

2024年05月05日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2024Q1 营收增长，“分销+产品”打造新增长曲线

—香农芯创（300475.SZ）公司事件点评报告 增持(维持)

事件

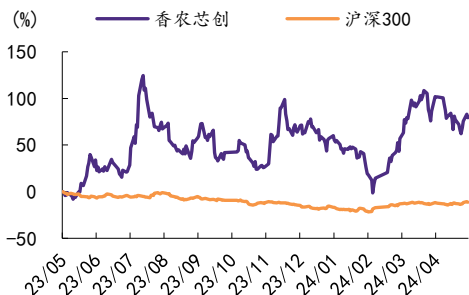
分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn

基本数据

2024-04-30

| | |
|------------|-------------|
| 当前股价(元) | 37.02 |
| 总市值(亿元) | 169 |
| 总股本(百万股) | 458 |
| 流通股本(百万股) | 440 |
| 52周价格范围(元) | 19.48-47.35 |
| 日均成交额(百万元) | 754.87 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《香农芯创（300475）：高端存储需求旺盛，绑定头部大厂空间广阔》2023-07-31

香农芯创发布 2023 年年报以及 2024 年一季报：2023 年，公司实现营收 112.68 亿元，同比下降 18.19%；实现归母净利润 3.78 亿元，同比增长 20.29%。2024 年一季度，公司实现营收 23.03 亿元，同比增长 46.86%；实现归母净利润 0.14 亿元，同比减少 83.49%；实现扣非后归母净利润 0.54 亿元，同比增长 193.45%。

投资要点

■ 存储行业景气度回升，2024Q1 营收增长

2024 年以来手机、PC 和服务器等终端应用需求回温带动存储器需求上涨，存储器价格回升，公司 2024 年一季度公司实现收入 23.03 亿元，同比增幅达到 46.86%。在利润端，公司及子公司持有的股权公允价值减少，导致归母净利润同比下降 83.49%但扣非后归母净利润同比高增 193.45%。此外受销售结构的影响，2024 年一季度毛利率同比下降 0.84pct 至 5.29%。

■ 新增存储模组产品研发，“分销+产品”打造新增长曲线

2023 年公司新设深圳海普及无锡海普，分别布局 eSSD 以及 DRAM 模组的研发，形成“分销+产品”一体两翼的发展格局。公司深耕高端存储领域多年，在原有分销业务的基础上具备较高的原料供应和客户导入起点，切入 eSSD 以及 DRAM 模组研发优势显著。目前深圳海普已有产品推出，23 年实现了少量销售；公司内存第一代产品 DDR4 RDIMM 内存条已进入测试阶段，DDR5 RDIMM 内存条也处于计划阶段。

■ 股权结构优化，股权激励彰显转型决心

2024 年一季度公司控股股东进行 3 笔协议转让，股权结构得到优化。公司董事兼联席董事长黄泽伟先生直接及间接持股 10%以上，增加持股体现了管理团队对公司的信心，提高了管理团队话语权，有利于管理团队保持稳定。同时公司推出 2024 年限制性股票激励计划，其中半导体产品板块的收入目标 2024-2026 年分别为 2 亿元、4 亿元、8 亿元，充分彰显公

司向产品公司转型的决心。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 155.56、178.22、203.21 亿元，EPS 分别为 0.85、1.01、1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 43、37、32 倍，维持“增持”评级。

■ 风险提示

供应商依赖风险、客户集中度高风险、存储器等 IC 产品价格波动风险、下游需求恢复不及预期风险等。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 11,268 | 15,556 | 17,822 | 20,321 |
| 增长率（%） | -18.2% | 38.1% | 14.6% | 14.0% |
| 归母净利润（百万元） | 378 | 390 | 460 | 527 |
| 增长率（%） | 20.4% | 3.3% | 18.0% | 14.6% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.83 | 0.85 | 1.01 | 1.15 |
| ROE（%） | 14.1% | 13.6% | 14.9% | 15.7% |

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 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 453 | 676 | 793 | 859 |
| 应收款 | 825 | 938 | 977 | 1,002 |
| 存货 | 1,436 | 1,459 | 1,529 | 1,476 |
| 其他流动资产 | 191 | 243 | 313 | 416 |
| 流动资产合计 | 2,905 | 3,316 | 3,612 | 3,753 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 固定资产 | 76 | 68 | 61 | 55 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 13 | 27 | 42 | 75 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1,552 | 1,552 | 1,552 | 1,552 |
| 非流动资产合计 | 1,640 | 1,647 | 1,655 | 1,682 |
| 资产总计 | 4,545 | 4,963 | 5,267 | 5,435 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 443 | 443 | 443 | 443 |
| 应付账款、票据 | 478 | 608 | 510 | 422 |
| 其他流动负债 | 266 | 266 | 266 | 266 |
| 流动负债合计 | 1,266 | 1,488 | 1,561 | 1,465 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 549 | 549 | 549 | 549 |
| 其他非流动负债 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 非流动负债合计 | 609 | 609 | 609 | 609 |
| 负债合计 | 1,875 | 2,096 | 2,170 | 2,074 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 458 | 458 | 458 | 458 |
| 股东权益 | 2,671 | 2,866 | 3,097 | 3,361 |
| 负债和所有者权益 | 4,545 | 4,963 | 5,267 | 5,435 |

| 现金流量表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 375 | 391 | 461 | 528 |
| 少数股东权益 | -2 | 0 | 0 | 1 |
| 折旧摊销 | 11 | 8 | 8 | 8 |
| 公允价值变动 | 94 | 8 | 15 | 11 |
| 营运资金变动 | 234 | 34 | -106 | -171 |
| 经营活动现金净流量 | 712 | 441 | 379 | 376 |
| 投资活动现金净流量 | -54 | 8 | 7 | 6 |
| 筹资活动现金净流量 | -314 | -195 | -230 | -264 |
| 现金流量净额 | 308 | 253 | 155 | 119 |

| 利润表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 11,268 | 15,556 | 17,822 | 20,321 |
| 营业成本 | 10,614 | 14,788 | 16,909 | 19,231 |
| 营业税金及附加 | 3 | 5 | 5 | 6 |
| 销售费用 | 36 | 47 | 53 | 61 |
| 管理费用 | 77 | 124 | 143 | 183 |
| 财务费用 | 144 | 37 | 36 | 36 |
| 研发费用 | 11 | 31 | 71 | 122 |
| 费用合计 | 268 | 239 | 304 | 402 |
| 资产减值损失 | -15 | -60 | -49 | -55 |
| 公允价值变动 | 94 | 8 | 15 | 11 |
| 投资收益 | 1 | 9 | 6 | 19 |
| 营业利润 | 470 | 488 | 583 | 664 |
| 加:营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减:营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 470 | 488 | 583 | 664 |
| 所得税费用 | 94 | 98 | 122 | 136 |
| 净利润 | 375 | 391 | 461 | 528 |
| 少数股东损益 | -2 | 0 | 0 | 1 |
| 归母净利润 | 378 | 390 | 460 | 527 |

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | -18.2% | 38.1% | 14.6% | 14.0% |
| 归母净利润增长率 | 20.4% | 3.3% | 18.0% | 14.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 5.8% | 4.9% | 5.1% | 5.4% |
| 四项费用/营收 | 2.4% | 1.5% | 1.7% | 2.0% |
| 净利率 | 3.3% | 2.5% | 2.6% | 2.6% |
| ROE | 14.1% | 13.6% | 14.9% | 15.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 41.2% | 42.2% | 41.2% | 38.2% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 2.5 | 3.1 | 3.4 | 3.7 |
| 应收账款周转率 | 13.7 | 16.6 | 18.3 | 20.3 |
| 存货周转率 | 7.4 | 10.1 | 11.1 | 13.0 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | 0.83 | 0.85 | 1.01 | 1.15 |
| P/E | 44.9 | 43.4 | 36.8 | 32.1 |
| P/S | 1.5 | 1.1 | 1.0 | 0.8 |
| P/B | 6.4 | 6.0 | 5.5 | 5.1 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子通信组介绍

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。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、卫星互联网、光通信等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

■ 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。