

2025 年 01 月 02 日

香农芯创 (300475.SZ)

投资评级：增持（首次）

——“分销+产品”双轮驱动，聚焦半导体领域发展

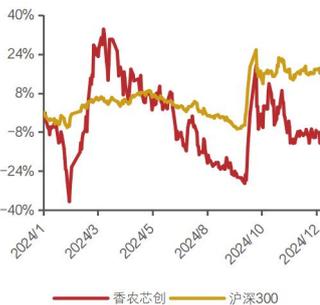
证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com

联系人

林高凡
lingaofan@huayuanstock.com
唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024 年 12 月 31 日

收盘价 (元)	28.49
一年内最高/最低 (元)	45.99/19.80
总市值 (百万元)	13,036.05
流通市值 (百万元)	12,542.46
总股本 (百万股)	457.57
资产负债率 (%)	68.77
每股净资产 (元/股)	6.45

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **成功转型半导体，激发成长动能。**香农芯创前身为聚隆科技，成立于 1998 年，最初的主营产品为洗衣机减速离合器。2019 年，基石资本完成对聚隆的要约收购，开始转型布局半导体领域，目前，公司已形成芯片分销和自研产品两大业务板块，成长天花板打开。
- **分销：深度绑定代理品牌，手握核心客户资源。**公司通过联合创泰主体开展半导体分销业务，上游深度绑定头部供应商，下游与国内互联网客户联系紧密，代理品牌包括 SK Hynix（海力士）、MTK（联发科）、Giga Device（兆易创新）、AMD（超威半导体）等多家一线企业；下游客户包括阿里、腾讯、字节、百度等一线互联网厂商，经过多年合作，已构建较强客户黏性。
- **产品：自研产品打开第二增长曲线。**公司联合 SK 海力士、大普微电子等合作方先后成立控股子公司海普存储和海普芯创，分别负责企业级 SSD 和 DRAM 产品的设计、生产和销售。目前公司自主品牌建设、开发进展顺利，以深度服务国家大数据产业为出发点，围绕国产化、定制化路线，截止 2024 年中已完成企业级 DDR4、DDR5、Gen4 eSSD 的研发试产，产品性能优异。根据公司股权激励计划目标，我们预计企业级产品未来将处于高速增长通道。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.81/5.29/6.53 亿元，同比增速分别为 27.38%/9.87%/23.55%，当前股价对应的 PE 分别约为 27/25/20 倍。由于 A 股没有分销业务结构完全可比的公司，考虑到香农正在进军存储模组行业，开展第二增长曲线，我们选取存储模组公司江波龙和德明利作为可比公司，2024-2026 年平均估值分别约为 27/28/23 倍，公司估值与行业平均水平接近，鉴于公司分销业务深度绑定上下游，企业级 SSD 和 DRAM 业务打开第二增长曲线，**首次覆盖，给予“增持”评级。**
- **风险提示。上游供应商依赖风险；下游客户资源依赖风险；存货跌价风险；新产品业务拓展不及预期风险**

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,772	11,268	20,247	24,407	29,557
同比增长率 (%)	49.61%	-18.19%	79.69%	20.55%	21.10%
归母净利润 (百万元)	314	378	481	529	653
同比增长率 (%)	40.15%	20.37%	27.38%	9.87%	23.55%
每股收益 (元/股)	0.69	0.83	1.05	1.16	1.43
ROE (%)	16.38%	14.37%	15.97%	15.39%	16.51%
市盈率 (P/E)	41.55	34.52	27.10	24.66	19.96

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.81/5.29/6.53 亿元，同比增速分别为 27.38%/9.87%/23.55%，当前股价对应的 PE 分别约为 27/25/20 倍。由于 A 股没有分销业务结构完全可比的公司，考虑到香农正在进军存储模组行业，开展第二增长曲线，我们选取存储模组公司江波龙和德明利作为可比公司，2024-2026 年平均估值分别约为 27/28/23 倍，公司估值与行业平均水平接近，鉴于公司分销业务深度绑定上下游，企业级 SSD 和 DRAM 业务打开第二增长曲线，**首次覆盖，给予“增持”评级。**

关键假设

电子元器件分销业务：2024 年，受益于下游市场需求提升、产品销售价格上涨和公司产品结构变化，我们预计该板块收入增速达 80%，但由于存储行业具备周期性，判断公司后续收入增速将回归稳定。我们预计 2024-2026 年该板块收入增速分别为 80%、20%、20%，毛利率分别为 4.25%、4%、4%。

自研产品业务：公司与海力士、大普微共同合作，积极开展企业级 SSD 和 DRAM 业务，2024 年开始放量，根据 2024 年公司股权激励计划，我们预计 2024-2026 年该板块收入分别为 2 亿、4 亿、8 亿，毛利率分别为 9%、10%、10%。

减速器及配件业务：公司减速器业务涵盖洗衣机减速器和机器人减速器，2022 年剥离机器人减速器，基于该业务板块历史收入增速和毛利率水平，我们预计 2024-2026 年该板块收入增速分别为 5%、5%、5%，毛利率分别为 25%、25%、25%。

其他业务：基于 2024 年中报披露的该业务板块收入增速和历史毛利率水平，我们预计 2024-2026 年该板块收入增速分别为 5%、5%、5%，毛利率分别为 27%、27%、27%。

投资逻辑要点

公司业务转型成功，当前分销业务为公司的收入支柱，受益于海力士、联发科和 AMD 等合作业务逐步放量，收入和业绩增长稳健，此外公司与海力士、大普微合作成立的海普存储和海普芯创，布局企业级 SSD 和 DRAM 业务，打开公司第二增长曲线。

核心风险提示

上游供应商依赖风险；下游客户资源依赖风险；存货跌价风险；新产品业务拓展不及预期风险

内容目录

1. 成功转型半导体，激发成长动能	5
1.1. 从传统行业转型半导体领域，成长天花板打开	5
1.2. 业务转型效果显著，构筑业绩新增长极	5
1.3. 多股东资源赋能，分板块激励凸显雄心	7
2. 分销业务深度绑定上下游，自研产品打开第二增长曲线	9
2.1. 分销：深度绑定代理品牌，手握核心客户资源	9
2.2. 产品：自研产品打开第二增长曲线	10
3. 盈利预测与评级	11
4. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 公司发展沿革	5
图表 2: 截至 2024 年 6 月营收占比	6
图表 3: 2012-2024 1-9 月营业收入及同比增速	6
图表 4: 2012-2024 1-9 月归母净利及同比增速	6
图表 5: 2019-2024 1-9 月毛利率与净利率	7
图表 6: 2019-2024 1-9 月费用率	7
图表 7: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 季报)	7
图表 8: 公司核心人员情况	8
图表 9: 2024 股票激励计划	9
图表 10: 解除限售考核标准	9
图表 11: 分销业务上下游客户情况	10
图表 12: 自研产品进展	11
图表 13: 盈利预测关键假设	11
图表 14: 可比公司估值表	13

1. 成功转型半导体，激发成长动能

1.1. 从传统行业转型半导体领域，成长天花板打开

香农芯创目前是一家领先的半导体分销商和企业级存储产品生产商。复盘历史，发展大致可分为两个阶段：

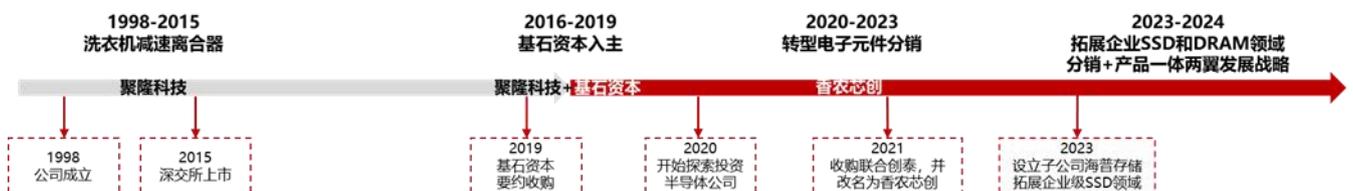
1) 1998-2019 年：前身聚隆科技，专注于生产洗衣机减速离合器。

1998 年香农芯创的前身——聚隆科技成立，公司最初专注于新型、高效节能洗衣机减速离合器的研发、生产、销售业务，并于 2015 年在深交所挂牌上市。

2) 2020-2024 年：基石资本入主后全面进军半导体业务，形成“分销+产品”一体两翼发展格局。

2019 年，随着基石资本完成对聚隆科技的要约收购，公司开始谋求转型并布局半导体领域。2020 年开始，公司先后投资参股了多家半导体公司，涉及设计、封测、设备等半导体行业多种环节。2021 年，公司以支付现金 16 亿元的方式购买联合创泰 100% 股权，于同年 7 月纳入合并报表，并正式更名为“香农芯创”，主营业务由洗衣机减速离合器变更为电子元器件分销。公司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（联发科）的代理权以及 AMD（超威半导体）的经销商资质，并积极开拓下游客户。2023 年，公司设立子公司海普存储，正式进军企业级 SSD 领域。2024 年，在深圳海普存储业务基础上，拓展公司产品线，延伸产品链条，通过设立子公司海普芯创布局企业级 DRAM 产品。至此，公司形成“分销+产品”一体两翼的发展格局。

图表 1：公司发展沿革



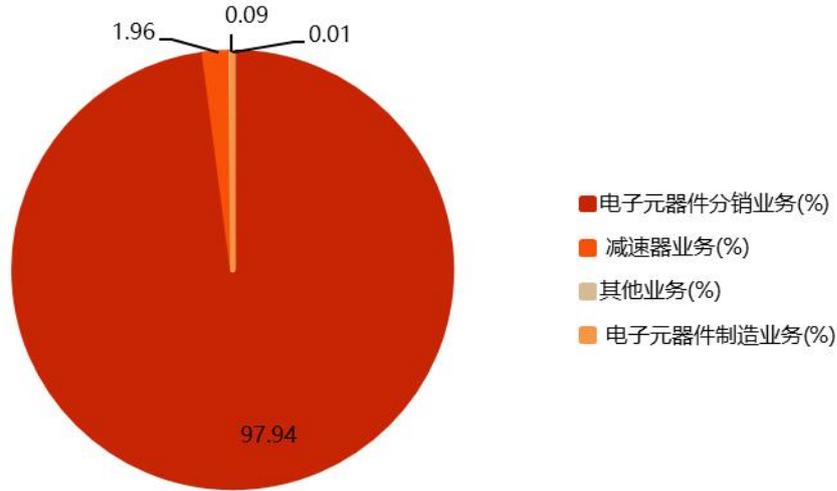
资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 业务转型效果显著，构筑业绩新增长极

业务结构成功转型，收入业绩表现稳健。公司转型后发展稳健，传统业务洗衣机减速离合器收入有所收窄，高成长性的半导体业务收入逐步释放，总体呈稳健增长态势。目前，公司半导体领域主要拥有两大业务板块，主营业务为电子元器件分销业务，企业级 SSD 和

DRAM 业务为公司第二发展曲线。当下分销业务系公司的收入支柱，截止 2024 中报该板块收入占比达到 90%以上，减速器业务和自研产品占比分别为 1.96%、0.01%。

图表 2：截至 2024 年 6 月营收占比



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 3：2012-2024 1-9 月营业收入及同比增速



资料来源：ifind，华源证券研究所

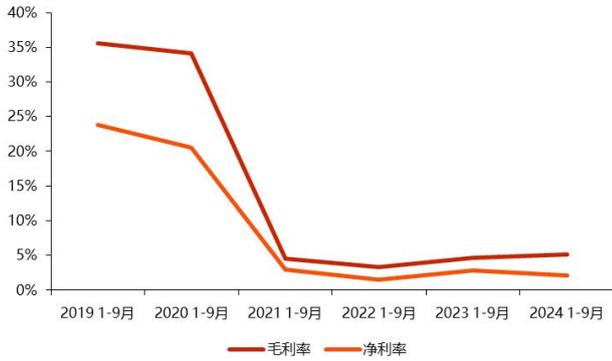
图表 4：2012-2024 1-9 月归母净利润及同比增速



资料来源：ifind，华源证券研究所

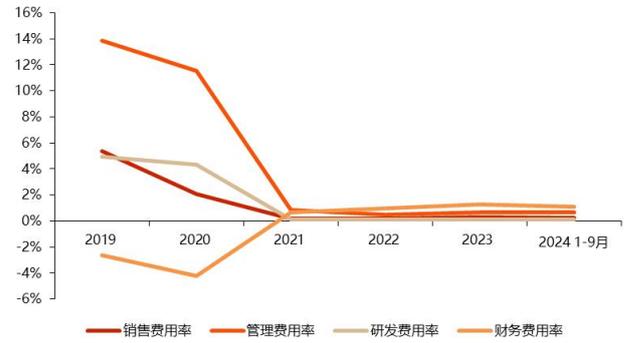
公司毛利率企稳回升，费用率摊薄明显。毛利率方面，转型前，公司减速离合器产品的整体毛利率较高；转型后，因分销型业务商业模式特殊性，导致公司毛利率和净利率显著降低，但业务结构稳定后，毛利率略有回升，2024 年 1-9 月毛利率为 5.19%，同比增长 0.58 pct。**费用率方面**，转型后，受益于收入规模的快速提升，公司除财务费用率外，各项费用率有所下降，2021 年剔除财务费用以外的综合费用率为 1.1%，相比转型前 2020 年的 17.9% 明显改善，其中财务费用主要受分销商业模式的影响，一定程度上影响了费用率的表现。2024 年 1-9 月整体费用率为 2.12%，相比 2023 年同期略有下滑。

图表 5：2019-2024 1-9 月毛利率与净利率



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 6：2019-2024 1-9 月费用率

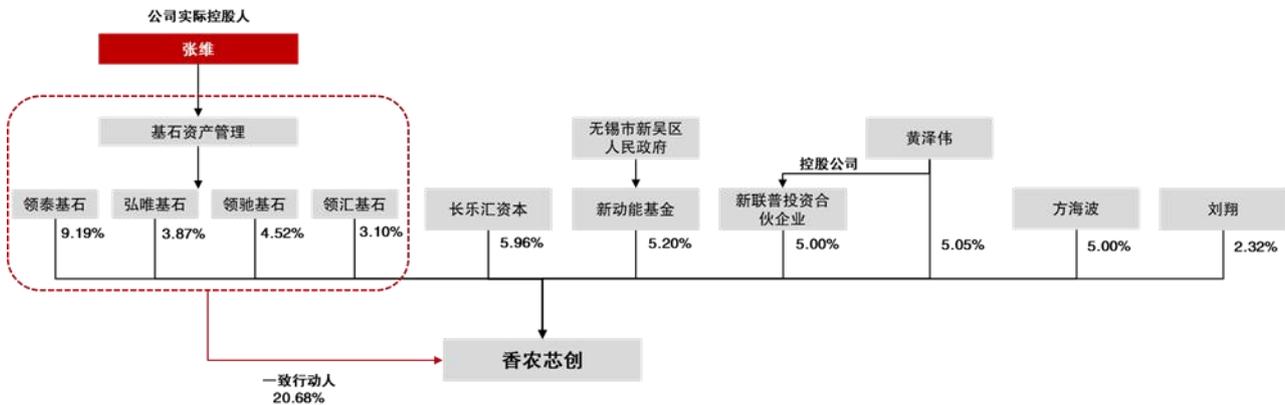


资料来源：ifind，华源证券研究所

1.3. 多股东资源赋能，分板块激励凸显雄心

引入无锡国资赋能，基石资本董事长张维先生是公司的实际控制人。截至 2024 年三季度报，公司实际控制人为基石资本董事长张维先生，通过领泰基石、弘唯基石、领驰基石、领汇基石实际持股比例合计为 20.68%，公司联席董事长为联合创泰创始人黄泽伟先生，直接持股比例为 5.05%。此外，2024 年 1 月 12 日，公司控股股东之一的领汇基石将 5.20% 的股份以 24.65 元/股的价格协议转让给无锡高新区新动能产业发展基金。新动能基金系无锡市新吴区人民政府旗下产业基金，无锡市新吴区作为 1992 年 11 月经国务院批准的国家级高新技术产业开发区，拥有丰富的产业链资源。本次政府的战略性参股，不仅为公司提供了稳定的资金支持和政策保障，还为其在半导体领域研发与创新注入动力。多方股东及政府的深度参与，赋予公司雄厚的资本与技术资源，有望显著提升公司经营稳定性与未来的发展潜力。

图表 7：公司股权结构（截至 2024 年 3 季报）



资料来源：ifind，华源证券研究所

公司董事会成员学历背景优越，丰富整合经验与产业资源助力公司发展。公司现有管理团队的核心成员均来自基石资本和联合创泰，为公司提供了丰富的整合经验与产业资源。公司实际控制人张维先生在金融领域拥有多年的从业经验，曾先后担任回天新材董事长和鹰牌控股董事局主席。张维先生不仅拥有深厚的行业资源，还具备多元化的管理能力，能够高效协调战略规划与业务整合拓展；公司联席董事长黄泽伟为联合创泰创始人，深耕半导体领域，拥有良好的供应商关系和客户资源，产业资源丰富。

图表 8：公司核心人员情况

姓名	职务	学历	经历
张维	公司实际控制人	南京大学法学硕士	深圳市基石资产管理股份有限公司董事长。曾担任回天新材董事长，新加坡上市公司鹰牌控股董事局主席。现任中国基金业协会私募股权及并购基金专业委员会委员，北大光华管理学院 EMBA 金融协会副会长。
范永武	董事长	应用经济学博士后 哥伦比亚大学经济政策制定硕士	现任基石资本合伙人，沃森生物董事，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 11 月起任公司董事，2021 年 7 月起任公司董事长。
黄泽伟	公司董事 联席董事长	北京大学研修班结业	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	公司总经理	硕士研究生学历	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	公司董事 副总经理 财务总监	武汉大学管理学学士 北京大学工商管理硕士	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。
徐伟	公司董事	硕士研究生学历	现任聚隆精工、聚隆减速器、宁国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、安徽信保基石资产管理有限公司、基明资产管理（上海）有限公司、埃夫特智能装备股份有限公司、马鞍山基石浦江资产管理有限公司董事，福建乐摩物联科技有限公司副董事长，上海龙旗科技股份有限公司监事，深圳市深投控基石私募股权基金管理公司董事、总经理。2019 年 11 月至 2021 年 7 月任公司总经理，2019 年 11 月起任公司董事。
杨胜君	公司董事	美国俄勒冈州立大学&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 4 月起任公司董事。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

股权政策巩固核心团队，分板块激励计划彰显发展雄心。公司目前实行 2024 年股票激励方案，此次计划共计授予 1830 万股，占总股本的 4%，涵盖高管、核心技术和业务人员共 25 人。根据业务性质与发展阶段不同，公司按照业务板块分别设置了不同的激励目标和触发

条件，涵盖半导体产业板块（海普存储）和半导体分销板块（联合创泰），充分体现了公司的精细化激励机制和对各业务条线人才队伍的重视。

图表 9：2024 股票激励计划

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			1830	100%	4.00%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：解除限售考核标准

激励对象	归属安排	考核年度	营业收入目标值 (亿元)	营业收入触发值 (亿元)	
公司董事, 高级管理人员	首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票	第一个归属期	2024	152	121
		第二个归属期	2025	174	138
		第三个归属期	2026	198	156
半导体产品板块	首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票	第一个归属期	2024	2	1
		第二个归属期	2025	4	2
		第三个归属期	2026	8	4
半导体分销板块	首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票	第一个归属期	2024	150	120
		第二个归属期	2025	170	136
		第三个归属期	2026	190	152

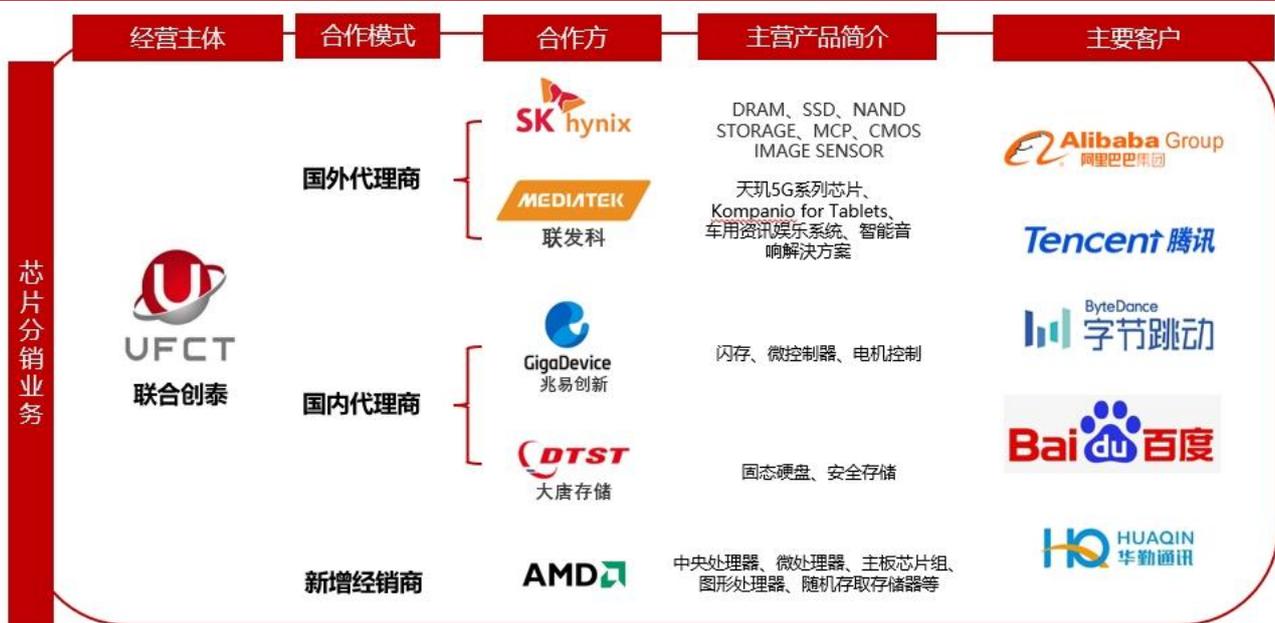
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 分销业务深度绑定上下游，自研产品打开第二增长曲线

2.1. 分销：深度绑定代理品牌，手握核心客户资源

公司深度绑定海力士、联发科和 AMD，与国内互联网客户联系紧密。目前公司业务模式分为芯片分销和自研产品两大板块，公司通过联合创泰主体开展半导体分销业务，代理品牌包括 SK Hynix（海力士）、MTK（联发科）、Giga Device（兆易创新）等多家一线企业。2024 年 5 月 30 日，联合创泰新增 AMD（超威半导体）的经销商资格，进一步满足了下游客户多样化的需求，公司目前已具备数据存储器、控制芯片、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）、电视、车载产品、智能穿戴、物联网等领域；公司下游客户包括阿里、腾讯、字节、百度等一线互联网厂商，经过多年合作，已形成较为紧密的联系，可快速响应客户需求，并根据客户要求，提供产品服务，构建较强客户黏性。

图表 11：分销业务上下游客户情况



资料来源：ifind，联合创泰官网，华源证券研究所

2.2. 产品：自研产品打开第二增长曲线

公司自研企业级 SSD 和 DRAM 产品处于放量前夕。公司联合 SK 海力士、大普微电子等合作方先后成立控股子公司海普存储和海普芯创，分别负责企业级 SSD 和 DRAM 产品的设计、生产和销售，目前公司自主品牌建设、开发进展顺利，以深度服务国家大数据产业为出发点，围绕国产化、定制化路线，截止 2024 年中已完成企业级 DDR4、DDR5、Gen4 eSSD 的研发试产，产品性能优异，应用于云计算存储（数据中心服务器）等领域，目前已完成部分国内主要服务器平台的认证和适配工作，并正式进入产品量产阶段，公司持续与产业链深度合作，加大研发投入，打造国产先进存储品牌及产品。根据公司股权激励计划目标，我们预计企业级产品未来将处于高速增长通道。

图表 12: 自研产品进展



资料来源: ifind, 联合创泰官网, 海普存储官网, 华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

关键假设

电子元器件分销业务: 2024 年, 受益于下游市场需求提升、产品销售价格上涨和公司产品结构变化, 我们预计该板块收入增速达 80%, 但由于存储行业具备周期性, 判断公司后续收入增速将回归稳定。我们预计 2024-2026 年该板块收入增速分别为 80%、20%、20%, 毛利率分别为 4.25%、4%、4%。

自研产品业务: 公司与海力士、大普微共同合作, 积极开展企业级 SSD 和 DRAM 业务, 2024 年开始放量, 根据 2024 年公司股权激励计划, 我们预计 2024-2026 年该板块收入分别为 2 亿、4 亿、8 亿, 毛利率分别为 9%、10%、10%。

减速器及配件业务: 公司减速器业务涵盖洗衣机减速器和机器人减速器, 2022 年剥离机器人减速器, 基于该业务板块历史收入增速和毛利率水平, 我们预计 2024-2026 年该板块收入增速分别为 5%、5%、5%, 毛利率分别为 25%、25%、25%。

其他业务: 基于 2024 年中报披露的该业务板块收入增速和历史毛利率水平, 我们预计 2024-2026 年该板块收入增速分别为 5%、5%、5%, 毛利率分别为 27%、27%、27%。

图表 13: 盈利预测关键假设

营收成本拆分 (百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
-----------------	------	------	------	-------	-------	-------

合计						
营业收入	9206	13772	11268	20247	24407	29557
yoy	3377%	50%	-18%	80%	21%	21%
营业成本	8849	13163	10614	19308	23334	28250
毛利	356	609	654	939	1074	1307
毛利率	3.87%	4.42%	5.80%	4.64%	4.40%	4.42%
1.电子元器件分销业务						
营业收入	8881	13486	10955	19719	23663	28395
yoy		52%	-19%	80%	20%	20%
营业成本	8615	12963	10380	18881	22716	27260
毛利	266	523	575	838	947	1136
毛利率	2.99%	3.88%	5.25%	4.25%	4.00%	4.00%
2.自研产品业务						
营业收入	0	0	0.14	200	400	800
yoy				142757%	100%	100%
营业成本			0.13	182	360	720
毛利			0.01	18	40	80
毛利率			8.95%	9%	10%	10%
3.减速器与配件						
营业收入	310	277	299	314	330	346
yoy	23%	-10%	8%	5%	5%	5%
营业成本	223	195	224	235	247	259
毛利	86	82	76	79	83	88
毛利率	28%	30%	25%	25%	25%	25%
4.其他业务						
营业收入	15	9	13	14	15	15
yoy	11%	-39%	42%	5%	5%	5%
营业成本	11	5	10	10	11	11
毛利	4	4	4	4	4	4
毛利率	26.08%	46.12%	27.30%	27%	27%	27%

资料来源：ifind，华源证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.81/5.29/6.53 亿元，同比增速分别为 27.38%/9.87%/23.55%，当前股价对应的 PE 分别约为 27/25/20 倍。由于 A 股没有分销业务结构完全可比的公司，考虑到香农正在进军存储模组行业，开展第二增长曲线，我们选取存储模组公司江波龙和德明利作为可比公司，2024-2026 年平均估值分别约为 27/28/23 倍，公司估值与行业平均水平接近，鉴于公司分销业务深度绑定上下游，企业级 SSD 和 DRAM 业务打开第二增长曲线，**首次覆盖，给予“增持”评级。**

图表 14：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			EPS			PE			PB
		2024-12-31	24E	25E	26E	24E	25E	26E			
301308.SZ	江波龙	86.00	2.36	2.25	2.68	36.39	38.17	32.03	5.22		
001309.SZ	德明利	87.20	5.19	4.85	6.19	16.91	18.09	14.19	7.64		
	算数平均					26.65	28.13	23.11			
300475.SZ	香农芯创	28.49	1.05	1.16	1.43	27.10	24.66	19.96	4.33		

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，EPS 单位为元/股，江波龙、德明利盈利预测均来自 ifind 一致预期，其他公司盈利预测来自华源证券研究所，pb 来自 ifind

4. 风险提示

上游供应商依赖风险：若与海力士、联发科、AMD 等供应商关系发生变化，将会影响公司进货稳定性从而影响分销业务收入；

下游客户资源依赖风险：若与终端客户关系发生变化，将会影响公司份额从而影响分销业务收入；

存货跌价风险：若产品价格出现下滑，存货将会有较大的减值压力；

新产品业务拓展不及预期风险：若终端竞争过于激烈，企业级 SSD 和 DRAM 产品可能存在拓展不及预期的可能性。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	453	1,012	1,220	1,478
应收票据及账款	811	1,457	1,756	2,127
预付账款	153	275	332	402
其他应收款	37	63	77	93
存货	1,436	1,968	2,378	2,879
其他流动资产	14	18	20	22
流动资产总计	2,905	4,794	5,783	7,000
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	83	104	123	141
在建工程	0	0	0	0
无形资产	13	10	7	5
长期待摊费用	5	7	7	6
其他非流动资产	1,539	1,538	1,538	1,538
非流动资产合计	1,640	1,659	1,676	1,689
资产总计	4,545	6,453	7,459	8,690
短期借款	443	1,401	1,783	2,225
应付票据及账款	478	869	1,050	1,272
其他流动负债	345	626	756	915
流动负债合计	1,266	2,896	3,589	4,412
长期借款	554	451	344	235
其他非流动负债	55	55	55	55
非流动负债合计	609	505	399	289
负债合计	1,875	3,401	3,988	4,701
股本	458	458	458	458
资本公积	550	550	550	550
留存收益	1,620	2,004	2,426	2,947
归属母公司权益	2,628	3,011	3,433	3,954
少数股东权益	43	41	38	34
股东权益合计	2,671	3,052	3,471	3,989
负债和股东权益合计	4,545	6,453	7,459	8,690

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	375	475	522	645
折旧与摊销	16	16	19	23
财务费用	144	73	93	103
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	149	-658	-470	-579
其他经营现金流	29	5	5	5
经营性现金净流量	712	-89	169	197
投资性现金净流量	-54	-37	-37	-37
筹资性现金净流量	-314	685	76	98
现金流量净额	308	559	208	257

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,268	20,247	24,407	29,557
营业成本	10,614	19,308	23,334	28,250
税金及附加	3	6	8	9
销售费用	36	65	79	96
管理费用	77	139	168	203
研发费用	11	19	23	27
财务费用	144	73	93	103
资产减值损失	-15	-42	-51	-62
信用减值损失	1	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动损益	94	0	0	0
资产处置收益	1	-1	0	0
其他收益	5	5	5	5
营业利润	470	599	658	813
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	470	599	658	813
所得税	94	120	132	163
净利润	375	478	526	649
少数股东损益	-2	-3	-3	-4
归属母公司股东净利润	378	481	529	653
EPS(元)	0.83	1.05	1.16	1.43

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-18.19%	79.69%	20.55%	21.10%
营业利润增长率	20.67%	27.48%	9.87%	23.55%
归母净利润增长率	20.37%	27.38%	9.87%	23.55%
经营现金流增长率	204.57%	-112.52%	290.18%	16.03%
盈利能力				
毛利率	5.80%	4.64%	4.40%	4.42%
净利率	3.33%	2.36%	2.15%	2.20%
ROE	14.37%	15.97%	15.39%	16.51%
ROA	8.31%	7.45%	7.09%	7.51%
估值倍数				
P/E	34.52	27.10	24.66	19.96
P/S	1.16	0.64	0.53	0.44
P/B	4.96	4.33	3.80	3.30
股息率	0.58%	0.75%	0.82%	1.01%
EV/EBITDA	26	21	19	16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。