



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	36.05
总股本/流通股本(亿股)	4.64 / 4.46
总市值/流通市值(亿元)	167 / 161
52周内最高/最低价	43.75 / 23.11
资产负债率(%)	60.4%
市盈率	62.16
第一大股东	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)

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

香农芯创(300475)

受益于 DDR4 涨价分销盈利能力改善，自研企业级存储模组进展顺利

● 投资要点

DDR4 价格或持续上行，DDR5 替代进程提速。根据 TrendForce 集邦咨询，由于 DRAM 主要供应商将逐渐收敛 Server 和 PC DDR4 产出，以及买方积极提前备货等因素，第二季 Server 与 PC DDR4 模组价格上涨，预估涨幅将优于先前预期，分别季增 18-23%和 13-18%。TrendForce 集邦咨询表示，DDR4 世代的生命周期已超过 10 年，需求逐步由 DDR5 取代，加上 HBM、DDR5、LPDDR5(X) 等产品的利润率皆明显较高，各主要供应商已规划终止生产 DDR4，最后出货时间大约落在 2026 年初。目前观察供应商的 EOL(end of life, 生命周期结束)通知均是针对 Server 与 PC 客户，Consumer DRAM 则因主流需求仍为 DDR4，厂商将持续出货 DDR4 颗粒产品。展望第三季 DDR4 合约价格趋势，供应商生产策略及关税政策为主要的的不确定性，不排除主要供应商在产出逐渐收敛下，预期性备货需求将再推升价格涨幅高于预期。

企业级 SSD 国产替代空间广阔，海普存储企业级 DDR4、DDR5、Gen4eSSD 进展顺利。基于当前的市场格局，企业级 SSD 市场还是以国际原厂为主，未来几年国内增长速度可观。目前也有国内消费级 SSD 模组公司向企业级 SSD 切入。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。目前已完成部分国内主要的服务器平台的认证和适配工作并正式进入产品量产阶段。公司将持续与产业链深度合作，持续加大研发投入，打造国产先进存储品牌及产品。公司在 2024 年的股权激励方案中设定了收入目标，存储模组 25、26 年股权激励的收入目标分别为 4、8 亿元。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 300/352/404 亿元，实现归母净利润分别为 7.0/11.2/14.1 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 24 倍、15 倍、12 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

供应商依赖风险，重要产品线的授权取消或不能续约的风险，客户集中度高的风险，存货保管风险，存货跌价风险，存储器等 IC 产品价格波动导致毛利率波动的风险，商誉减值的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	24271	30009	35162	40443
增长率 (%)	115.40	23.64	17.17	15.02
EBITDA (百万元)	633.63	923.87	1398.48	1710.71
归属母公司净利润 (百万元)	264.07	703.81	1120.58	1410.23
增长率 (%)	-30.08	166.52	59.22	25.85
EPS (元/股)	0.57	1.52	2.42	3.04
市盈率 (P/E)	64.28	24.12	15.15	12.04
市净率 (P/B)	5.78	4.73	3.69	2.89
EV/EBITDA	22.16	18.56	12.03	9.19

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	24271	30009	35162	40443	营业收入	115.4%	23.6%	17.2%	15.0%
营业成本	23229	28677	33303	38181	营业利润	-35.4%	180.8%	58.0%	24.4%
税金及附加	5	6	7	8	归属于母公司净利润	-30.1%	166.5%	59.2%	25.8%
销售费用	66	81	95	109	获利能力				
管理费用	196	240	281	324	毛利率	4.3%	4.4%	5.3%	5.6%
研发费用	21	27	32	36	净利率	1.1%	2.3%	3.2%	3.5%
财务费用	252	49	29	12	ROE	9.0%	19.6%	24.4%	24.0%
资产减值损失	-150	-100	-100	-100	ROIC	10.6%	11.3%	14.8%	16.9%
营业利润	303	851	1345	1673	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	60.4%	63.7%	59.9%	54.3%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.45	1.42	1.54	1.68
利润总额	304	852	1345	1674	营运能力				
所得税	46	155	239	285	应收账款周转率	28.63	25.00	24.41	24.21
净利润	258	697	1106	1389	存货周转率	10.82	9.28	9.30	9.39
归母净利润	264	704	1121	1410	总资产周转率	4.00	3.40	3.25	3.31
每股收益(元)	0.57	1.52	2.42	3.04	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.57	1.52	2.42	3.04
货币资金	898	2736	3161	3657	每股净资产	6.33	7.74	9.91	12.65
交易性金融资产	105	105	105	105	估值比率				
应收票据及应收账款	1251	1552	1814	2088	PE	64.28	24.12	15.15	12.04
预付款项	778	687	957	1006	PB	5.78	4.73	3.69	2.89
存货	2858	3325	3838	4295	现金流量表				
流动资产合计	6194	8702	10247	11547	净利润	258	697	1106	1389
固定资产	74	66	58	50	折旧和摊销	22	22	24	25
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-732	52	-782	-266
无形资产	13	13	13	13	其他	405	178	165	175
非流动资产合计	1391	1353	1340	1326	经营活动现金流净额	-48	949	512	1323
资产总计	7585	10055	11587	12873	资本开支	-20	-10	-10	-10
短期借款	1326	2326	2426	2026	其他	138	18	20	0
应付票据及应付账款	2520	3226	3680	4257	投资活动现金流净额	119	8	9	-10
其他流动负债	439	555	540	602	股权融资	33	23	0	0
流动负债合计	4285	6107	6646	6885	债务融资	680	1000	100	-600
其他	298	299	299	99	其他	-606	-141	-197	-217
非流动负债合计	298	299	299	99	筹资活动现金流净额	107	881	-97	-817
负债合计	4583	6406	6945	6984	现金及现金等价物净增加额	185	1838	425	496
股本	458	464	464	464					
资本公积金	644	660	660	660					
未分配利润	1611	2138	2978	4035					
少数股东权益	65	58	44	22					
其他	226	328	496	708					
所有者权益合计	3002	3648	4642	5889					
负债和所有者权益总计	7585	10055	11587	12873					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048