

公司研究

互联网客户资本开支提升，自研企业级产品加速导入

——香农芯创（300475.SZ）跟踪报告之四

要点

香农芯创：中国电子元器件分销领先企业。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。

公司已积累了众多优质的原厂授权资质，先后取得全球前三家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、国内存储控制芯片领域领头厂商兆易创新的授权代理权，形成了代理原厂线优势。

客户阿里巴巴加大资本开支投入，公司业务有望受益：2025年2月20日，阿里巴巴发布了截至2024年12月31日的2025财年第三财季财报，CEO吴泳铭在业绩会上表示，AI时代对于基础设施有明确而巨大的需求，将积极投资于AI基础设施建设。未来三年，集团在云和AI的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。阿里集团在AI战略里面的首要目标是AGI的实现，可能远远超过现在可见的任何一个应用场景。

香农芯创代理的产品广泛应用于云计算存储（数据中心服务器）、手机等领域。目前客户主要系阿里巴巴、中霸公司、华勤通讯等互联网云服务商和国内大型ODM企业，实现了对该领域一流厂商的覆盖，具备领先的客户优势。阿里巴巴加大资本开支投入，公司作为其企业级存储领域的供应商将有望显著受益。

公司旗下海普存储自研企业级存储产品进展迅速：根据公司2023年5月26日公告，香农芯创与多家合资方共同发起设立深圳市海普存储科技有限公司，拟开展的业务主要为SSD存储产品的设计、生产和销售。

截至2024年6月30日，公司自主品牌“海普存储”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，已完成企业级DDR4、DDR5、Gen4 eSSD的研发试产，产品性能优异，用于云计算存储（数据中心服务器）等领域，并且已完成部分国内主要服务器平台的认证和适配工作，正式进入产品量产阶段。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司互联网客户资本开支提升带来的业绩拉动，我们将公司2024年和2025年归母净利润相对上次预测值分别上调26%与41%，并新增2026年预测。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为4.84、6.05、7.03亿元，当前市值对应PE为34/27/23倍。考虑到公司在AI基础设施供应链中的重要地位，以及自研企业级存储产品的快速推进，我们调升公司投资评级至“买入”评级。

风险提示：互联网公司资本开支不及预期，AI基础设施建设不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13,772	11,268	20,664	24,619	28,110
营业收入增长率	49.61%	-18.19%	83.39%	19.14%	14.18%
归母净利润（百万元）	314	378	484	605	703
归母净利润增长率	40.15%	20.37%	28.04%	25.16%	16.09%
EPS（元）	0.75	0.83	1.06	1.32	1.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.38%	14.37%	15.93%	17.08%	17.03%
P/E	48	43	34	27	23
P/B	7.8	6.2	5.4	4.6	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-03-03，2022-2024年股本分别为4.20/4.58/4.58亿股

买入（调升）

当前价：35.52元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：孙啸

执业证书编号：S0930524030002

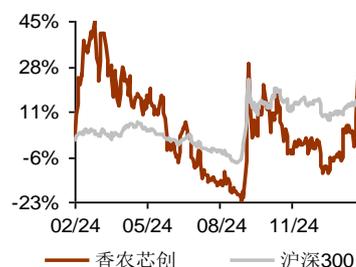
021-52523857

sunxiao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.58
总市值(亿元)	162.53
一年最低/最高(元)	22.92/45.72
近3月换手率	302.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	23.32	21.80	-14.18
绝对	25.78	20.73	-4.36

资料来源：Wind

相关研报

海力士 HBM 业务持续成长，企业级 SSD 业务空间广阔——香农芯创（300475.SZ）跟踪报告之三（2024-03-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,772	11,268	20,664	24,619	28,110
营业成本	13,163	10,614	19,715	23,481	26,810
折旧和摊销	11	11	15	16	16
税金及附加	3	3	8	10	11
销售费用	25	36	72	86	98
管理费用	65	77	145	172	197
研发费用	13	11	21	25	28
财务费用	134	144	90	87	83
投资收益	33	1	1	1	1
营业利润	389	470	604	756	878
利润总额	390	470	604	756	878
所得税	76	94	121	152	176
净利润	314	375	483	604	702
少数股东损益	0	-2	-1	-1	-1
归属母公司净利润	314	378	484	605	703
EPS(元)	0.75	0.83	1.06	1.32	1.54

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-681	712	-148	419	325
净利润	314	378	484	605	703
折旧摊销	11	11	15	16	16
净营运资金增加	1,287	-283	1,016	405	579
其他	-2,292	607	-1,662	-608	-973
投资活动产生现金流	124	-54	415	-7	-7
净资本支出	-3	-7	-9	-9	-9
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	127	-47	424	2	2
融资活动现金流	257	-314	-101	-293	-213
股本变化	0	38	0	0	0
债务净变化	101	-524	65	-109	-9
无息负债变化	-557	77	489	394	126
净现金流	-252	308	166	119	105

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	4.4%	5.8%	4.6%	4.6%	4.6%
EBITDA 率	4.2%	4.9%	3.5%	3.6%	3.5%
EBIT 率	4.1%	4.8%	3.5%	3.5%	3.5%
税前净利润率	2.8%	4.2%	2.9%	3.1%	3.1%
归母净利润率	2.3%	3.4%	2.3%	2.5%	2.5%
ROA	7.4%	8.3%	8.8%	9.6%	10.0%
ROE (摊薄)	16.4%	14.4%	15.9%	17.1%	17.0%
经营性 ROIC	12.7%	13.2%	13.4%	14.7%	14.9%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	54%	41%	44%	43%	40%
流动比率	1.87	2.30	2.39	2.44	2.64
速动比率	1.02	1.16	1.29	1.32	1.42
归母权益/有息债务	1.12	2.21	2.42	3.10	3.63
有形资产/有息债务	1.83	2.87	3.49	4.52	5.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	4,262	4,545	5,506	6,298	6,996
货币资金	144	453	620	739	843
交易性金融资产	0	10	10	10	10
应收账款	272	621	614	732	836
应收票据	190	166	372	443	506
其他应收款 (合计)	44	37	62	74	84
存货	1,248	1,436	1,962	2,328	2,651
其他流动资产	2	28	28	28	28
流动资产合计	2,739	2,905	4,259	5,058	5,763
其他权益工具	0	38	38	38	38
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	85	76	70	65	58
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	13	13	12	12	12
商誉	1,090	1,090	1,090	1,090	1,090
其他非流动资产	0	2	2	2	2
非流动资产合计	1,523	1,640	1,247	1,240	1,233
总负债	2,321	1,875	2,429	2,713	2,830
短期借款	796	443	508	399	390
应付账款	84	430	591	704	804
应付票据	3	48	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	69	30	30	30	30
流动负债合计	1,468	1,266	1,785	2,069	2,186
长期借款	816	549	549	549	549
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	11	11	11	11
非流动负债合计	854	609	644	644	644
股东权益	1,941	2,671	3,077	3,585	4,166
股本	420	458	458	458	458
公积金	296	633	681	742	779
未分配利润	1,110	1,423	1,782	2,230	2,775
归属母公司权益	1,915	2,628	3,035	3,544	4,126
少数股东权益	26	43	42	41	40

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.18%	0.32%	0.35%	0.35%	0.35%
管理费用率	0.47%	0.69%	0.70%	0.70%	0.70%
财务费用率	0.97%	1.28%	0.44%	0.35%	0.29%
研发费用率	0.09%	0.09%	0.10%	0.10%	0.10%
所得税率	19%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.14	0.17	0.21	0.26	0.31
每股经营现金流	-1.62	1.56	-0.32	0.91	0.71
每股净资产	4.56	5.74	6.63	7.75	9.02
每股销售收入	32.79	24.63	45.16	53.80	61.43

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	48	43	34	27	23
PB	7.8	6.2	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA	29.1	31.3	24.0	20.0	17.5
股息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP