

香农芯创 (300475)

公司深度报告：深度绑定原厂资源，构建“分销+产品”一体两翼新格局

报告摘要

◆ 电子元器件分销+自研企业级 SSD，构建一体两翼战略格局。

公司成立于 1998 年，2015 年在深交所创业板挂牌上市，上市时主营业务为新型、高效节能洗衣机减速离合器研发、生产、销售。2021 年，公司完成了对联合创泰 100%股权的重大资产收购事项，联合创泰在 2021 年 7 月纳入公司合并报表，公司主营业务变更为电子元器件分销。2023 年 5 月，公司联合国产企业级 SSD 主控芯片厂商大普微电子、SK 海力士（无锡）投资有限公司控股的投资合伙企业等共同发起设立海普存储，积极布局企业级 SSD 的研发与产业化，构建“分销+产品”一体两翼的战略发展格局。

◆ 公司深耕电子元器件分销行业，兼具优质的原厂授权、代理资质和客户资源。

公司的全资子公司联合创泰主要从事电子元器件分销代理业务，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，客户涵盖互联网云服务行业、移动通讯行业、物联网智能行业、ODM 制造业等多个行业的头部客户，包括阿里巴巴、中霸集团、字节跳动、华勤通讯等。公司深耕电子元器件分销产业多年，已经积累了众多优质的原厂授权资质，先后取得全球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 等多品牌授权代理权，以及立讯、开元通信等多品牌代理资格，近期收到 AMD 出具的经销商确认函。根据国际电子商情的统计，公司位列 2023 年度中国本土电子元器件分销商营收排名第五。

◆ 公司战略布局控股子公司海普存储，延伸产业链条自研企业级存储产品。

公司与国产企业级 SSD 主控芯片厂商大普微电子及国际一线存储颗粒原厂 SK 海力士等于 2023 年 5 月共同设立深圳市海普存储科技有限公司，并于

投资评级

买入

维持评级

2024年06月17日

收盘价(元):

35.50

公司基本数据

总股本(百万股)	457.57
总市值(百万)	16,243.58
流通股本(百万股)	440.24
流通市值(百万)	15,628.55
12月最高/最低价(元)	50.10/19.80
资产负债率(%)	50.01
每股净资产(元)	5.78
市盈率(TTM)	53.02
市净率(PB)	6.14
净资产收益率(%)	0.53

股价走势图



作者

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

相关研究报告

股权激励+引入国资股东，坚定向产品化战略转型 —2024-01-18
2023 年三季报点评：深度布局存储产业，业绩环比向好 —2023-11-15

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

今年 6 月与上述合作方等拟设立无锡海普芯创科技有限公司。依托于公司在分销领域深耕多年积累的原厂和客户资源，海普存储在企业级存储市场的原料供应和客户导入方面具有较高起点，其产品包括企业级 NVMe SSD 和 RDIMM，为服务器、数据中心提供高性能、高可靠的存储产品和解决方案。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，有望加速推进我国企业级存储国产替代进程，把握算力基础设施建设的机遇，满足快速增长的企业级存储产品市场需求。

◆ **无锡国资入局优化股东结构，出台股权激励彰显战略转型决心。**

2024 年 1 月，公司控股股东之一领汇基石将持有占公司总股本的 5.20% 的无限售流通股转让给无锡高新区新动能产业发展基金（有限合伙）。新动能基金系国家级高新区无锡高新区的主要国有创投平台，本次股权转让显示对公司未来发展前景和投资价值的高度认可，无锡作为我国半导体产业重镇，产业链各项资源丰富，公司有望获得更大的发展助力和产业协同。公司也发布 2024 年限制性股票激励计划，针对公司“分销+产品”一体两翼的发展格局，激励计划在 2024 年-2026 年会计年度中，分年度对上市公司层面、半导体产品板块、半导体分销板块的业绩指标分别进行考核，彰显了公司长期稳健发展的信心与公司向产品化转型的决心。未来二、三年是公司产品化转型关键期，公司将以产品化战略转型为主导，围绕国内一线自主算力生态，提供国产化、定制化 eSSD/DRAM 产品。

◆ **投资建议：**

我们预测 2024-2026 年营收为 155.21/178.22/202.75 亿元，归母净利润为 4.90/5.79/6.95 亿元，对应 EPS 1.07/1.27/1.52 元，对应当前股价 PE 为 32/28/23 倍，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**

供应商依赖风险、客户集中度高的风险、存储器等 IC 产品价格波动导致毛利率波动的风险、存货跌价风险等。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,772.30	11,267.69	15,521.05	17,822.23	20,275.37
增长率 (%)	49.61	-18.19	37.75	14.83	13.76
归母净利润 (百万元)	313.75	377.66	490.34	578.86	695.19
增长率 (%)	40.15	20.37	29.83	18.05	20.10
毛利率 (%)	4.42	5.80	5.83	5.87	6.03
每股收益 (元/股)	0.69	0.83	1.07	1.27	1.52
市盈率 PE	51.77	43.01	33.13	28.06	23.37
市净率 PB	8.48	6.18	5.21	4.39	3.70
净资产收益率 ROE (%)	16.38	14.37	15.73	15.66	15.83

资料来源: ifind、中航证券研究所

正文目录

一、 电子元器件分销+自研企业级 SSD，构建一体两翼战略格局	6
二、 存储行业进入上行通道，带动公司业绩整体向好.....	11
三、 本土头部电子元器件分销商，深度绑定优质原厂资源.....	13
(一) 电子元器件分销：产业链中游，承上启下的重要纽带	13
(二) 全球半导体步入复苏周期，电子元器件分销有望受益.....	16
(三) 坐拥优质客户资源，与存储领导者 SK 海力士合作深厚	18
四、 进军企业级存储，国产替代大有可为	21
(一) 数字经济大背景下，我国企业级存储市场健康增长.....	21
(二) 香农芯创整合业内资源，加速推进 eSSD 国产替代进程.....	23
五、 盈利及估值分析	27
六、 风险提示.....	28
1、 供应商依赖风险.....	28
2、 客户集中度高的风险.....	28
3、 存储器等 IC 产品价格波动导致毛利率波动的风险.....	28
4、 存货跌价风险.....	28

图表目录

图 1 公司发展历程	6
图 3 海普存储产品	8
图 4 2024 年协议转让权益变动情况	8
图 5 香农芯创前十名股东持股情况.....	9
图 6 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.....	9
图 7 公司部分高管履历	10
图 8 2024 年限制性股票激励计划业绩考核目标.....	10
图 9 季度营业收入（万元）及同比变动率.....	11
图 10 季度归母净利润（万元）及同比变动率	11

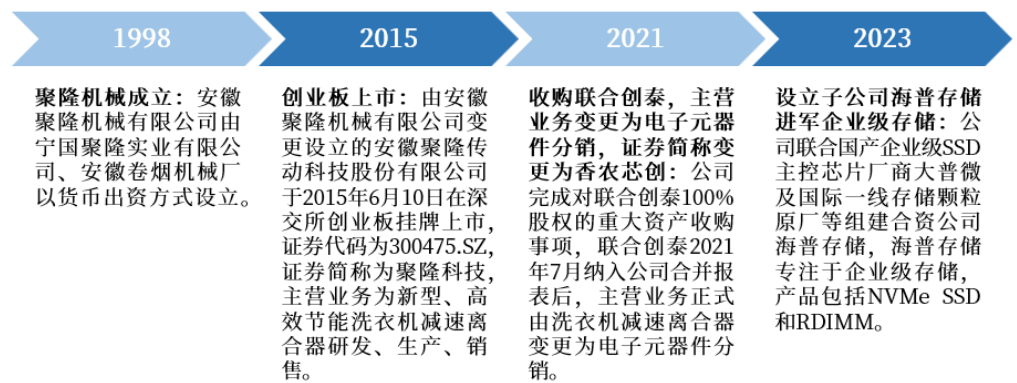


图 11 季度扣非归母净利润（万元）及同比变动率	12
图 12 公司毛利率	12
图 13 公司存货（万元）	12
图 14 公司期间费用率	12
图 15 电子元器件分销商系上下游的纽带和桥梁	13
图 16 电子元器件分销商的分类及特点	15
图 17 2022-2023 年中国本土电子元器件分销商排名（营收口径）	15
图 18 全球集成电路、存储市场规模及同比变动率	16
图 19 全球 NAND Flash、DRAM 季度营业收入及同比变动率	17
图 20 NAND 价格指数	17
图 21 DRAM 价格指数	17
图 22 2023 年全球 NAND Flash 市场份额	18
图 23 2023 年全球 DRAM 市场份额	18
图 24 SK 海力士季度营收、营业利润及存货	19
图 25 SK 海力士季度毛利率	19
图 26 2023-2024 年各供货商 HBM/TSV 产能预估	19
图 27 三大原厂 HBM 解决方案开发进度	20
图 28 SK 海力士 HBM 规划	20
图 29 IT 基础设施总体分为计算、存储和通信三大板块	21
图 30 2022-2027 全球数据圈（ZB）	21
图 31 消费级与企业级 SSD 性能对比	22
图 32 2022-2027 中国企业级存储市场规模预测（百万美元）	22
图 33 2023H1 中国企业级存储市场份额	23
图 34 2022-2028 年企业级 SSD 和消费级 SSD 出货量预测（百万块）	23
图 35 2024 年第一季度全球原厂企业级 SSD 品牌厂商营收（百万美元）	24
图 36 2023 年全球原厂企业级 SSD 品牌厂商市场份额	24
图 37 2021 年中国企业级固态硬盘客户行业结构（按采购金额口径）	25
图 38 2021 年中国企业级 SSD 市场份额	25
图 39 分业务盈利预测	27
图 40 财务报表预测（百万元）及比率分析	30

一、电子元器件分销+自研企业级 SSD，构建一体两翼战略格局

公司成立于 1998 年，2015 年 6 月 10 日在深交所创业板挂牌上市，原名为安徽聚隆传动科技股份有限公司，上市时主营业务为新型、高效节能洗衣机减速离合器研发、生产、销售。2021 年，公司完成了对联合创泰 100% 股权的重大资产收购事项，联合创泰在 2021 年 7 月纳入公司合并报表，公司主营业务变更为电子元器件分销，2021 年 11 月公司全称变更为香农芯创科技股份有限公司。2023 年 5 月，公司联合国产企业级 SSD 主控芯片厂商大普微电子、SK 海力士（无锡）投资有限公司控股的投资合伙企业等共同发起设立深圳市海普存储科技有限公司，积极布局企业级 SSD 的研发与产业化，构建“分销+产品”一体两翼的战略发展格局。

图1 公司发展历程



资料来源：公司公告、海普存储官网、中航证券研究所

公司深耕电子元器件分销行业，兼具优质的原厂授权、代理资质和客户资源。公司的全资子公司联合创泰主要从事电子元器件分销代理业务，作为授权分销商，获取原厂在信息、技术、供货等方面的支持，为下游客户提供产品的应用保障和技术支持。公司目前已具备数据存储、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，客户涵盖互联网云服务行业、移动通讯行业、物联网智能行业、ODM 制造业等多个行业的头部客户，包括阿里巴巴、中霸集团、字节跳动、华勤通讯等。公司深耕电子元器件分销产业多年，已经积累了众多优质的原厂授权资质，先后取得全球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 等多品牌授权代理权，以及立讯、开元通信等多品牌代理资格，近期收到 AMD 出具的经销商确认函。根据国际电子商情的统计，公司位列 2023 年度中国本土电子元器件分销商营收排名第五。

图2 公司电子元器件分销业务代理销售的主要产品（截至 2023 年 2 月）

品牌	合作开始时间	协议期限	产品类别	应用领域	授权区域/代理区域	授权区域内其他分销商	是否买断式代理
SK海力士 	2016	2020.1.1-2020.12.31, 到期自动续期12个月	存储器 (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等	是
MTK 联发科 	2016	2021.9.17生效, 无具体期限	Base Band、Application、Processor、Connective (WIFI/BT) (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	是
兆易创新 	2017	2019.10.15-2022.10.14, 在GD检验并满意代理商表现的情况, 自动续约一年	FLASH、MCU (闪存、微控制器)	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、新晖电子科通、中电、益登、路必康、淇诺、南基、亚讯、启祥等	是
立讯 	2019	无固定期限	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	是
开元通信 	2021	2022.8.10-2023.8.9	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	是

资料来源：公司公告、中航证券研究所

公司战略布局控股子公司海普存储, 延伸产业链条自研企业级存储产品。公司与国产企业级 SSD 主控芯片厂商大普微电子及国际一线存储颗粒原厂 SK 海力士等于 2023 年 5 月共同设立深圳市海普存储科技有限公司, 公司以货币资金出资 3500 万元, 占注册资本的 35%; 并于今年 6 月与上述合作方等拟设立无锡海普芯创科技有限公司 (暂定名, 最终以工商登记部门登记为准), 公司以深圳海普 30% 股权作价 900 万元与货币资金 5250 万元出资, 占注册资本的 41%。深圳海普定位于研发、生产企业级存储产品, 围绕国产化和定制化的需求进行业务开展, 而拟发起设立的无锡海普芯创科技有限公司旨在拓展公司产品线, 延伸产品链条, 在深圳海普业务基础上完善企业级 DRAM 产品线。依托于公司在分销领域深耕多年积累的原厂和客户资源, 海普存储在企业级存储市场的原料供应和客户导入方面具有较高起点, 其产品包括企业级 NVMe SSD 和 RDIMM, 为服务器、数据中心提供高性能、高可靠的存储产品和解决方案。公司在深圳、无锡建立研发和生产基地, 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, 深圳海普已经在 2023 年实现少量销售。海普存储的企业级 SSD 产品采用 SK 海力士的 NAND 颗粒和大普微的主控芯片, 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存储市场国产化率低、长期被国际厂商垄断的格局, 加速推进我国企业级存储国产替代进程, 把握算力基础设施建设的机遇, 满足快速增长的企业级存储产品市场需求。

图3 海普存储产品


资料来源：海普存储官网、中航证券研究所

引入无锡国资基金入局，优化股东结构。2024年1月，公司控股股东之一深圳市领汇基石股权投资基金合伙企业（有限合伙）将持有的公司无限售流通股23,793,420股（占公司总股本的5.20%）通过协议转让的方式转让给无锡高新区新动能产业发展基金（有限合伙）。新动能基金系国家级高新区无锡高新区的主要国有创投平台，本次股权转让显示了无锡高新区对公司未来发展前景和投资价值的高度认可，无锡作为我国半导体产业重镇，产业链各项资源丰富，公司有望获得更大的发展助力和产业协同。此外，控股股东之一深圳市领驰基石股权投资基金合伙企业（有限合伙）将持有的公司无限售流通股22,878,290股（占公司总股本的5.00%）通过协议转让的方式转让给深圳新联普投资合伙企业（有限合伙）；领驰基石一致行动人领汇基石、芜湖弘唯基石投资基金管理合伙企业（有限合伙）将合计22,878,290股（占公司总股本的5.00%）通过协议转让的方式转让给方海波。股份转让完成后，新联普及其一致行动人，即公司董事、联席董事长、公司经营核心黄泽伟先生将合计持有公司45,978,290股（占公司总股本的10.05%），方海波将成为公司5%以上股东。

图4 2024年协议转让权益变动情况

股东名称	股份性质	上述股份转让前		上述股份变动		上述股份转让后	
		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“华盈基金”）		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%
新动能基金	无限售流通股	-	-	23,793,420	-	23,793,420	5.20%
方海波	无限售流通股	-	-	22,878,290	-	22,878,290	5.00%

资料来源：公司公告、中航证券研究所

图5 香农芯创前十名股东持股情况

前十名股东持股情况	2024年一季度		2023年年报	
	股东名称	持股比例	股东名称	持股比例
1	深圳市领信基石股权投资基金管理合伙企业(有限合伙)-深圳市领泰基石投资合伙企业(有限合伙)	9.19%	深圳市领信基石股权投资基金管理合伙企业(有限合伙)-深圳市领汇基石股权投资基金合伙企业(有限合伙)	11.94%
2	珠海横琴长乐汇资本管理有限公司-长乐汇资本专享 16 号私募股权基金	5.96%	深圳市领信基石股权投资基金管理合伙企业(有限合伙)-深圳市领驰基石股权投资基金合伙企业(有限合伙)	9.52%
3	无锡高新区新动能产业发展基金(有限合伙)	5.20%	深圳市领信基石股权投资基金管理合伙企业(有限合伙)-深圳市领泰基石投资合伙企业(有限合伙)	9.19%
4	黄泽伟	5.05%	珠海横琴长乐汇资本管理有限公司-长乐汇资本专享 16 号私募证券投资基金	5.96%
5	方海波	5.00%	芜湖弘唯基石投资基金管理合伙企业(有限合伙)-弘唯基石华盈私募投资基金	5.23%
6	深圳新联普投资合伙企业(有限合伙)	5.00%	黄泽伟	5.05%
7	深圳市领信基石股权投资基金管理合伙企业(有限合伙)-深圳市领驰基石股权投资基金合伙企业(有限合伙)	4.52%	衍盛私募证券投资基金管理(海南)有限公司-衍盛战略精选三期私募证券投资基金	4.16%
8	衍盛私募股权基金管理(海南)有限公司-衍盛战略精选三期私募股权基金	4.16%	刘翔	3.12%
9	芜湖弘唯基石投资基金管理合伙企业(有限合伙)-弘唯基石华盈私募投资基金	3.87%	中信建投证券股份有限公司	1.55%
10	深圳市领信基石股权投资基金管理合伙企业(有限合伙)-深圳市领汇基石股权投资基金合伙企业(有限合伙)	3.10%	上海呈瑞投资管理有限公司-呈瑞和兴 41 号私募证券投资基金	0.84%

资料来源：公司公告、中航证券研究所

出台中长期股权激励计划，深度绑定公司高管与核心团队人才。人工智能等新技术助推存力需求，地缘政治改写国际半导体市场格局，我国存储产业链正值向自主可控发展的关键之际。公司发布 2024 年限制性股票激励计划，拟授予在公司（含子公司）任职的董事、高级管理人员、核心技术/业务人员、其他核心骨干共 25 名激励对象限制性股票数量 1,830.00 万股，约占激励计划草案公布日公司股本总额 45,756.5767 万股的 3.999%。其中，首次授予限制性股票 1,552.00 万股，约占激励计划草案公布日公司股本总额 3.392%，占激励计划拟授予限制性股票总数的 84.809%；预留 278.00 万股，约占激励计划草案公布日公司股本总额的 0.608%，占激励计划拟授予限制性股票总数的 15.191%。首次授予限制性股票的授予价格为 16.30 元/股。本次中长期股权激励计划的推出有利于提升公司在人才市场的竞争力，深度绑定公司高管及核心团队人才，为公司的长远发展和产品化战略转型保驾护航。

图6 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	国籍	职务	获授的限制性股票数量(万股)	本激励计划拟授出权益数量的比	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	457.00	24.973%	0.999%
李小红	中国	董事、总经理	220.00	12.022%	0.481%
苏泽晶	中国	董事、副总经理、财务总监	30.00	1.639%	0.066%
曾柏林	中国	董事会秘书	20.00	1.093%	0.044%
核心技术/业务人员、其他核心骨干(21人)			825.00	45.082%	1.803%
预留			278.00	15.191%	0.608%
合计			1830.00	100.000%	3.999%

资料来源：公司公告、中航证券研究所

图7 公司部分高管履历

高管	职位	履历
黄泽伟	董事、联席董事长	男，1984年5月出生，汉族，中国国籍，无境外永久居留权，北京大学研修班结业。曾任英唐智控（300131.SZ）董事、副董事长。现任联合创泰科技有限公司董事，创泰电子董事长兼总经理，新联芯董事，深圳市新创泰信息技术有限公司总经理兼执行董事，新联芯香港董事，深圳新联普投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人，2021年7月起任公司董事、联席董事长。
李小红	董事、总经理	男，1971年8月出生，汉族，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。曾任基石资本合伙人。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4月起任公司董事，2021年7月起任公司总经理。
苏泽晶	董事、副总经理、财务总监	男，1983年6月出生，汉族，中国国籍，无境外永久居留权，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。曾就职于中国联通江门分公司，招商信诺人寿保险有限责任公司，曾任基石资本财务部总经理。现任联合创泰副总经理、财务总监。2021年7月起任公司董事、副总经理、财务总监。
曾柏林	董事会秘书	男，1984年出生，汉族，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历，会计师、审计师、注册会计师（非执业会员）、国际注册内部审计师，拥有法律职业资格证书。2005年7月至2012年2月，先后任中钢集团安徽天源科技股份有限公司综合部职员、证券部主办、审计部主管，2012年2月进入公司，2017年11月至2019年11月任公司董事，2017年11月起任公司董事会秘书，现任公司董事会秘书，兼任公司全资子公司聚隆景泰董事。

资料来源：公司公告、中航证券研究所

设置多业务条线业绩考核目标，彰显公司向产品化战略转型决心。针对公司“分销+产品”一体两翼的发展格局，本次激励计划在2024年-2026年会计年度中，分年度对上市公司层面、半导体产品板块、半导体分销板块的业绩指标分别进行考核，作为激励对象当年度的归属条件之一。上市公司层面，2024年-2026年业绩考核营业收入目标值分别为152/174/198亿元，触发值分别为121/138/156亿元。半导体产品板块2024年-2026年业绩考核营业收入目标值分别为2/4/8亿元，触发值分别为1/2/4亿元。半导体分销板块2024年-2026年业绩考核营业收入目标值分别为150/170/190亿元，触发值分别为120/136/152亿元。上述业绩考核目标彰显了公司长期稳健发展的信心与公司向产品化转型的决心。未来二、三年是公司产品化转型关键期，公司将围绕国内一线自主算力生态，提供国产化、定制化eSSD/DRAM产品。

图8 2024年限制性股票激励计划业绩考核目标

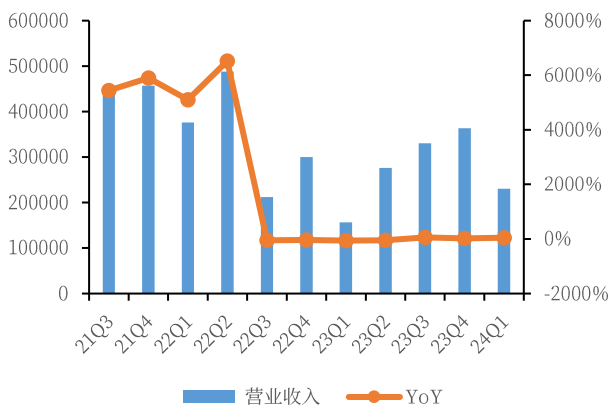
归属安排	考核年度	上市公司考核目标		半导体产品考核目标		半导体分销考核目标		
		营业收入		营业收入		营业收入		
		目标值	触发值	目标值	触发值	目标值	触发值	
首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票（若预留部分在公司2024年第三季度报告披露前授予）	第一个归属期	2024年	152亿元	121亿元	2亿元	1亿元	150亿元	120亿元
	第二个归属期	2025年	174亿元	138亿元	4亿元	2亿元	170亿元	136亿元
	第三个归属期	2026年	198亿元	156亿元	8亿元	4亿元	190亿元	152亿元
预留授予的限制性股票（若预留部分在公司2024年第三季度报告披露后授予）	第一个归属期	2025年	174亿元	138亿元	4亿元	2亿元	170亿元	136亿元
	第二个归属期	2026年	198亿元	156亿元	8亿元	4亿元	190亿元	152亿元

资料来源：公司公告、中航证券研究所

二、存储行业进入上行通道，带动公司业绩整体向好

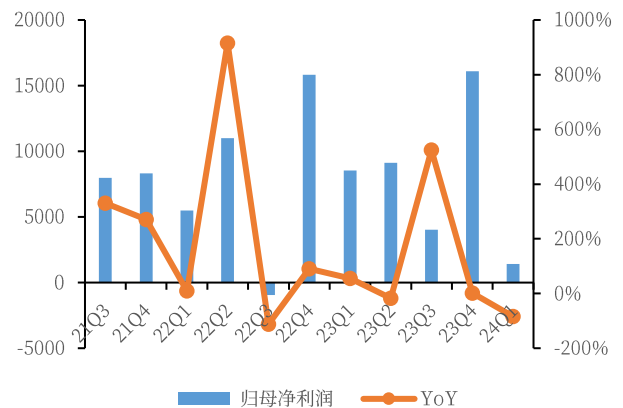
2023 年受存储下行周期影响营收承压，2024 年一季度同比大增 47%。联合创泰于 2021 年 7 月纳入公司合并报表，因此公司业绩自 2021 年第三季度起大幅增长。2023 年公司半导体分销业务占总收入的 95%以上，主要分销产品为 SK 海力士的企业级存储产品和联发科的主控芯片，其中 SK 海力士产品在收入占比约为 60%，MTK 产品的收入占比约为 35%。由于 2022 年存储行业开始调整，直到 2023 年下半年开始企稳回暖，逐渐回归上行周期，导致 2023 年公司半导体分销业务销售量上升，但受到价格下跌因素影响，公司实现营业收入 113 亿元，同比下滑 18%。今年第一季度，公司实现营业收入 23 亿元，同比增长 47%。

图9 季度营业收入（万元）及同比变动率



资料来源：ifind、中航证券研究所

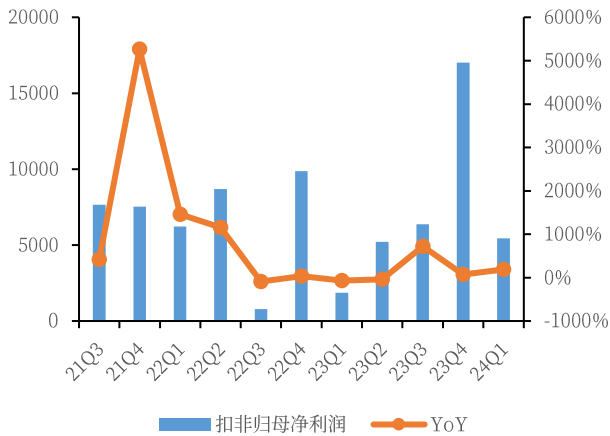
图10 季度归母净利润（万元）及同比变动率



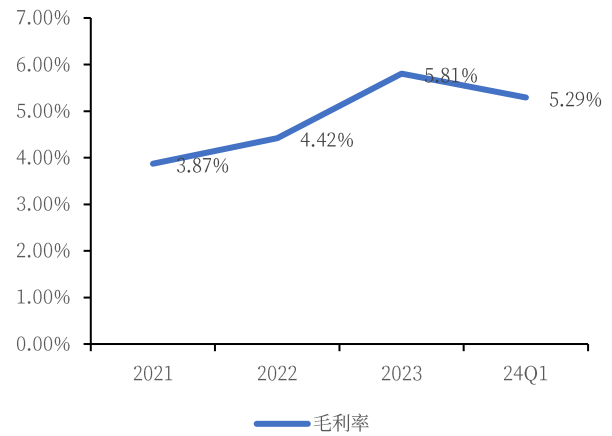
资料来源：ifind、中航证券研究所

股权投资公允价值变动导致归母净利润大幅波动，24Q1 扣非归母净利润同比大增 193%。公司 2023 年归母净利润为 3.78 亿元，同比增长 20%，扣非归母净利润为 3.05 亿元，同比增长 19%。今年第一季度，公司实现归母净利润 0.14 亿元，同比下滑 83%，扣非归母净利润为 0.54 亿元，同比增长 193%，主要系公司及子公司持有的股权投资公允价值下降所导致。

毛利率整体稳中有升，随着存储进入上行通道毛利率有望进一步增长。公司作为分销商，毛利率主要来自于对上下游服务的回报，其商业模式决定公司的毛利率总体在一定范围内波动，但存储芯片等产品价格周期也会对业绩有一定影响。近几年公司整体毛利率稳中有升，存储价格自 2023 年第三季度开始持续上涨，前期部分库存对毛利率有拉升作用，2023 年第四季度毛利率为 8.31%，同比持平，环比提升 4pcts。2024 年第一季度毛利率为 5.29%，同环比有所下滑主要受销售结构的影响。随着行业进入上行通道，产品价格上涨，下游客户需求较多，公司分销毛利率水平有望提升。

图11 季度扣非归母净利润（万元）及同比变动率


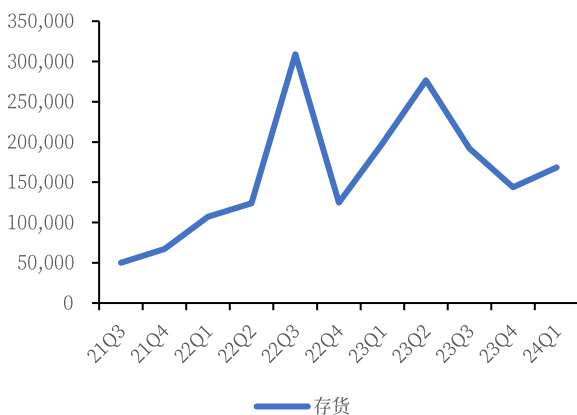
资料来源：ifind、中航证券研究所

图12 公司毛利率


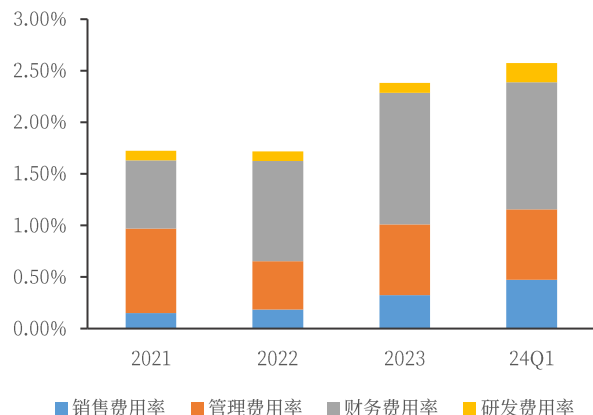
资料来源：ifind、中航证券研究所

公司存货在 2023H2 快速下降，截至 2024 年第一季度，公司存货为 16.83 亿元，同比减少 15.18%，环比增加 17.19%，公司产品交付速度较快，且较历史较高水平，目前存货仍处于安全水位。

2023 年公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.32%/0.69%/1.28%/0.09%，2024 年第一季度的销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.47%/0.68%/1.23%/0.19%，随着公司业务发展，2023 年下半年电子元器件制造业务销售、研发人员数量增加，以及研发项目投入增加，导致期间费用率相应小幅上升。

图13 公司存货（万元）


资料来源：ifind、中航证券研究所

图14 公司期间费用率


资料来源：ifind、中航证券研究所

三、本土头部电子元器件分销商，深度绑定优质原厂资源

(一) 电子元器件分销：产业链中游，承上启下的重要纽带

电子元器件分销商身处产业链中游，在上下游之间起着产品、技术及信息的桥梁作用，是联结上下游的重要纽带。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三个环节组成，分别承担生产、销售、使用的角色，并紧密地联系在一起。具备领先技术及生产工艺的上游原厂制造商数量较少，存在较高的技术和资金壁垒，市场份额集中度较高；而下游方面，电子元器件广泛应用个人电脑、移动设备、汽车电子、医疗设备、通信、家电、工业控制等各个领域。由于上游原厂生产的电子元器件品种繁多，产品应用涉及下游行业广泛、产品技术性强等特点，导致电子元器件原厂对其产品不可能全部直销，只能将其有限的销售资源和技术服务能力用于覆盖下游战略性大客户，其余销售必须通过电子元器件分销商来完成。而对于下游来说，由于大部分电子产品制造商的采购需求较为分散，向单个原厂采购金额较小，难以与原厂建立直接的业务联系，分销商则通过集合大量客户的需求，可以从原厂处获得有较强竞争力的产品价格，帮助客户有效降低采购成本。

图15 电子元器件分销商系上下游的纽带和桥梁



资料来源：公司公告、中航证券研究所

电子元器件分销商的主要作用表现在以下几个方面：

- **上下游供需匹配：**上游产品研发周期长、投入大，对产品订单的批量规模要求较高，生产周期也较长；而下游单一客户的产品需求相对小且分散，供货时限要求较高。分销商凭借贴近客户和市场的优势，弥补原厂与下游客户信息不对称及服务不足的问题。
- **集中采购：**分销商通过集合众多下游客户的采购信息集中采购并形成规模优

势，可以在上游原厂获取更为优惠的价格支持，同时降低了下游客户的经营成本。

- **账期支持：**分销商为上下游提供账期支持，间接缓解了上下游的资金压力。
- **库存缓冲：**代理分销商可根据市场需求预留库存，并给予客户一定的信用账期，使得产业链内产品、资金的流转更为顺畅、快速。同时，能基于作为“蓄水池”的库存以及在不同原厂及同行之间进行采购的能力，在供应波动的情况下最大限度满足下游客户的采购需求。
- **增值服务：**为客户提供产品的技术支持、售后服务和供应链管理服务，帮助客户缩短产品研发周期、降低研发成本和缩短供货时间。
- **为上下游提供信息沟通：**经由多重客户的需求资讯来确认客户计划的准确性并将相关信息反映给原厂，协助原厂制定准确的生产计划。

公司作为本土授权分销商，业务发展以原厂产品的策略为方向，同时对客户提供深入的技术支持。从地域上看，电子元器件代理分销商可分为全球性分销商和本土分销商两大类。全球性分销商主要针对全球性客户，包括国际电子产品制造商在中国的代工厂和合作伙伴，其业务特点为多产品线和多领域、全方位覆盖，过去几年的主要发展战略是通过不断的并购增强规模优势，全球性分销商以艾睿电子、安富丽、大联大等为代表。本土分销商又按照是否获得上游供应商授权，可以分为授权分销商和独立分销商两类。授权分销商可获得电子元器件制造商的正式授权，获取原厂在信息、技术、供货等方面的支持，注重构建自身技术能力，为下游客户提供产品的应用保障和技术支持，与上下游形成稳定的合作关系，是原厂与终端电子厂商的沟通桥梁。独立分销商偏向于提供小批量产品供应和供应链支持服务，技术支持能力较弱。本土分销商以泰科源、中电港、力源信息、深圳华强等企业为代表。在国内市场，大部分电子制造商由于产品种类多、技术需求多样化等特点，并不符合国际分销商的全球策略，无法得到充分全面的技术支持服务。相比而言，本土分销商则主要服务于国内的电子制造业客户，凭借较高灵活性和熟悉国内市场等优势，有效填补了国际分销商的空白，并在近几年来取得了快速发展。

图16 电子元器件分销商的分类及特点

	全球性分销商	本土分销商	
		授权分销	独立分销
业务专注性	产品线多达几百条，应用领域覆盖广	专注于某些领域应用及相应的核心产品线	产品系列全，但无原厂授权
供应商情况	国际大型半导体厂商	专注于细分领域的领先企业和部分大型半导体厂商	原厂实力参差不齐
客户情况	主要是国际电子制造企业	具有一定规模的电子制造企业为主	以中小客户为主
客户粘性	较强	较强	较弱
技术能力	仅能对部分大型客户提供较强的技术支持	技术实施团队规模较大，解决方案丰富，能够对客户提供深入技术支持	供应链支持力度较强，技术支持能力较弱

资料来源：公司公告、中航证券研究所

强者恒强，香农芯创在我国分散的电子元器件分销行业格局中，规模优势突出。全球电子元器件分销行业集中度较高，呈现典型的金字塔结构，顶层为以艾睿电子、安富丽、大联大等全球性分销商为代表，2023年营收规模均超过千亿元人民币；底层为市场集中度低、分散于电子市场的数万家柜台式贸易商。而国内的电子元器件分销行业由于起步较晚，虽然近年来发展极其迅速，但整体营收规模离国际头部分销商仍存在较大差距，中国电子元器件分销行业整体格局较为分散。公司兼具优质的代理商资源、高质量的客户资源以及丰富的行业经验，在国内激烈的电子分销领域竞争中排进前列。根据国际电子商情的统计，2022、2023年公司在我国本土电子元器件分销商排名（营收口径）中分别位列第4和第5位，跻身国内仅五家的营收“百亿俱乐部”，2023年公司在全球电子元器件分销商营收排名（营收口径）中位列第24位。强者恒强，公司靠前的营收规模有助于进一步获得原厂更好的商务条件和技术支持，且能更好地对抗行业周期性波动风险。

图17 2022-2023年中国本土电子元器件分销商排名（营收口径）

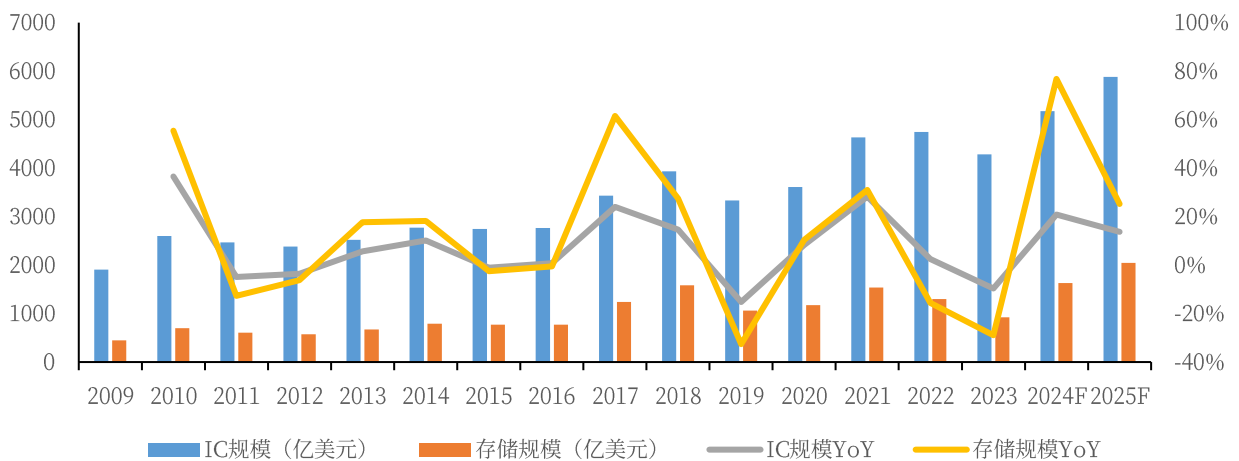
序号	2023年度中国本土电子元器件分销商排名			2022年度中国本土电子元器件分销商排名		
	公司名称	营收（亿人民币）	YoY	公司名称	营收（亿人民币）	YoY
1	中电港	345.04	-20.32%	中电港	433.03	12.79%
2	深圳华强	205.94	-13.98%	深圳华强	239.41	4.82%
3	泰科源	163.44	-11.17%	泰科源	184	-28%
4	唯时信	117	3.54%	香农芯创	137.72	49.61%
5	香农芯创	112.68	-18.19%	唯时信	113	-2%
6	新蕾电子	98.6	6.48%	硬蛋创新	95.36	0.9%
7	硬蛋创新	88.63	-7%	新蕾电子	92.6	-7.6%
8	思诺信	67.42	29.90%	芯智控股	87.02	-3.7%
9	天河星	62.7	-5%	力源信息	80.39	-23.01%
10	力源信息	59.44	-26.07%	天河星	66	8.2%

资料来源：国际电子行情、中航证券研究所

(二) 全球半导体步入复苏周期，电子元器件分销有望受益

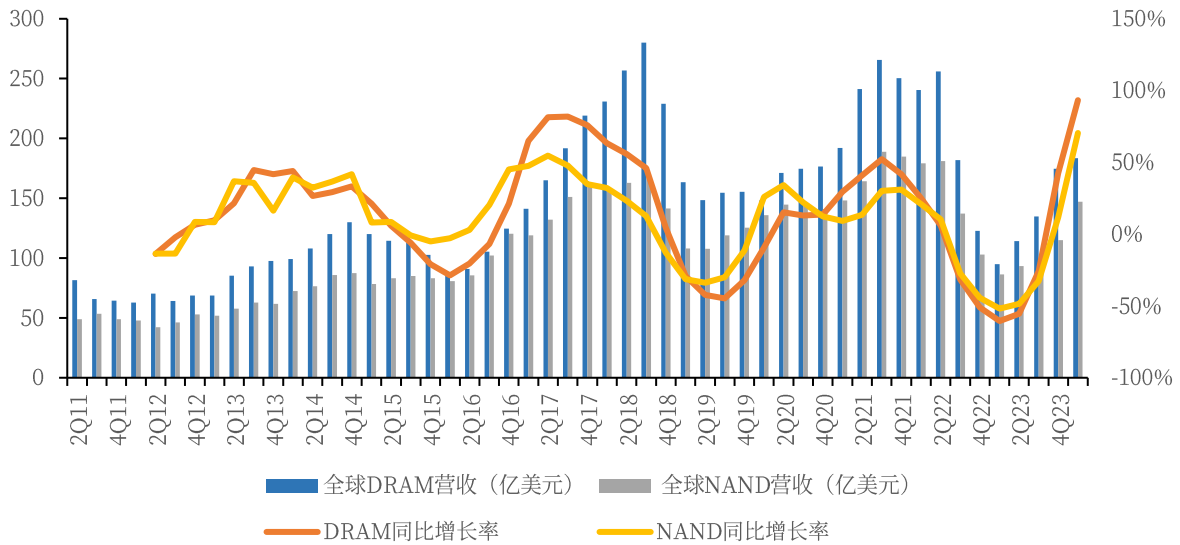
2024-2025年半导体产业步入复苏周期，电子元器件分销行业有望受益。得益于过去两个季度计算终端市场的强劲表现，WSTS 预测 2024、2025 年半导体产业将迎来强势复苏，其上修 2024、2025 年半导体产业的市场规模分别至 6112.31 亿美元与 6873.80 亿美元，同比增长 16.0%和 12.5%。2024、2025 年半导体产业市场规模的增长主要由逻辑和存储市场驱动，其中存储市场规模将分别同比增长 76.8%和 25.2%至 1631.53 亿美元和 2042.81 亿美元，有望创下存储市场规模新高。半导体作为电子元器件行业的核心组成部分，其整体产业规模和成长速度将直接影响电子元器件分销行业的发展，公司的电子元器件分销业务有望受益于本轮半导体产业复苏。

图18 全球集成电路、存储市场规模及同比变动率



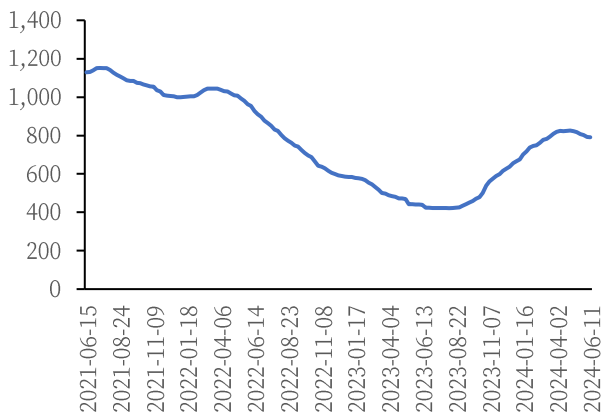
资料来源：WSTS、中航证券研究所

存储行业进入上行周期，DRAM、NAND Flash 营收连续两季度同比增长。根据集邦咨询，得益于三大原厂减产效果显现，主流存储产品合约价格走扬，同时备货动能因年终促销回温，全球 DRAM、NAND Flash 季度营收同比变动率时隔五个季度后从 2023 年第四季度开始转正。24Q1 NAND Flash 量价齐升，季度营收为 147.1 亿美元，同比增长 70%，环比增长 28%，主要系 AI 服务器自二月起扩大对企业级 SSD 的用量，同时 PC、智能手机客户因价格持续上涨提高库存水位。今年第二季度，尽管消费终端订单销量增长不及预期，客户备货趋于保守，但企业级 SSD 订单依旧强劲，有望驱动第二季度 NAND Flash 营业收入再环比增长近一成。24Q1 DRAM 主流产品合约价继续上涨，且涨幅较 23Q4 扩大，因此即使在第一季度传统淡季三大原厂出货量环比减少，下游采购量减弱的背景下，DRAM 第一季度的营收达到 183.5 亿美元，同比增长 93%，环比增长 5.1%。预计第二季度季节性因素促使 DRAM 出货量环比增长。

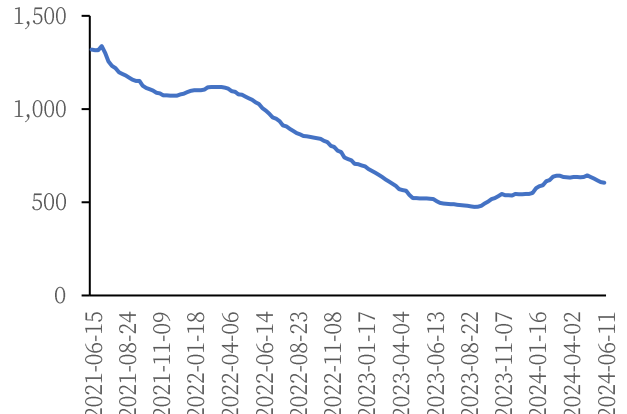
图19 全球 NAND Flash、DRAM 季度营业收入及同比变动率


资料来源：TrendForce、中航证券研究所

存储产品价格持续上涨，促进公司业绩加速修复。存储产品价格自 2023 年 8 月下旬陆续开始涨价，主要系原厂积极减产的效应逐步显现，叠加电子消费旺季备货需求回暖，AI 驱动的高端存储需求持续旺盛。根据 CFM 闪存市场，NAND 价格指数自 2023 年 8 月上旬低点至今年 4 月高点上涨 95%，DRAM 价格指数自 2023 年 9 月上旬低点至今年 3 月中旬高点上涨 35%。围绕人工智能、算力基础设施建设的高端存储产品仍供不应求，是原厂产能资源倾斜的重点方向，旺盛的 AI 投资需求也成为了原厂进一步涨价的底气。根据集邦咨询，NAND Flash 今年第一季度合约价涨幅约为 23-28%，DRAM 合约价涨幅约为 20%；第二季度 NAND Flash 合约价涨幅约为 15-20%，DRAM 合约价涨幅为 13-18%。基于存储器是公司分销业务中最核心的产品，随着存储行业进入价格上涨周期，下游客户需求回升，公司电子元器件分销业务的营收有望迎来量价齐升，毛利率水平也或将提高。

图20 NAND 价格指数


资料来源：CFM 闪存市场、中航证券研究所

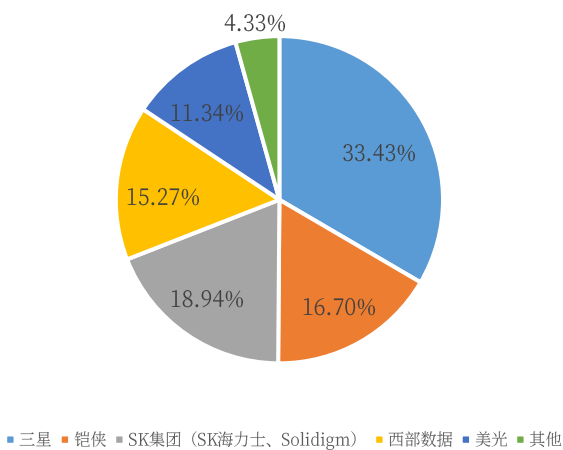
图21 DRAM 价格指数


资料来源：CFM 闪存市场、中航证券研究所

(三) 坐拥优质客户资源，与存储领导者 SK 海力士合作深厚

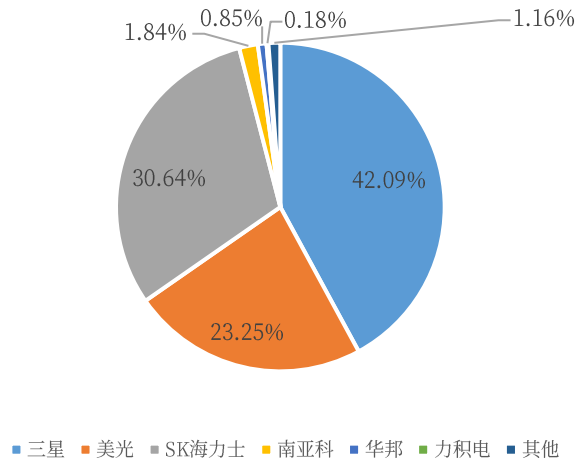
公司与授权原厂 SK 海力士深度绑定，在半导体分销、半导体产品业务上广泛紧密合作。公司获得授权的原厂 SK 海力士是全球三大全产业存储器供应商之一，2023 年 SK 集团旗下 SK 海力士与 Solidigm 共占据全球 NAND Flash 市场 18.94% 的份额；SK 海力士占据全球 DRAM 市场 30.64% 的份额，位居第二。公司与 SK 海力士自 2016 年以来建立了长久稳固的合作关系，且合作日益广泛而紧密，2019、2020 年 SK 海力士均为联合创泰的第一大供应商，采购金额占比分别为 61.50% 和 83.54%。2023 年公司半导体分销业务占总收入的 95% 以上，其中 SK 海力士占半导体分销收入的 60% 左右，预计 2024 年随着存储价格回升，SK 海力士的收入占比将进一步提升。除半导体分销业务外，公司与由 SK 海力士（无锡）投资有限公司担任大股东的江苏惠泉君海荣芯投资合伙企业（有限合伙）等多方共同发起设立深圳市海普存储科技有限公司与无锡海普芯创科技有限公司，进军企业级存储模组生产领域。

图22 2023 年全球 NAND Flash 市场份额



资料来源：TrendForce、中航证券研究所

图23 2023 年全球 DRAM 市场份额

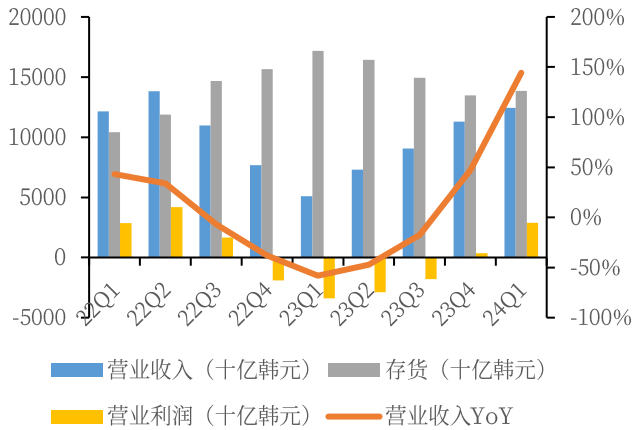


资料来源：TrendForce、中航证券研究所

周期向上叠加 AI 需求持续旺盛，SK 海力士业绩进入全面复苏期。得益于产品组合中 eSSD 销售占比提升和存储产品价格连续两个季度的回升，继去年第三季度 DRAM 业务实现盈利后，今年 Q1 SK 海力士的 NAND 业务也实现扭亏为盈。2024 年第一季度，SK 海力士营业收入为 12.43 万亿韩元，同比增长 144%，环比增长 10%，营收创下同期新高；营业利润为 2.89 万亿韩元，同比扭亏为盈，环比增长 734%，并创下同期次高，营业利润率为 23%；毛利率为 39%，环比增长 19pct。SK 海力士今年 3 月开始 1bnm HBM3E 的量产供货，并与台积电关于 HBM4 和下一代封装技术的合作签署谅解备忘录。DDR5 占 PC 位元出货量 45% 以上，占服务器位元出货量 60% 以上，128GB 内存模组的强劲销售带动 DDR5 销量，将推出 1bnm 32Gb DDR5 产品以满足大容量高密度服务器 DRAM 需求。第一季度高性能 16ch eSSD 销量增长，AI

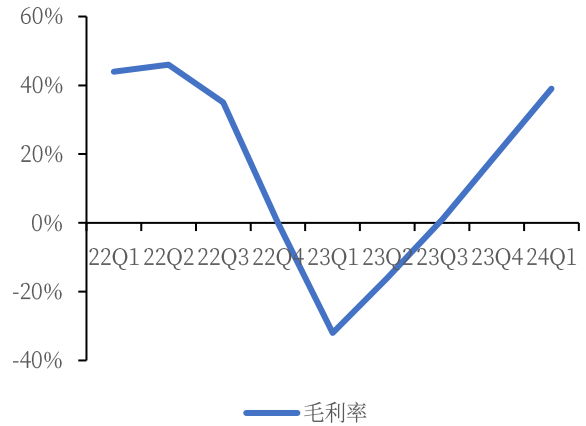
用高性能、大容量、高能效的存储方案将驱动 Solidigm QLC eSSD 需求增长，今年年内还将推出用于 AI PC 的第五代 PCIe cSSD。展望第二季度，DRAM 位元出货量环比增长 15%左右，将加强 HBM3E 的供应；包括 Solidigm 在内，第二季度 NAND 位元出货量或环比持平，eSSD 需求显著增强，出货量增长。

图24 SK 海力士季度营收、营业利润及存货



资料来源：公司官网、中航证券研究所

图25 SK 海力士季度毛利率



资料来源：公司官网、中航证券研究所

HBM 订单紧俏供不应求，SK 海力士积极规划产能。由于 HBM 具有高带宽、大容量、低延时、低功耗的特点，高端 AI 服务器搭载 HBM 芯片已然成为行业主流，需求侧持续强劲，但供给侧产能有限，良率偏低，导致 HBM 市场供不应求。HBM 与 DDR5 的生产差异来看，HBM 的 Die Size 较同制程、同容量的 DDR5 尺寸大 35%-45%，良率（包含 TSV 封装良率）则比 DDR5 低约 20%-30%，生产周期（包含 TSV）较 DDR5 多 1.5-2 个月不等，从投片到产出与封装完成需要两个季度以上。同时，HBM 销售单价较传统型 DRAM 高出数倍，较 DDR5 价差约有 5 倍。今年第二季度已经开始针对 2025 年 HBM 进行议价，供应商已经初步调涨 5%-10%。展望 2025 年，HBM 规格需求将大幅转向 HBM3e，同时会有更多 12hi 的产品出现，带动单芯片搭载 HBM 容量提升，根据 TrendForce，HBM 位元需求 2024 年成长率近 200%，2025 年有望继续翻倍。由于 HBM 售价高昂，获利表现佳，市况紧俏订单需求持续旺盛，各厂商产能规划均以 HBM 为主，SK 海力士扩产规划积极，预计至今年年底 HBM 产能扩至约 120K/月。

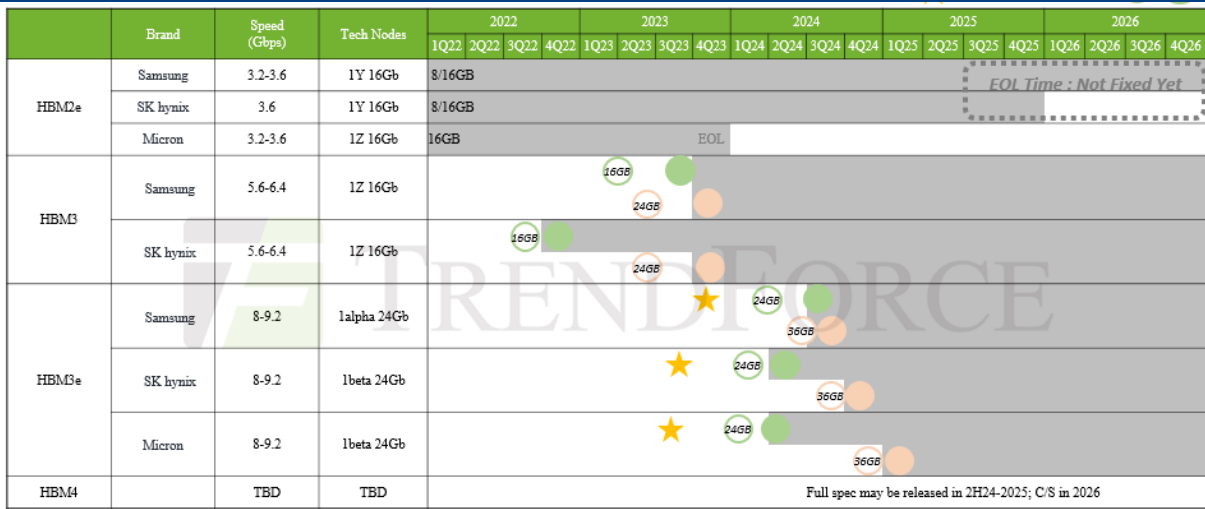
图26 2023-2024 年各供货商 HBM/TSV 产能预估

HBM供货商	三星	SK海力士	美光
2023年底HBM TSV产能	45,000片/月	45,000片/月	3,000片/月
2024年底HBM TSV产能	130,000片/月	120,000-125,000片/月	20,000片/月

资料来源：TrendForce、中航证券研究所

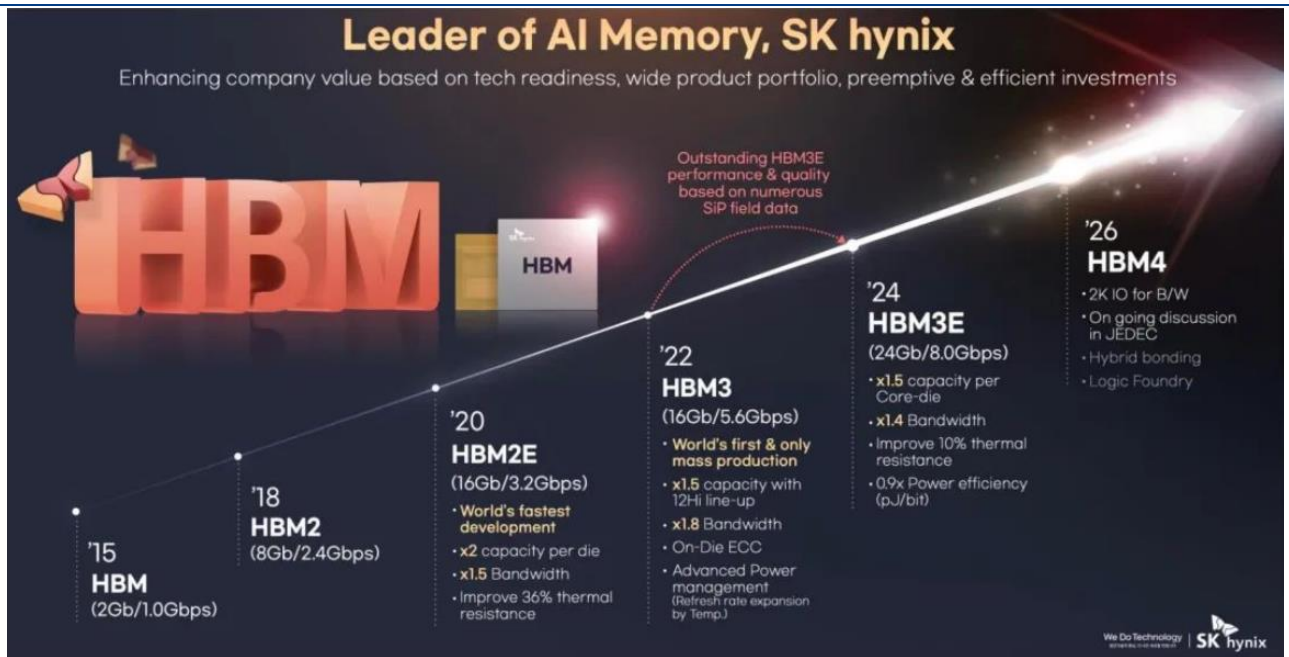
SK 海力士 HBM 市占率优势明显，新品研发验证进展领先。HBM 市场目前主要由韩系厂商 SK 海力士和三星主导，美光也逐步加入供应行列。根据 TrendForce，2022 年 SK 海力士在 HBM 市场市占率为 50%，位列第一，三星的市占率为 40%，而美光的市占率为 10%。SK 海力士在现阶段主流产品 HBM3 的市占率逾 9 成，今年下半年 HBM3e 将集中出货，SK 海力士仍是主要供应商，采用 1bnm 制程，现已正式出货给英伟达。今年一季度，SK 海力士已经与台积电关于 HBM4 和下一代封装技术的合作签署谅解备忘录，预计 2026 年量产，将为客户提供定制化的产品。

图27 三大原厂 HBM 解决方案开发进度



资料来源：TrendForce、中航证券研究所

图28 SK 海力士 HBM 规划



资料来源：SK 海力士、中航证券研究所

四、进军企业级存储，国产替代大有可为

(一) 数字经济大背景下，我国企业级存储市场健康增长

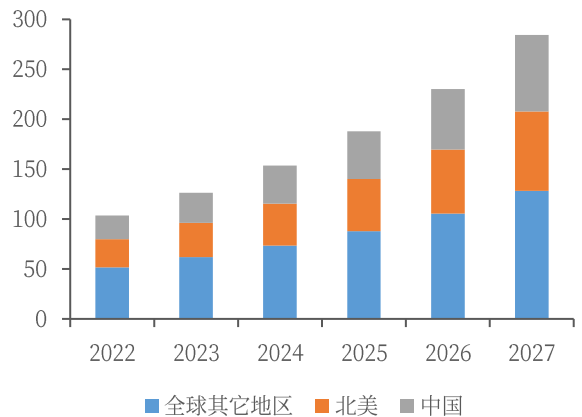
数字经济下数据安全不言而喻，存储国产化的主线已逐步确立。IT 基础设施总体分为计算、存储和通信三大板块，存力和算力发展相辅相成。在我国数字经济快速发展之际，云计算、数据库、虚拟化、大数据和人工智能等技术驱动我国各行各业数据量迸发，数据的存储成为数字经济的刚需。IDC 最新发布的 Global DataSphere 2023 显示，中国数据量规模将从 2022 的 23.88ZB 增长至 2027 年的 76.6ZB，年均增长速度 CAGR 达到 26.3%，为全球第一，政府、媒体、专业服务、零售、医疗、金融为数据主要分布领域。数据已经成为数字经济背景下的一种新生产要素，其存储的安全可信程度将影响国家安全和国计民生，随着我国存储厂商技术实力增强，存储国产化的主线已逐步确立。

图29 IT 基础设施总体分为计算、存储和通信三大板块



资料来源：亿恒创源公告、中航证券研究所

图30 2022-2027 全球数据圈 (ZB)



资料来源：IDC、中航证券研究所

企业级存储较消费级存储可靠性指标要求更高。企业级存储主要应用于互联网、云服务、金融和电信等客户的数据中心。在数字经济时代，数据被视为一项企业核心资产，对数据安全的重视程度愈发增强。大量企业将内部信息系统和业务系统实现了数字化升级，底层数据对内关乎着企业日常经营的稳定，对外决定着信息化业务的正常运营。存储作为数据的载体，除了高性能和大容量的需求之外，企业客户还对产品包含使用寿命、稳定可靠、功耗控制、系统兼容、数据纠错、数据保存能力在内的多方面性能提出了严格的要求。以 SSD 为例，闪存介质的特性在带来高速度和大容量的同时也存在相应的缺陷，需要 SSD 厂商通过固件技术创新进行优化，更好地满足企业客户的使用需求。

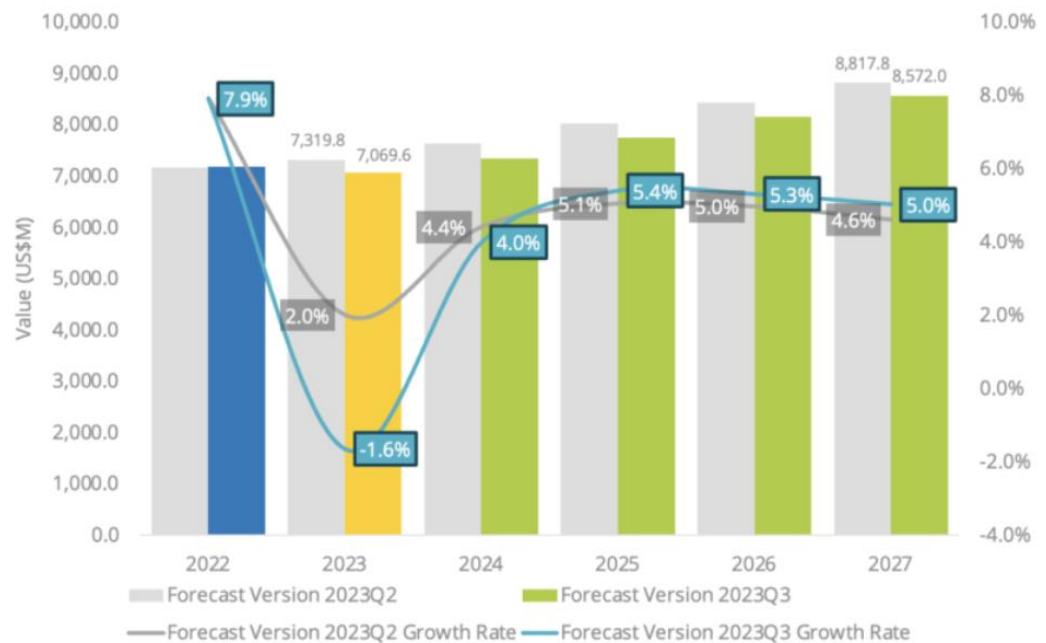
图31 消费级与企业级 SSD 性能对比



资料来源：忆恒创源公告、中航证券研究所

中国企业级存储市场有望自 2024 年逐步恢复健康增长，2027 年市场规模或达到 85.72 亿美元。根据 IDC，受宏观经济形势影响，IT 领域投资有所降低，2023 年 Q3 全球企业级外部存储市场规模为 75.2 亿美元，同比下降 8.5%，呈负增长态势。其中，中国企业级存储市场规模达到 17.1 亿美元，同比下降 2.8%，但市场份额提高到 22.7%，是全球第二大企业级存储市场。IDC 预计，得益于经济复苏、产业政策支持及 AIGC 发展的驱动，2024 年中国企业级存储市场有望触底反弹，同比增长 4%，2025 年的增长将达到 5.4%，逐步恢复健康增长趋势。

图32 2022-2027 中国企业级存储市场规模预测 (百万美元)

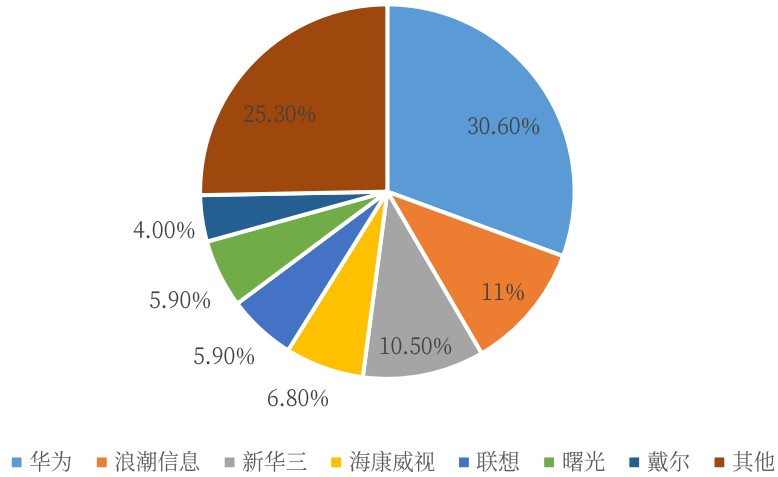


资料来源：IDC、中航证券研究所

我国企业级存储行业集中度较高，华为、浪潮信息、新华三市占率靠前。2023 年上半年，华为企业级存储销售额为 8 亿美元，市占率为 30.6%，位居中国市场第一；浪潮信息和新华三的销售分别为 2.88 亿美元和 2.74 亿美元，市占率分别为 11.0%

和 10.5%，位列第二和第三，CR3 超过 50%，CR7 超过 70%。

图33 2023H1 中国企业级存储市场份额

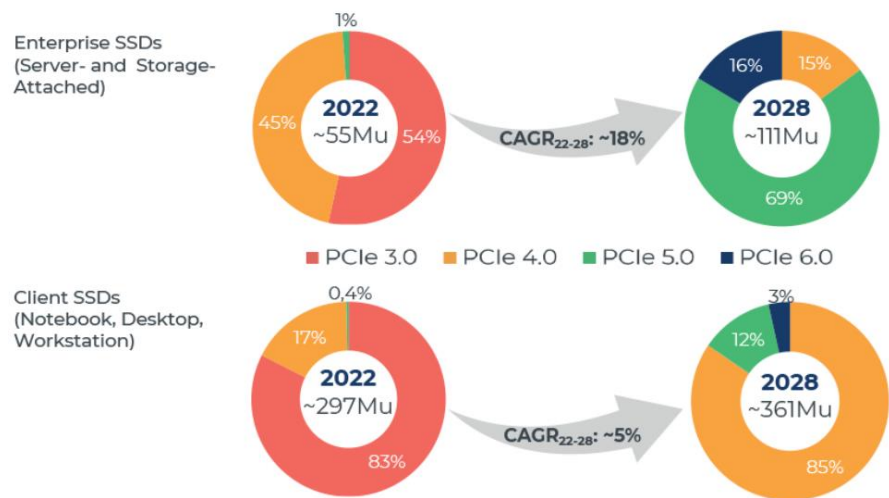


资料来源：IDC、中航证券研究所

(二) 香农芯创整合业内资源，加速推进 eSSD 国产替代进程

企业级 SSD 市场中长期持续增长，2028 年市场规模将达 670 亿美元。数据中心低延迟存储需求下，Yole 预计 2028 年 SSD 市场规模将成长至 670 亿美元，2022-2028 年 CAGR 约为 15%；企业级 SSD 出货量将从 2022 年的约 5500 万块快速增长至 2028 年的 1.11 亿块，2022-2028 年 CAGR 高达约 18%。

图34 2022-2028 年企业级 SSD 和消费级 SSD 出货量预测（百万块）



资料来源：Yole、中航证券研究所

AI 服务器带动近期 eSSD 量价齐升，QLC 大容量 SSD 需求动能占优。AI 服务器带动大容量存储需求明显增长，部分北美客户开始扩大采用 QLC 大容量 SSD 以取代 HDD，今年第一季度企业级 SSD 位元出货量增长逾 20%，在量价齐升的背景下，第一季度企业级 SSD 营收达到 37.58 亿美元，环比增长 62.9%，同比增长 88.1%。第二季度 AI 服务器对大容量 SSD 的需求只增不减，企业级 SSD 合约价格继续涨超 20%。QLC 大容量产品近期需求动能显著优于其他容量，SK 集团旗下 Solidigm 长期耕耘 QLC eSSD 产品，第一季度订单呈翻倍增长，预计第二季度景气度持续，营收有望再增长 30%以上。

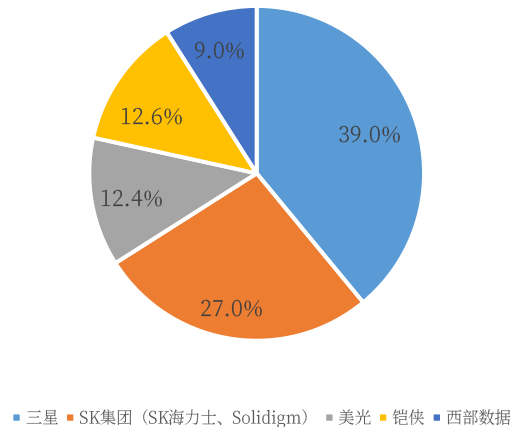
图35 2024 年第一季度全球原厂企业级 SSD 品牌厂商营收（百万美元）

Company	Revenue		Market Share	
	1Q24	QoQ (%)	1Q24	4Q23
Samsung	1,782.0	85.4%	47.4%	41.7%
SK Group (SK hynix + Solidigm)	1,143.9	49.3%	30.4%	33.2%
Micron	373.5	49.4%	9.9%	10.8%
Kioxia	325.7	50.1%	8.7%	9.4%
WDC	133.0	18.1%	3.6%	4.9%
Total	3,758.1	62.9%	100.0%	100.0%

注1：4Q23汇率均值：美元兑日圆汇率：1:147.8；美元兑韩元汇率：1:1,321.8
注2：1Q24汇率均值：美元兑日圆汇率：1:148.6；美元兑韩元汇率：1:1,329.6

资料来源：TrendForce、中航证券研究所

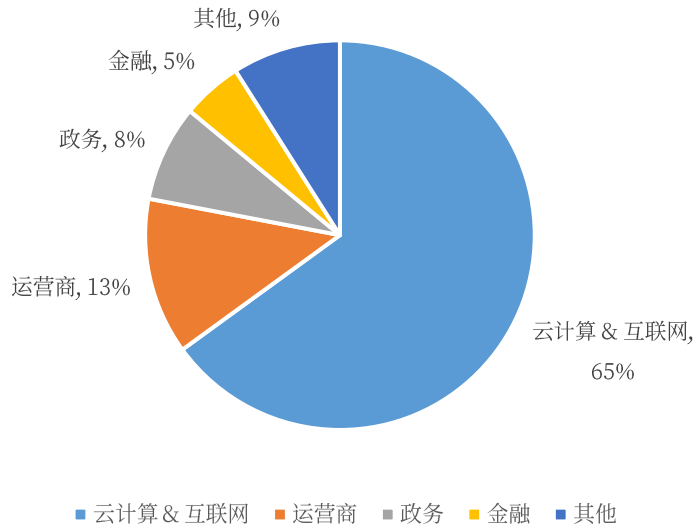
图36 2023 年全球原厂企业级 SSD 品牌厂商市场份额



资料来源：TrendForce、中航证券研究所

云计算&互联网企业是我国 eSSD 市场主要客户，运营商需求有望释放。根据 IDC，中国企业级固态硬盘近年来取得了长足的发展，2021 年市场规模为 32.8 亿美元，同比增长 16.2%，约占全球市场的 16.9%。根据艾瑞咨询统计核算，2021 年云计算和互联网企业仍然是我国企业级固态硬盘的支柱下游客户，占总市场规模份额约 65%，在人工智能等新技术发展如火如荼的背景下，预计未来几年云计算和互联网企业仍将是国内 eSSD 的需求主力。2021 年，运营商市场份额约为 13%，近年来运营商加大云计算、IDC 领域投入，云业务收入增长强劲，2023 年移动/联通/电信云服务收入分别同比增长 65.6%/41.6%/67.9%，运营商对高性能存储硬件的需求有望进一步释放。

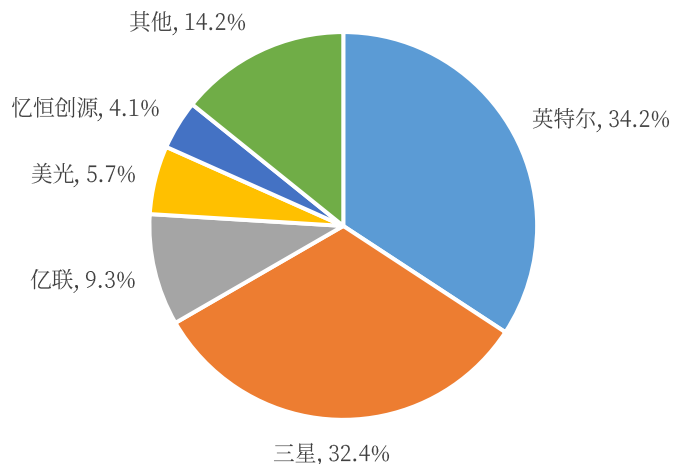
图37 2021年中国企业级固态硬盘客户行业结构（按采购金额口径）



资料来源：艾瑞咨询、中航证券研究所

国内 eSSD 市场也主要由海外厂商主导，本土厂商实力提升国产替代空间广阔。按收入金额口径计算，2021 年中国企业级固态硬盘市场仍主要由海外厂商主导，英特尔与三星依托其技术生态、供应链整合能力等，市场份额占据领先优势，分别为 34.2% 和 32.4%。国产品牌中，忆联、忆恒创源 eSSD 市场份额较为领先。2021 年底，SK 海力士完成了对英特尔 NAND 及 SSD 业务的收购，并成立新公司 Solidigm，2022 年以后韩系厂商在我国企业级 SSD 市场占据近 70% 的市场份额。近年我国 SSD 供应链加速崛起，本土厂商实力快速提升，在国产替代的时代背景下市场份额有望进一步提升。

图38 2021年中国企业级 SSD 市场份额



资料来源：IDC、中航证券研究所（注：2021 年英特尔与海力士的 SSD 业务仍独立核算）

公司整合业内顶级资源，加速推进我国企业级存储国产替代进程。公司与国产企业级 SSD 主控芯片厂商大普微电子及国际一线存储颗粒原厂 SK 海力士等于 2023 年 5 月共同设立深圳市海普存储科技有限公司，公司以货币资金出资 3500 万元，占注册资本的 35%；并于今年 6 月与上述合作方等拟设立无锡海普芯创科技有限公司（暂定名，最终以工商登记部门登记为准），公司以深圳海普 30% 股权作价 900 万元与货币资金 5250 万元出资，占注册资本的 41%。深圳海普定位于研发、生产企业级存储产品，围绕国产化和定制化的需求进行业务开展，而拟发起设立的无锡海普芯创科技有限公司旨在拓展公司产品线，延伸产品链条，在深圳海普业务基础上完善企业级 DRAM 产品线。依托于公司在分销领域深耕多年积累的原厂和客户资源，海普存储在企业级存储市场的原料供应和客户导入方面具有较高起点，其产品包括企业级 NVMe SSD 和 RDIMM，为服务器、数据中心提供高性能、高可靠的存储产品和解决方案。公司在深圳、无锡建立研发和生产基地，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，深圳海普已经在 2023 年实现少量销售。海普存储的企业级 SSD 产品采用 SK 海力士的 NAND 颗粒和大普微的主控芯片，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存储市场国产化率低、长期被国际厂商垄断的格局，加速推进我国企业级存储国产替代进程，把握算力基础设施建设的机遇，满足快速增长的企业级存储产品市场需求。

五、盈利及估值分析

半导体分销业务：半导体作为电子元器件行业的核心组成部分，其整体产业规模和成长速度将直接影响电子元器件分销行业的发展，本轮半导体产业复苏有望带动公司的半导体分销业绩增长。同时，基于存储器是公司分销业务中最核心的产品，随着存储行业进入价格上涨周期，下游客户需求回升，公司半导体分销业务的营收有望迎来量价齐升，毛利率水平也或将提高。我们预计公司 2024-2026 年半导体分销营业收入分别为 150.08/171.10/191.63 亿元，对应增速分别为 37%/14%/12%，对应毛利率分别为 5.25%/5.20%/5.20%。

半导体产品业务：公司战略布局控股子公司海普存储，延伸产业链条自研企业级存储产品。依托于公司在分销领域深耕多年积累的原厂和客户资源，海普存储在企业级存储市场的原料供应和客户导入方面具有较高起点，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，有望加速推进我国企业级存储国产替代进程，满足快速增长的企业级存储产品市场需求。我们预计公司 2024-2026 年半导体产品营业收入分别为 2/4/8 亿元，对应毛利率分别为 15%/17.5%/17.5%。

图39 分业务盈利预测

分业务盈利预测（百万元）		2024E	2025E	2026E
半导体分销业务	销售收入	15,008.39	17,109.56	19,162.71
	增长率	37.00%	14.00%	12.00%
	毛利率	5.25%	5.20%	5.20%
半导体产品业务	销售收入	200.00	400.00	800.00
	增长率	-	100.00%	100.00%
	毛利率	15.00%	17.50%	17.50%
洗衣机减速器及配件业务	销售收入	286.81	286.81	286.81
	增长率	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	28.00%	28.00%	28.00%
其他业务	销售收入	25.85	25.85	25.85
	增长率	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	25.00%	25.00%	25.00%
合计	销售收入	15,521.05	17,822.23	20,275.37
	增长率	37.75%	14.83%	13.76%
	毛利率	5.83%	5.87%	6.03%

资料来源：ifind、中航证券研究所

综上，我们预测 2024-2026 年营收为 155.21/178.22/202.75 亿元，归母净利润为 4.90/5.79/6.95 亿元，对应 EPS 1.07/1.27/1.52 元，对应当前股价 PE 为 32/27/23 倍，给予“买入”评级。

六、风险提示

1、供应商依赖风险

原厂的授权是公司电子元件分销业务稳健发展的基础，上游原厂集中度高或将产生一定供应商依赖。SK 海力士和 MTK 是联合创泰的核心供应商，其中 SK 海力士系存储市场前三大寡头厂商之一，【市场份额】，而 MTK 是全球最大的智能手机芯片组供应商，市场占有率达 40%。如上述供应商的重要产品线的授权取消或不能续约将对公司业务产生不利影响。

2、客户集中度高的风险

公司的电子元器件分销业务不存在向单个客户的销售比例超过总额的 50%或严重依赖于少数客户的情形，但仍对主要客户存在一定程度的依赖。公司分销业务所代理产品主要应用于云服务和数据中心、移动通讯等领域，主要客户为互联网云服务行业的头部企业和大型 ODM 企业，下游领域客户集中度高。随着核心客户采购规模持续扩大、市场地位及品牌影响力不断提高，未来不排除原厂转变销售策略而选择向核心下游客户采用直供模式的可能。如果公司出现核心客户协议到期不再续约或协议提前终止的情形，将对公司未来业绩产生不利影响。

3、存储器等 IC 产品价格波动导致毛利率波动的风险

半导体产业的发展受到全球宏观经济、产业政策、贸易环境、产业链上下游供需关系等多种因素的影响，而存储器行业周期性强于半导体产业整体周期性，下游需求的周期波动、市场份额集中的格局、产品的标准化属性导致存储器行业历史上容易出现大幅的波动。受市场供需关系影响较大且市场呈现寡头垄断的竞争格局，存储器价格存在周期性波动风险。公司作为电子元器件分销商，处于产业链中间环节，直接对接上游原厂和下游终端客户，毛利率整体处于较低水平。公司分销业务的核心产品为存储器，该产品占公司分销业务收入的比重超过 70%，存储器产品的毛利率波动对公司分销业务毛利率产生重大影响。

4、存货跌价风险

对于大部分客户，联合创泰按客户需求进行采购并供货，但因客户订单交货期较

短且采购计划波动较大，公司会基于现有客户订单情况或客户需求预测，结合资金状况、交期要求、对市场需求的判断及备货需要，综合考虑制定采购计划。如果下游市场出现周期性波动、供过于求导致产品价格持续下跌，或因公司商业判断出现失误，未能及时应对 IC 产品市场供需变化或其他难以预料的原因调整其购销计划，导致期后销售情况不达预期或存货市场价格大幅下降，存货成本高于可变现净值，产品库存出现积压并需计提存货跌价准备，会对公司业绩产生不利影响。

图40 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	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	769.20	144.16	453.44	1552.11	1782.22	2027.54	营业收入	9205.69	13772.30	11267.69	15521.05	17822.23	20275.37
应收票据及账款	823.96	462.42	810.79	1116.84	1282.43	1458.95	营业成本	8849.31	13163.12	10613.61	14616.34	16775.76	19052.14
预付账款	481.23	837.94	153.22	211.05	242.34	275.70	税金及附加	4.00	2.87	3.47	4.66	5.35	4.06
其他应收款	26.51	44.11	37.45	51.58	59.23	67.38	销售费用	13.82	25.31	36.43	77.61	71.29	81.10
存货	669.44	1248.31	1435.97	1601.79	1700.56	1826.92	管理费用	75.40	64.85	77.44	108.65	124.76	141.93
其他流动资产	22.57	1.81	14.42	33.81	32.13	33.12	研发费用	8.44	12.66	10.57	31.04	44.56	60.83
流动资产总计	2792.91	2738.75	2905.27	4567.19	5098.92	5689.60	财务费用	60.97	133.68	143.83	62.13	76.20	68.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-4.84	-61.18	-14.61	-20.13	-23.11	-26.30
固定资产	107.77	95.35	83.37	70.31	57.25	44.19	信用减值损失	-1.20	0.15	1.22	1.68	1.93	2.20
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	10.99	12.51	12.90	10.75	8.60	6.45	投资收益	63.99	32.80	1.07	0.85	10.00	15.00
长期待摊费用	6.01	4.86	5.20	2.60	0.00	0.00	公允价值变动损益	9.32	41.25	93.96	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1437.10	1410.67	1538.72	1538.55	1538.39	1538.23	资产处置收益	3.15	0.11	0.91	1.39	1.39	1.39
非流动资产合计	1561.87	1523.38	1640.19	1622.21	1604.24	1588.86	其他收益	4.40	6.26	4.75	5.14	5.14	5.14
资产总计	4354.78	4262.13	4545.46	6189.40	6703.15	7278.47	营业利润	268.60	389.20	469.63	609.57	719.66	864.35
短期借款	647.70	796.46	443.10	1474.60	1466.79	1416.87	营业外收入	0.61	0.49	0.24	0.45	0.45	0.45
应付票据及账款	503.93	87.16	477.83	546.39	535.19	503.42	营业外支出	0.00	0.03	0.15	0.15	0.15	0.15
其他流动负债	680.87	583.91	344.87	523.40	600.60	682.56	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	1832.50	1467.53	1265.80	2544.39	2602.58	2602.85	利润总额	269.21	389.66	469.73	609.87	719.97	864.65
长期借款	922.59	823.20	554.33	432.31	312.53	196.60	所得税	47.71	75.72	94.36	122.51	144.62	173.68
其他非流动负债	21.82	30.71	54.58	54.58	54.58	54.58	净利润	221.49	313.94	375.37	487.36	575.34	690.97
非流动负债合计	944.40	853.90	608.91	486.89	367.11	251.18	少数股东损益	-2.38	0.19	-2.29	-2.97	-3.51	-4.22
负债合计	2776.90	2321.44	1874.70	3031.28	2969.69	2854.04	归属母公司股东净利润	223.87	313.75	377.66	490.34	578.86	695.19
股本	420.00	420.00	457.57	457.57	457.57	457.57	EBITDA	345.33	535.22	625.45	689.97	814.14	948.43
资本公积	213.87	213.87	549.91	549.91	549.91	549.91	NOPLAT	260.89	387.95	414.43	535.65	634.89	744.28
留存收益	923.18	1281.30	1620.13	2110.46	2689.32	3384.51	EPS(元)	0.49	0.69	0.83	1.07	1.27	1.52
归属母公司权益	1557.05	1915.17	2627.61	3117.94	3696.80	4391.99							
少数股东权益	20.82	25.52	43.15	40.17	36.66	32.44							
股东权益合计	1577.88	1940.69	2670.75	3158.12	3733.46	4424.43							
负债和股东权益合计	4354.78	4262.13	4545.46	6189.40	6703.15	7278.47							

现金流量表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	221.49	313.94	375.37	481.22	561.89	673.52
折旧与摊销	15.15	11.88	11.89	17.97	17.97	17.97
财务费用	60.97	133.68	143.83	62.13	76.20	68.40
投资损失	-63.99	-32.80	-1.07	-0.85	-10.00	-15.00
营运资金变动	-334.79	-1220.21	148.89	-298.47	-238.21	-295.18
其他经营现金流	-11.55	109.40	28.90	6.29	15.44	20.44
经营性现金净流量	-112.72	-684.11	707.82	268.29	423.30	467.55
资本支出	9.64	-4.35	-15.58	0.00	0.00	0.00
长期投资	-1248.79	16.36	-47.91	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	26.83	112.13	9.60	-16.99	10.61	12.01
投资性现金净流量	-1212.32	124.13	-53.89	-16.99	10.61	12.01
短期借款	647.70	148.77	-353.37	1031.51	-7.81	-49.92
长期借款	922.59	-99.39	-268.87	-122.01	-119.78	-115.93
普通股增加	0.00	0.00	37.57	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-0.53	0.00	336.04	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-437.29	208.01	-65.50	-62.13	-76.20	-68.40
筹资性现金净流量	1132.46	257.38	-314.13	847.37	-203.79	-234.25
现金流量净额	-194.42	-255.70	303.95	1098.67	230.12	245.31

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力						
营收增长率	3376.71%	49.61%	-18.19%	37.75%	14.83%	13.76%
营业利润增长率	263.84%	44.90%	20.67%	29.80%	18.06%	20.10%
EBIT增长率	422.34%	58.50%	17.24%	9.52%	18.48%	17.19%
EBITDA增长率	334.42%	54.99%	16.86%	10.32%	18.00%	16.49%
归母净利润增长率	247.76%	40.15%	20.37%	29.83%	18.05%	20.10%
经营现金流增长率	-450.35%	-506.93%	203.47%	-62.10%	57.77%	10.45%
盈利能力						
毛利率	3.87%	4.42%	5.80%	5.83%	5.87%	6.03%
净利率	2.41%	2.28%	3.33%	3.14%	3.23%	3.41%
营业利润率	2.92%	2.83%	4.17%	3.93%	4.04%	4.26%
ROE	14.38%	16.38%	14.37%	15.73%	15.66%	15.83%
ROA	5.14%	7.36%	8.31%	7.92%	8.64%	9.55%
ROIC	74.74%	13.86%	12.68%	16.57%	13.77%	14.70%
估值倍数						
P/E	72.56	51.77	43.01	33.13	28.06	23.37
P/S	1.76	1.18	1.44	1.05	0.91	0.80
P/B	10.43	8.48	6.18	5.21	4.39	3.70
股息率	0.28%	0.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	39.06	16.37	26.19	26.40	22.12	18.69
EV/EBITDA	37.35	16.01	25.69	25.71	21.63	18.39
EV/NOPLAT	49.44	22.08	38.77	33.11	27.74	23.43

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, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjih@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送发或为任何就送发、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、内容或其复印本给予任何其他人。

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