中航证券研究所

图1 财务报表预测（百万元）及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	590.96	769.20	144.16	1351.69	1485.36	1661.39	营业收入	264.78	9205.69	13772.30	13516.91	14853.56	16613.88
应收票据及账款	220.74	823.96	462.42	453.84	498.72	557.83	营业成本	183.65	8849.31	13163.12	12891.16	14154.89	15829.39
预付账款	1.72	481.23	837.94	822.40	903.72	1010.83	税金及附加	3.72	4.00	2.87	5.41	4.46	3.32
其他应收款	10.02	26.51	44.11	43.29	47.57	53.21	销售费用	5.44	13.82	25.31	43.25	41.59	44.86
存货	49.96	669.44	1248.31	1098.86	1274.47	1387.28	管理费用	30.49	75.40	64.85	75.69	74.27	83.07
其他流动资产	7.04	22.57	1.81	150.96	160.56	176.63	研发费用	11.47	8.44	12.66	12.17	10.40	9.97
流动资产总计	880.44	2792.91	2738.75	3921.05	4370.41	4847.16	财务费用	-11.15	60.97	133.68	91.40	109.46	110.18
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-7.98	-4.84	-61.18	-60.04	-65.98	-73.80
固定资产	131.96	107.77	95.35	80.41	65.47	50.53	信用减值损失	-3.47	-1.20	0.15	0.14	0.16	0.18
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	14.45	10.99	12.51	10.42	8.34	6.25	投资收益	14.24	63.99	32.80	0.85	10.00	15.00
长期待摊费用	0.41	6.01	4.86	2.43	0.00	0.00	公允价值变动损益	23.57	9.32	41.25	90.00	60.00	50.00
其他非流动资产	470.21	1437.10	1410.67	1410.50	1410.33	1410.16	资产处置收益	0.43	3.15	0.11	1.23	1.23	1.23
非流动资产合计	617.02	1561.87	1523.38	1503.76	1484.14	1466.95	其他收益	5.86	4.40	6.26	5.51	5.51	5.51
资产总计	1497.45	4354.78	4262.13	5424.81	5854.55	6314.11	营业利润	73.83	268.60	389.20	435.53	469.42	531.21
短期借款	0.00	647.70	796.46	1884.20	2120.56	2322.32	营业外收入	0.79	0.61	0.49	0.63	0.63	0.63
应付票据及账款	103.09	503.93	87.16	85.36	93.73	104.81	营业外支出	0.25	0.00	0.03	0.03	0.03	0.03
其他流动负债	16.41	680.87	583.91	563.16	618.37	691.55	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	119.50	1832.50	1467.53	2532.71	2832.66	3118.68	利润总额	74.36	269.21	389.66	436.13	470.02	531.81
长期借款	0.00	922.59	823.20	649.35	477.34	308.32	所得税	16.50	47.71	75.72	95.95	91.65	102.37
其他非流动负债	21.17	21.82	30.71	30.71	30.71	30.71	净利润	57.86	221.49	313.94	340.18	378.36	429.44
非流动负债合计	21.17	944.40	853.90	680.05	508.04	339.03	少数股东损益	-6.51	-2.38	0.19	0.21	0.23	0.27
负债合计	140.67	2776.90	2321.44	3212.77	3340.70	3457.71	归属母公司股东净利润	64.38	223.87	313.75	339.97	378.13	429.17
股本	420.00	420.00	420.00	420.00	420.00	420.00	EBITDA	79.49	345.33	535.22	547.14	599.10	659.18
资本公积	214.40	213.87	213.87	213.87	213.87	213.87	NOPLAT	30.09	260.89	387.95	339.84	416.71	476.55
留存收益	699.71	923.18	1281.30	1552.44	1854.01	2196.29	EPS(元)	0.14	0.49	0.69	0.74	0.83	0.94
归属母公司权益	1334.11	1557.05	1915.17	2186.31	2487.89	2830.17	主要财务比率						
少数股东权益	22.67	20.82	25.52	25.73	25.96	26.23							
股东权益合计	1356.78	1577.88	1940.69	2212.04	2513.85	2856.40	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债和股东权益合计	1497.45	4354.78	4262.13	5424.81	5854.55	6314.11	成长能力						
现金流量表							营收增长率	-12.05%	3376.71%	49.61%	-1.85%	9.89%	11.85%
							营业利润增长率	6.97%	263.84%	44.90%	11.90%	7.78%	13.16%
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EBIT增长率	3.93%	422.34%	58.50%	0.80%	9.85%	10.79%
税后经营利润	57.86	221.49	313.94	263.59	316.11	371.02	EBITDA增长率	2.02%	334.42%	54.99%	2.23%	9.50%	10.03%
折旧与摊销	16.28	15.15	11.88	19.62	19.62	17.19	归母净利润增长率	-0.36%	247.76%	40.15%	8.36%	11.22%	13.50%
财务费用	-11.15	60.97	133.68	91.40	109.46	110.18	经营现金流增长率	-36.20%	-450.35%	-506.93%	160.08%	-52.17%	46.53%
投资损失	-14.24	-63.99	-32.80	-0.85	-10.00	-15.00	盈利能力						
营运资金变动	-21.34	-334.79	-1220.21	30.28	-254.71	-216.45	毛利率	30.64%	3.87%	4.42%	4.63%	4.70%	4.72%
其他经营现金流	4.76	-11.55	109.40	6.96	16.11	21.11	净利率	21.85%	2.41%	2.28%	2.52%	2.55%	2.58%
经营性现金净流量	32.17	-112.72	-684.11	410.99	196.58	288.04	营业利润率	27.88%	2.92%	2.83%	3.22%	3.16%	3.20%
资本支出	0.43	9.64	-4.35	0.00	0.00	0.00	ROE	4.83%	14.38%	16.38%	15.55%	15.20%	15.16%
长期投资	-68.73	-1248.79	16.36	0.00	0.00	0.00	ROA	4.30%	5.14%	7.36%	6.27%	6.46%	6.80%
其他投资现金流	20.65	26.83	112.13	42.88	58.75	52.31	ROIC	8.57%	74.74%	13.86%	10.40%	9.42%	9.94%
投资性现金净流量	-47.65	-1212.32	124.13	42.88	58.75	52.31	估值倍数						
短期借款	0.00	647.70	148.77	1087.73	236.36	201.77	P/E	238.32	68.53	48.90	45.13	40.57	35.75
长期借款	0.00	922.59	-99.39	-173.85	-172.01	-169.02	P/S	57.94	1.67	1.11	1.14	1.03	0.92
普通股增加	120.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	11.50	9.85	8.01	7.02	6.17	5.42
资本公积增加	-119.94	-0.53	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.29%	0.42%	0.45%	0.50%	0.57%
其他筹资现金流	-13.88	-437.29	208.01	-160.23	-186.02	-197.07	EV/EBIT	48.14	39.06	16.37	33.33	30.45	27.54
筹资性现金净流量	-13.83	1132.46	257.38	753.66	-121.67	-164.32	EV/EBITDA	38.28	37.35	16.01	32.13	29.46	26.82
现金流量净额	-29.31	-194.42	-255.70	1207.53	133.67	176.03	EV/NOPLAT	101.12	49.44	22.08	51.73	42.35	37.10

资料来源：iFinD、中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。 分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637