

香农芯创 (300475)

打造第二成长曲线，存算全产业链协同赋能 买入 (首次)

2024年06月03日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 金晶

执业证书: S0600523050003

jinj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13772	11268	15879	19224	21553
同比 (%)	49.61	(18.19)	40.93	21.07	12.11
归母净利润 (百万元)	313.97	377.66	483.43	672.05	854.25
同比 (%)	40.25	20.29	28.00	39.02	27.11
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.69	0.83	1.06	1.47	1.87
P/E (现价&最新摊薄)	50.35	41.86	32.70	23.52	18.51

股价走势



投资要点

- 引领电子元器件分销行业，布局存算全产业链：**1) 香农芯创是国内领先的电子元器件分销企业，代理销售 SK 海力士、联发科等一线品牌半导体相关产品，终端客户有阿里巴巴、字节跳动等互联网、信创客户。在“AI+算力”兴起的背景下，存储芯片市场具有广阔空间，带动公司分销业务持续发展；2) 中国企业级存储市场规模持续扩大，公司将原厂优势转化为自身优势，不断提升分销和整合服务的能力，在分销业务的基础上设立子公司海普存储，发展企业级存储产品作为第二成长曲线，提高公司核心竞争力；3) 通过入股半导体产业链上的优质公司，打造布局存算全产业链，最大化公司的产业协同效应。
- 电子元器件产业风头正盛，下游应用持续推动需求增长：**1) 公司作为产业链中游核心企业，主要从事存储器分销业务，其中 DRAM 占比 70%。通过多年发展，公司与 SK 海力士、MTK 等顶级原厂建立了稳固的合作关系，成为国内最大的存储分销商；2) HBM 具有稀缺性，与传统 DRAM 相比，HBM 具备高带宽、高容量、低延时与低功耗等优势，可以加快 AI 数据处理速度，更适用于 AI 服务器等高性能计算场景。据 TrendForce 预测，2026 年全球 HBM 需求量有望达到 386.2 亿美元；3) 公司在下游领域主要为客户提供云服务器的存储以及手机主控；AI 的兴起带动服务器出货量增加，预计 2025 年出货量将达到 1792.7 万台；物联网设备连接数持续增长，2027 年全球物联网市场规模将增至 5250 亿美元；高性能芯片需求增长，进一步提升公司分销业务成长空间。
- 公司开拓企业级存储新业务线，打造第二成长曲线：**据 IDC 数据，2023 年中国企业级存储市场规模达到 66 亿美元，同比下降 0.6%。尽管市场规模小幅下降，中国企业级存储市场份额在全球份额占比首次突破 20%，达到 20.8%，稳居全球第二，并且预计在 2028 年达到 90.2 亿美元，2024-2028 年 CAGR 为 4.7%。公司出资 3500 万元，与合作方共同设立海普存储科技有限公司开展企业级固态硬盘及存储模组一体化业务，产品各环节采用顶级配置。下游主要客户为互联网企业、电信运营商及政府机构。目前已通过中国电信、昱格电子等客户产品测试。公司股权激励目标指引 2024-2026 年海普存储有望实现营收 2/4/8 亿元。
- 盈利预测与投资评级：**我们看好公司在存储器分销领域的业务发展以及在企业级存储新业务的布局。公司合作方与客户皆为领域龙头，公司二次转型进展顺利，公司成长动力充足。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 4.8/6.7/8.5 亿元，公司当前市值对应 PE 分别 33X/24X/19X 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**1) 存储器价格恢复不及预期风险；2) 合作方依赖风险；3) 企业级 SSD 市场景气度不及预期风险

市场数据

收盘价(元)	34.55
一年最低/最高价	19.80/50.10
市净率(倍)	5.98
流通 A 股市值(百万元)	15,210.32
总市值(百万元)	15,808.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.78
资产负债率(%,LF)	50.01
总股本(百万股)	457.57
流通 A 股(百万股)	440.24

相关研究

内容目录

1. 电子元器件分销领先企业，推动产业链生态协同	5
1.1. “分销+产品”推动协同发展，股权结构优化助力长久发展	5
1.2. 分销业务快速增长，盈利模式成功转型	8
1.3. 公司核心竞争力持续提升，分销与半导体领域市场空间广阔	9
2. 上游 HBM 供不应求，下游需求空间广阔	12
2.1. 授权厂商全球知名，公司多项核心优势并存	12
2.2. 需求端“AI+算力”兴起，HBM 供应紧俏	14
2.3. 下游多领域需求旺盛，公司业务成长空间大	16
3. “AI+国产化”双重共振，企业级 SSD 打造第二成长曲线	20
3.1. 整合产业资源，产业链各环节采用顶级配置	20
3.2. 中国企业级存储市场规模持续扩大，AI 服务器需求驱动出货量增长	21
3.3. 企业级存储国产化进程加快，公司乘风而上	24
4. 盈利预测及投资建议	27
4.1. 盈利预测	27
4.2. 投资建议	28
5. 风险提示	28

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	香农芯创业务一览.....	6
图 3:	公司股权结构图（截止 2024 年 4 月 30 日）.....	7
图 4:	2024 协议转让权益变动情况.....	7
图 5:	公司历年营业收入及同比增速情况.....	8
图 6:	公司历年归母净利润及同比增速情况.....	8
图 7:	公司 23 年及 24Q1 季度营业收入及同比增速.....	8
图 8:	公司分季度扣非归母净利润及同比增速情况.....	8
图 9:	公司历年净利率和毛利率情况.....	9
图 10:	公司分销业务毛利率与净利率情况.....	9
图 11:	公司 2021-2023 年费用率情况.....	9
图 12:	公司分季度研发费用情况.....	9
图 13:	公司核心竞争力.....	11
图 14:	半导体产业链结构.....	12
图 15:	2023 全球电子元器件分销商排名.....	13
图 16:	全球 IC 半导体市场规模(亿美元).....	14
图 17:	全球各地区半导体销售额（亿美元）.....	14
图 18:	全球 DRAM 市场竞争格局.....	14
图 19:	全球 AI 服务器出货量预测.....	15
图 20:	全球 HBM 需求量规模.....	15
图 21:	2022 年全球 HBM 市场竞争格局.....	16
图 22:	2023 年全球 HBM 市场竞争格局.....	16
图 23:	全球服务器出货量以及产值.....	17
图 24:	全球智能手机出货量（百万部）.....	17
图 25:	全球智能手机渗透率.....	17
图 26:	全球物联网设备连接数(百万台).....	18
图 27:	全球物联网行业收入（亿美元）.....	18
图 28:	智能可穿戴设备主要应用领域.....	18
图 29:	海普存储股权结构图（截止 2023 年 5 月）.....	20
图 30:	香农芯创企业级 SSD 供应链.....	21
图 31:	香农芯创企业级存储业务 2024 股权激励目标值.....	21
图 32:	2024E-2026E 海普存储市场份额占比.....	21
图 33:	2019-2026 年中国企业级存储市场规模（亿美元）.....	22
图 34:	2021 年中国企业级固态硬盘客户行业结构.....	23
图 35:	2021 年中国企业级固态硬盘客户行业结构占比.....	23
图 36:	2020-2024E 普通服务器出货量（万台）.....	24
图 37:	2022-2024E AI 服务器出货量（万台）.....	24
图 38:	2023 年全球企业级 SSD 竞争格局（收入口径）.....	24
图 39:	2023 年企业级 SSD 前五厂商收入（百万美元）.....	24
图 40:	2021 中国企业级 SSD 市场竞争格局（收入口径）.....	25
图 41:	2021 中国企业级 PCIe SSD 市场竞争格局（收入口径）.....	25
图 42:	腾讯云全栈国产化布局.....	25

表 1: 公司参股半导体公司情况.....	6
表 2: 2024 年限制性股票激励计划激励对象名单及拟授出权益分配情况.....	10
表 3: 2024 年限制性股票激励计划业绩考核目标.....	10
表 4: HBM 的高带宽在传输数据方面具有天然优势	15
表 5: 2022-2024 年 HBM 占 DRAM 产业产值比重预估 (单位: 百万美元)	16
表 6: 智能座舱和驾驶辅助系统中的 NAND	19
表 7: 2024Q1-2024Q4 企业级 SSD 价格涨跌幅预测	22
表 8: 一般服务器与 AI 服务器容量差异	23
表 9: 中国企业级 SSD 产品对比	26
表 10: 分业务盈利预测 (百万元)	27
表 11: 公司与可比公司估值 (截至 2024 年 5 月 31 日)	28

1. 电子元器件分销领先企业，推动产业链生态协同

1.1. “分销+产品”推动协同发展，股权结构优化助力长久发展

“分销+产品”为公司二次战略转型核心，全产业链协同效应推动长期发展。香农芯创成立于1998年，原名为聚隆科技，成立之初公司专营新型节能洗衣机减速离合器。2015年公司在深交所创业板上市；2020年开始，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、璧仞科技、好达电子等半导体企业。2021年，公司以16亿元全资收购电子元器件分销商联合创泰，并正式更名为“香农芯创”，成功进军电子元器件分销行业。2023年5月公司发布公告，与海外存储原厂、大普微电子等合作设立子公司海普存储（香农芯创控股35%），进军企业级存储领域。目前，公司已形成“分销+产品”一体两翼的发展格局，电子元器件分销和半导体产业链协同配合。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

收购联合创泰为公司第一次战略转型，电子元器件分销平台龙头业绩稳定：联合创泰是国内同时拥有全球顶级主控芯片、存储器代理权的电子分销元器件分销商。通过收购联合创泰，公司获得了SK Hynix海力士、MTK联发科等一线品牌的代理资格，代理产品的应用覆盖到服务器、手机、电视、车载等多个行业。目前联合创泰主要代理应用于服务器级别存储产品的海力士存储器以及应用于手机、平板等终端消费应用场景的联发科主控芯片。2023年联合创泰净利润为3.3亿元，占公司净利润86%，同比增长17.3%。

进军企业级存储领域，公司第二次战略转型进展顺利：2023年上半年，公司新设控股子公司海普存储，香农芯创持股比例为35%，主要用以布局企业级SSD的研发及产业化，为服务器和数据中心提供高性能、高可靠性的存储解决方案。2024年4月，海普存储展出了新款企业级SSD（固态硬盘）产品HP600系列以及DDR4/DDR5 RDIMM模组等产品。

图2: 香农芯创业务一览



数据来源: 公司官网、海普存储微信公众号, 东吴证券研究所

公司入股半导体公司, 打造存算全产业链创造协同赋能。香农芯创充分利用分销平台的市场优势, 投资半导体设计、封测、设备、应用等各个环节的领军企业(好达电子、甬矽电子、壁仞科技、微导纳米等), 推动半导体产业链生态发展和升级, 持续拓宽业务领域。公司在疏通全流程供应链以及投资半导体产业链的过程中, 有效推动了资本、信息和技术在产业链内的广泛流动和共享, 提高整个行业的创新、生产效率和交易效率。

表1: 公司参股半导体公司情况

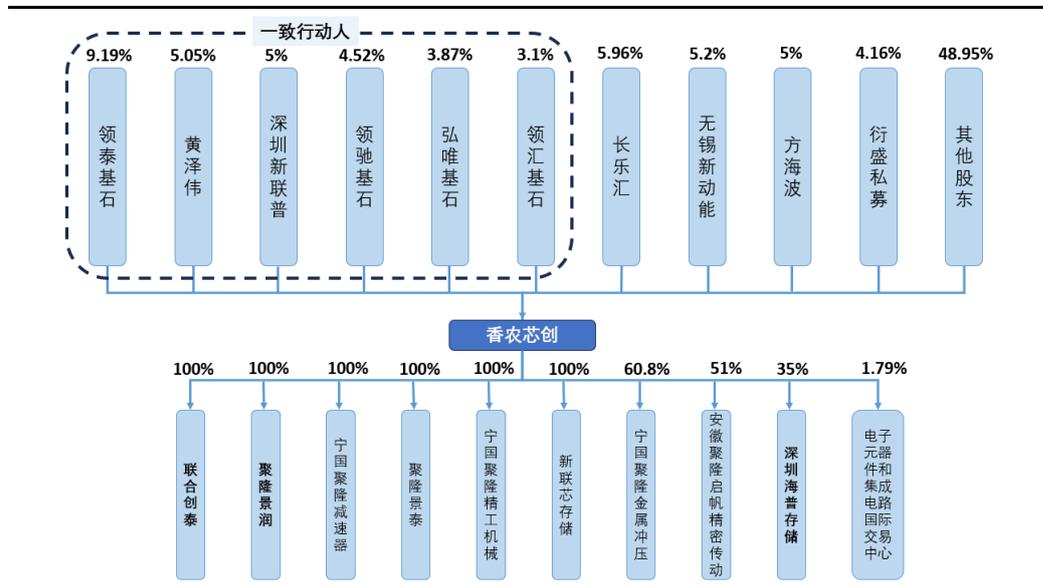
公司	投资时间	投资金额 (万元)	股份 (万股)	股权占比	主营业务
好达电子	2020/6/29	2000	36	0.5%	声表面波射频芯片的研发、设计、生产和销售
壁仞科技	2020/8/6	3500	17	0.5%	高端通用智能计算芯片
甬矽电子	2020/9/28	11415	761	1.9%	集成电路的封装和测试业务
微导纳米	2020/12/24	5000	271	0.6%	先进薄膜沉积和刻蚀装备的开发、设计、生产和服务

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

核心管理层与公司深度绑定, 参股优质半导体企业。目前, 公司董事、联席董事长黄泽伟持有公司总股本的 5%, 核心管理层与公司深度绑定。2020 年, 公司及子公司深

圳聚隆景润科技有限公司先后投资好达电子、壁仞科技、甬矽电子和微导纳米四家半导体企业，分别持股 0.5%/0.5%/1.9%/0.6%。2024 年 4 月 25 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，以便更好盘活公司存量资产、聚焦主营业务，提高资产使用效率。

图3：公司股权结构图（截止 2024 年 4 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构进一步优化，核心管理层与公司深度绑定。截止 2024 年 3 月 31 日，公司前十大股东共计持股 51%。2024 年 1 月，领汇基石向无锡高新区新动能产业发展基金转让 5.2% 的股份，体现了无锡政府对公司未来发展的信心。另外，新联普和方海波分别获得总股本 5% 的转让股份，进一步优化了公司股权结构。

图4：2024 协议转让权益变动情况

股东名称	股份性质	本次股份转让前		本次股份变动		本次股份转让后	
		股数(股)	占总股本比例	增加(股)	减少(股)	股数(股)	占总股本比例
领汇基石	无限售流通股	30,850,254	6.74%	-	16,660,880	14,189,374	3.10%
领驰基石		43,552,963	9.52%	-	22,878,290	20,674,673	4.52%
领泰基石		42,056,446	9.19%	-	-	42,056,446	9.19%
弘唯基石 (代表“华盛基金”)		23,913,116	5.23%	-	6,217,410	17,695,706	3.87%
控股股东合计		140,372,779	30.68%	-	45,756,310	94,616,469	20.68%
新联普	无限售流通股	-	-	22,878,290	-	22,878,290	5.00%
黄泽伟		23,100,000	5.05%	-	-	23,100,000	5.05%
合计		23,100,000	5.05%	22,878,290	-	45,978,290	10.05%
方海波	无限售流通股	-	-	22,878,290	-	22,878,290	5.00%

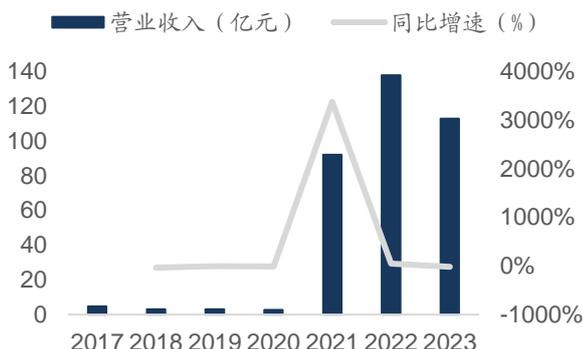
注：2024 年 1 月 12 日领汇基石与新动能基金签署了《股份转让协议三》，拟向新动能基金协议转让 23,793,420 股上市公司股份（占公司总股本的 5.20%）。截至本公告日，上述股份尚未完成过户，待上述股份过户完成后领汇基石持股比例将变更至 6.74%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 分销业务快速增长，盈利模式成功转型

分销业务快速崛起，具有广阔发展前景。2021 年完成对联合创泰的收购后，公司作为代理商在半导体产业链中起到传递上下游供应与需求信息、缓解原厂和客户库存压力、提供账期等关键作用，营收能力大幅提高。2023 年度实现营业收入 112.7 亿元，同比减少 18%，归母净利润实现 3.8 亿元，同比增长 20.4%，扣非归母净利润 3.1 亿元，同比增长 19%，毛利率 6%，同比上升 1.4 个百分点。在目前代理商采购的发展模式被市场广泛接受的趋势下，未来电子元器件分销业务仍将是贡献公司营业收入的主要力量。

图5：公司历年营业收入及同比增速情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

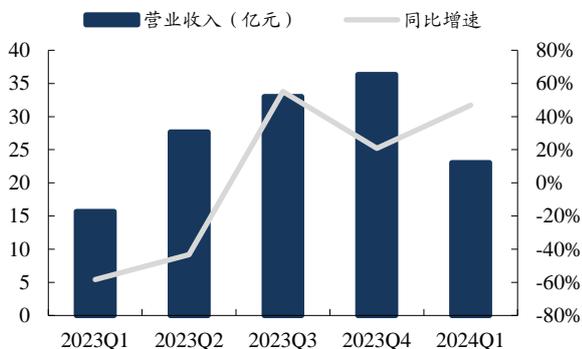
图6：公司历年归母净利润及同比增速情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

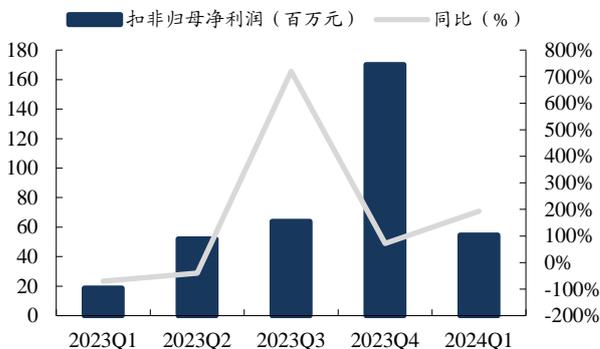
2023 年为存储行业下行周期，终端需求旺盛带动公司业绩增长态势不变。分季度来看，23Q1 实现阶段性营收最低点 15.7 亿元，但在云计算、互联网、人工智能的快速发展以及全球服务器需求量不断扩大的背景下，此后三个季度营收持续增长，分别为 27.7/33/36.3 亿元。24 年 Q1 得益于下游对存储芯片需求的持续恢复，营业收入实现 23 亿元，同比增长 47%，扣非归母净利润实现 0.5 亿元，同比增加 193%。由于 24Q1 市场波动较大，公司及子公司持有的股权公允价值减少，归母净利润 0.1 亿元，同比下降 83%。

图7：公司 23 年及 24Q1 季度营业收入及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

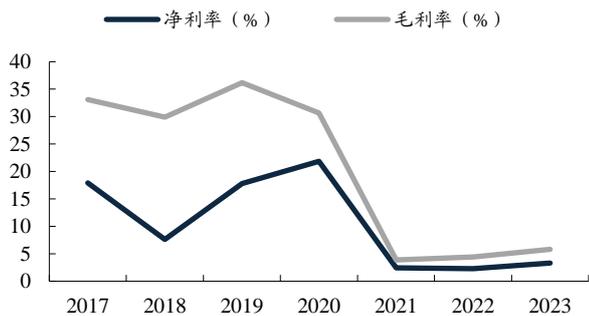
图8：公司分季度扣非归母净利润及同比增速情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

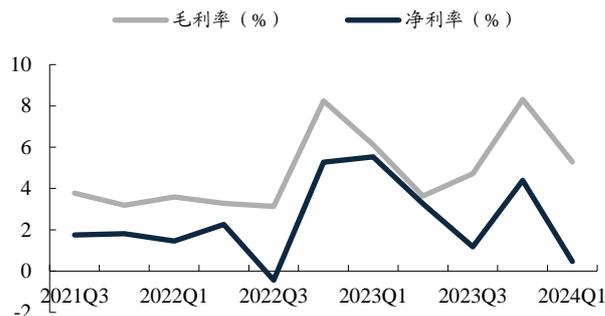
转型后毛利率基本稳定，费用率小幅提升。2020 年之前公司洗衣机减速离合器产品整体毛利率水平较高。业务转型后，毛利率和净利率相对产品型公司大幅降低，综合毛利率率在 4.8% 左右，电子元器件分销历史毛利率稳定在 4% 的水平。24Q1 毛利率 5.3%，同比下降 0.8%，环比下降 3%，主要由销售产品结构变化引起。从费用端来看，23 年公司整体费用率略有上升，主要因为 23 年销售费用和财务费用相比 22 年有所提升。同时公司注重研发投入，从 23Q1 以来，研发投入呈上升趋势。24Q1 同比增加 110%。

图9：公司历年净利率和毛利率情况



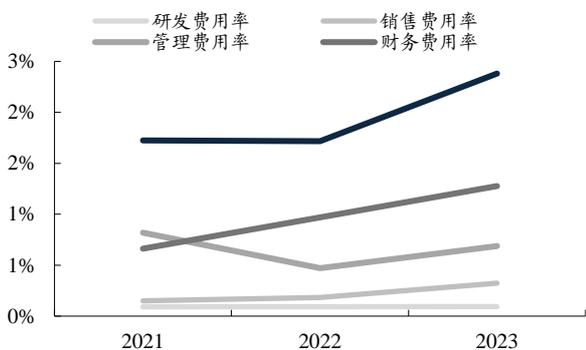
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图10：公司分销业务毛利率与净利率情况



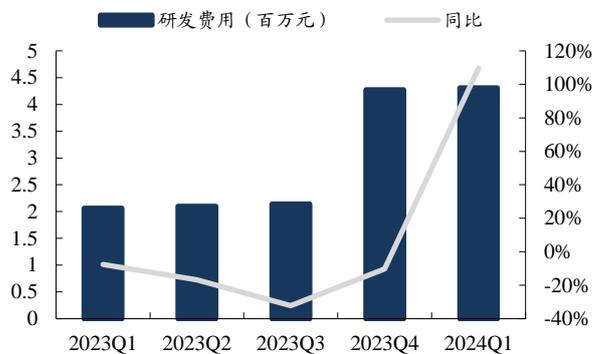
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图11：公司 2021-2023 年费用率情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图12：公司分季度研发费用情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3. 公司核心竞争力持续提升，分销与半导体领域市场空间广阔

发布 2024 股权激励计划，核心管理层与公司深度绑定。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 4%，激励对象共 25 人，包括公司董事、高级管理人员，核心技术/业务人员以及其他核心骨干。其中，首次授予限制性股票 1552 万股，约占本激励计划草案公布日公司股本总额的 3.4%，占本激励计划拟授予限制性股票总数的 84.8%。

表2: 2024 年限制性股票激励计划激励对象名单及拟授出权益分配情况

姓名	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比例	占本激励计划草案公告日总股本比例
黄泽伟	董事、联席董事长	457	25%	1%
李小红	董事、总经理	220	12%	0.5%
苏泽晶	董事、副总经理、财务总监	30	1.6%	0.1%
曾柏林	董事会秘书	20	1.1%	0.04%
核心技术/业务人员, 其他核心骨干(21人)		825	45.1%	1.8%
预留		278	15.2%	0.6%
合计		1830	100%	4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司看好两大业务板块发展潜力, 制定股票激励计划充分彰显公司信心。此次激励结合公司目前布局及未来战略规划, 对 2024-2026 年在上市公司层面、半导体产业板块(以海普存储为主)以及半导体分销板块(以联合创泰为主)分别进行考核。考核目标具有一定的挑战性, 能够聚焦公司未来发展战略方向, 提升公司竞争能力以及调动员工的工作积极性, 稳定经营目标的实现。

表3: 2024 年限制性股票激励计划业绩考核目标

层面	归属安排	考核年度	营业收入(亿元)		
			目标值	同比增加	触发值
上市公司层面	首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票	2024	152	34%	121
		2025	174	14%	138
		2026	198	14%	156
	预留授予的限制性股票	2025	174	14%	138
		2026	198	14%	156
半导体产品(以海普存储为主)	首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票	2024	2	-	1
		2025	4	100%	2
		2026	8	100%	4
	预留授予的限制性股票	2025	4	100%	2
		2026	8	100%	4
半导体分销(以联合创泰为主)	首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票	2024	150	36%	120
		2025	170	13%	136
		2026	190	12%	152
	预留授予的限制性股票	2025	170	13%	136
		2026	190	12%	152

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

将原厂优势转化为自身优势，提升分销和整合服务能力。联合创泰作为香农芯创的分销平台及主要收入来源，与 SK 海力士、MTK 联发科等国际一线厂商建立了长期良好的合作关系。经过多年经营发展，公司获得了众多原厂的授权资质，成为国内同时拥有全球顶级主控芯片、存储器代理权的电子元器件分销商。并依托原厂的技术优势与品牌力量，与国内互联网云服行业、ODM 头部客户群达成密切合作。

企业级存储产品获得认可，具备产业赋能优势：公司立足分销，向产业链上游尤其是设计、封装领域进行拓展，新设控股子公司海普存储，布局企业级 SSD 研发及产业化。利用多年在分销领域积累的优质原厂和客户资源以及在存储颗粒供应、销售渠道方面具备的先天优势，海普存储将整合全球顶级资源，设计搭载国产主控芯片和固件的企业级 SSD，推动国产化替代进程。目前公司在深圳和无锡设立了研发和生产基地，下游潜在客户主要是信创类、互联网客户以及电信运营商等。

图13: 公司核心竞争力



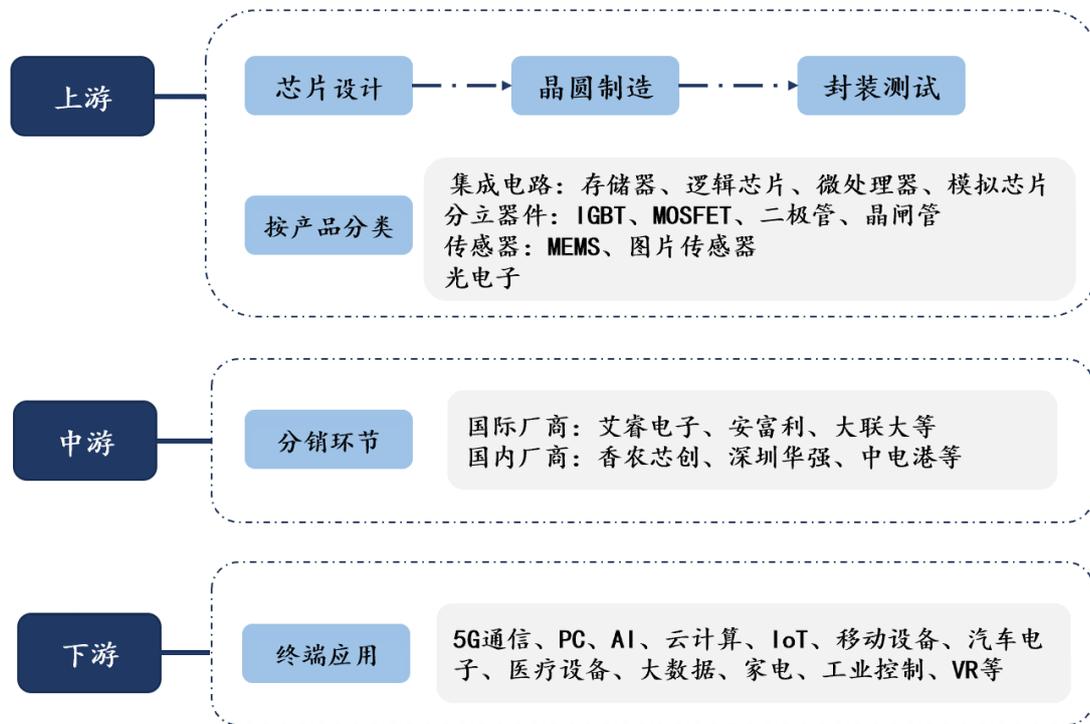
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 上游 HBM 供不应求，下游需求空间广阔

2.1. 授权厂商全球知名，公司多项核心优势并存

公司位于产业链中游，主要分销存储器。公司经过多年潜心发展，获得了原厂在信息、技术、供货等方面的支持。根据 2023 年报，公司目前 97.2% 的营收来自于电子元器件分销业务，其中 60% 约为 SK 海力士的存储器的分销营收，35% 为 MTK 联发科的主控芯片。存储器板块，DRAM 占比约 70%，NAND 和 SSD 业务占比约 30%。同时，公司也为下游客户提供产品全方位的应用保障和技术支持，下游客户主要为国内云服务器龙头企业及大型 ODM 企业，目前已广泛应用于云计算、手机、车载产品、智能穿戴、物联网等领域。

图 14: 半导体产业链结构



数据来源：公开信息整理，东吴证券研究所

公司与多家头部原厂合作稳定，代理优势显著。公司经过多年发展，取得 SK 海力士、MTK、寒武纪等多领域龙头厂商的授权代理权，其中 SK 海力士在 DRAM 领域份额常年排在世界前三，HBM 份额自 2013 年 HBM1 诞生起位列世界第一，2023 年 HBM 销售额超越自身 2022 年的 5 倍，拥有超高增长潜力。SK 海力士目前在中国大陆有 6 大分销商，公司拥有海力士全产品线代理权。在行业权威媒体颁布的 2023 年度的“电子元器件分销商营收排名”中，公司以 15.99 亿美元的年营收名列全球第 24 名。

图15: 2023 全球电子元器件分销商排名

名次	企业	总部所在地	2023 营收 (单位: 亿)		2023YoY%
			初始营收	换算美元	
1	艾睿电子 Arrow Electronics	美国 科罗拉多	USD 331.07	\$331.07	-10.82%
2	安富利 ¹ Avnet	美国 亚利桑那	USD 256.11	\$256.11	-2.73%
3	大联大 WPG Holdings	中国台湾	TWD 6,718.88	\$216.00	-13.33%
4	文晔科技 WI Microelectronics	中国台湾	TWD 5,945.19	\$191.13	4.08%
5	Macnica Holdings ²	日本神奈川	JPY 10,287.18	\$13.51	-0.05%
6	中电港 CECport	中国广东	CNY 345.04	\$48.96	-20.32%
7	至上电子 ³ Supreme Electronics	中国台湾	TWD 1,521.45	\$48.91	-12.60%
8	RS Group plc ²	英国伦敦	GBP 29.31	\$36.57	-1.71%
9	Restar Holdings ⁷	日本东京	JPY 5,000.00	\$35.73	2.60%
10	益登科技 EDOM Technology	中国台湾	TWD 1,071.95	\$34.46	-9.70%
11	深圳华强实业 Shenzhen Huaqiang Industry	中国广东	CNY 205.94	\$29.23	-13.98%
12	时捷集团 S.A.S.Dragon	中国香港	HKD 223.71	\$28.58	-10.40%
13	兼松株式会社 ¹⁰ Kanematsu Corporation	日本东京	JPY 3,285.82	\$23.48	16.31%
14	泰科源 Techtronics	中国北京	USD 23.00	\$23.00	-11.17%
15	威健实业 Weikeng Group	中国台湾	TWD 708.92	\$22.79	0.87%
16	孚昇电子 Fusion Worldwide	美国 马萨诸塞	USD 22.00	\$22.00	-26.67%
17	NewPower Worldwide	美国 新罕布什尔	USD 21.72	\$21.72	1.50%
18	Ryosan ²	日本东京	JPY 2,700.00	\$19.29	-17.09%
19	Smith	美国德州	USD 19.00	\$19.00	-60.42%
20	全科科技 Alltek Technology	中国台湾	TWD 560.19	\$18.01	-7.30%
21	丸文株式会社 ² Marubun Corporation	日本东京	JPY 2,364.90	\$16.90	4.56%
22	准时信 Wisewheel Electronics	中国广东	CNY 117.00	\$16.60	3.54%
23	三达 SaMT	韩国首尔	KRW 21,450.68	\$16.48	-15.69%
24	香农芯创 Shannon Semi	中国安徽	CNY 112.68	\$15.99	-18.19%
25	新雷电子 Sunray Electronics	中国广东	CNY 98.60	\$13.99	6.48%
26	儒卓力 Rutronik	德国 伊斯普林根	EUR 12.43	\$13.48	-2.89%
27	硬蛋创新 Ingdan	中国广东	CNY 88.63	\$12.58	-7.05%
28	增你强 ¹ Zenitron	中国台湾	TWD 325.74	\$10.47	-18.61%
29	悉诺信 Sinox Electronics	中国广东	CNY 67.42	\$9.57	29.90%
30	丰艺电子 Promate Electronic	中国台湾	TWD 295.16	\$9.49	5.14%

数据来源: 国际电子商情, 东吴证券研究所

IC 半导体市场规模稳中有升, 公司作为分销商有望获益。IC 半导体行业发展与公司经营密切相关, 伴随下游需求回暖、下游应用领域智能化程度加深, 叠加供应链产能紧张, IC 半导体行业恢复增长趋势, 根据 WSTS 统计, 2023 年全球 IC 半导体市场规模将回升至 5269 亿美元。此外, 中国为全球最大半导体销售市场, 2019-2023 年间中国/全球半导体销售额以 3%/7% 的 CAGR 增长至 1376/5350 亿美元, 公司作为国内本土分销商, 伴随未来中国半导体产业进一步发展, 有望从中深度受益。

图16: 全球 IC 半导体市场规模(亿美元)



数据来源: WSTS, 东吴证券研究所

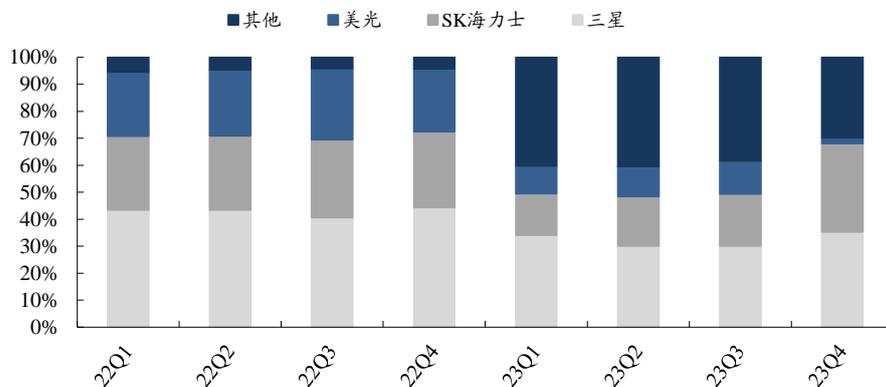
图17: 全球各地区半导体销售额 (亿美元)



数据来源: SIA, 东吴证券研究所

分销业务受贸易摩擦影响可能性小, 国产替代趋势叠加美光退出或将成为新增长点。子公司联合创泰授权代理产品主要来自韩国公司和中国台湾公司, 不包含美系产品的授权代理线, 通常情况下, 中美之间贸易摩擦不会直接影响联合创泰供应商对其供货; 相反, 美光退出大陆市场, 2022 年美光在大陆市场营收在 30 亿美金左右, 在原有客户增加三星、SK 海力士等头部 DRAM 原厂采购的逻辑下, 公司有望替代部分美光份额, 业绩迎来新一轮增长。另外,《国家十四五规划》中提到 2025 年国产芯片自给率应达 70%, 国产替代一直在提速, 公司将拥有新的分销业务增长点。

图18: 全球 DRAM 市场竞争格局



数据来源: Trendforce, 闪存市场, 东吴证券研究所

2.2. 需求端“AI+算力”兴起, HBM 供应紧俏

需求端“AI+算力”兴起, HBM 需求量大。HBM 内存使用 3D 堆叠布局, 多层 DRAM 垂直堆叠在一起。与传统 DRAM 相比, HBM 具备高带宽、大容量、低延时与低功耗等优势, 可以加快 AI 数据处理速度, 更适用于 AI 服务器等高性能计算场景。HBM3e 相比于 HBM3, 带宽提升至

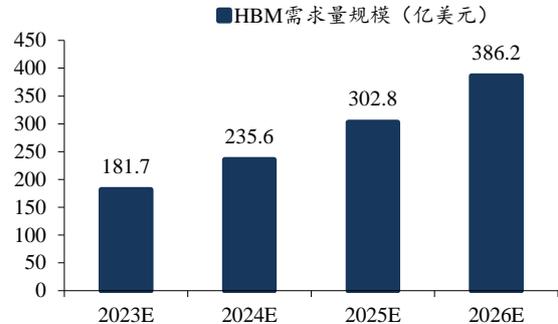
1TB/s，内存容量从 16GB 进化到了 24/36GB，I/O 速率提升 1.6Gbps。
TrendForce 研究报告，2023 年 AI 服务器出货量近 120 万台，年增 38.4%，
2022-2026 年 AI 服务器出货量 CAGR 为 29%。我们预测，2026 年全球
HBM 需求量规模将达到 386.2 亿美元，需求侧市场前景十分广阔。

图19: 全球 AI 服务器出货量预测



数据来源: TrendForce, 东吴证券研究所

图20: 全球 HBM 需求量规模



数据来源: TrendForce, 东吴证券研究所

HBM 应用领域拓展潜力大，未来有望向汽车、VR、AR 方向发力。伴随汽车行业智能化、电动化、网联化进程加速，汽车中摄像头对处理数据速率提出极大要求，HBM 相较传统存储芯片具备很大优势，美国芯片和半导体 IP 供应商 Rambus 的高管提出 HBM 绝对会进入汽车应用领域；此外，VR 和 AR 系统需要应用高分辨率的显示器，需要超强带宽以在 GPU 和内存间传输数据，HBM 具备天然优势。

表4: HBM 的高带宽在传输数据方面具有天然优势

GPU 型号	内存技术	储存速率	内存总线	带宽	发布日期	价格
NVIDIA Titan XP	GDDR5X	11.4Gbps	384-bit	547 GB/s	2017	¥9699
AMD RX Vega 64	HBM2	1.9Gbps	2048-bit	483 GB/s	2017	¥7298
NVIDIA Titan V	HBM2	1.7Gbps	3072-bit	652 GB/s	2017	¥24999
NVIDIA Titan V100	HBM2	1.7Gbps	4096-bit	901 GB/s	2017	¥38888
NVIDIA RTX 2080 Ti	GDDR6	14.0Gbps	384-bit	672 GB/s	2018	¥9999
AMD Instinct MI100	HBM2	2.4Gbps	4096-bit	1229 GB/s	2020	¥53411
NVIDIA A100 80GB	HBM2E	3.2Gbps	5120-bit	2039 GB/s	2020	¥86999
NVIDIA RTX 3090	GDDR6X	19.5Gbps	384-bit	936 GB/s	2020	¥11999
AMD Instinct MI200	HBM2E	3.2Gbps	8192-bit	3200 GB/s	2021	无报价
NVIDIA RTX 3090 Ti	GDDR6X	21.0Gbps	384-bit	1008 GB/s	2022	¥14999
AMD Instinct MI300	HBM3	满血 6.4Gbps	8192-bit	>5000 GB/s	2023	约 10.8 万元
NVIDIA H100	HBM3	满血 6.4Gbps	8192-bit	>5000 GB/s	2023	约 24 万元

数据来源: 智能计算芯世界, 中关村在线, 快科技, 东吴证券研究所

HBM 供应市场紧俏，价格持续高涨。根据 Trendforce 的数据，2024 年，整体 DRAM 产业计划生产 HBM TSV 的产能约为 250K/m，供给量年增长率达 260%。HBM 生产周期较 DDR5 更长，从投片到封装完成需要至少半年，因此客户提前提交订单。海力士

CEO 表示 2025 年 HBM 已全部售罄。另外,2024 年第二季度已开始针对 2025 年的 HBM 进行议价, 供应商已初步调涨 5%-10%。HBM 产品具有稀缺性。

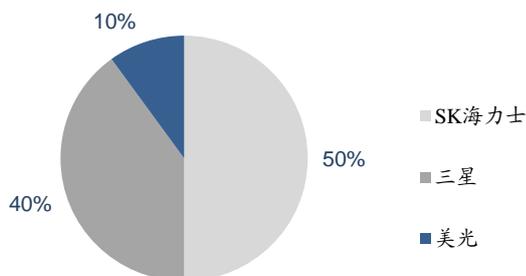
表5: 2022-2024 年 HBM 占 DRAM 产业产值比重预估 (单位: 百万美元)

	2022	2023	2024(E)
HBM 营收占比	2.6%	8.4%	20.1%
DRAM 产业营收	80,087	51,863	84,150

数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

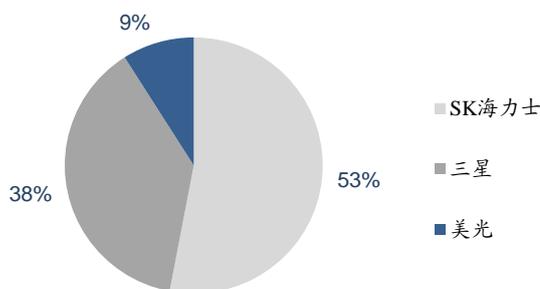
授权厂商技术全球领先,公司拥有海力士全线产品代理资质。HBM 市场高度集中,海力士占据先发优势,产品性能更强,目前已量产新一代 HBM3E 芯片。据 Trendforce 数据,2022 年海力士在 HBM 市占率达 50%,2023 年超 50%,在 HBM 领域领跑行业。香农芯创下属子公司联合创泰作为海力士中国区代理商之一,拥有海力士全线产品代理资质。

图21: 2022 年全球 HBM 市场竞争格局



数据来源: TrendForce, 东吴证券研究所

图22: 2023 年全球 HBM 市场竞争格局

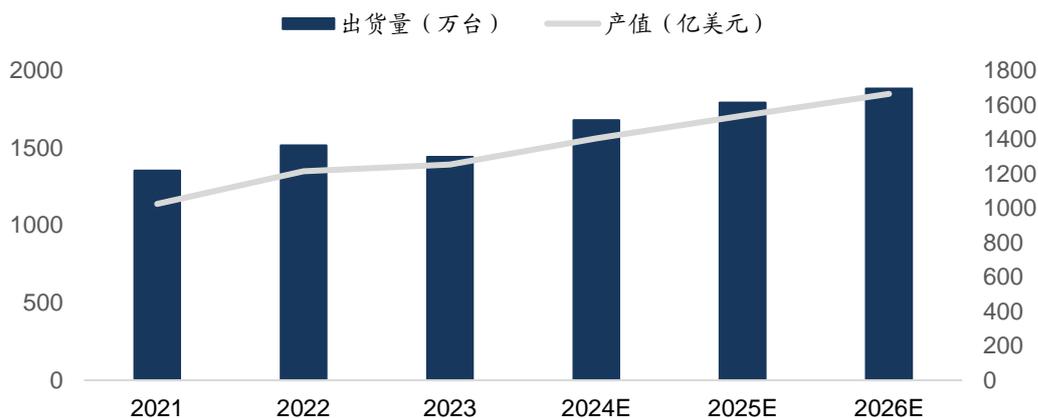


数据来源: TrendForce, 东吴证券研究所

2.3. 下游多领域需求旺盛, 公司业务成长空间大

AI 带动服务器出货量提升, 对应存储产品空间大。香农下游的客户主要系阿里巴巴、字节跳动等互联网云服务商。随着云计算和人工智能的快速发展, 服务器市场将持续增长, 2023 年全球服务器出货量超 1443 万台, 预计 2025 年全球出货量将达到 1792.7 万台。传统服务器通常配备 4 个 CPU+相应内存和硬盘, 预计相关存储产品占服务器价值量可达到 20%, 因此测算 2025 年服务器存储产品市场空间为 2214.17 亿元。

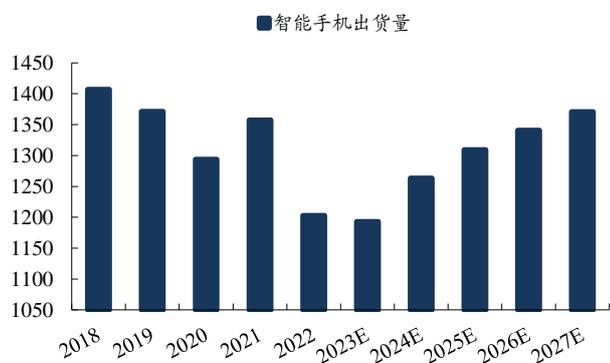
图23: 全球服务器出货量以及产值



数据来源: IDC, Trendforce, 东吴证券研究所

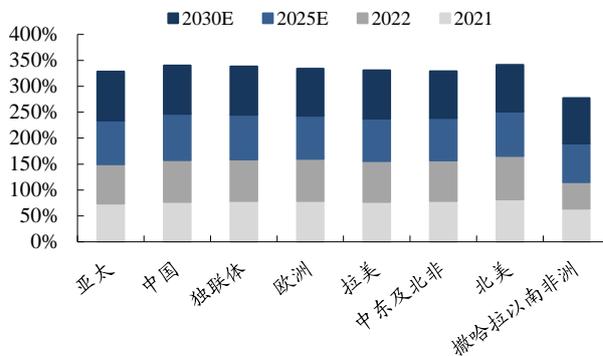
智能手机出货迎来逆转, 有望带动公司分销。 IDC 预测至 2027 年全球智能手机出货量将回升至 13.7 亿部。此外, 全球智能手机渗透率仍存在上行空间, 2022 年大部分发达地区智能手机渗透率在 80% 左右, 伴随未来互联网进一步普及、通信建设持续铺开, 智能手机渗透率仍存在上行空间, GSMA 预测至 2025/2030 年全球大部分地区智能手机渗透率将提高至 85%/90% 左右。电子元器件为智能手机重要组成部分, 下游需求的旺盛有望持续推动公司创收。

图24: 全球智能手机出货量 (百万部)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

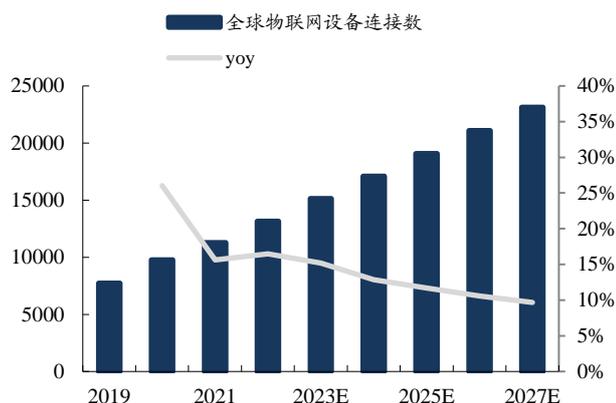
图25: 全球智能手机渗透率



数据来源: GSMA, 东吴证券研究所

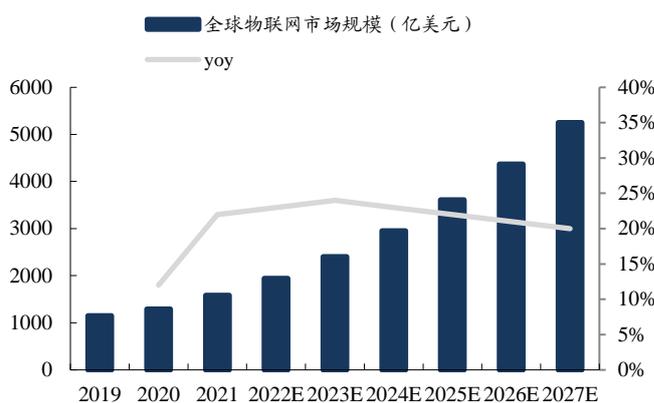
IoT 下游应用领域拓宽, 物联网设备连接数持续攀升。 得益于 Wi-Fi 协议与 AI 技术的快速发展, AIoT 的应用范围不断拓宽, 从传统的智能家居、消费电子扩展到工业控制、自动驾驶、AR 等领域; 据 Transforma Insights 预测, 全球物联网设备连接数将以 14.7% 的 CAGR 从 2019 年的 77.4 亿台增长至 2027 年的 231.4 亿台; IoT Analysis 预测, 2027 年全球物联网市场规模将增至 5250 亿美元。物联网技术的快速发展叠加中国光纤宽带用户规模快速上升, 使得下游终端需求量的持续增长, 也为终端电子元器件产品带来了广阔的需求空间。

图26: 全球物联网设备连接数(百万台)



数据来源: Transforma Insights, 东吴证券研究所

图27: 全球物联网行业收入(亿美元)



数据来源: IoT analysis, 东吴证券研究所

智能可穿戴设备小型化需求不断增加。作为存储产品小型化应用的代表之一,智能可穿戴设备品类众多、应用领域不断扩展,如AR/VR/MR、无线耳机、智能手表、智能服装等。其需求量也涨势明显,根据Mordor Intelligence预测,全球智能可穿戴设备市场规模2023-2028年CAGR可达到19.48%;根据IDC中国,23年三季度中国可穿戴设备市场同比增长7.5%,全球同比增长2.6%,处于稳定复苏状态。

图28: 智能可穿戴设备主要应用领域



数据来源: 东吴证券研究所

汽车存储释放暖意,智能化带动高性能芯片需求。我国汽车行业智能化、电动化、网联化整体进程较快,汽车存储芯片有望成为汽车电子行业成长最快的细分赛道之一。目前车载市场中主要的存储应用包括DRAM(DDR、LPDDR)、和NAND(eMMC和UFS),L4、L5等高级别自动驾驶的高精度地图、数据、算法等都需要大容量存储支持。下游汽车领域智能化带来对芯片需求,提升公司分销业务的成长空间。

表6: 智能座舱和驾驶辅助系统中的 NAND

		L2	L3	L4	L5
智能座舱	容量	64-128GB	128-512GB	256-512GB	512GB-1TB
	类型	eMMC	eMMC/UFS	UFS	UFS
ADAS/自动驾驶	容量	8-64GB	128-256GB	512GB-1TB	1-2TB
	类型	eMMC	eMMC/UFS2	UFS3.0/PCIe	PCIe SSD

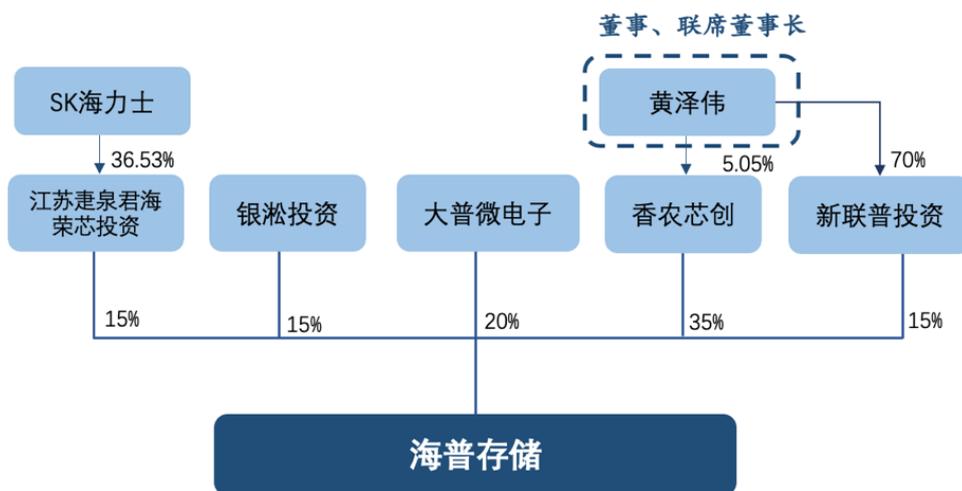
数据来源: 芯查查, 东吴证券研究所

3. “AI+国产化”双重共振，企业级 SSD 打造第二成长曲线

3.1. 整合产业资源，产业链各环节采用顶级配置

香农芯创联合合作伙伴建立海普存储，专攻企业级存储设计及制造业务。根据香农芯创 2023 年 5 月 26 日公告，公司与大普微电子等合作方共同发起设立深圳市海普存储科技有限公司，公司出资 3500 万元，占注册资本 35%。海普存储将作为香农芯创的控股子公司开展企业级存储产品的设计、生产和销售一体化业务。其他出资方包括大普微电子、江苏惠泉君海荣芯、银淞投资、新联普投资。2023 年，公司完成企业级固态硬盘样品的生产，并且进行客户验证。2024 年 3 月以来，公司 DDR4/DDR5 RDIMM 也已进入用户认证阶段。

图29：海普存储股权结构图（截止 2023 年 5 月）

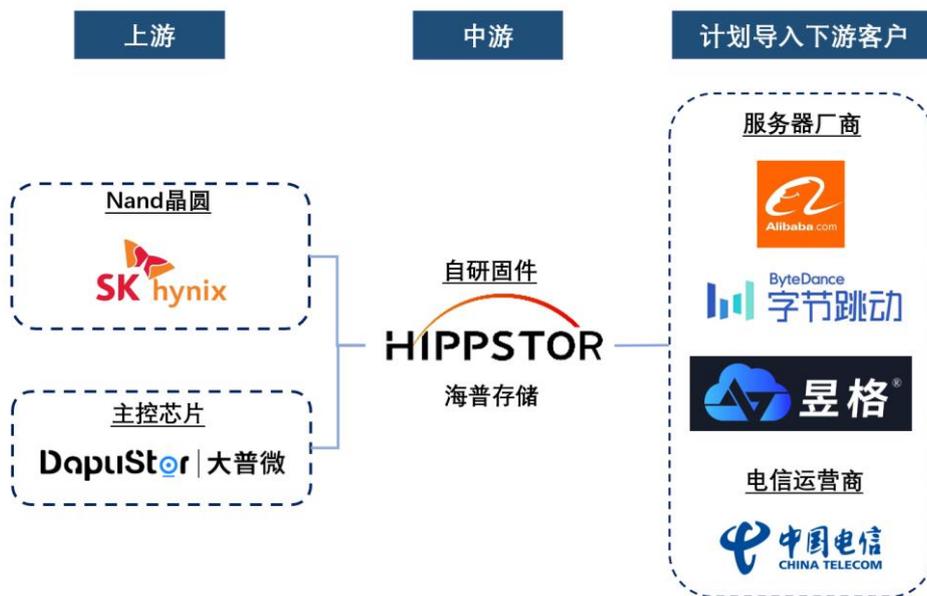


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上游环节采用顶级配置，产业链布局完整优势明显。固态硬盘 SSD 是一种高速的大容量存储设备，核心零部件为 NAND 存储晶圆颗粒以及主控芯片，晶圆的品质决定了 SSD 的读写速度，固态硬盘的使用寿命则取决于主控芯片的品质。海普存储的主控芯片由大普微电子提供，拥有自主研发的 PCIe 4.0 国产企业级主控芯片，已广泛应用于国内外主流服务器、运营商、互联网数据中心市场，产品经验丰富。稳定的供应链以及各环节顶级配置能够为海普存储的企业级存储产品品质带来极强的竞争优势。

下游重点目标客户为互联网行业客户，应用场景广泛。重点覆盖党政、金融、电信等行业，广泛适用于企业 IT、运营商、互联网、金融、智能制造、AI、大数据分析、高性能计算和云服务等行业的核心存储场景。与公司分销业务的现有下游客户重合度高，更容易获得客户认证。立足于现有互联网一线客户，公司计划打入政府单位供应链，公司战略布局完善。

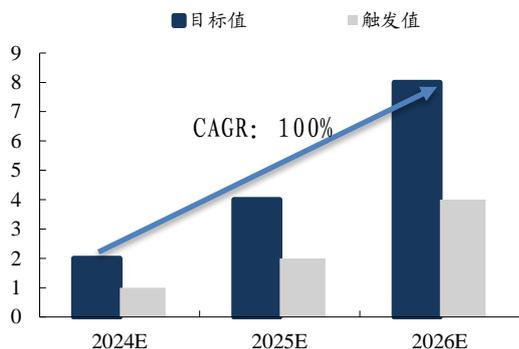
图30: 香农芯创企业级 SSD 供应链



数据来源: 公司公告, 海普存储微信公众号, 东吴证券研究所

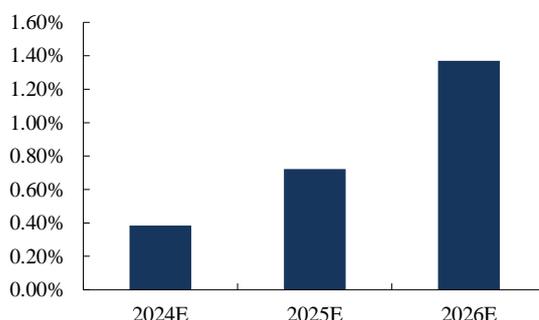
企业级存储业务未来可期, 股权激励计划显信心。公司已完成研发并送样下游客户进行产品验证, 2023 年首次出货, 报告期内已创收 13.9 万元, 期待企业级 SSD 产品持续为公司业绩做出贡献。2023 年, 公司存储产品业务实现从 0 到 1 的突破, 预计未来几年内, 云计算与互联网企业仍将是国内企业级固态硬盘的支出主力量。对于企业级 SSD 以及内存条板块业务公司设定股权激励的考核目标在 2024/2025/2026 年营业收入目标值分别为 2/4/8 亿元, 基于股权激励考核目标可推定公司目标 CAGR 为 100%。预计在 2024/2025/2026 年可占中国企业级存储市场 0.38%/0.72%/1.37% 市场份额。

图31: 香农芯创企业级存储业务 2024 股权激励目标值



数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

图32: 2024E-2026E 海普存储市场份额占比

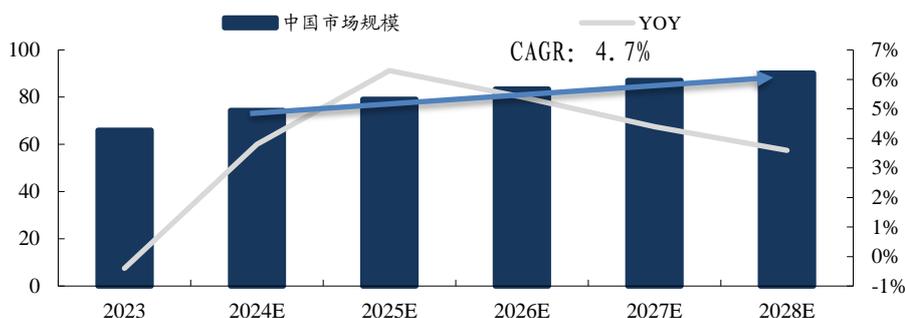


数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

3.2. 中国企业级存储市场规模持续扩大, AI 服务器需求驱动出货量增长

国内企业级 SSD 需求快速增长，市场规模持续扩大。我国数据总量快速增长，叠加 AICG 应用的兴起，对存储产品的容量、性能以及数据存储能力提出更高要求。据 IDC 数据，2023 年中国企业级存储市场规模达到 66 亿美元，同比下降 0.6%。尽管市场规模小幅下降，中国企业级存储市场份额在全球份额占比首次突破 20%，达到 20.8%，稳居全球第二。并且预计在 2028 年达到 90.2 亿美元，2024-2028 年 CAGR 为 4.7%。

图33：2019-2026 年中国企业级存储市场规模（亿美元）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

企业级 SSD 价格进入上行周期，驱动市场规模增长。根据 Trendforce 数据，2024 年初由于 AI 需求旺盛以及大型数据中心建设需求，企业级 SSD 供不应求，企业级 SSD 合约价格在 2024 年第一季度同比上升 23-28%。同时，Trendforce 预计在第二季度价格上涨幅度保持 20~25% 区间，从第三季度开始供需恢复平稳，涨幅略微缩窄至 5~10% 区间，并预计在第四季度保持平稳不变。企业级 SSD 需求爆发叠加价格进入上行周期，我们看好公司产品实现量价齐升。

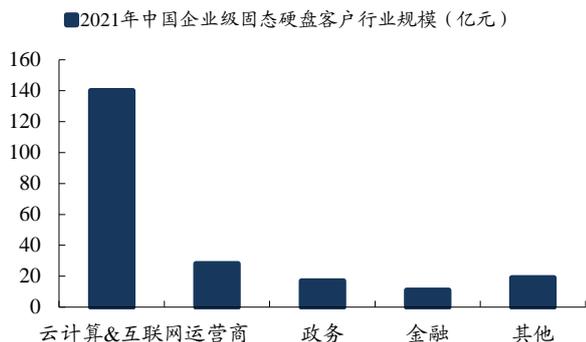
表7：2024Q1-2024Q4 企业级 SSD 价格涨跌幅预测

1Q24	2Q24E	3Q24F	4Q24
涨幅 23-28%	涨幅 20-25%	涨幅 5-10%	保持平稳

数据来源：Trendforce，东吴证券研究所

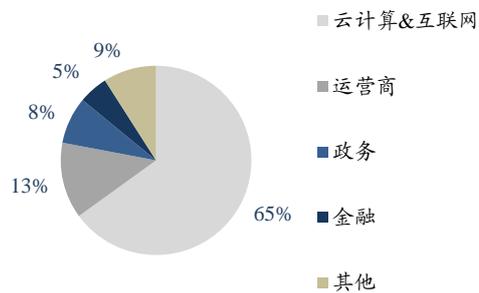
企业级 SSD 需求主要来自互联网客户，国产替代进程持续利好公司业务开拓。在全球数字化经济发展的时代背景下，企业对高速访问数据存储，尤其是云端存储的需求增长，带动企业级 SSD 需求的快速增长。应用场景包括互联网、云服务、金融、电信等。根据艾瑞咨询数据，2021 年云计算和互联网企业仍是我国企业级固态硬盘产品的主要下游客户，占总市场规模的份额约为 65%，电信运营商需求占 13% 的市场份额，政务服务需求占 8%。随着中国存储产品技术进步和成熟提升，通过成本效益在企业级存储市场更多替代国外厂商份额。

图34: 2021年中国企业级固态硬盘客户行业结构



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图35: 2021年中国企业级固态硬盘客户行业结构占比



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

AI服务器对企业级SSD的性能要求更高,驱动企业级SSD出货量。根据 Trendforce 数据显示目前普通服务器与 AI 服务器对企业级 SSD 容量需求在 4.1TB, 未来在 AI 模型逐渐复杂化的趋势下, 容量需求将达到 8TB。同时, AI 服务器追求的速度比普通服务器更高, 并且要求优先满足 DRAM 或 HBM 需求, 所以在传输接口上, 则会为了高速运算的需求而优先采用 PCIe 5.0。公司开发基于国产主控的 PCIe 标准的企业级 SSD 产品出货量将受益于行业发展趋势。

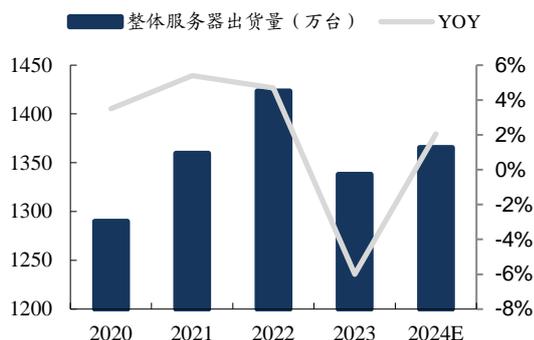
表8: 一般服务器与 AI 服务器容量差异

	普通服务器	AI 服务器	未来 AI 服务器
服务器 DRAM 需求	500-600GB	1.2-1.7TB	2.2-2.7TB
服务器 SSD 需求	4.1TB	4.1TB	8TB
服务器 HBM 需求	-	320-640GB	512-1024GB

数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

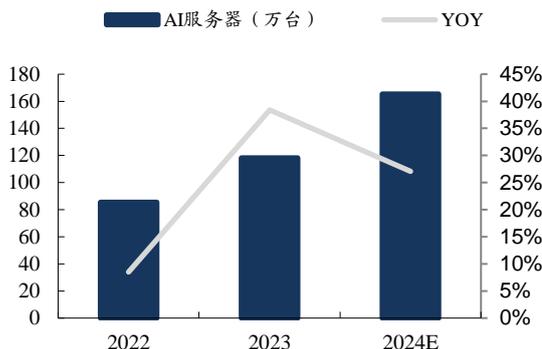
受 AI 服务器带动存储产品需求提升, 驱动企业级 SSD 出货量。Trendforce 数据显示全球服务器出货量在 2023 年受终端需求萎靡, 经济下行周期影响, 出货量为 1338 万台, 同比下滑 6%。2024 年恢复增长, 预计出货量达 1365 万台, 同比增长 2.05%。AI 服务器方面受互联网厂商如微软、Meta、百度与字节跳动等厂商相继推出生成式 AI 衍生品拉动, 2023 年出货量达 118 万台, 同比增长 38.4%。并且预计将在 2024-2026 年期间 AI 服务器出货量将保持增长, 2024 年预计出货量达到 165 万台, 预计在 2026 年达到 237 万台, CAGR 达到 20%。

图36: 2020-2024E 普通服务器出货量 (万台)



数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

图37: 2022-2024E AI 服务器出货量 (万台)

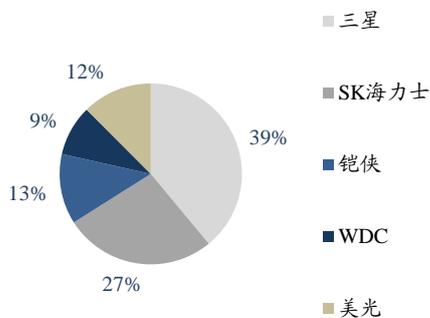


数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

3.3. 企业级存储国产化进程加快, 公司乘风而上

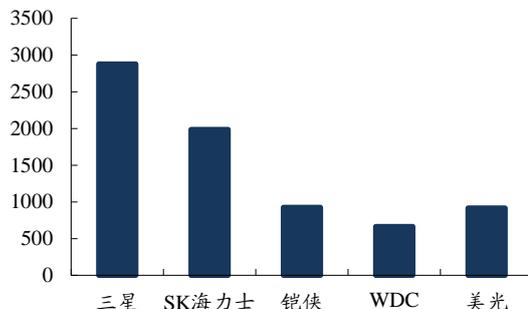
存储行业供需关系趋向均衡, 2023 年第四季度各厂商收入创新高。全球范围内, 三星与海力士合计占据过半市场份额, 国际竞争者还包括铠侠、西部数据与美光。根据 Trendforce 数据, 在企业级 SSD 收入方面, 三星稳占第一位, 2023 年全年收入达 28.8 亿美元。海力士收入达 19.9 亿美元, 占第二位。受终端需求影响各厂商在第二、三季度收入出现明显的收入下滑, 在第四季度受 AI 需求以及北美互联网企业建设数据中心的需求拉动, 超越 2023 年第一季度收入水平。

图38: 2023 年全球企业级 SSD 竞争格局 (收入口径)



数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

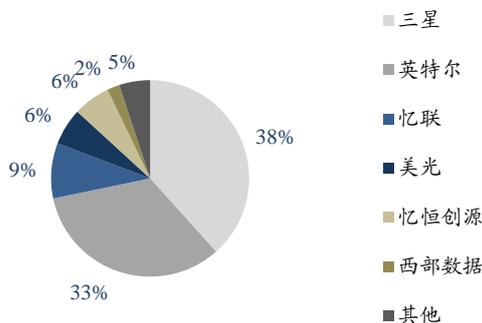
图39: 2023 年企业级 SSD 前五厂商收入 (百万美元)



数据来源: Trendforce, 东吴证券研究所

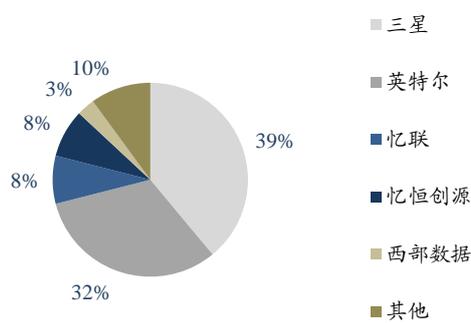
企业级 SSD 市场由国外厂商垄断, 政策优势驱使国产替代进程加速。中国企业级 SSD 市场方面, 根据 IDC 数据, 2021 年市场规模增长 16.2%, 达到 32.8 亿美元, 约占全球市场的 16.9%。三星与英特尔为龙头, 合计占有市场份额超过 70%。2021 年末海力士完成对英特尔存储业务的收购, 国产替代空间广阔。国产品牌中, 亿联科技与忆恒创源处于较为领先的位置, 分别排名第三/第四, 市场份额为 9%/6%, 为海普存储的主要竞争对手。由于近年来地缘政治风险提升, 使用国产主控芯片可以减少对外国技术的依赖, 增强数据的安全性和对产品的自主控制能力。在政策优势下, 公司有望顶替海外厂商的市场份额。

图40: 2021 中国企业级 SSD 市场竞争格局 (收入口径)



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图41: 2021 中国企业级 PCIe SSD 市场竞争格局 (收入口径)



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

受美国芯片禁令影响, 存算产业链国产替代进程加速。2024 年 4 月, 美国商务部终止英特尔、高通及一些公司向华为公司出口芯片的许可证, 加速了中国半导体产业自主化的必要性。国内以三大运营商为首有序推进服务器、整机硬件的国产替换。此外, 互联网厂商中, 腾讯云已开发出全国产化的智能计算中心解决方案, 实现了从前端应用到后端数据存储的完整国产链。The information 报道指出, 2024 年初以来, 国内监管机构要求字节跳动、腾讯、阿里巴巴和百度等互联网大厂减少购买外国制造的 AI 芯片, 增加国产芯片的采购比重, 从而加速整个国产化进程。

图42: 腾讯云全栈国产化布局



数据来源: 极客公园, 东吴证券研究所

核心环节采用顶级配置, 产品性能优异获客户认证。根据官方提供的信息, HippStor HP600 系列基于国产主控和自研固件, 搭载 176 层 4 Plane eTLC NAND, 大普微电子提供的 DP600 主控芯片, 8 个内核提供强劲性能, 在现有国产企业级 SSD 产品中处于领

先地位。2024年4月，海普存储的 HippStor HP600 系列已完成中国电信的产品测试，产品功能及性能情况良好。

表9：中国企业级 SSD 产品对比

企业	产品名称	NAND 颗粒	性能	顺序读写性能	随机读写性能
海普存储	HippStor HP600 系列	176 层 4 Plance eTLC NAND	支持 PCIe4.0、NVMe 1.4a；容量覆盖 3.2T/3.84T/6.4T /7.68T	7100MB/s	340K/650K IOPS
忆联	UH811a	3D TLC	PCIe 4.0、NVMe1.4，容量覆盖 1.92-7.68TB	7100/4500 MB/s	1700K/450K IOPS
	UH831a	3D TLC	PCIe 4.0、NVMe1.4；容量覆盖 1.6-6.4TB		
忆恒创源	Pblaze6 系列	长江存储晶栈 Xtacking® NAND	PCIe 4.0、NVMe1.4；容量覆盖 1.6-7.68TB	128K/6.8/5.8 GB/s	4K/1100K IOPS
江波龙	Longsys ORCA 4836	128 层 3D eTLC NAND	支持 PCIe 4.0；容量覆盖 1.92-7.68TB	6400MB/s-6800MB/s	130K-380K IOPS
	Longsys UNCIA 3836	128 层 3D eTLC Nand Flash	SATA 接口；容量覆盖 480GB-3.84TB	560MB/s / 520MB/s	95K/73K IOPS

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

表10: 分业务盈利预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电子元器件分销业务					
销售收入	13,485.8	10,954.9	15,336.8	18,404.2	20,244.6
增长率	0%	-19%	40%	20%	10%
毛利率	4%	6%	6%	6%	6%
电子元器件制造业务					
销售收入	0.0	0.1	200.0	440.0	880.0
增长率	0%	0%	0%	120%	100%
毛利率	0%	9%	10%	15%	20%
产品销售					
销售收入	277.1	299.3	323.2	352.3	387.5
增长率	-10%	8%	8%	9%	10%
毛利率	30%	25%	20%	18%	15%
其他业务					
销售收入	9.3	13.4	19.2	27.9	40.7
增长率	-39%	44%	44%	45%	46%
毛利率	46%	27%	27%	27%	27%
合计	13,772.3	11,267.7	15,879.2	19,224.4	21,552.8
增长率	50%	-18%	41%	21%	12%
综合毛利率	4%	6%	6%	6%	6%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

电子元器件分销业务: 香农芯创是 SK 海力士在国内最大的存储代理商, 公司覆盖阿里巴巴、腾讯、字节、百度、紫光等核心客户。全资子公司联合创泰积累了众多优质的原厂授权资质, 目前已具备数据存储器、主控芯片、集成电路、模组、DAC 线缆等电子元器件产品提供能力。公司 2023 年电子元器件分销业务营收为 109.6 亿元, 因此我们预测, 公司电子元器件分销业务 24-26 年营收分别为 153.4/184.0/202.4 亿元, 毛利率预计为 6%。

电子元器件制造业务: 公司联合大普微电子等合作方, 设立控股子公司深圳海普发力企业级存储, 开启第二成长曲线, 合作方实力强劲, 供应稳定, 相对国内厂商更具优势。搭载来自大普微电子的国产主控芯片和自研固件的企业级 SSD 和存储模组 (DD4/DDR5 RDIMM) 产品。因此我们预测, 公司企业级存储 24-26 年营收分别为 2/4.4/8.8 亿元, 毛利率预计为 10%/15%/20%。

产品销售业务: 公司成立之初的主营业务为洗衣机减速离合器和机器人减速器业务的研发、生产、销售业务, 配套海尔、美的以及海信等洗衣机整机厂商。公司深耕此领域多年, 技术积累深厚, 产业链资源丰富, 规模优势明显。因此我们预测, 公司产品销

售业务 24-26 年营收分别为 3.2/3.5/3.9 亿元，毛利率预计分别为 20%/18%/15%。

其他业务：我们预计公司其他业务 24-26 年营收分别为 0.2/0.3/0.4 亿元，毛利率预计为 27%。

考虑公司新增股权激励计划、开展企业级存储新业务，预计 24-26 年销售费用率为 0.4%/0.4%/0.5%，管理费用率为 1.6%/1.0%/0.9%，研发费用率为 0.2%/0.2%/0.2%。

4.2. 投资建议

我们看好公司在企业级 SSD 以及存储器分销领域的布局，公司是海力士国内最大企业级存储产品代理商，同时设立海普存储，积极开拓企业级存储市场，打造第二成长曲线，公司成长动力充足。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.8/6.7/8.5 亿元，可比公司江波龙（国内企业级 SSD 新兴企业）、佰维存储（主营 SSD 固态硬盘、嵌入式存储芯片、SIP 模块以及半导体封装测试业务）、德明利（业务涵盖存储模组产品的销售以及闪存主控芯片的设计研发，产品线覆盖移动存储、固态硬盘和嵌入式存储等多种闪存产品）、协创数据（公司提供包括数据存储、数据管理、大数据分析、云服务和解决方案开发等全方位服务）。24-26 年行业 PE 均值为 25X/22X/18X，公司当前市值对应 PE 分别 33X/24X/19X，首次覆盖给予“买入”评级。

表11：公司与可比公司估值（截至 2024 年 5 月 31 日）

公司代码	名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
001309.SZ	德明利	122.7	6.9	6.3	7.7	17.8	19.6	16.0
301308.SZ	江波龙	358.3	11.9	13.5	17.3	30.2	26.5	20.7
688525.SH	佰维存储	207.1	7.2	8.6	10.2	28.8	24.1	20.3
300857.SZ	协创数据	136.2	5.8	7.4	10.1	23.5	18.4	13.5
	均值					25.1	22.2	17.6
300475.SZ	香农芯创	158.1	4.8	6.7	8.5	32.7	23.5	18.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：德明利、江波龙、协创数据均来自 wind 一致预测，佰维存储来自东吴电子预测。

5. 风险提示

- 1) 存储器价格恢复不及预期风险：**公司分销业务的核心产品为存储器，该产品占分销业务收入的比重超过 70%，如果存储供需错配情况持续，存储价格反弹时间将持续往后延进而影响公司营业收入水平。
- 2) 合作方依赖风险：**海力士为公司第一大供应商，如果因某些原因导致不再合作，对公司生产经营可能有重大影响。
- 3) 企业级存储景气度不及预期风险：**受市场疲弱影响，企业级存储需求回暖趋势可能低于预期，致使企业级存储营收不及预期。

香农芯创三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,905	3,353	4,458	5,102	营业总收入	11,268	15,879	19,224	21,553
货币资金及交易性金融资产	463	408	1,224	1,953	营业成本(含金融类)	10,614	14,946	18,075	20,194
经营性应收款项	964	1,003	1,542	1,343	税金及附加	3	5	6	7
存货	1,436	1,885	1,629	1,736	销售费用	36	70	85	96
合同资产	0	0	0	0	管理费用	77	253	200	187
其他流动资产	42	56	62	70	研发费用	11	26	34	40
非流动资产	1,640	1,632	1,624	1,616	财务费用	144	13	16	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	8	7	7
固定资产及使用权资产	83	75	67	59	投资净收益	1	29	25	25
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	94	0	0	0
无形资产	13	13	13	13	减值损失	(13)	0	0	0
商誉	1,090	1,090	1,090	1,090	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	470	604	840	1,068
其他非流动资产	449	449	449	449	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	4,545	4,985	6,081	6,718	利润总额	470	604	840	1,068
流动负债	1,266	1,221	1,646	1,429	减:所得税	94	121	168	214
短期借款及一年内到期的非流动负债	640	640	640	640	净利润	375	483	672	854
经营性应付款项	478	269	634	375	减:少数股东损益	(2)	0	0	0
合同负债	79	149	181	202	归属母公司净利润	378	483	672	854
其他流动负债	70	163	192	212	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.83	1.06	1.47	1.87
非流动负债	609	609	609	609	EBIT	518	587	830	1,035
长期借款	549	549	549	549	EBITDA	533	597	840	1,044
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	5.80	5.88	5.98	6.30
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	3.35	3.04	3.50	3.96
其他非流动负债	55	55	55	55	收入增长率(%)	(18.19)	40.93	21.07	12.11
负债合计	1,875	1,830	2,255	2,038	归母净利润增长率(%)	20.29	28.00	39.02	27.11
归属母公司股东权益	2,628	3,111	3,783	4,637					
少数股东权益	43	43	43	43					
所有者权益合计	2,671	3,154	3,826	4,680					
负债和股东权益	4,545	4,985	6,081	6,718					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	712	(57)	818	730	每股净资产(元)	5.74	6.80	8.27	10.13
投资活动现金流	(54)	(21)	(25)	(25)	最新发行在外股份(百万股)	458	458	458	458
筹资活动现金流	(314)	(27)	(27)	(27)	ROIC(%)	10.99	11.44	14.18	15.20
现金净增加额	308	(105)	766	679	ROE-摊薄(%)	14.37	15.54	17.76	18.42
折旧和摊销	16	9	9	9	资产负债率(%)	41.24	36.72	37.08	30.33
资本开支	(7)	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.86	32.70	23.52	18.51
营运资本变动	195	(547)	136	(134)	P/B(现价)	6.02	5.08	4.18	3.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>