

香农芯创(300475.SZ)/电子

证券研究报告/公司深度报告

2024 年 03 月 07 日

评级：买入（首次）

市场价格：36.56 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

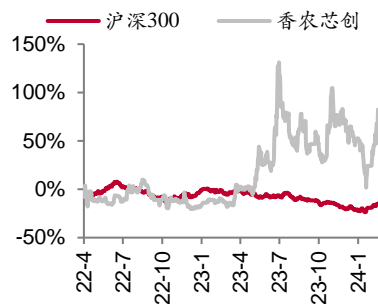
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,206	13,772	11,637	15,486	17,687
增长率 yoy%	3377%	50%	-16%	33%	14%
净利润(百万元)	224	314	363	447	514
增长率 yoy%	248%	40%	16%	23%	15%
每股收益(元)	0.49	0.69	0.79	0.98	1.12
每股现金流量	-0.24	-1.49	12.89	-2.56	5.82
净资产收益率	14%	16%	17%	18%	18%
P/E	75	53	46	37	33
P/B	11	9	8	7	6

备注：股价日期 2024/03/05，每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

总股本(百万股)	458
流通股本(百万股)	440
市价(元)	36.56
市值(百万元)	16,729
流通市值(百万元)	16,095

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《存储：他山为鉴，上行周期弹性极佳》

报告摘要

- 收购联合创泰转型半导体分销，目前切入企业级 SSD 赛道。**前身聚隆科技主营洗衣机减速离合器业务，2015 年创业板上市，随着专利到期、洗衣机行业高渗透率，公司盈利能力下滑，2019 年基石资本入主，2020 年公司正式向半导体行业转型，先后投资入股甬矽电子、微导纳米、好达电子和璧仞科技等半导体企业。2021 年全资收购电子元器件分销商联合创泰，并于 2021 年 7 月并表，11 月正式更名为香农芯创，2022 年半导体分销营收占比 98%。2023 年 5 月，公司发布公告，联合大普微等设立子公司海普存储，进军企业级 SSD 领域，向产品化转型。
- 发布股权激励，彰显 24 年新老业务高成长信心。**1 月发布 2024 年限制性股票激励计划，计划激励对象 25 人，包括联席董事长黄总、总经理李总、副总经理&财务总监苏总、董秘曾总，核心技术/业务人员等其他核心骨干 21 人，根据考核目标，24-26 年合并报告收入目标值为 152/174/198 亿元（25-26 年 yoy+14%/14%），其中半导体分销 150/170/190 亿元（25-26 年 yoy+13%/12%），半导体产品 2/4/8 亿元（23 年开始的新业务，25-26 年 yoy+100%/200%）。公司 24 年主业半导体分销受益存储复苏、AI 服务器需求及手机复苏，新业务企业级 SSD 布局已 1 年多、24 年有望创收。
- 持续优化股东结构。**2024 年 1 月，控股股东基石投资分别转让 5%/5%/5.2% 股权给新联普、方海波和新动能基金，转让前基石持股 35.88%、转让后持股 20.68%。香农联席董事长、联合创泰创始人黄总持股 60% 新联普，无锡市新吴区人民政府 100% 控股新动能基金，无锡海力士位于无锡市新吴区。
- 电子元器件分销：海力士云服务器大陆本土最大代理商，卡位精准。**联合创泰是全球第二十二、大陆第四的电子元器件分销商，已与 SK 海力士、MTK 联发科等龙头原厂建立了长期、稳定的业务合作关系，22Q1 从海力士和联发科的采购占比达到 80%、18%，已覆盖国内头部互联网厂商和服务器厂商。海力士在大陆共 6 家代理商，公司是其云服务存储产品的最大代理商，代理产品有 DDR5、HBM 等高端存储器，直接受益 AI 服务器的相关需求，同时主流存储产品周期性最强，公司享受行业复苏带来的大弹性。关于存储周期，详见此前外发报告《存储：他山为鉴，上行周期弹性极佳》。
- 企业级 SSD：携手行业大咖进军企业级 SSD，打开成长空间。**2023 年公司联合大普微等合资设立海普存储布局企业级 SSD，其中香农持股 35%、大普微持股 20%，君海投资持股 15%（海力士持股 36.53%），大普微是国际领先的存储主控芯片和企业级 SSD 供应商。大陆企业级 SSD 市场长期被海外垄断，2026 年达 669 亿元规模，国内需求旺盛，公司携手行业大咖填补大陆空白。
- 投资建议：**香农芯创是大陆第四大电子元器件分销商，同时也是海力士大陆云服务存储最大代理商，客户已覆盖主流云商，代理 DDR5 等高端存储器，短期有望直接受益服务器相关需求和存储复苏；新业务企业级 SSD 等布局已 1 年多、24 年有望创收，打开长期成长空间。预计公司 23/24/25 年收入为 116/155/177 亿元，归母净利润 3.6/4.5/5.1 亿元，对应 PE 估值 46/37/33 倍，首次覆盖予以“买入”评级。
- 风险提示**
 新市场开拓不及预期、行业竞争加剧、供应商依赖度较高的风险、公司海外业务占比高的风险、数据信息滞后风险。

内容目录

1、转型电子元器件分销，企业级固态硬盘打开成长空间	- 5 -
1.1 发展历程：转型电子元器件分销，现切入企业级固态硬盘.....	- 5 -
1.2 股权结构：股权结构稳定，财务投资优质半导体企业.....	- 6 -
1.3 主营业务：转型后分销占比>98%，海外市场贡献主要营收.....	- 7 -
1.4 管理层：背景深厚，核心利益与公司深度绑定.....	- 9 -
2、海力士云服务存储本土最大代理商，卡位精准	- 11 -
2.1 行业：2000 亿美金大市场，大陆体量亟待提升.....	- 11 -
2.2 公司：海力士云服务存储本土最大代理商，与原厂深度绑定.....	- 13 -
3、企业级 SSD：国产化空间大，香农打造第二成长曲线	- 16 -
3.1 行业：300 亿美金大市场，国产替代空间广阔.....	- 16 -
3.2 公司：联合行业龙头新设子公司，进军企业级存储市场.....	- 22 -
4、盈利预测	- 23 -
5、风险提示	- 25 -

图表目录

图表 1：公司发展历程	- 5 -
图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 1 月底）	- 6 -
图表 3：公司参股半导体公司（截至 2023 年底）	- 7 -
图表 4：公司历年营收及 yoy 情况（单位：亿元）	- 8 -
图表 5：公司历年归母净利润	- 8 -
图表 6：联合创泰历年营收	- 8 -
图表 7：联合创泰历年净利润	- 8 -
图表 8：公司产品结构	- 8 -
图表 9：联合创泰产品结构	- 8 -
图表 10：公司海内外营收占比	- 8 -
图表 11：香农芯创历年毛利率与销售净利率	- 9 -
图表 12：香农芯创分产品毛利率	- 9 -
图表 13：联合创泰毛利率、净利率	- 9 -
图表 14：公司高层管理人员情况	- 10 -
图表 15：2024 年股权激励计划	- 11 -
图表 16：2024 年股权激励计划	- 11 -
图表 17：电子元器件分销行业产业链	- 11 -

图表 18: 电子元器件市场 Top50 竞争格局/不同地域分销商分布数量占比/不同地域 分销商营收占比.....	- 12 -
图表 19: 大陆电子元器件分销商梳理.....	- 12 -
图表 20: 2022 年大陆前十大电子元器件分销商营收及同比增速.....	- 13 -
图表 21: 联合创泰发展历程.....	- 13 -
图表 22: 联合创泰股权更迭及经营状况.....	- 14 -
图表 23: 联合创泰股权结构 (香农芯创收购前).....	- 14 -
图表 24: 联合创泰业绩承诺协议.....	- 14 -
图表 25: 香农芯创代理品牌与产品 (截至 2023 年 2 月).....	- 15 -
图表 26: 联合创泰头部供应商集中度较高.....	- 15 -
图表 27: 联合创泰主要客户销售份额.....	- 15 -
图表 28: 2022 年 DRAM、NAND 全球竞争格局.....	- 15 -
图表 29: 海力士全球代理商网络 (截至 2022 年 1 月).....	- 16 -
图表 30: 固态硬盘与机械硬盘内部结构对比.....	- 17 -
图表 31: 服务器不同类型硬盘的区别.....	- 17 -
图表 32: 固态硬盘内部架构.....	- 17 -
图表 33: 2016-2023 年全球机械硬盘和固态硬盘出货量 (百万块).....	- 18 -
图表 34: JEDEC 对企业级和消费级 SSD 的性能要求.....	- 19 -
图表 35: 企业级 SSD 更重视对数据断电丢失的保护.....	- 19 -
图表 36: 消费级与企业级 SSD 的区别.....	- 19 -
图表 37: 全球消费级与企业级 SSD 占比.....	- 19 -
图表 38: 全球企业级 SSD 市场规模 (亿美元).....	- 20 -
图表 39: 2019-2026 年中国企业级 SSD 市场规模.....	- 20 -
图表 40: 2021 年全球企业级 SSD 市场竞争格局.....	- 20 -
图表 41: 2021 年中国企业级 SSD 市场竞争格局.....	- 20 -
图表 42: 2021 年中国企业级固态硬盘客户行业结构 (按采购金额).....	- 21 -
图表 43: 2020&2030 全球数据中心容量 (存量).....	- 21 -
图表 44: 2030 年数据中心以固态硬盘形式存储的存量数据占比有望达 55%.....	- 21 -
图表 45: 2020-2026 年中国云服务基础设施支出.....	- 22 -
图表 46: 2022 年中国云服务基础设施支出占比.....	- 22 -
图表 47: 海普存储股权结构 (截至 2023 年 6 月).....	- 22 -
图表 48: 大普微发展历程.....	- 22 -
图表 49: 大普微固态硬盘及存储芯片产品.....	- 23 -
图表 50: 公司营收拆分.....	- 23 -
图表 51: 期间费用率预测.....	- 24 -

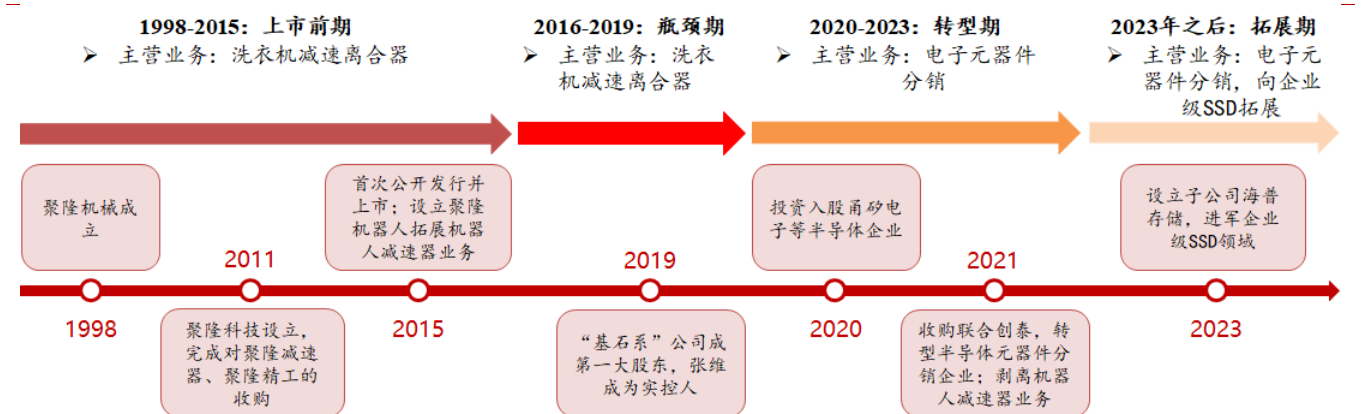
图表 52: 可比公司估值表 (股价日期为 2024/3/4) - 24 -

1、转型电子元器件分销，企业级固态硬盘打开成长空间

1.1 发展历程：转型电子元器件分销，现切入企业级固态硬盘

- 香农芯创前身聚隆科技专营洗衣机减速离合器，2019 年基石资本入主，2020 年收购联合创泰转型电子元器件分销，目前切入企业级 SSD 赛道。
 - 1) 1998-2015 年：上市前期。1998 年聚隆机械创立，主营生产洗衣机减速离合器，自研的双驱动减速离合器及双波轮减速离合器成为海尔、美的等洗衣机行业龙头企业的非竞标采购产品。2011 年，聚隆机械原股东作为发起人，以各自拥有权益出资，聚隆机械整体变更为股份有限公司聚隆科技。同年，公司先后完成了对聚隆减速器和聚隆精工的吸收，实现了对实控人控制下同类业务、资产的完全整合。2015 年，公司在深交所上市，并设立子公司聚隆机器人，开始拓展机器人减速器业务。
 - 2) 2016-2019 年：洗衣机业务发展有限，19 年基石资本入主。公司主导的产品双动力减速离合器的核心专利于 2022 年 4 月到期，核心专利的辅助专利也已于 2023 年 2 月到期，同时洗衣机行业渗透率已经很高，成长空间有限，公司盈利能力下滑。2019 年，领泰基石及其一致行动人通过协议转让、要约收购和集中竞价等方式合计持有公司 35.53% 股份（2019 年年报），超过刘军、刘翔父子（原聚隆科技发起人，香农芯创原实控人）的持股，成为公司第一大股东，基石资产管理股份有限公司董事长张维先生成为聚隆科技的实控人。
 - 3) 2020-2022 年：转型进入半导体分销行业。2020 年，公司开始正式向半导体行业转型，先后投资入股甬矽电子、微导纳米、璧仞科技和好达电子四家半导体企业。2021 年，公司以 16 亿元全资收购电子元器件分销商联合创泰，并于 7 月实现并表。同年 11 月，公司剥离一直处于亏损状态的机器人减速器业务（不包括洗衣机减速器及配件业务），将机器人业务相关资产转让给第三方。至此，公司主营业务由洗衣机减速离合器的生产、研发、销售变更为电子元器件分销业务，聚隆科技更名为“香农芯创”，2021、2022 年电子元器件分销业务收入占比均超过 95%，其中 2022 年电子元器件分销业务营收占比为 98%、电气机械和器材制造业占比 2%、通用设备制造业 0.1%、房产及租赁服务业 0.01%。
 - 4) 2023 年-至今：切入企业级 SSD 赛道。2023 年 5 月，香农芯创发布公告，成立控股子公司海普存储，旨在布局自主品牌的企业级 SSD 产品的研发及产业化，其中香农芯创控股 35%。

图表 1：公司发展历程

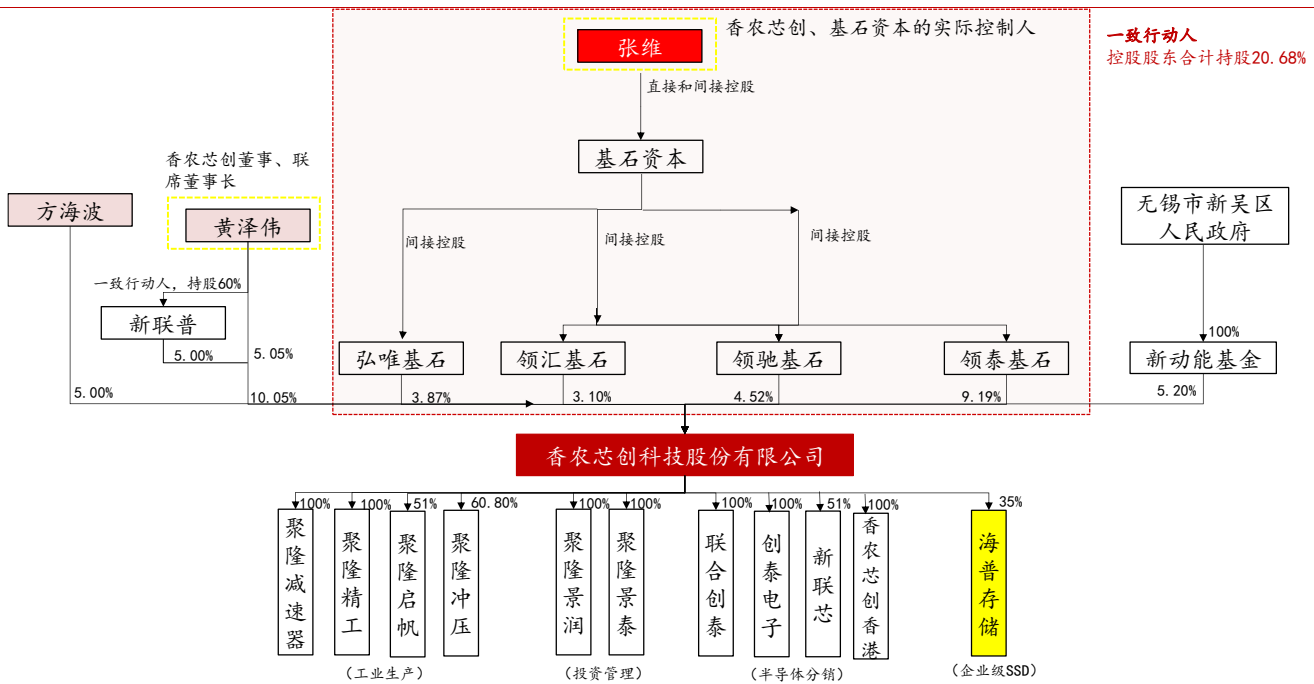


来源：公司公告，中泰证券研究所

1.2 股权结构：股权结构稳定，财务投资优质半导体企业

- **实控人间接持股，新设子公司海普存储布局企业级 SSD。**1) 张维先生是公司的实际控制人。截至 2024 年 1 月底，基石投资实控人为张维先生，张维先生通过弘唯基石、领汇基石、领驰基石和领泰基石（互为一一致行动人）间接控制公司股权 20.68%。弘唯基石、领汇基石、领驰基石和领泰基石均为基石系公司，背后主体为基石资本，2023 年为中国半导体领域投资机构 30 强。基石资本在半导体领域进行全产业链布局，已投资超过 50 家半导体公司，基本上覆盖了从上游设备、材料、芯片设计到晶圆制造，再到下游封测、分销等所有细分领域，比如做 DRAM 存储芯片的合肥长鑫、做图表像传感器芯片设计的豪威科技（韦尔股份）和格科微、做半导体设备的屹唐半导体等业内知名企业。此外，公司董事兼联席董事长黄泽伟先生（香农未收购前，黄先生是联合创泰实控人）直接持有公司 5.05% 的股权，通过新联普间接控制 5% 股权。2) 5 月 26 日，公司发布公告，将与大普微、君海荣芯、银淞投资和新联普共同设立子公司海普存储。公司直接持有海普存储 35% 的股权。另外联合创泰为公司的全资控股子公司。
- **转让股权给管理层和无锡政府，持续优化股权结构。**2024 年 1 月，控股股东基石投资拟通过协议转让 5% 股权给新联普（香农联席董事长、联合创泰创始人黄泽伟持有 60% 新联普）；转让 5% 股权给方海波（新股东）；转让 5.2% 股权给新动能基金（无锡市新吴区人民政府 100% 控股），无锡海力士位于无锡市新吴区，此次转让股权有利于公司与无锡深度绑定。基石资本此前共持有香农股权 35.88%，合计转让 15.2% 股权后持有香农股权 20.68%。
- **财务投资优质半导体企业。**2020 年，公司先后投资好达电子、璧仞科技、甬矽电子和微导纳米四家半导体企业，分别持股 0.47%/0.52%/1.87%/0.60%。2023 年 4 月 16 日，公司发布公告，将根据市场实际情况择机出售所持有的这四家公司的股权，以便更好的盘活公司的存量资产、聚焦主营业务，提高资产的使用效率。

图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 1 月底）



来源：公司公告，中泰证券研究所
 注：图表中仅显示了直接控股子公司

图3：公司参股半导体公司（截至2023年底）

公司	投资时间	投资金额(万元)	股份(万股)	股权占比	主营业务	2022年营业收入(亿元)	IPO 进展
好达电子	2020/6/29	2,000	36	0.47%	声表面波射频芯片的研发、设计、生产和销售	未披露	IPO 终止
壁仞科技	2020/8/6	3,500	17	0.52%	高端通用智能计算芯片	未披露	完成B轮融资
甬矽电子	2020/9/28	11,415	761	1.87%	集成电路的封装和测试业务	22	2022年11月16日于上交所上市
微导纳米	2020/12/24	5,000	271	0.60%	先进薄膜沉积和刻蚀装备的开发、设计、生产和销售和服务	7	2022年12月23日于上交所上市

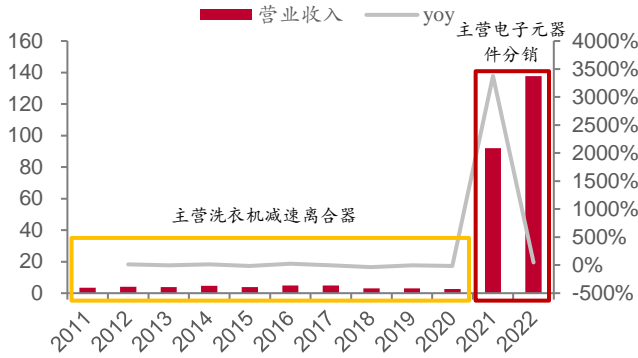
来源：公司公告，中泰证券研究所

1.3 主营业务：转型后分销占比>98%，海外市场贡献主要营收

- 2021 年并入联合创泰，转型电子元器件分销。**2011-2020 年公司主营为洗衣机减速离合器业务，2020 年营收为 2.65 亿元，2021 年公司全资收购联合创泰，于 2021 年 7 月开始纳入公司合并报表，2022 年香农芯创营收 137.72 亿元，同比+49.6%，其中联合创泰营收为 134.86 亿元（占比 97.92%），同比+3.8%。2022 年香农归母净利润 3.14 亿元，同比+40.1%，其中联合创泰净利润为 2.78 亿元（占比 88.54%），同比-7.9%。
- 联合创泰主要分销海力士存储器和联发科手机产品，22Q1 海力士采购占比 80%、联发科 18%。**1) 主营业务由洗衣机减速离合器转为电子元器件分销。2014-2020 年，公司主要产品为洗衣机减速离合器，为公司贡献了 90%+的营收。2021 年公司收购联合创泰，自此电子元器件分销成为公司的主要收入来源，2022 年，电子元器件分销业务占公司总营

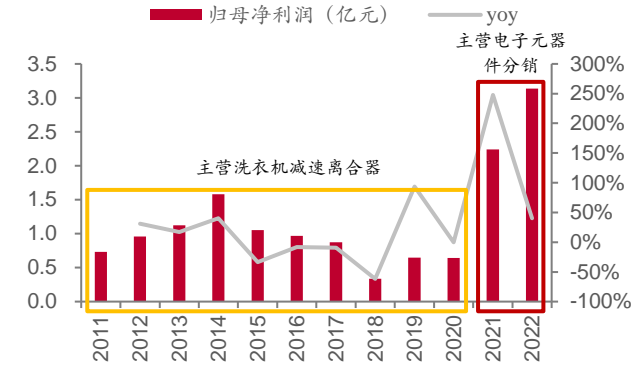
收的 98%。2) 主要代理存储器产品。据公司公开信息披露, 联合创泰主要代理海力士、联发科等产品, 22Q1 海力士采购占比 80%、联发科 18%。2021 年之前, 公司洗衣机减速离合器产品的客户主要是大陆厂商海尔、美的。转型电子元器件分销企业后, 公司的主要采购和销售地点转向境外, 2022 年境外收入占公司总营收的 92%。

图表 4: 公司历年营收及 yoy 情况 (单位: 亿元)



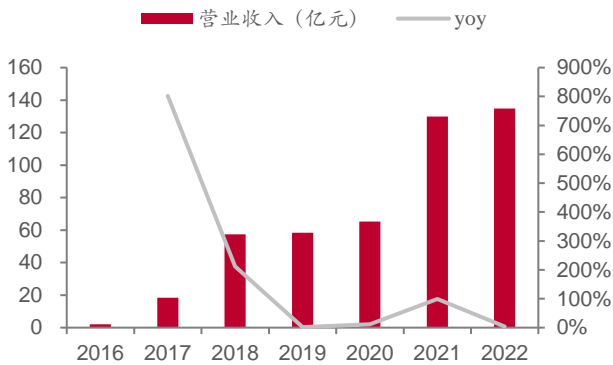
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 5: 公司历年归母净利润



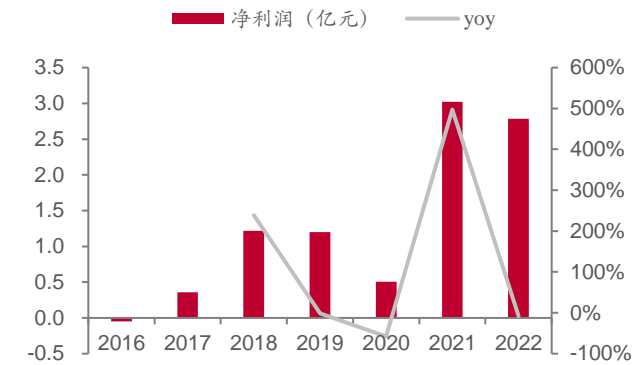
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 6: 联合创泰历年营收



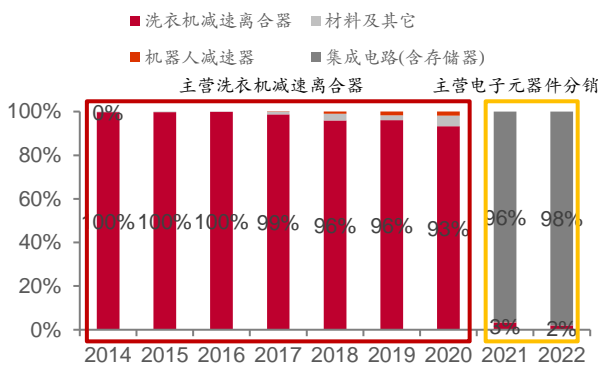
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 联合创泰历年净利润



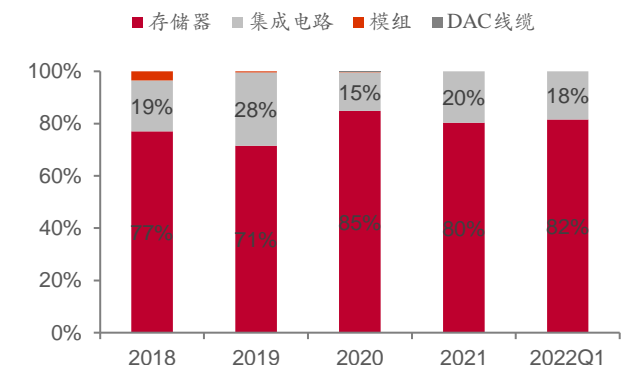
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 公司产品结构



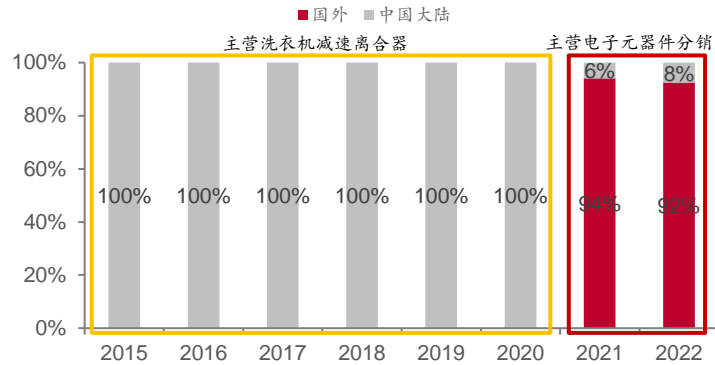
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 联合创泰产品结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

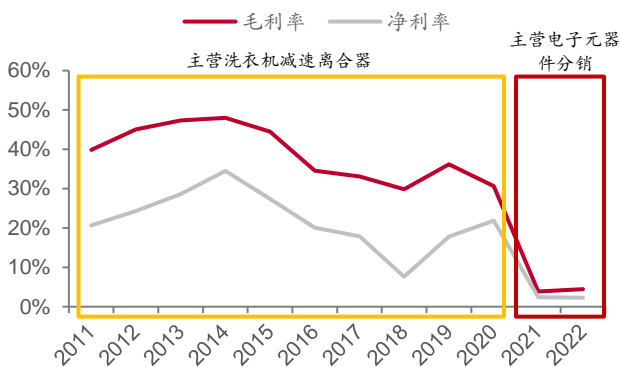
图表 10: 公司海内外营收占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

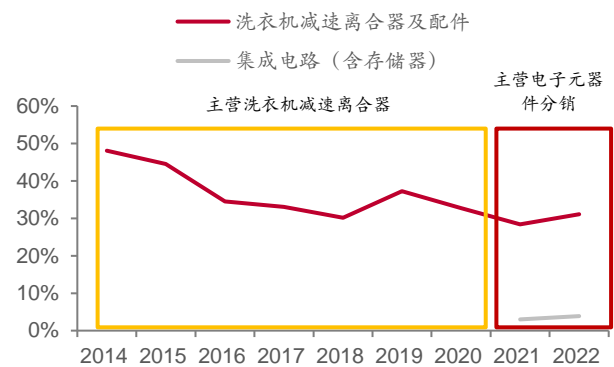
- **联合创泰毛利率稳定在4%左右。**2020年之前，公司洗衣机减速离合器产品为中高端产品，在专利保护、下游洗衣机整机客户信赖度等因素支持下，公司整体毛利率处于较高水平。近年受市场低迷及竞争加剧影响，洗衣机减速离合器产品毛利率逐年降低。2021年转型电子元器件分销，联合创泰历史毛利率稳定在4%左右，净利率在1%~2%波动。

图表 11：香农芯创历年毛利率与销售净利率



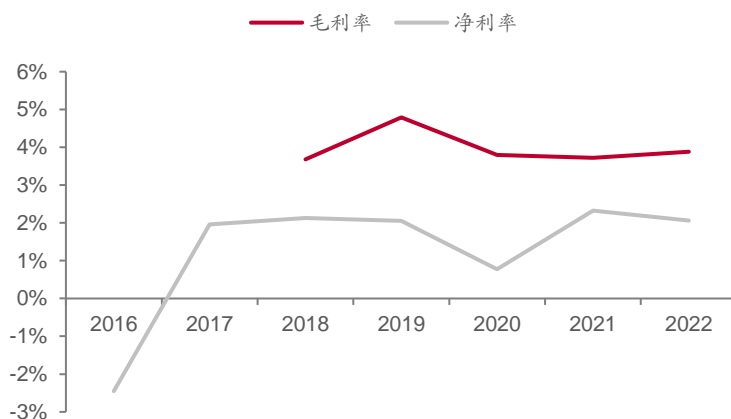
来源：iFinD，中泰证券研究所

图表 12：香农芯创分产品毛利率



来源：公司公告，iFinD，中泰证券研究所

图表 13：联合创泰毛利率、净利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

1.4 管理层：背景深厚，核心利益与公司深度绑定

- **实控人为基石资本董事长张维先生，联合创泰创始人担任香农芯创联席董事长。**香农芯创实控人、董事长和总经理均为基石资本高管，基石资本董事长张维先生为实控人，黄泽伟先生在香农芯创收购联合创泰前是联合创泰实控人，同时是联合创泰的创始人，2021年7月起担任香农芯创董事、联席董事长。

图表 14：公司高层管理人员情况

姓名	教育背景	公司外任职	进入公司时间	职位
张维	硕士研究生学历	现任 基石资产管理股份有限公司董事 、塞纳德（北京）信息技术有限公司董事长、福建乐摩物联科技有限公司副董事长、梅州客商银行股份有限公司董事，中国基金业协会私募股权及并购基金专业委员会委员等。	2019年	曾任公司董事，现任实际控制人
范永武	厦门大学会计学博士、中国社科院金融所应用经济学博士后，美国哥伦比亚大学经济政策制定硕士	现任 基石资本董事长 ，沃森生物（300142.SZ）董事，秀峰基石（山东）私募基金管理有限公司董事，天津城投新联基金管理有限公司董事。	2019年	董事长
黄泽伟	北京大学研修班结业	曾任英唐智控董事、副董事长。现任联合创泰董事，深圳创泰董事长兼总经理，新联芯董事，新联芯创执行董事兼总经理，新联芯香港董事。联合创泰收购前，是联合创泰实控人、创始人	2021年	联席董事长
李小红	硕士研究生学历	曾任华为技术有限公司产品总监， 基石资本合伙人 。现任聚隆景润董事长，联合创泰、深圳创泰、新联芯、新联芯香港、香农香港、香农景润（香港）有限公司董事，聚隆景泰董事长兼总经理，深圳市科列技术股份有限公司董事。	2021年	董事、总经理
苏泽晶	武汉大学经济与管理学院管理学学士，北京大学光华管理学院工商管理硕士	现任联合创泰副总经理、财务总监。	2021年	董事、副总经理、财务总监
徐伟	硕士研究生学历	曾任基石资本合伙人兼总裁 ，聚隆机器人执行董事。现任聚隆精工、聚隆减速器、宁夏聚隆电机有限公司执行董事兼总经理，聚隆冲压执行董事，聚隆启帆董事长，基石资本董事	2019年	董事
杨胜君	美国俄勒冈州立大学和复旦大学电子工程硕士	历任华邦电子股份有限公司工程师，锐迪科微电子（上海）有限公司主管，昆山科森科技股份有限公司董事。现任基石资本合伙人。	2021年	董事
李鑫	电力电子与电力传动方向博士	曾从事大型钢芯带式输送机的网络控制系统研制，其研究成果应用多项工程项目；曾参与主持KLM型测控系统和微机保护装置的研发，并通过安徽省科技成果鉴定。2016年获得安徽省科学技术二等奖，系自动化领域专家。	2017年	独立董事
李朝阳	工学博士	现任重庆大学机械传动国家重点实验室固定研究人员，重庆大学机械工程学院副教授，系机械传动行业专家，精密传动领域专业人士。	2017年	独立董事
宋建彪	厦门大学经济学博士	曾任基石资本董事会秘书、投资管理部总经理	2021年	监事会主席

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **发布股权激励，为半导体产品转型保驾护航。**2024年1月，公司发布2024年限制性股票激励计划，拟授予1830万股限制性股票，约占公布日总股本3.999%。激励对象25人，包括联席董事长黄总、总经理李总、副总经理&财务总监苏总、董秘曾总，核心技术/业务人员等其他核心骨干21人，此次激励对24-26年上市公司合并报表、半导体产品板块、半导体分销及家电板块的收入作出考核，其中半导体产品板块24-26年收入触发值1/2/4亿元（23年开始的新业务，25-26年

yoy+100%/200%)，目标值 2/4/8 亿元（25-26 年 yoy+100%/200%）。未来二、三年是公司产品化转型关键期，公司坚持以产品化为主导，围绕国内一线自主算力生态，提供国产化、定制化 eSSD/DRAM 产品，高速增长目标为公司向 SSD 等存储产品转型保驾护航。

图表 15：2024 年股权激励计划

	营业收入 (亿元)	
	目标值	触发值
合并报表 (适用公司董事、高管等上市公司层面的激励对象)		
2024	152	121
2025	174	138
2026	198	156
半导体产品板块 (适用半导体板块任职的激励对象)		
2024	2	1
2025	4	2
2026	8	4
半导体分销板块 (适用半导体分销板块任职的激励对象)		
2024	150	120
2025	170	136
2026	190	152

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16：2024 年股权激励计划中的激励对象

姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划拟授出权益数量的比例	占本激励计划草案公告日股本总额比例
黄泽伟	中国	董事、联席董事长	457	24.97%	1.00%
李小红	中国	董事、总经理	220	12.02%	0.48%
苏泽晶	中国	董事、副总经理、财务总监	30	1.64%	0.07%
曾柏林	中国	董事会秘书	20	1.09%	0.04%
核心技术/业务人员、其他核心骨干 (21 人)			825	45.08%	1.80%
预留			278	15.19%	0.61%
合计			1,830.00	100.00%	4.00%

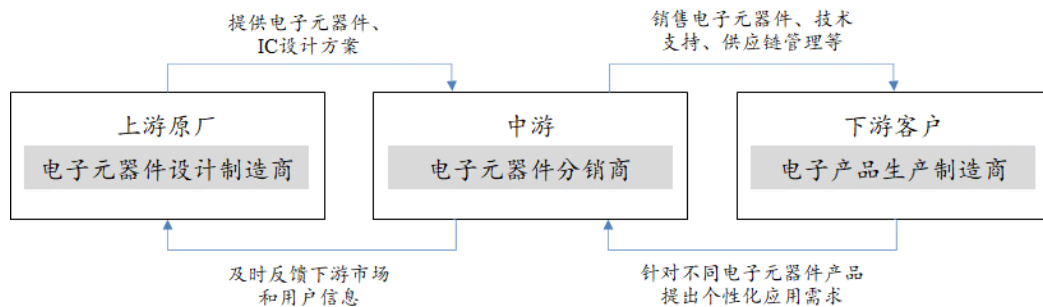
来源：公司公告，中泰证券研究所

2、海力士云服务存储本土最大代理商，卡位精准

2.1 行业：2000 亿美金大市场，大陆体量亟待提升

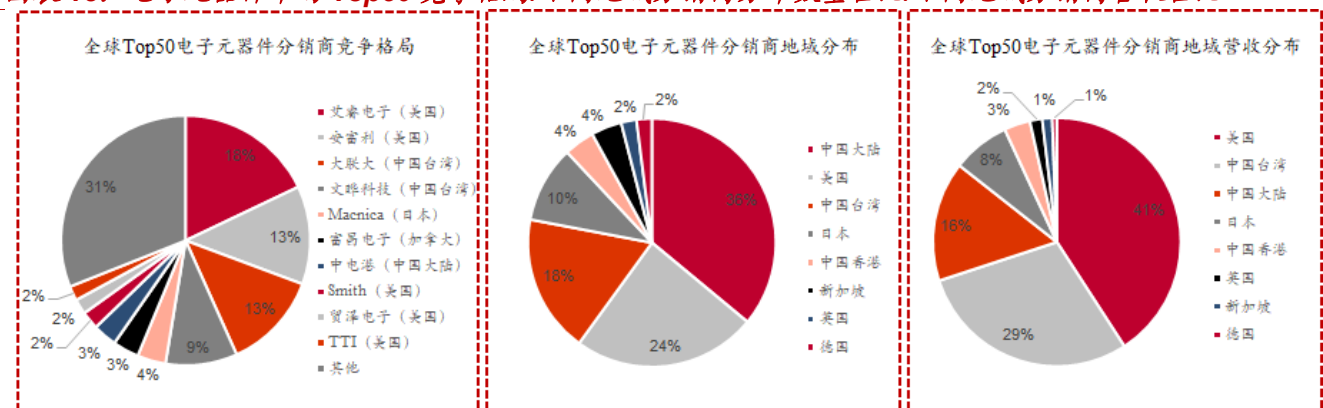
- **香农位于产业链中游。**电子元器件产业链通常由上游的原厂设计制造商、中游的电子元器件分销商及下游的电子产品制造商组成，三者分别起生产、销售和使用的的作用。
- **电子元器件分销：2000 亿美金大市场，海外企业垄断。**2022 年，全球 Top50 电子元器件分销商营收总额达 2068 亿美元，yoy+9.4%，行业规模持续增长。其中，前四大分销商仍为艾睿电子、安富利、大联大和文晔科技，四家占比高达 53%。分地区看，2021 年，全球 Top50 分销商中 18 家来自中国大陆，数量占比 36%。

图表 17：电子元器件分销行业产业链



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：电子元器件市场 Top50 竞争格局/不同地域分销商分布数量占比/不同地域分销商营收占比



来源：国际电子商情，中泰证券研究所

注：各公司竞争格局使用 22 年数据，其余图图片均使用 21 年数据

- 联合创泰是全球第二十二、大陆第四的电子元器件分销商，营收增速业内领先。22 年联合创泰营收 135 亿元，yoy+4%，根据国际电子商情数据，联合创泰营收体量在全球电子元器件分销中位列第 22 名、大陆第 4，业务增速位居行业中上水平。

图表 19：大陆电子元器件分销商梳理

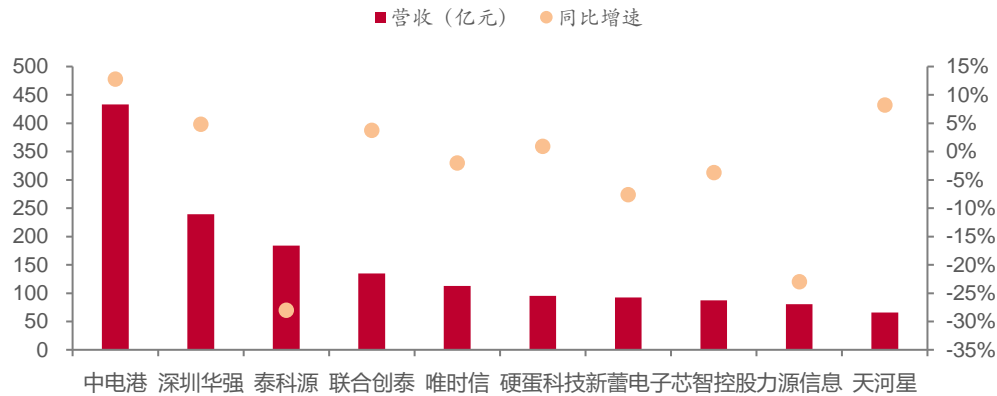
公司名称	2022 年营收 (亿元)	电子元器件分销毛利率	主要代理品牌	主要代销产品	大陆营收排名	全球营收排名
中电港	433	3.59%	海外：思智浦 (5%)、超威 (8%)、高通 (7.0%)、亚诺德 (4.5)、美光、瑞萨、英伟达； 大陆：紫光展锐 (22.1%)、澜起、兆易创新、长鑫存储、圣邦微、矽力杰、思瑞浦等	存储器、处理器、模拟器件、射频与无线连接	1	7
深圳华强	239	7.47%	海外：村田、Wolf speed、艾赛斯、意法半导体、松下、美上美、LG、联咏； 大陆：紫光展锐、海斯、昂瑞微、比亚迪半导体、兆易创新、晶晨股份、江波龙、格科微、全志科技、晶存科技、澜至、尚阳通等	-	2	13
联合创泰	135	3.88%	海外：SK 海力士 (80.5%)、MTK 联发科 (17.9%)； 大陆：兆易创新、立讯、开元通信	存储器、主控芯片	4	22
力源信息	80	9.15%	海外：索尼、村田、安森美、意法、罗姆、航空电子、安赋隆、路碧康、欧姆隆、威世、楼氏、铠侠、流明、阿尔卑斯； 大陆：思特威、兆易创新、长鑫存储、上海移远、锐能微、昂瑞微、武汉新芯、华为海思、上海贝岭、大唐恩智浦、士兰微、江海股份、万象奥科、圣邦微	摄像头传感器、电容/磁珠、电源管理、晶体管、微控制器 (MCU)、电阻、连接器、图像传感器、存储器、通讯模块、功率放大器、电容、继电器/开关、计量芯片、硅	9	31

				麦、闪光灯、指纹识别芯片		
好上好	64	4.94%	MTK 联发科 (27.1%)、帕沃英蒂格盛 (13.9%)、北欧半导体、凌云半导体; 大陆: 星辰科技 (5.5%)、恒玄科技 (5.5%)、晶晨半导体 (5.4%)	SoC 芯片、无线芯片及模块、电源及功率器件、模拟/数字器件、存储器、LED 器件、传感器、处理器、光电器件、结构件及被动器件	11	35
英唐智控	52	10.05%	海外: 美尔森、Nextinput、楼氏、美光、优北罗、达尔、迪睿合、三垦、罗姆; 大陆: 环球半导体、圣邦微、海华、敏芯、明瑞、韦尔、应能微、移远、和芯星通、恒烁、紫光存储、东芯、帝奥微、康源、芯天下、华大、捷捷微、瑞芯微、汇顶	功率器件、ARM SoC、电子材料、模拟器件、继电器、通信模块、MEMS、被动器件、存储器、MCU、综合半导体等	14	42
云汉芯城	38	12.22%	海外: 罗彻斯特电子 (9.2%)、德州仪器 (6.3%)、艾睿 (8.4%)、得捷电子 (6.5%)、TTI (6.1%)、安富利、富昌电子; 大陆: 今台电子	模拟芯片、数字芯片、分立器件、被动器件和连接器等	15	45
利尔达	26	14.30%	海外: 意法半导体 (46.1%)、微芯 (6.4%)、北欧半导体 (2.5%); 大陆: 新节能 (5.3%)、圣邦微 (6.9%)、移芯通信	微控制器芯片、分立器件、传感器、射频芯片、模拟芯片、电源芯片等	21	-

来源: 各公司年报、公告, 官网, 国际电子商情, 中泰证券研究所

注: 主要供应商采购金额占比: 雅创电子为 22 年数据, 中电港、云汉芯城、利尔达为 22H1 数据, 联合创泰为 22Q1 数据, 好上好好为 21 年数据

图表 20: 2022 年大陆前十大电子元器件分销商营收及同比增速



来源: 国际电子商情, 中泰证券研究所

2.2 公司: 海力士云服务存储本土最大代理商, 与原厂深度绑定

- 联合创泰: 深耕电子元器件分销业务近十年, 21 年并入香农芯创。**联合创泰于 2013 年成立, 在 2015、2016 年先后获得了联发科和 SK 海力士的授权代理资质。2021 年, 聚隆科技全资收购联合创泰, 改名为香农芯创, 正式转型为半导体分销企业, 联合创泰成为香农芯创的全资子公司。目前联合创泰是大陆领先的电子元器件分销商, 主要代理海力士和联发科产品, 覆盖云服务、5G 通信、汽车电子和消费电子等多个应用领域的头部客户。

图表 21: 联合创泰发展历程



来源：联合创泰官网，中泰证券研究所

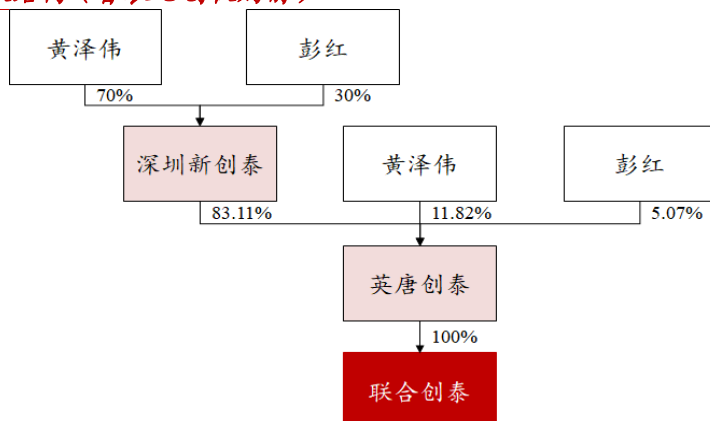
图表 22：联合创泰股权更迭及经营状况

时间	买方	卖方	营业收入 (亿元)	毛利率	净利润 (亿元)	成交价 (万元)	标的物股权
2017/6/1	华商龙 (英唐智控子公司)	黄泽伟 (香农芯创董事、联席董事长)	2	-	-0.1	4845	48%
2018/3/1	华商龙 (英唐智控子公司)	黄泽伟、徐泽林	18	-	0.4	31600	32%
2019/7/1	华商龙 (英唐智控子公司)	黄泽伟	57	3.7%	1.2	46000	20%
2020/4/1	新联芯 (曾用名: 英唐创泰, 曾是英唐智控子公司; 实控人: 黄泽伟)	英唐智控	58	4.8%	1.2	148000	100%
2021/7/2	香农芯创	新联芯	130	3.8%	0.5	160200	100%

来源：公司公告，中泰证券研究所

注：此处营收、净利润及毛利率均指交易发生前一年数据

- 2021 年公司收购联合创泰进军芯片分销业务，根据此前对赌协议，创泰 21-23 年需累计实现净利润 9 亿元，21 年/22 年创泰净利润 3 亿/2.8 亿，23 年净利润需不低于 3.2 亿元。

图表 23：联合创泰股权结构 (香农芯创收购前)


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 24：联合创泰业绩承诺协议

承诺报告期	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
承诺净利润 (亿元)	2	3	4
实际净利润 (亿元)	3.02	2.78	-
完成率	150.98%	92.70%	-
承诺主体	深圳市英唐创泰科技有限公司, 黄泽伟, 彭红		
补偿方式	现金补偿	现金补偿	现金补偿
补偿触发条件	减值, 截至当期	减值, 截至当期	减值, 截至当期

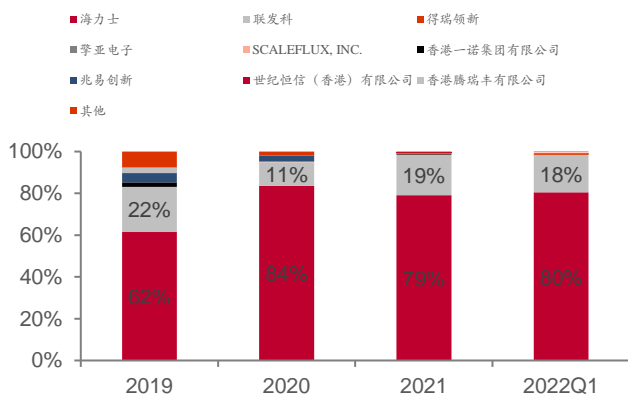
来源: iFinD, 中泰证券研究所

- 头部供应商深度绑定，服务大陆云服务器龙头。**子公司联合创泰已与SK 海力士、联发科建立了长期、稳定的业务合作关系。2020-22Q1，海力士与联发科占联合创泰总体采购金额的90%以上，22Q1 海力士采购占比80%，联发科18%。通常，对于已经建立良好合作关系的分销商，原厂一般不会轻易对其进行更换。客户层面，公司成功覆盖国内头部互联网厂商和服务器厂商，包括阿里、腾讯、字节等，2021年，前五大客户为阿里、华勤、中霸、字节、神码，营收占比分别为19%/17%/16%/12%/10%，合计营收占比74%。

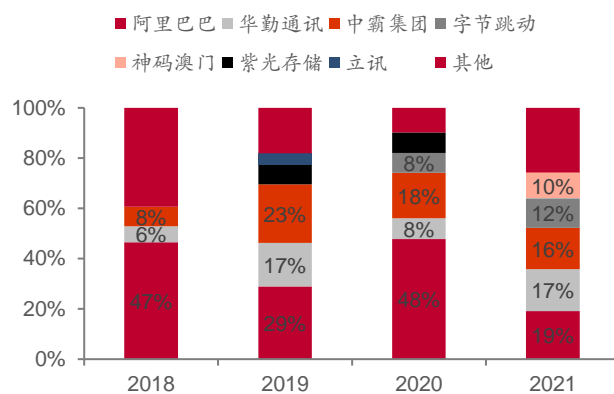
图表 25: 香农芯创代理品牌与产品 (截至 2023 年 2 月)

品牌	合作开始时间	产品类别	应用领域	授权区域/代理区域	授权区域其他分销商
SK 海力士	2016	存储 (DRAM、NAND、MCP、SSD 等)	服务器、消费类产品、手机	中国大陆及香港地区	LEADRAM、SMARTTECH、E-POINT、SAS、KINWEI
MTK 联发科	2016	基带、射频、WIFI/蓝牙连接	4G/5G 通讯、平板、车载类	中国大陆	奇普仕、品佳、Coretek、南基等
兆易创新	2017	Flash、MCU	无线耳机、笔记本电脑、POS 机	中国大陆及港澳地区	艾睿电子、厦门信和达、苏州商诺、新晔电子科通、中电、益登、路必康、淇诺、南基、亚讯、启祥等
立讯	2019	连接器及线缆连接组件	电脑、通讯、游戏机、消费类电子及汽车等	中国大陆及港澳地区	原厂直销，无代理商模式
开元通信	2021	4G/5G 先进射频滤波器及模组芯片	手机和平板，通信模组等	中国大陆	依本、亚讯等

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 26: 联合创泰头部供应商集中度较高


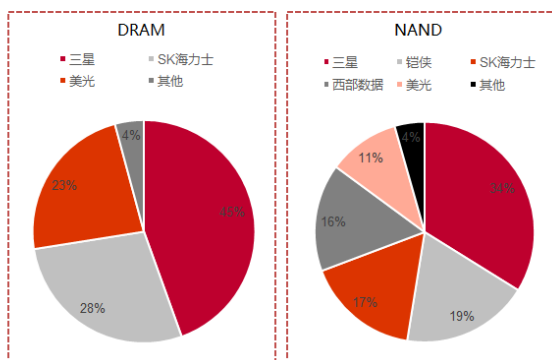
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 27: 联合创泰主要客户销售份额


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 海力士是全球第二大存储原厂。**2022年在DRAM和NAND全球市场，海力士份额为28%、17%，是全球第二大存储原厂，在HBM等领域全球领先。

图表 28: 2022 年 DRAM、NAND 全球竞争格局



来源: Trendforce, 兆易创新公开演讲稿, CFM 闪存市场, 中泰证券研究所

- 海力士代理商网络遍布全球，大陆销售企业级存储的仅公司一家。海力士销售网络遍布全球，共计拥有近 30 家分销商，在大陆有 6 家经销商。大陆 6 家经销商中，其余 5 家均销售消费类及工控类产品，公司是唯一一家销售企业级存储的代理商。此外，海力士的 HBM 也是通过公司销售。

图表 29: 海力士全球代理商网络 (截至 2022 年 1 月)

国家/地区	分销商名单
美国	1、Ma Labs, Inc; 2、Memphis Electronic Inc.; 3、ASI Corp.; 4、Synnex Corporation; 5、N.F. Smith & Associates, LP
德国	1、Memorysolution GmbH; 2、HMD Electronics AG; 3、MSC Technologies GmbH; 4、Memphis Electronic AG
俄罗斯/乌克兰/东欧	TTC Trade and Consulting GmbH
欧洲各地区	1、SILICA (An Avnet Company); 2、M2M Direct
以色列	H.Y. Components Ltd.
中国	1、Smartech Electronic Co., Ltd (时毅电子); 2、LEADRAM TECHNOLOGY GROUP LTD (超联); 3、E-Point (H.K.) Limited (翊力); 4、S.A.S. ELECTRONIC CO., LTD. (时捷); 5、UFCT Technology Co., Limited (联合创泰); 6、KINWEI TECHNOLOGY GROUP LIMITED (建威)
中国台湾	1、Synnex Technology International Corp.; 2、Time Speed Technology Co.; 3、Titron International Corp.; 4、U-Best Technology Inc
日本	1、SHINDEN HIGHTEX CORPORATION; 2、Restar Electronics Corporation
新加坡/印度	1、WE Components Pte Ltd; 2、Serial Microelectronics Pte Ltd; 3、Rabyte Electronics Pvt Ltd; 4、Kinwei Technology Group Pte Ltd

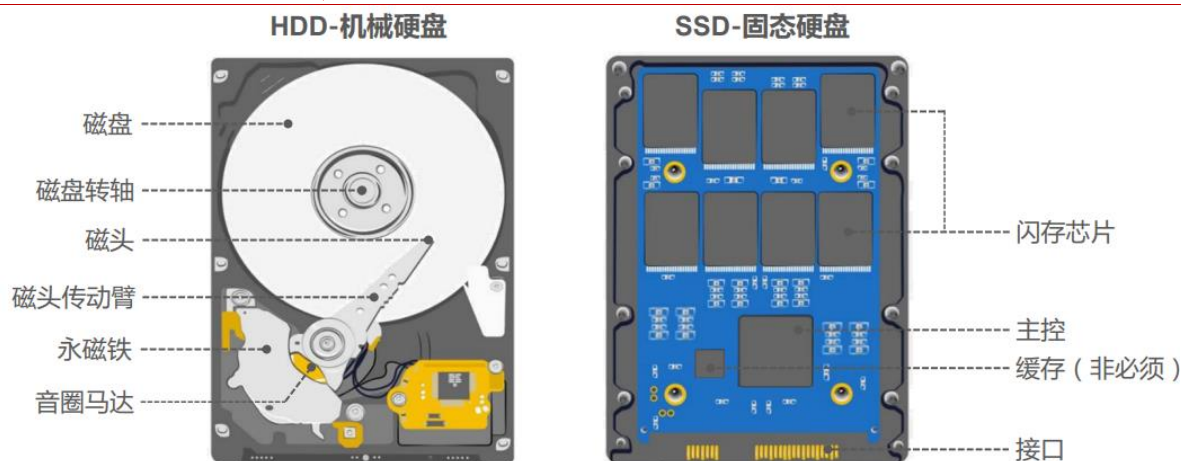
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

3、企业级 SSD: 国产化空间大, 香农打造第二成长曲线

3.1 行业: 300 亿美金大市场, 国产替代空间广阔

- 服务器硬盘: 主要用于存储软件及用户数据, 按材质可分成 SSD (固态硬盘)、HHD (机械硬盘) 和 HDD (混合硬盘)。固态硬盘又称固态硬盘驱动器, 是由固态电子存储芯片阵列而制成的硬盘, 存储芯片为 NAND Flash 芯片; 机械硬盘即为传统的普通硬盘, 主要由盘片、磁头、盘片转轴、控制电机、磁头控制器、数据转换器、接口和缓存等部分组成; 混合硬盘则是基于机械硬盘而诞生的新硬盘, 除了机械硬盘必备的碟片、马达和磁头等还内置了 NAND 闪存颗粒。目前, 固态硬盘正逐渐成为标准存储设备的主流产品。

图表 30: 固态硬盘与机械硬盘内部结构对比



来源: Intel, 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

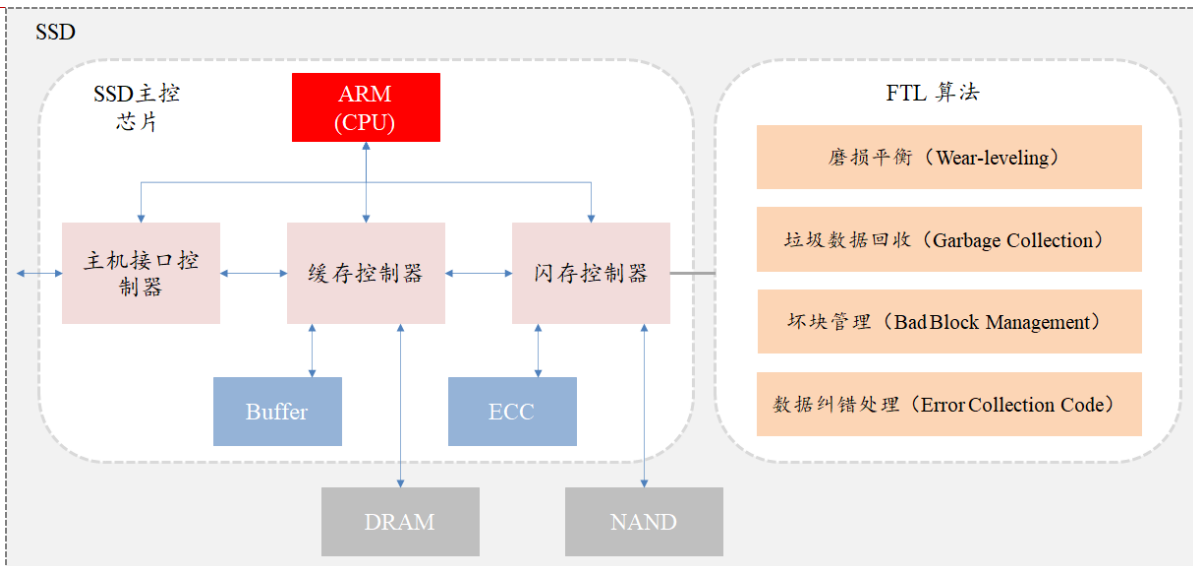
图表 31: 服务器不同类型硬盘的区别

按材质分类	构件	优点	缺点	接口	使用情况
SSD (固态硬盘)	主要由主控芯片+NAND 闪存颗粒组成, 主控芯片负责传输, NAND 闪存颗粒负责存储	读写速度快, 防震抗摔性强, 低功耗, 无噪音, 工作温度范围大, 轻便	容量小; 寿命有限, 售价高	可采用 SATA/PCIe/SAS/M.2 接口等	正在成为标准存储设备的主流
HDD (混合硬盘)	除了机械硬盘必备的碟片、马达、磁头等, 还内置了 NAND 闪存颗粒	读写快, 防震抗摔性强, 低功耗, 无噪音, 工作温度范围大	容量比机械盘小, 寿命比机械硬盘短, 成本价高	一般采用 SATA 接口	不仅消费领域没有普及, 企业级应用领域也没能实现对传统机械硬盘的取代
HHD (机械硬盘)	由磁盘、磁头、马达、转轴等机械结构来组成, 并具有密封的坚固的外壳	容量大, 价格实惠, 寿命高	读写慢, 有噪音, 体积大, 怕震动, 发热量高	一般采用 SATA 接口, 也可以使用 SCSI 以及 SAS	市场虽持续增长, 但速度将大幅减缓

来源: 墨天轮等, 中泰证券研究所

- **固态硬盘主要由三大模块组成: 主控芯片、闪存介质及缓存单元。**从服务器系统结构看, 主机经文件系统和底层驱动将数据命令通过接口传递给固态硬盘, 数据在固态硬盘内部经 FTL (闪存转换层) 地址转换后实现在闪存块中的写入和读取。其中, 闪存介质具有速度快、单位容量大的优势, 但也存在逻辑和物理地址分离、不能覆写、寿命有限等特征, FTL 算法的坏块管理、磨损平衡、垃圾回收等功能可对其进行管理与优化, 以提升固态硬盘的整体性能。

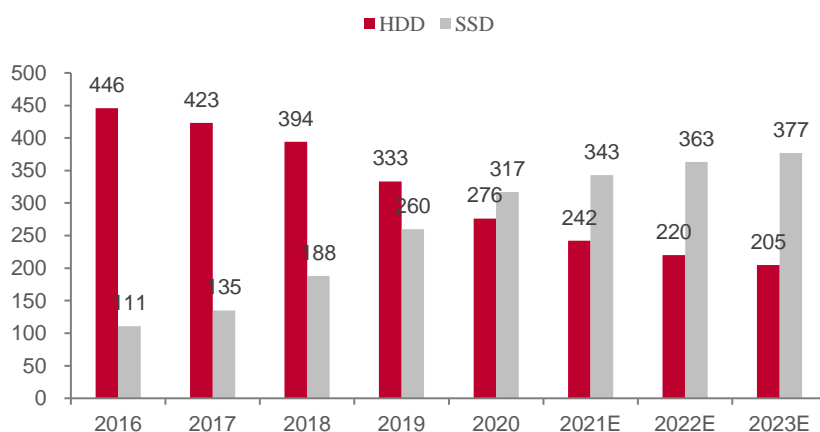
图表 32: 固态硬盘内部架构



来源：CSDN，中泰证券研究所

- **2020 年全球固态硬盘出货量首次超过机械硬盘。**固态硬盘较机械硬盘出现较晚，市场推广早期份额较低。但与机械硬盘相比，固态硬盘在读写速度上具有明显优势，且固态硬盘的最大容量已超过机械硬盘，单位容量价格也日益趋近高性能机械硬盘，未来固态硬盘将逐步实现对机械硬盘的取代。据 IDC 等数据，2020 年全球固态硬盘出货量达 3.2 亿块，首次超过机械硬盘。预计到 2023 年，全球固态硬盘出货量将达到 3.8 亿块，占比 60%+。

图表 33：2016-2023 年全球机械硬盘和固态硬盘出货量（百万块）



来源：IDC, Techno Systems Research, TrendFocus, 中泰证券研究所

- **企业级 SSD 采用高可靠性设计。**相较于消费级 SSD，企业级 SSD 具有更高质量的闪存芯片、更强大的主控芯片、更先进的算法和错误纠正技术、更大的内存缓存及更强大的故障预测和管理功能。JEDEC 在 2010 年发布的行业标准文件对固态硬盘耐力测试方法和耐力工作负载提出了规范化要求，企业级 SSD 需支持较重的写入工作量、更恶劣的环境条件及更低的不可修复错误比特率 (UBER)。可见企业级与消费级 SSD 的主要差别在于对企业工作环境的适应及对数据完整性的保护。据美光发布的消费级/企业级 SSD 产品对比，企业级产品对数据保护的覆盖范围更广：消费级产品的断电保护往往只能覆盖已存入闪存介质中的数

据，企业级产品则能够覆盖到缓存中的数据。

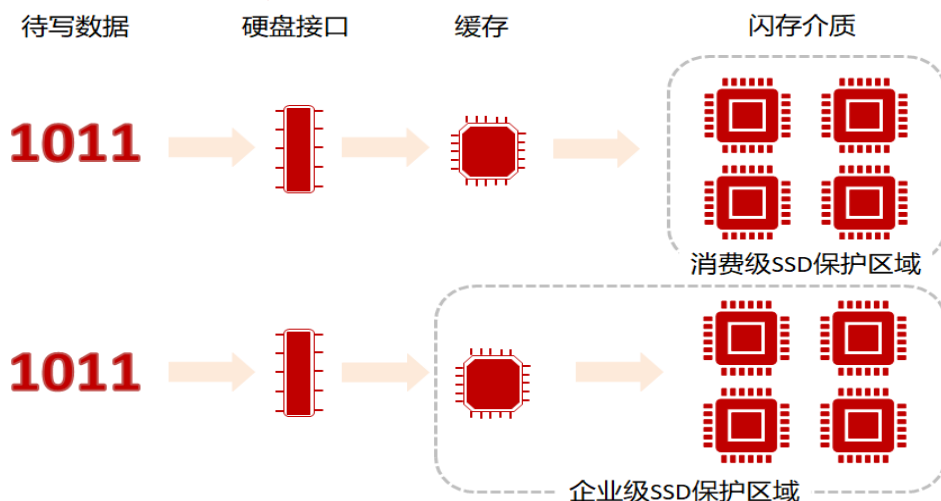
- 2022年，全球共售出3.52亿块固态硬盘，其中企业级SSD为5500万块，占比16%。

图表 34: JEDEC 对企业级和消费级 SSD 的性能要求

	支持的工作环境 (通电)	数据保护环境 (断电)	FFR	UBER
消费级	40°C 8h/D	30°C 1年	≤3%	≤10 ⁻¹⁵
企业级	55°C 24h/D	40°C 3个月	≤3%	≤10 ⁻¹⁶

来源: JEDEC, 中泰证券研究所

图表 35: 企业级 SSD 更重视对数据断电丢失的保护



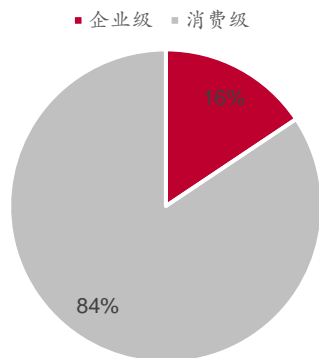
来源: 美光, 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 36: 消费级与企业级 SSD 的区别



来源: 忆恒创源招股说明书, 中泰证券研究所

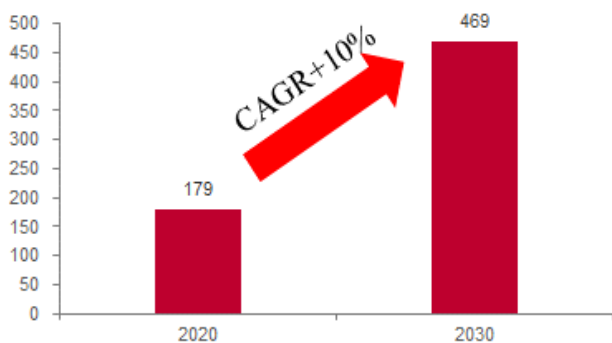
图表 37: 全球消费级与企业级 SSD 占比 (2022)



来源: Yole, 中泰证券研究所

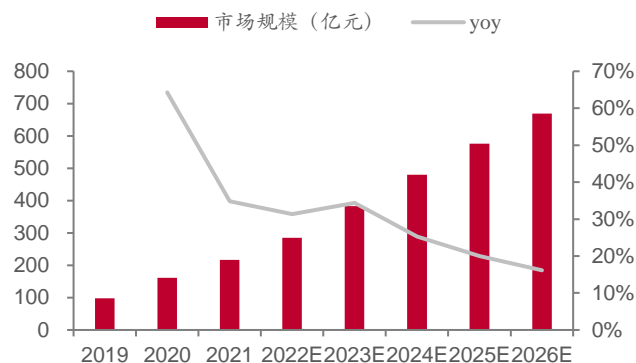
- 2020 年全球企业级 SSD 市场规模近 200 亿美金，未来有望持续增长。** 据 Allied Market Research 数据，2020 年全球企业级 SSD 市场规模 179 亿美元。未来，随着企业对于数据中心应用需求的激增以及高端云计算在全球企业中渗透率的上升，企业级 SSD 市场将持续增长，预计 2030 年全球企业级 SSD 市场规模将增长至 469 亿美元，期间 CAGR 达+10%。同时，高性能存储是发展数字经济、建设数字中国的底层基建，未来中国企业级 SSD 市场需求将持续高涨。据艾瑞咨询数据，预计 2022-2026 年，中国企业级 SSD 市场规模将由 285 亿元增至 669 亿元，CAGR+24%。

图表 38: 全球企业级 SSD 市场规模 (亿美元)



来源: Allied Market Research, 中泰证券研究所

图表 39: 2019-2026 年中国企业级 SSD 市场规模

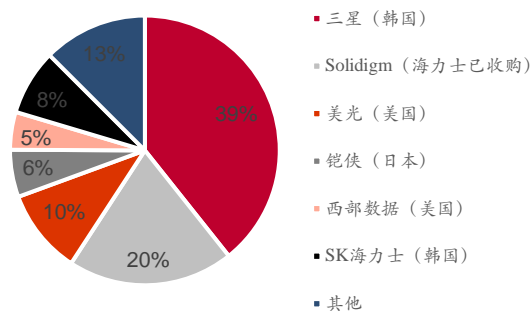


来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

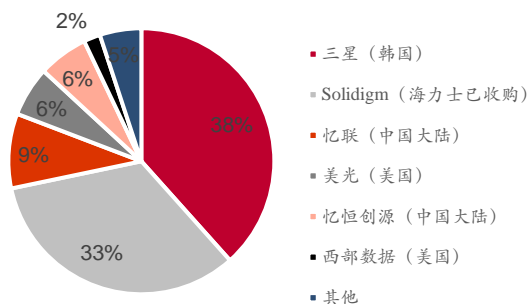
- 国际 IT 巨头垄断市场，三星、Solidigm 稳居 Top2。** 2021 年，全球与中国企业级 SSD 仍为国际 IT 巨头所垄断：1) 全球市场：三星、Solidigm、美光、铠侠、西部数据和海力士等 NAND 原厂合计占比 87%，其中三星/Solidigm 分别占比 39%/20%；2) 中国市场：Top2 优势更为明显，三星/Solidigm 占比高达 38%/33%，国产品牌仅忆联科技与忆恒创源占据一定市场空间。

图表 40: 2021 年全球企业级 SSD 市场竞争格局

图表 41: 2021 年中国企业级 SSD 市场竞争格局



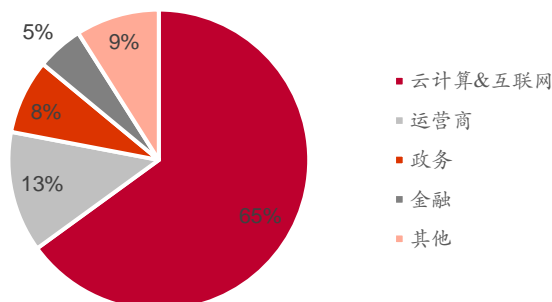
来源：联芸科技闪存市场研究中心，中泰证券研究所
注：海力士 2020 年收购 Solidigm



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所
注：海力士 2020 年收购 Solidigm

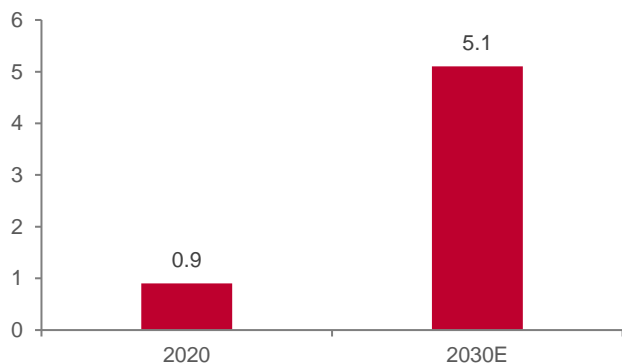
- 云计算及互联网为主要下游，固态硬盘存储数据占比持续提升。2021 年云计算和互联网企业为我国企业级固态硬盘的主要下游客户，市场份额占比达 65%。当前我国云服务及互联网行业均处于高速发展阶段，作为云服务基础 IT 设施的数据中心产业亦不断扩张。据海力士数据，2020 年全球数据中心容量约为 9 亿 TB，预计到 2030 年将达到 51 亿 TB，期间 CAGR+19%。同时，2020 年数据中心以固态硬盘形式存储的存量数据占比约 20%，预计到 2030 年有望提升至 55%。

图表 42：2021 年中国企业级固态硬盘客户行业结构（按采购金额）



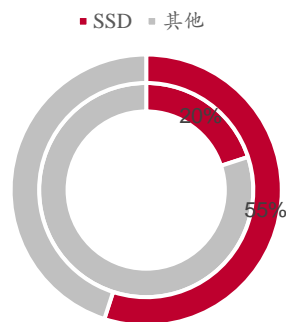
来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

图表 43：2020&2030 全球数据中心容量（存量）
（单位：Bn, TB）



来源：海力士，中泰证券研究所

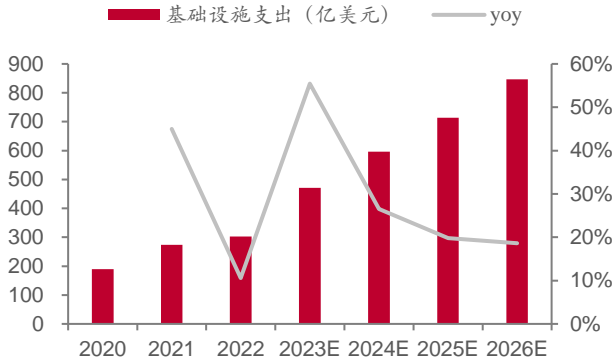
图表 44：2030 年数据中心以固态硬盘形式存储的存量数据占比有望达 55%



来源：海力士，中泰证券研究所
注：内圈为 2020 年数据，外圈为 2030 年数据

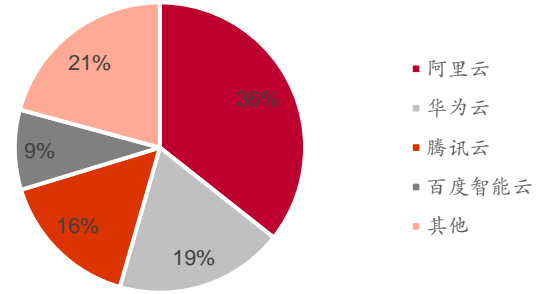
- 云基础设施市场规模高速增长，阿里稳居云市场龙头。据 Canalys 数据，2022 年我国云服务基础设施支出达 303 亿美元，同比+11%，预计到 2026 年，我国云服务基础设施市场将达 847 亿美元，期间 CAGR+29%。2022 年，阿里云仍稳居云市场市占率第一，份额达 36%，第二至第四分别为华为云、腾讯云和百度智能云，市场份额分别为 19%/16%/9%。

图表 45：2020-2026 年中国云服务基础设施支出



来源：Canalys，中泰证券研究所

图表 46：2022 年中国云服务基础设施支出占比

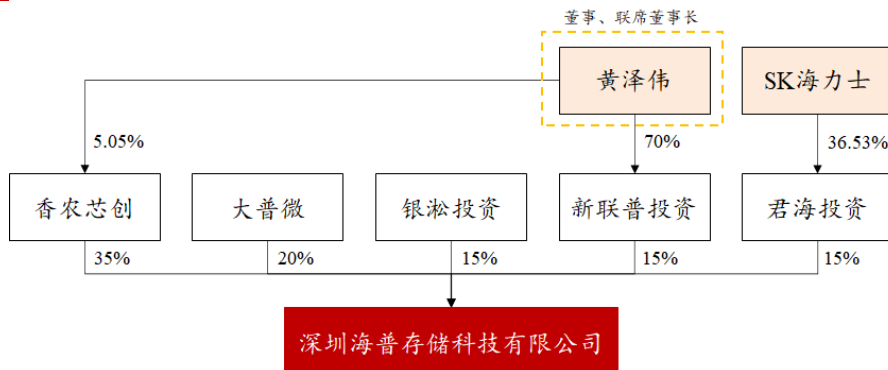


来源：Canalys，中泰证券研究所

3.2 公司：联合行业龙头新设子公司，进军企业级存储市场

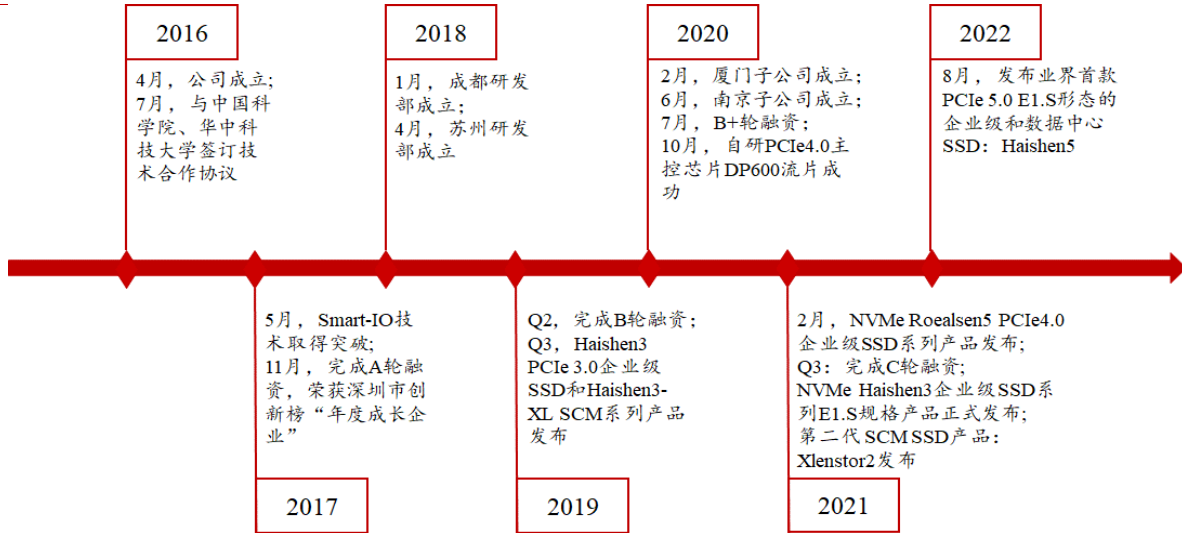
- 设立子公司进军企业级存储市场，股东包含 SK 海力士和大普微。5 月 27 日，公司发布公告将出资 3500 万元，联合 SK 海力士、大普微电子等合作方共同设立子公司海普存储，其中，大普微是子公司的第二大股东，公司董事兼联席董事长黄泽伟先生通过公司及新联普投资间接持有海普存储 12.27% 股权。海普存储自 2023/5/30 开始并入香农芯创报表。
- 大普微是国际领先的存储主控芯片和企业级 SSD 供应商，前期主要负责企业级固态硬盘设计工作。大普微企业级 SSD 产品覆盖 PCIe3.0-5.0 的类型，2022 年 8 月，大普微发布了业界首款 PCIe5.0 E1.S 形态的企业级和数据中心 SSD：Haishen 5。其中，大普微企业级 SSD 产品中的闪存颗粒来源于铠侠。

图表 47：海普存储股权结构（截至 2023 年 6 月）



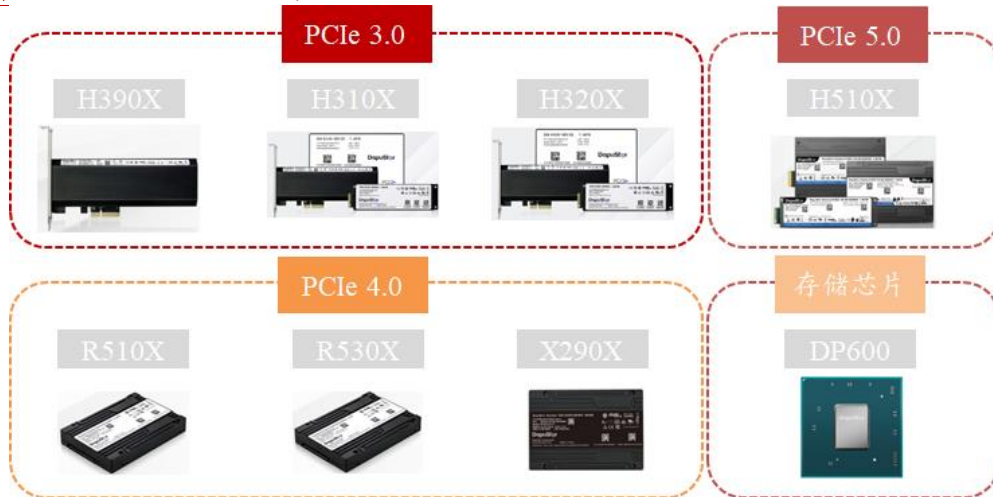
来源：iFinD，公司公告，中泰证券研究所

图表 48：大普微发展历程



来源：大普微官网，中泰证券研究所

图表 49：大普微固态硬盘及存储芯片产品



来源：大普微官网，中泰证券研究所

4、盈利预测

- 香农芯创是大陆第四大电子元器件分销商，同时也是海力士大陆云服务存储最大代理商，客户已覆盖主流云商，代理DDR5等高端存储器，短期有望直接受益服务器相关需求和存储复苏；新业务企业级SSD布局已1年多、24年有望创收，打开长期成长空间。
- 半导体分销业务：主要代理海力士的云服务器存储芯片和联发科手机芯片，随着存储周期向上、AI服务器需求旺盛及手机复苏，预计24年公司分销业务增速较快，预计公司23-25年营收116/155/177亿元，yoy-16%/+33%/+14%，预计23-25年毛利率5%/5%/5%。
 半导体产品：主要是企业级SSD等新业务，23年公司开始布局，已布局1年多，大陆大市场、低自给，预计公司该业务24年开始创收，预计公司24-25年营收2/4亿元，预计24-25年毛利率10%/15%，预期随着规模提升、毛利率修复。

图表 50：公司营收拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (亿元)	138	116	155	177
yoy		-16%	33%	14%
毛利率	4%	5%	5%	5%
半导体分销				
收入 (亿元)	135	114	150	170
yoy		-16%	32%	13%
毛利率	4%	5%	5%	5%
半导体产品				
收入 (亿元)	0	0	2	4
yoy				100%
毛利率	0%	0%	10%	15%

来源: wind, 中泰证券研究所

- 期间费用率预测:** 公司费用控制能力良好, 整体费用率较为平稳, 但考虑随着企业级 SSD 等产品加大投入, 销售费用、管理费用和研发费用有所增加, 我们预计 2023-2025 年公司的销售费用率分别为 0.2%/0.3%/0.4%, 管理费用率分别为 0.5%/0.6%/0.7%, 研发费用率分别为 0.1%/0.2%/0.3%。

图表 51: 期间费用率预测

	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用/营业收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
管理费用/营业收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
研发费用/营业收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%

来源: wind, 中泰证券研究所

- 综上, 我们预计公司 23/24/25 年收入为 116/155/177 亿元, 归母净利润 3.6/4.5/5.1 亿元。
- 我们选取国内存储模组公司江波龙和德明利作为可比公司, 香农切入企业级 SSD 进入存储模组产业, 有一定可比性。香农 23/24/25 年 PE 估值为 46/37/33 倍, 可比公司 PE 分别为 180/47/30 倍, 24 年 PE 估值低于可比公司均值, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 52: 可比公司估值表 (股价日期为 2024/3/5)

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
301308.SZ	江波龙	367	-8.30	6.09	10.37	-44	60	35
001309.SZ	德明利	101	0.25	3.01	4.06	404	34	25
平均值						180	47	30
300475.SZ	香农芯创	167	3.60	4.48	5.13	46	37	33

来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 恒烁股份、东芯股份、江波龙采用 wind 一致预期。江波龙 2024 年归母净利润采用业绩预告中值; 德明利已发布年报。

5、风险提示

- **新市场开拓不及预期：**公司初步进入企业级 SSD 领域，海普存储还未正式对外开展业务，且企业级 SSD 制造难度高，对可靠性要求较高，若公司在该领域开拓不顺利会对公司营收产生不利影响。
- **行业竞争加剧：**在全球 Top50 电子元器件分销商中，中国大陆多达 18 家，且代理产品和采购商重叠度较高，可能导致行业竞争加剧，对公司业绩产生负面影响。
- **供应商依赖度较高的风险：**公司电子元器件分销业务的前两大供应商 SK 海力士与 MTK 联发科占总体采购金额的 90%+，分销业绩容易受到单一供应商行为的影响。
- **公司海外业务占比高的风险：**公司海外业务占比 90%+，可能受到中美贸易摩擦等外部事件的影响。
- **数据信息滞后风险：**本文依据的财务信息主要为 2020-2022 年数据，存在信息更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	144	5,163	4,646	6,613	营业收入	13,772	11,637	15,486	17,687
应收票据	190	0	0	0	营业成本	13,163	11,025	14,686	16,753
应收账款	272	139	62	20	税金及附加	3	66	93	54
预付账款	838	165	220	251	销售费用	25	23	53	71
存货	1,248	1,860	4,547	2,667	管理费用	65	55	99	124
合同资产	0	0	0	0	研发费用	13	14	39	55
其他流动资产	46	116	155	177	财务费用	134	-1	-61	-51
流动资产合计	2,739	7,444	9,630	9,728	信用减值损失	0	0	-10	-10
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	-61	-10	-10	-20
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	41	0	-10	-20
固定资产	85	76	67	59	投资收益	33	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	其他收益	6	6	6	6
无形资产	13	9	5	2	营业利润	389	451	555	637
其他非流动资产	1,424	1,425	1,425	1,427	营业外收入	1	0	0	1
非流动资产合计	1,523	1,510	1,499	1,490	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	4,262	8,955	11,129	11,218	利润总额	390	451	555	638
短期借款	796	97	881	335	所得税	76	87	108	124
应付票据	3	2,162	2,042	1,610	净利润	314	364	447	514
应付账款	84	3,308	4,450	5,126	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	314	363	447	514
合同负债	280	209	279	318	NOPLAT	422	363	398	473
其他应付款	4	4	4	4	EPS (按最新股本摊薄)	0.69	0.79	0.98	1.12
一年内到期的非流动负债	100	100	100	100					
其他流动负债	200	186	216	234					
流动负债合计	1,468	6,066	7,973	7,728					
长期借款	816	720	624	528					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	38	38	38	38					
非流动负债合计	854	758	662	566					
负债合计	2,321	6,824	8,635	8,294					
归属母公司所有者权益	1,915	2,105	2,468	2,898					
少数股东权益	26	26	26	26					
所有者权益合计	1,941	2,131	2,494	2,924					
负债和股东权益	4,262	8,955	11,129	11,218					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-681	5,897	-1,173	2,662
现金收益	460	375	397	472
存货影响	-579	-612	-2,686	1,880
经营性应收影响	-165	1,006	31	32
经营性应付影响	-419	5,382	1,023	244
其他影响	23	-254	62	34
投资活动现金流	124	1	-9	-20
资本支出	-5	2	1	1
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	129	-1	-10	-21
融资活动现金流	257	-879	665	-675
借款增加	101	-796	689	-642
股利及利息支付	-156	-198	-202	-235
股东融资	5	0	0	0
其他影响	307	115	178	202

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	49.6%	-15.5%	33.1%	14.2%
EBIT增长率	58.5%	-13.9%	9.7%	18.6%
归母公司净利润增长率	40.1%	15.8%	23.0%	14.9%
获利能力				
毛利率	4.4%	5.3%	5.2%	5.3%
净利率	2.3%	3.1%	2.9%	2.9%
ROE	16%	17%	18%	18%
ROIC	23.0%	27.0%	18.2%	23.4%
偿债能力				
资产负债率	54.5%	76.2%	77.6%	73.9%
债务权益比	90.2%	44.8%	65.9%	34.2%
流动比率	1.9	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.0	0.9	0.6	0.9
营运能力				
总资产周转率	3.2	1.3	1.4	1.6
应收账款周转天数	9	6	2	1
应付账款周转天数	2	55	95	103
存货周转天数	26	51	79	78
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	0.79	0.98	1.12
每股经营现金流	-1.49	12.89	-2.56	5.82
每股净资产	4.19	4.60	5.39	6.33
估值比率				
P/E	53	46	37	33
P/B	9	8	7	6
EV/EBITDA	451	521	477	405

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。