

评级：买入（维持）

市场价格：34.24 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

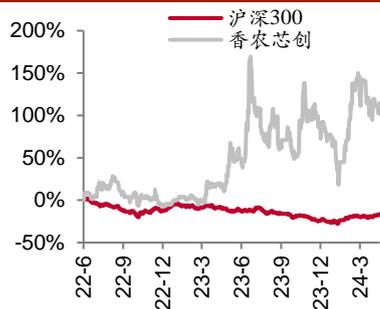
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,772	11,268	15,483	17,683	19,805
增长率 yoy%	50%	-18%	37%	14%	12%
净利润 (百万元)	314	378	447	514	570
增长率 yoy%	40%	20%	18%	15%	11%
每股收益 (元)	0.69	0.83	0.98	1.12	1.25
每股现金流量	-1.49	1.56	11.17	-5.99	7.29
净资产收益率	16%	14%	15%	15%	15%
P/E	50	41	35	30	27
P/B	8	6	5	5	4

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价日期为 2024/5/13

基本状况

总股本(百万股)	458
流通股本(百万股)	440
市价(元)	34.24
市值(百万元)	15,667
流通市值(百万元)	15,074

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《【中泰电子】香农芯创深度：海力士云服务存储最大本土代理商，24 年周期+成长共振》

投资要点

■ **Q1 营收同增 47%，存货增加，公允价值变动影响 Q1 表观利润。**

1) **2023:** 收入 113 亿元，同比-18%，归母净利润 3.8 亿元，同比+20%，扣非 3.0 亿元，同比+19%。毛利率 6%，yoy+1pcts，净利率 3%，yoy+1pcts。23 年非经常性损益 0.73 亿元，其中主要是所得税影响额-0.2 亿元，持有微导纳米、甬矽电子的股权公允价值变动收益 0.95 亿元。

2) **23Q4:** 收入 36.3 亿元，同比+21%，环比+10%，归母净利润 1.6 亿元，同比+2%，环比+303%，扣非 1.7 亿元，同比+72%，环比+166%，毛利率 8%，同比持平，环比+4 pcts，净利率 4%，yoy-1pcts，环比+3pcts。

3) **24Q1:** 收入 23.0 亿元，同比+47%，环比-37%，归母净利润 0.1 亿元，同比-83%，环比-91%，扣非 0.5 亿元，同比+193%，环比-68%，毛利率 5%，同比-1pcts，环比-3pcts，净利率 0.5%，同比-5pcts，环比-4pcts。非经常性损失-0.4 亿元，其中主要是持有的微导纳米、甬矽电子的股权公允价值变动损失-0.54 亿元。23Q4 末存货 14.4 亿元，24Q1 末存货 16.8 亿元，存货环比增加。

Q1 通常为淡季，公司持续受益存储周期复苏等，营收同比增长 47%，但因季节性因素环比有所下降，因持有微导纳米、甬矽电子股权，公允价值损失影响表观净利润。

■ **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：海力士云服务器存储大陆本土最大代理商，卡位精准。**联合创始人是全球第二十二、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，同时主流存储周期性最强，公司享受行业复苏带来的大弹性。

■ **存储模组：携手行业大咖进军企业级 SSD 等模组产品，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，公司基于国产主控芯片，首先从信创类客户切入，根据海普存储官网，今年 4 月企业级 NVMe SSD 通过中国电信测试，3 月 DDR4 RDIMM 通过申威 3231 处理器环境适配测试。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，公司携手行业重咖填补大陆空白。

■ **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 24/25/26 归母净利润 4.5/5.1/5.7 亿元，对应 PE 估值 35/30/27 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示事件：**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。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	453	4,888	5,305	5,942	营业收入	11,268	15,483	17,683	19,805
应收票据	166	0	0	0	营业成本	10,614	14,670	16,769	18,760
应收账款	621	716	684	707	税金及附加	3	88	106	60
预付账款	153	220	252	281	销售费用	36	48	60	69
存货	1,436	2,003	5,192	3,085	管理费用	77	118	94	139
合同资产	0	0	0	0	研发费用	11	31	35	44
其他流动资产	76	197	224	250	财务费用	144	-31	-45	-20
流动资产合计	2,905	8,025	11,656	10,264	信用减值损失	1	0	-10	-10
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	-15	-10	-10	-20
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	94	0	-10	-20
固定资产	76	66	58	51	投资收益	1	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	其他收益	5	5	5	5
无形资产	13	12	11	10	营业利润	470	556	640	709
其他非流动资产	1,550	1,551	1,552	1,552	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,640	1,630	1,622	1,614	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	4,545	9,656	13,278	11,878	利润总额	470	556	640	709
短期借款	443	97	3,579	973	所得税	95	112	129	142
应付票据	48	1,338	607	620	净利润	375	444	511	567
应付账款	430	4,401	5,081	5,741	少数股东损益	-2	-3	-3	-3
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	377	446	514	570
合同负债	79	279	318	356	NOPLAT	490	420	475	551
其他应付款	4	4	4	4	EPS (按最新股本摊薄)	0.83	0.98	1.12	1.25
一年内到期的非流动负债	197	197	197	197					
其他流动负债	66	90	88	108					
流动负债合计	1,266	6,404	9,874	7,998					
长期借款	549	283	16	16					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	60	60	60	60					
非流动负债合计	609	342	75	75					
负债合计	1,875	6,746	9,949	8,074					
归属母公司所有者权益	2,628	2,869	3,291	3,770					
少数股东权益	43	40	37	34					
所有者权益合计	2,671	2,909	3,329	3,804					
负债和股东权益	4,545	9,656	13,278	11,878					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	712	5,111	-2,740	3,335
现金收益	531	425	477	557
存货影响	-188	-567	-3,189	2,107
经营性应收影响	375	14	11	-33
经营性应付影响	390	5,261	-50	672
其他影响	-396	-22	11	32
投资活动现金流	-54	-2	-12	-21
资本支出	-3	-1	-1	-2
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-51	-1	-11	-19
融资活动现金流	-314	-674	3,169	-2,677
借款增加	-524	-613	3,215	-2,606
股利及利息支付	-205	-164	-218	-249
股东融资	395	0	0	0
其他影响	20	103	172	178

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	-18.2%	37.4%	14.2%	12.0%
EBIT增长率	17.2%	-14.4%	13.3%	15.9%
归母公司净利润增长率	20.4%	18.4%	15.0%	10.9%
获利能力				
毛利率	5.8%	5.3%	5.2%	5.3%
净利率	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%
ROE	14%	15%	15%	15%
ROIC	26.0%	26.4%	10.6%	19.7%
偿债能力				
资产负债率	41.2%	69.9%	74.9%	68.0%
债务权益比	46.7%	21.8%	115.7%	32.7%
流动比率	2.3	1.3	1.2	1.3
速动比率	1.2	0.9	0.7	0.9
营运能力				
总资产周转率	2.5	1.6	1.3	1.7
应收账款周转天数	14	16	14	13
应付账款周转天数	9	59	102	104
存货周转天数	46	42	77	79
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	0.98	1.12	1.25
每股经营现金流	1.56	11.17	-5.99	7.29
每股净资产	5.74	6.27	7.19	8.24
估值比率				
P/E	41	35	30	27
P/B	6	5	5	4
EV/EBITDA	387	451	400	346

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。