

香农芯创 (300475.SZ)

香农芯创：分销+自研齐头并进，充分受益 AI 浪潮

2025 年 07 月 13 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈蓉芳（分析师）

陈瑜熙（分析师）

chenrongfang@kysec.cn

chenyuxi@kysec.cn

证书编号：S0790524120002

证书编号：S0790525020003

日期	2025/7/11
当前股价(元)	33.29
一年最高最低(元)	45.19/22.92
总市值(亿元)	154.39
流通市值(亿元)	148.62
总股本(亿股)	4.64
流通股本(亿股)	4.46
近 3 个月换手率(%)	244.31

● 香农芯创分销+自研存储模组齐头并进

香农芯创 2021 年公司通过收购联合创泰进入电子元器件分销行业，2023 年与大普微等公司共同设立子公司海普存储，进军企业级存储领域。我们认为公司分销业务有望凭借自身丰富产业资源持续成长，海普存储有望凭借技术积累打造国产化品牌，充分受益我国企业级 SSD 国产替代进程。我们预计公司归母净利润 2025-2027 年有望达 6.81、8.68、10.43 亿元，对应 PE 为 22.7/17.8/14.8x，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 减产+AI 需求扩展推动存储步入上行周期

2025 年以来各大存储厂商均发布减产计划，美光预计减产 10%，三星预计减产 15%，海力士预计上半年减产 10%，铠侠自 2024 年 12 月开始减产。我们认为原厂减产有望开启新一轮存储模组涨价周期。据半导体产业纵横公众号数据，美光 6 月 DDR4 报价大幅跳涨 50%，三星 8GB DDR4 的现货价格已达到 4.8 美元，明显高于 3.3 美元左右的平均现货价格。未来随存储价格上涨，香农芯创分销业务毛利率显著回升，同时考虑到 2024 年公司分销业务营收规模达 235.80 亿元，预计毛利率有望回升有望为香农芯创带来较大利润弹性。

● 国产企业级 SSD 方兴未艾，香农芯创分销+自研 SSD 充分受益

固态硬盘是数据中心的重要组成部分，未来随 AI 持续发展、数据中心建设持续推进，高性能、大容量企业级 SSD 需求将持续提升。目前三星、海力士仍占据中国 SSD 市场前两名，近年来随国产厂商发展，以亿联、大普微、浪潮、忆恒创源为代表的国产企业级固态硬盘厂商逐渐崭露头角，未来随国产厂商技术持续精进及国产算力芯片产业链持续发展，国产企业级 SSD 市占率有望持续提升。目前香农芯创分销业务客户覆盖互联厂商且拥有 SK 海力士 (SK Hynix) 的代理权，竞争力较强，自研 SSD 业务亦有望充分受益企业级 SSD 国产化进程。

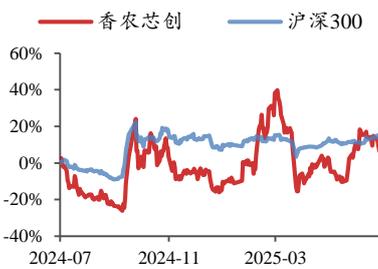
● **风险提示：**AI 行业发展不及预期；云厂商资本支出不及预期；存储价格波动的风险；国际形势变化的风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,268	24,271	28,941	33,890	39,106
YOY(%)	-18.2	115.4	19.2	17.1	15.4
归母净利润(百万元)	378	264	681	868	1,043
YOY(%)	20.3	-30.1	158.0	27.4	20.2
毛利率(%)	5.8	4.3	4.3	4.3	4.3
净利率(%)	3.4	1.1	2.4	2.6	2.7
ROE(%)	14.1	8.6	18.5	19.3	19.0
EPS(摊薄/元)	0.81	0.57	1.47	1.87	2.25
P/E(倍)	40.9	58.5	22.7	17.8	14.8
P/B(倍)	5.9	5.3	4.3	3.5	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 香农芯创：分销+产业链协同赋齐头并进	4
2、 长期盈利能力有望持续修复，股权激励彰显信心	6
3、 存储行业步入上行周期，企业级存储景气度持续提升	8
3.1、 大厂减产推动存储价格进入上行周期	8
3.2、 数据中心建设升级，企业级 SSD 市场空间广阔	9
4、 原厂资源优势助力分销业务成长，海普存储打造国产 SSD 品牌	14
4.1、 原厂资源丰富，分销代理业务 alpha 明显	14
4.2、 企业级 SSD 国产化进行时，海普存储有望打造国产 SSD 品牌	15
5、 盈利预测及业绩拆分	17
6、 风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

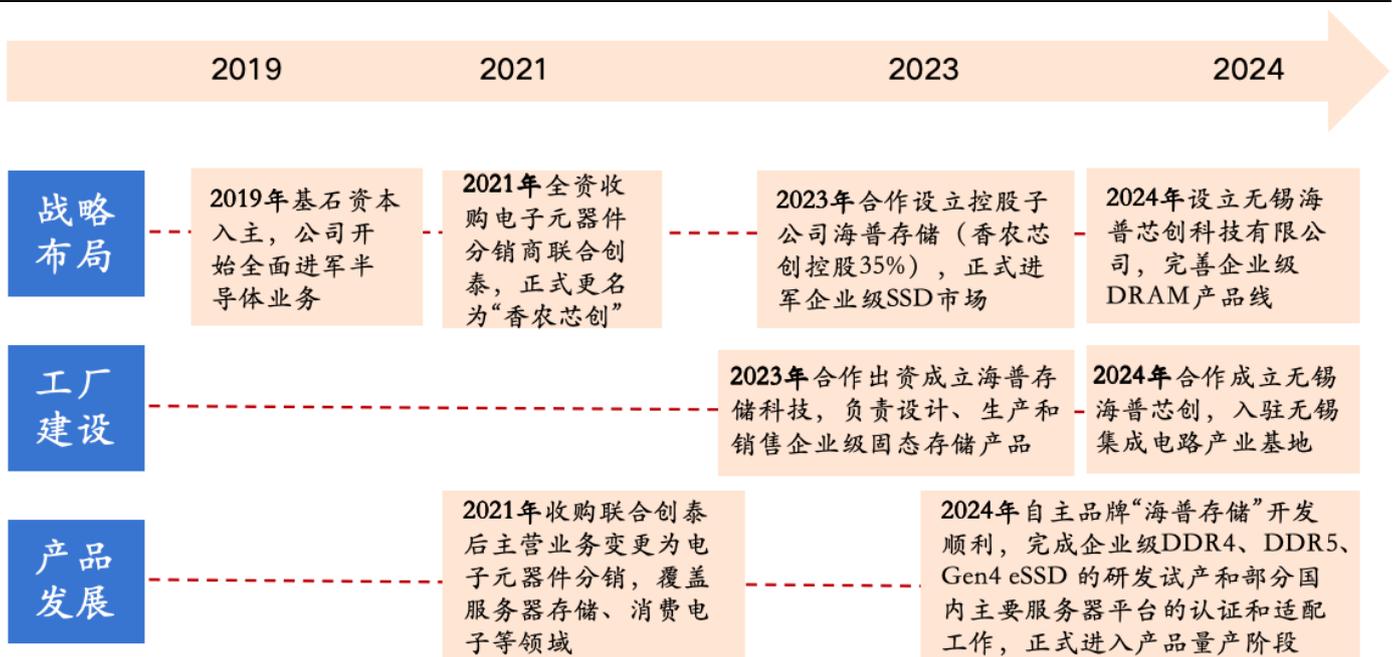
图 1： 香农芯创 2024 年推进“分销+产品”战略	4
图 2： 香农芯创通过引入无锡国资优化股权结构（截至 2025Q1）	5
图 3： 香农芯创营收能力持续提升	6
图 4： 2025Q1 香农芯创归母净利率同比增长	6
图 5： 香农芯创毛利率短期承压有望修复	7
图 6： 香农芯创费用率平稳	7
图 7： 香农芯创 2024 年股权激励目标彰显信心	7
图 8： DDR4 16GB 3200 最近三月行情走势图	8
图 9： DDR4 SODIMM 16GB 3200 最近三月行情走势图	8
图 10： 2025Q3 NAND FLASH 价格有望继续提升	9
图 11： 海内外云厂商/运营商资本开支持续提升	10
图 12： 预计 2024 年全球服务器出货量同比增速提升	11
图 13： 预计 AI Server 产值占比持续提升	11
图 14： 存储模组是服务器中的重要组成部分	11
图 15： 2023 年金士顿在全球 DRAM 模组厂中排名第一	12
图 16： 2023 年全球 SSD 模组厂市场国外厂商市占率高	12
图 17： 企业级 SSD 具备容量大、使用寿命长、稳定性和可靠性高等特点	12
图 18： 人工智能带动企业级 SSD 需求	13
图 19： 企业级 SSD 内部包含 DRAM 等结构	13
图 20： 云计算是国内企业级 SSD 最大的下游应用	13
图 21： 电子元器件分销商不可或缺	14
图 22： 联合创泰具备较强的产业资源及客户资源	15
图 23： 企业级 SSD 国产化方兴未艾	16
图 24： 2024H1 全球原厂企业级固态硬盘市场格局	16
图 25： 2023 年中国企业级 SSD 市占率	16
图 26： 海普存储有望打造国产企业级存储品牌	17
表 1： 香农芯创管理层拥有深厚的行业资源和多元化的管理能力	5

表 2: 香农芯创营收拆分	18
表 3: 香农芯创 PE 估值低于可比公司平均 (收盘价截至 2025 年 7 月 8 日)	19

1、香农芯创：分销+产业链协同赋齐头并进

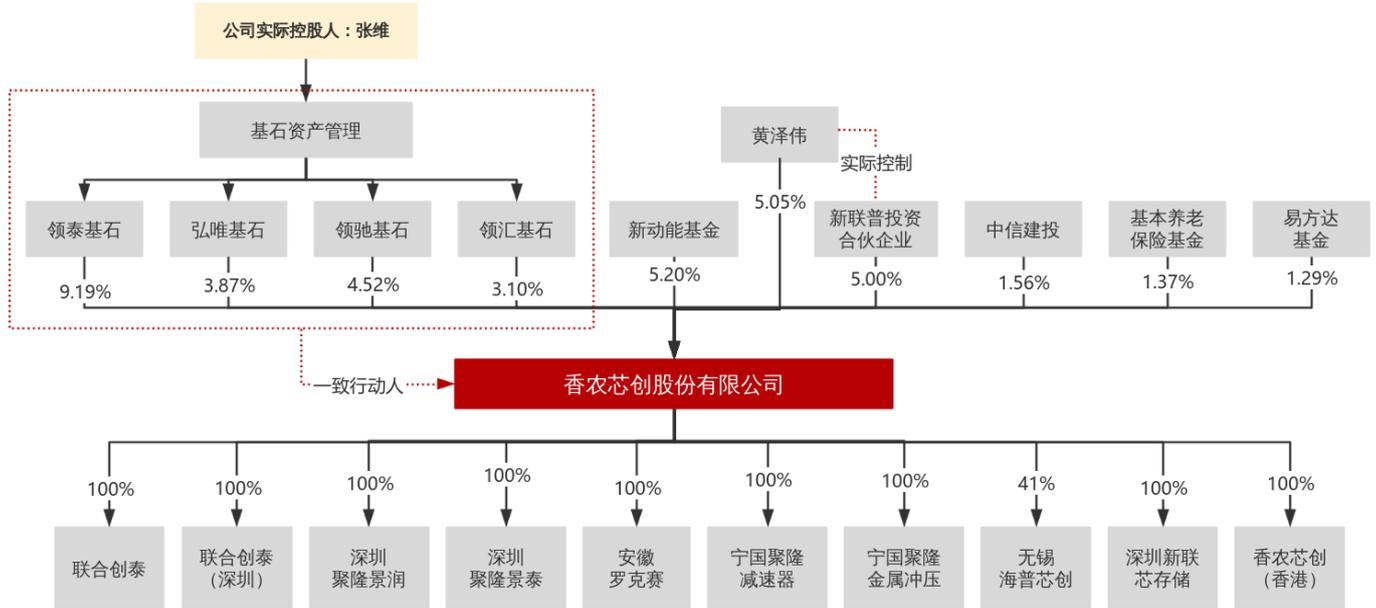
香农芯创成立于1998年，2015年6月10日在创业板上市。2021年公司通过收购联合创泰进入电子元器件分销行业，产品广泛应用于云计算存储（数据中心服务器）、消费电子、汽车电子等领域。联合创泰与SK海力士、MTK联发科等国际一线厂商具有长期合作关系，是国内同时拥有全球顶级主控芯片、存储器代理权的电子元器件分销商，产品广泛应用于云计算、消费电子等领域。2023年5月26日公司与大普微等公司共同设立子公司海普存储，进军企业级存储领域，海普存储科技有限公司专注于企业级存储产品的研发、生产和销售，采用业界先进的DRAM和NAND颗粒工艺技术，研发出高性能、低功耗、高可靠的DIMM及SSD系列产品，产品广泛应用于AI，高性能计算，云服务等关键领域。

图1：香农芯创2024年推进“分销+产品”战略



资料来源：公司招股说明书、公司公告、开源证券研究所

引入无锡国资，优化股权结构。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通过协议转让将5.20%股权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，我们认为此次转让彰显了无锡高新区对公司前景的高度认可。

图2：香农芯创通过引入无锡国资优化股权结构（截至 2025Q1）


资料来源：Wind、企查查、开源证券研究所

核心管理层产业资源&整合经验丰富。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，公司核心管理层拥有深厚的行业资源和多元化的管理能力。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。

表1：香农芯创管理层拥有深厚的行业资源和多元化的管理能力

姓名	职务	主要工作经历
范永武	董事长,董事	历任中信证券董事总经理、中信并购基金总经理(法人代表)、银河基金总经理等职务。曾任上海基金同业公会副会长、中国证券业协会投资银行业专业委员会委员、创新发展专业委员会委员、中国资产评估协会理事、中国资产评估准则咨询委员会委员、财政部内部控制标准委员会咨询专家。现任基石资产管理股份有限公司总经理、董事，云南沃森生物技术股份有限公司董事。
黄泽伟	董事,联席董事长	曾任英唐智控(300131.SZ)董事、副董事长。现任联合创泰董事，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执行董事、总经理，新联芯中国香港董事，海普芯创董事长，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月起任香农芯创科技股份有限公司董事、联席董事长。
李小红	总经理	曾任基石资本合伙人。现任聚隆景润董事长，联合创泰、创泰电子、新联芯、新联芯中国港、香农芯创(中国香港)、香农景润(中国香港)董事，聚隆景泰董事长、总经理，深市科列技术股份有限公司董事。2021年4月起任香农芯创科技股份有限公司董事，2021年7月起任香农芯创科技股份有限公司总经理。
曾柏林	董事会秘书	2005年7月至2012年2月，先后任中钢天源(002057.SZ)综合部职员、证券部主办、审计部主管。2012年2月进入香农芯创科技股份有限公司，2017年11月至2019年11月任香农芯创科技股份有限公司董事，2017年11月起任香农芯创科技股份有限公司董事会秘书，兼任聚隆景泰董事。
苏泽晶	副总经理,财务总监	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月起任香农芯创科技股份有限公司

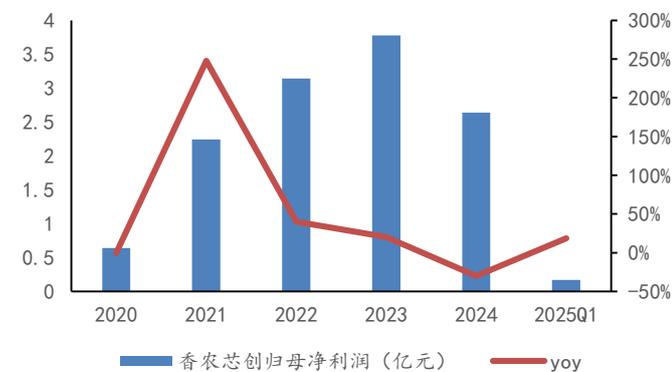
姓名	职务	主要工作经历
齐冰	副总经理	1991年7月至1999年4月就职于宣城行署轻工业局财务科、人事局职称职位科、办公室任科员副主任;1999年5月至2018年12月就职于中国联通宣城分公司财务部、综合部、物资采购部、人力资源部等部门任部门经理;2019年1月至7月就职于苏州全亿健康药房连锁有限公司任总裁,分管内控审计工作;2019年7月加入香农芯创科技股份有限公司财务部;2019年8月至2021年7月任香农芯创科技股份有限公司财务总监,2019年8月至今任香农芯创科技股份有限公司副总经理,兼任聚隆景泰董事、聚隆景润总经理。

资料来源:企查查、开源证券研究所

2、长期盈利能力有望持续修复，股权激励彰显信心

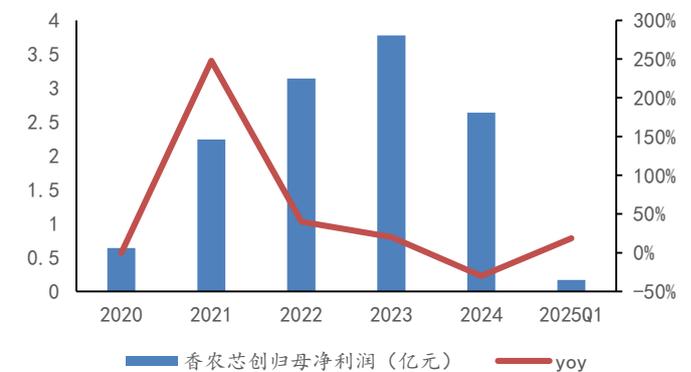
2021年完成对联合创泰的收购后，公司业务转型，营收能力大幅提高。2024年受益于服务器需求持续增长及存储行业复苏，公司实现营收242.7亿元，同比增长115.40%，创历史新高，2025Q1公司实现营收79.06亿元，同比增长243.33%。净利润方面，受制于2024年H2存储价格下降及公司存货减值，2024年公司实现归母净利润2.641亿元，同比下降30.08%，毛利率为4.3%，同比下降1.51pcts，2024年公司归母净利率为1.06%，同比下降2.27pcts。2025Q1公司实现归母净利润1673万元，同比增长18.66%，毛利率为1.98%，同比下降3.31pcts；净利率为0.17%，同比下降0.29pcts。未来随存储价格涨价趋势逐渐确立，公司盈利能力有望持续改善。

图3：香农芯创营收能力持续提升

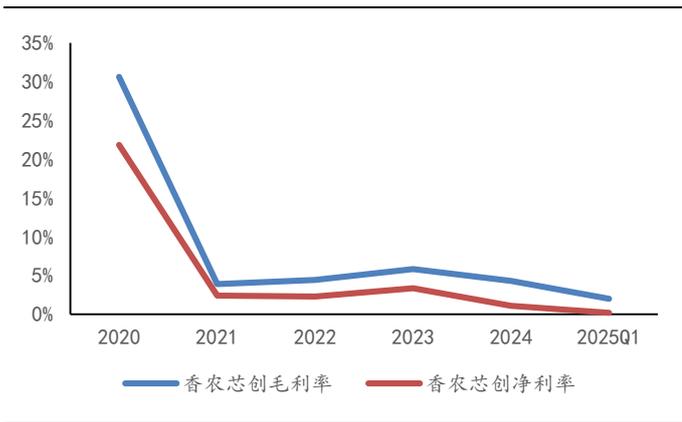


数据来源: Wind、开源证券研究所

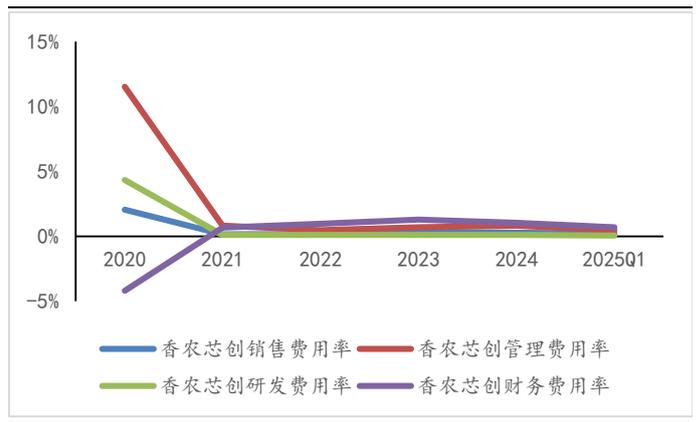
图4：2025Q1 香农芯创归母净利率同比增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5：香农芯创毛利率短期承压有望修复


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：香农芯创费用率平稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

股权激励彰显信心。公司在 2024 年限制性股票激励计划中，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 1830.00 万股，考核目标方面，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。

图7：香农芯创 2024 年股权激励目标彰显信心

2024年股权激励计划		
	营业收入 (亿元)	
	目标值	触发值
合并报表		
2024	152	121
2025	174	138
2026	198	156
半导体产品板块		
2024	2	1
2025	4	2
2026	8	4
半导体分销板块		
2024	150	120
2025	170	136
2026	190	152

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、存储行业步入上行周期，企业级存储景气度持续提升

站在当前时点，我们判断存储行业或将继续上行，主因：

- (1) 2023年9月开始的周期上行主要为 HBM（技术迭代）+DDR5（减产）驱动的大宗存储行情。而其他存储产品仍在较低位。
- (2) AI 为代表的先进存力需求持续，而下游消费电子/工业/汽车等市场新需求（如端侧 AI/智驾等）将为存储贡献额外弹性。
- (3) 大厂自 2025 年初开始减产 NAND，当下已经看到产品供应紧张的局面。
- (4) 本土云厂商资本开支高增持续释放存储需求，国产替代进程加速。

综合来看：供给确定性收缩，需求确定性扩张+额外弹性可期。存储市场有望继续上行。

3.1、大厂减产推动存储价格进入上行周期

大厂减产推动存储价格进入上行周期。上一轮存储涨价的驱动力来自 2023Q2 原厂的减产。2025 年以来各大存储厂商均发布减产计划，美光预计减产 10%，三星预计减产 15%，海力士预计上半年减产 10%，铠侠自 2024 年 12 月开始减产。我们认为原厂减产有望开启新一轮存储模组涨价周期：

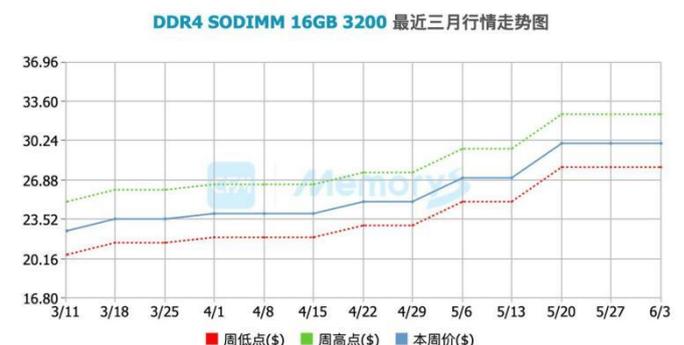
(1) DRAM 方面，2025Q1 各大下游厂商均出现一定提前备货情况，DRAM 库存去化明显，2025 年 Q2 随韩国内存公司三星和 SK 海力士通知客户停止 DDR4 的生产，DDR4 价格加速上涨，5 月份 8GB DDR4 内存颗粒的价格现已升至 2.10 美元，相比 4 月份的 1.65 美元上涨约 27%，六月份 DDR4 维持涨势，据半导体纵横数据，美光 6 月 DDR4 报价大幅跳涨 50%，三星 8GB DDR4 的现货价格已达到 4.8 美元，明显高于 3.3 美元左右的平均现货价格，从现货市场看，近期 DDR4 16Gb 已飙到 6 美元，超过 DDR5 同规格的 5.8 美元市场行情。

图8：DDR4 16GB 3200 最近三月行情走势图



资料来源：CFM 闪存市场数据

图9：DDR4 SODIMM 16GB 3200 最近三月行情走势图



资料来源：CFM 闪存市场数据

(2) NAND 方面，NAND Flash 原厂自 2024 年第四季陆续减产效应已逐步显现，消费性电子产品商顺应国际形势变化而提前生产，带动需求，5 月用于记忆卡和 USB 的 128GB NAND 平均价格达 2.92 美元，较 4 月上涨 4.84%。

图10：2025Q3 NAND FLASH 价格有望继续提升
2Q25-3Q25 NAND Flash价格预测

	2Q25E	3Q25F
Blended NAND Flash	up 3~8%	up 5~10%

Source: TrendForce, May 2025



资料来源：TrendForce

我们认为：当前股价的核心矛盾在于存储涨价逻辑的可持续性。与上一轮成本驱动型周期不同，本轮周期呈现以下结构性变化：

(1) 基本面逻辑重构：上轮周期基本面支撑源于低价晶圆库存释放带来的利润空间。而本轮周期目前仍由需求端推动，一是 AI 资本开支贡献刚性增长、二是位于底部的终端需求贡献弹性；供给端受上游 NAND 厂商持续削减资本开支形成刚性约束，形成供需剪刀差。

(2) 传导路径反转：价格传导或从上轮周期的“上游控产→晶圆涨价→模组涨价”（自上而下）转为本轮周期的“下游需求旺盛→模组涨价→晶圆需求提升→晶圆涨价→模组二次提价”（自下而上，再向下）。本轮周期才刚处于模组涨价的起点。

结论：需求持续性确定性高，NAND Capex 持续缩减，晶圆供给刚性，SSD 二次提价周期可期。

3.2、数据中心建设升级，企业级 SSD 市场空间广阔

生成式 AI（如 ChatGPT、DeepSeek）训练与推理需求激增，推动加速服务器及配套网络设施投资。全球视角上看，海外云厂商资本开支维持较高水平，饱满的服务器需求有望推动存储模组市场持续扩容，从中国市场来看，国内云厂商资本开支持续加码，国内算力芯片出货量持续提升，国产存储模组有望迎来市场规模提升及国产化率提升的双击。海外方面，北美四大云服务提供商（CSP）亚马逊、谷歌、微软和 Meta2024 年资本支出持续增长；国内方面，云厂商和运营商尽管总资本开支有所收缩，但算力投资占比显著提升。

图11: 海内外云厂商/运营商资本开支持续提升

亿美元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q25同比	1Q25环比	趋势图
谷歌	97.86	68.28	72.76	75.95	62.89	68.88	81.81	110.19	120.73	131.86	130.61	142.76	171.97	42%	20%	
微软	58.10	58.65	53.40	68.71	62.83	62.74	66.07	89.43	99.17	97.35	109.52	138.73	149.23	50%	8%	
亚马逊	149.51	157.24	163.78	165.92	142.07	114.55	124.79	145.88	149.25	176.20	226.20	278.34	250.19	68%	-10%	
阿里	15.98	16.45	16.82	9.58	4.83	9.62	7.15	12.30	15.49	16.80	24.29	44.13	34.18	121%	-23%	
腾讯	9.72	4.19	3.30	7.85	6.11	5.49	11.11	10.42	20.00	12.08	23.75	50.80	38.16	91%	-25%	

资料来源: Wind、开源证券研究所

AI 推动服务器需求稳步增长。伴随 Chatgpt 等生成式 AI 在各应用领域发力, CPU 的串行处理架构已经不能满足 AI 时代的算力需求, 而 GPU、FPGA 等采用并行计算的芯片更加适合密集型的计算, CSP 大厂如 Microsoft、Google、AWS 等加大 AI 投资力度, 推升 AI 服务器 (AI Server) 需求上扬。根据 TrendForce 数据, 2024 年整体 Server 产值估约达 3060 亿美元, 其中, AI Server 成长动能优于一般型 Server, 产值约为 2050 亿美元。随着 2025 年 AI Server 需求仍将持续增长, 且单位平均售价 (ASP) 贡献较高, 产值有机会提升至近 2980 亿美元, 占整体 Server 产值比例进一步提升至 7 成以上。

图12: 预计 2024 年全球服务器出货量同比增速提升



资料来源: TrendForce

图13: 预计 AI Server 产值占比持续提升



资料来源: TrendForce

存储是数据中心等算力基础设施的底座，随着数据量的大规模增长，存储设备在数据中心采购的 BOM 中占比持续提升，以英伟达 DGX H100 为例，单台服务器共使用 30TB NVME SSD，未来随云厂商资本开支提升及 AIDC 等算力基建进入扩张期，存储模组有望充分受益。

图14: 存储模组是服务器中的重要组成部分



资料来源: 英伟达

存储模组国产化空间广阔。内存模组方面，据 TrendForce 集邦咨询数据，2023 年全球 DRAM 内存模组市场整体营收达 125 亿美元，同比出现 28% 下滑，其中前十大 DRAM 模组厂占据了 93% 的产业整体营收。固态硬盘 (SSD) 方面，根据 TrendForce 集邦咨询数据，2023 年自有品牌渠道通路市场全球出货营收前十的固态硬盘模组厂，在这份榜单中大陆品牌占五席，但是主要的市场份额依然由海外龙头模组厂占据。

图15: 2023 年金士顿在全球 DRAM 模组厂中排名第一

Ranking	Company	Market Share
1	Kingston Technology	68.8%
2	POWEV	5.6%
3	ADATA Technology	4.5%
4	Kintigo	4.2%
5	Ramaxel	3.7%
6	Team Group	2.5%
7	Patriot Memory	1.3%
8	Transcend Information	0.8%
9	Innodisk	0.8%
10	Apacer Technology	0.7%
	Others	7.1%
	TTL	100%

资料来源: TrendForce

图16: 2023 年全球 SSD 模组厂市场国外厂商市占率高

Ranking	Company	Market Share
1	Kingston	34%
2	ADATA	11%
3	Lexar	11%
4	Kintigo	9%
5	Biwin	7%
6	Colorful	5%
7	Gigabyte	2%
8	Teclast	2%
9	PNY	1%
10	Transcend	1%
	Others	17%
	TTL	100%

资料来源: TrendForce

固态硬盘是以闪存为存储介质的重要存储产品, 它广泛应用于移动终端、笔记本电脑、台式机、服务器和数据中心等场合, 需求量极大。SSD 按用途大致划分为消费级、企业级及其他行业级(如军工级、工业级等)产品, 其中消费级和企业级是 SSD 的主要应用领域分支。与消费级 SSD 不同, 企业级 SSD 主要应用于互联网、云服务、金融和电信等客户的数据中心。

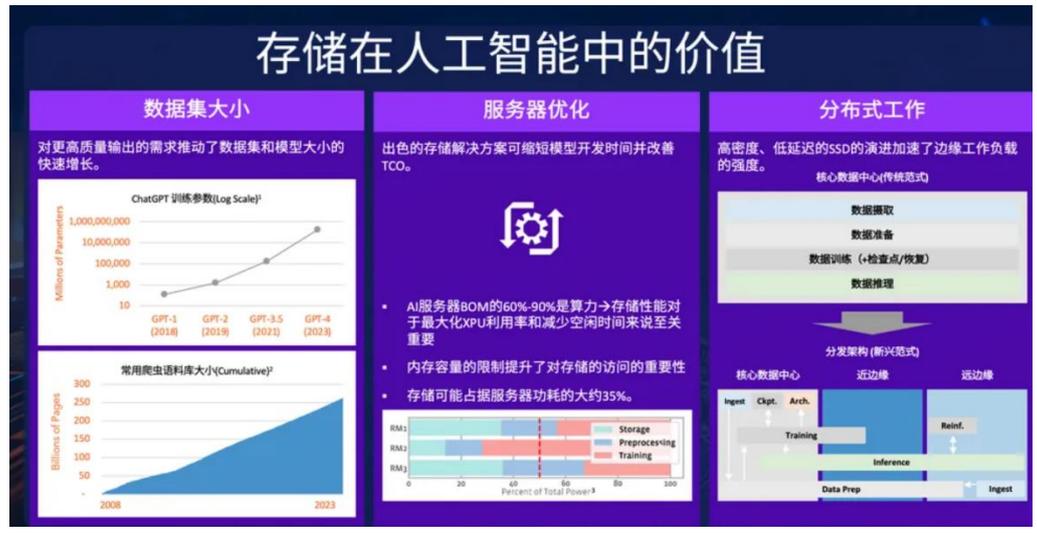
图17: 企业级 SSD 具备容量大、使用寿命长、稳定性和可靠性高等特点



资料来源: 忆恒创源科技股份有限公司招股说明书

AI 发展带动高性能、大容量企业级 SSD 需求。企业级固态硬盘具备容量大、使用寿命长、稳定性和可靠性高等特点, 在保护数据安全方面有着更好的表现, 在数据中心里通常由多个企业级固态硬盘构成存储阵列, 形成更大的存储空间并带来读写速度的进一步提升。AI 的快速发展对存储提出了更高的要求随着大模型参数的增加, 数据规模的扩大, 需要更高效的存储系统来支撑 GPU 的运行。存储系统在功耗、空间占用和性能等方面的表现都影响着算力的发展, 因此才需要很多高性能、大容量的 SSD。

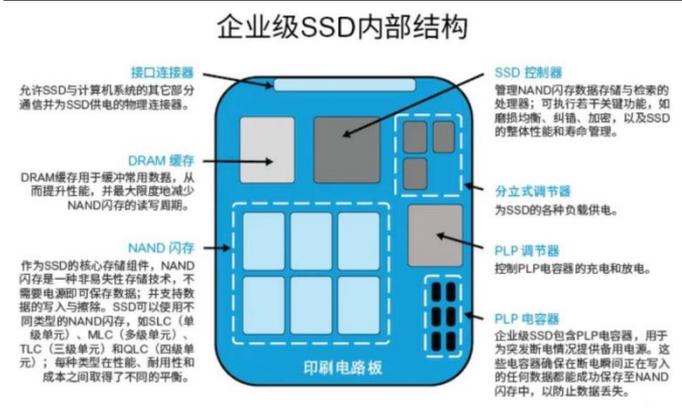
图18: 人工智能带动企业级 SSD 需求



资料来源: Solidigm

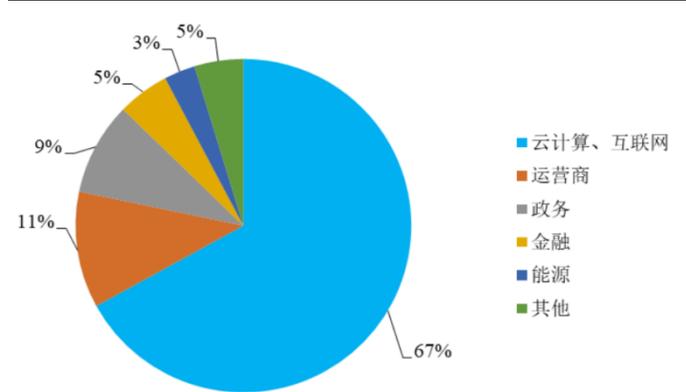
企业级 SSD 的主要硬件组件包括 NAND Flash、主控芯片和 DRAM，核心软件为企业级 SSD 的固件。相比于消费级 SSD，企业级 SSD 在接口规格、单盘容量、传输速度、使用寿命及可靠性等多个维度要求均更高，产品价值量也更高。根据智研咨询数据，国内企业级 SSD 下游应用中，云计算和互联网占比最高达 67%，第二大下游应用为运营商，占比达 11%。我们预计随着 AI 应用的蓬勃发展，各大互联网及云厂商数据中心资本开支有望持续增长，云服务和互联网的企业级 SSD 未来仍将占据主要市场。

图19: 企业级 SSD 内部包含 DRAM 等结构



资料来源: qorvo 官网

图20: 云计算是国内企业级 SSD 最大的下游应用



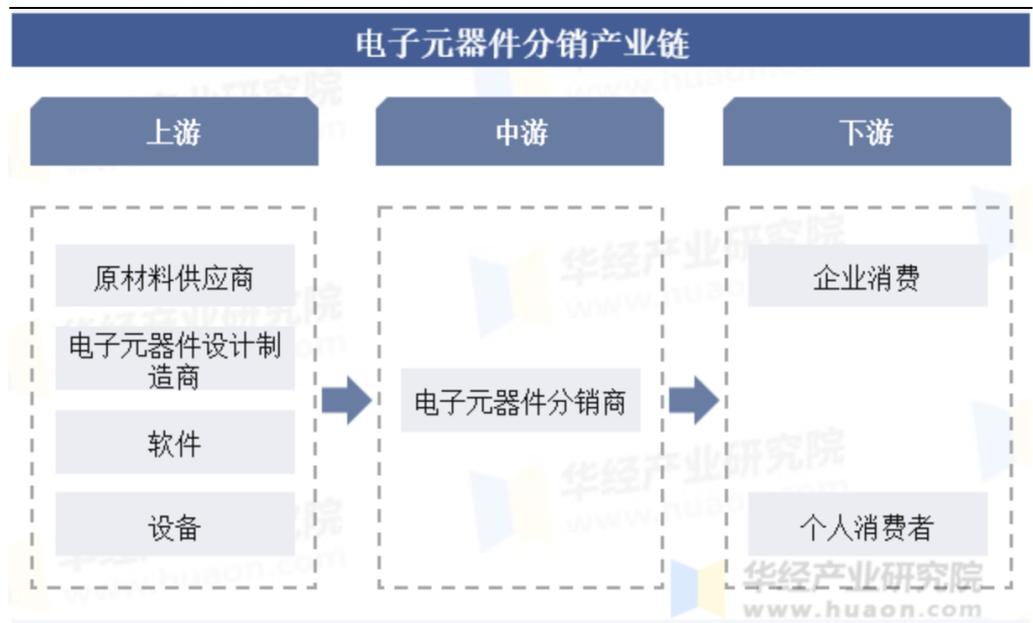
资料来源: 智研咨询

4、原厂资源优势助力分销业务成长，海普存储打造国产 SSD 品牌

4.1、原厂资源丰富，分销代理业务 alpha 明显

电子元器件分销商不可或缺。从产业链角度来看，电子元器件分销行业处在产业链的中游，起到承上启下的作用。它的具体业务是结合上游原厂产品的性能以及下游客户终端产品的功能需求，为客户提供电子元器件产品分销、技术支持及供应链服务的整体解决方案及一体化服务，是电子元器件产业链中连接上游原厂制造商和下游电子产品制造商的重要纽带，是产业链中不可或缺的中间环节。

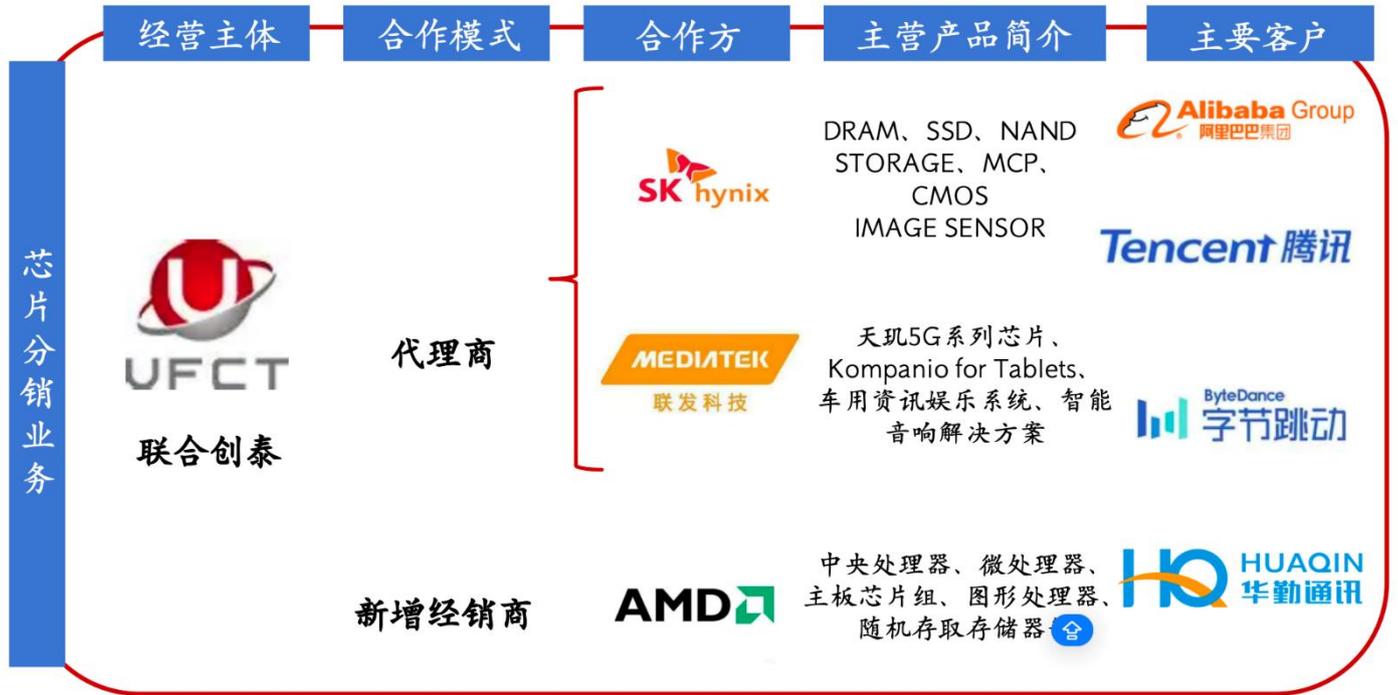
图21：电子元器件分销商不可或缺



资料来源：华经产业研究院

绑定多家原厂，代理业务优势明显。联合创泰深耕电子分销领域多年，拥有 SK 海力士（SK Hynix）的代理权，以及国产芯片寒武纪等品牌代理资格，积累了覆盖云服务、5G 通信、汽车电子、消费电子、物联网等多个行业客户资源，并成功切入阿里巴巴、腾讯、字节跳动等核心云服务客户，公司核心业务团队均拥有近是十年以上的电子分销行业经验，高管团队平均从业经验超过十五年，具备较强的团队稳定性及行业趋势把握能力。

图22：联合创泰具备较强的产业资源及客户资源

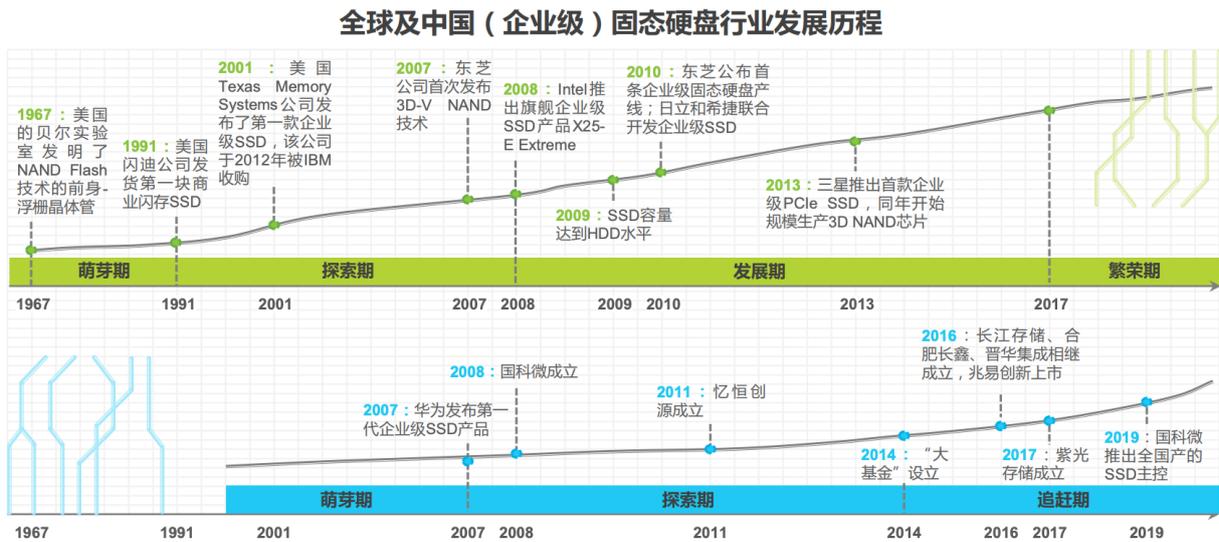


资料来源：联合创泰官网、公司公告、开源证券研究所

4.2、企业级 SSD 国产化进行时，海普存储有望打造国产 SSD 品牌

21 世纪固态硬盘技术和商业化的探索主要集中在美、日、韩等国，领先企业包括美国的 Intel、西数，日本的东芝、日立以及韩国的三星、海力士等，21 世纪前 10 年是全球存储行业龙头加速布局的时期，Intel、三星等在 2010 年前后陆续进入中国市场，2017 年后随着 3D-NAND 技术的进一步成熟以及国内互联网经济蓬勃发展，（企业级）固态硬盘行业进入繁荣期。2013 年之前“中国制造”是国内存储产业的主要运营模式，2014 年后国内半导体产业在国家政策的支持下加速发展，在主控、闪存等产业链环节逐步实现对国外供应商的替代，从产品性能和产能方面追赶国际领先企业。

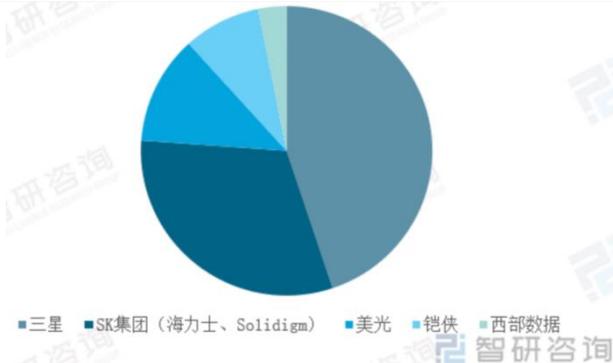
图23：企业级 SSD 国产化方兴未艾



资料来源：艾瑞咨询

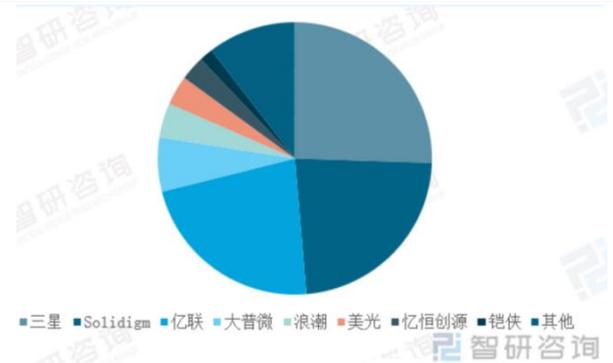
企业级 SSD 国产化方兴未艾。全球市场方面，三星电子、SK 海力士(含 Solidigm)、美光科技、铠侠与西部数据市占率较高。2024 年上半年全球五大原厂企业级固态硬盘总营收 94.96 亿美元，同比增长 56.6%，其中 Samsung 市占率达 44.9%。SK 海力士市占率为 31.3%。美光市占率为 12.1%。中国市场方面，三星、Solidigm (Intel NAND 业务前身，后整体卖给 SK 集团后改名) 为代表的国外厂商仍占据中国 SSD 市场前两名，但近年来以亿联、大普微、浪潮、忆恒创源为代表的国产企业级固态硬盘厂商逐渐崭露头角。

图24：2024H1 全球原厂企业级固态硬盘市场格局



资料来源：智研咨询

图25：2023 年中国企业级 SSD 市占率



资料来源：智研咨询

海普存储有望打造国产化存储品牌。海普存储研发进展顺利，企业级 DDR4、DDR5、Gen4 eSSD 产品性能优异用于数据中心服务器等领域，目前已完成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。未来，公司将围绕国产化、定制化的产品定位，通过与服务器、数据中心等领域的客户深入合作，提供高性能、低功耗、场景化定制的 eSSD 和 DRAM 产品。未来随国产算力芯片持续发展及国家数据安全自主可控重视程度持续提升，企业级 SSD 国产化进程有望持续加快。海普存储采用业界先进工艺的 DRAM 和 NAND 颗粒研发出高性能、低功耗、高可靠的 DIMM 和 SSD 产品，有望凭借技术积累打造国产化品牌，充分受益我国企业级 SSD 国产替代进程。

图26：海普存储有望打造国产企业级存储品牌


资料来源：CFM

5、盈利预测及业绩拆分

(1) 电子元器件分销业务：2024 年受下游需求提升、半导体行业周期复苏、公司产品结构变化等影响，公司该板块收入达 235.80 亿元，同比增长 115.24%，考虑到半导体行业具备周期性，我们认为后续公司该板块业务增速将逐步趋于稳定，预期 2025-2027 年公司该板块业务增速为 19%、16%、14%，毛利率为 4%、4%、4%；

(2) 电子元器件制造业务：公司与大普微合作积极开展企业级 SSD&DRAM 业务，2024 年公司电子元器件制造业务收入达 2.92 亿元，毛利率为 5.83%，参照公司 2024 年股权激励，未来该业务有望较快成长，我们预期 2025-2027 年公司该板块业务增速为 80%、70%、60%，毛利率为 6%、6%、6%；

(3) 减速器业务：减速器业务覆盖洗衣机减速器等，我们预计 2025-2027 年该业务营收增速 5%、5%、5%，毛利率为 25%、25%、25%；

(4) 其他业务：我们预期公司其他业务 2025-2027 年营收增速 5%、5%、5%，毛利率为 27%、27%、27%。

表2：香农芯创营收拆分

营收成本拆分 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
1. 电子元器件分销业务				
营业收入	23580	27995	32556	37213
yoy		19%	16%	14%
营业成本	22639	26875	31253	35725
毛利	941	1120	1302	1489
毛利率	4%	4%	4%	4%
2. 自研产品业务				
营业收入	292	526	894	1430
yoy		80%	70%	60%
营业成本	275	494	840	1344
毛利	17	32	54	86
毛利率	6%	6%	6%	6%
3. 减速器与配件				
营业收入	353	371	389	409
yoy		5%	5%	5%
营业成本	264	277	291	306
毛利	89	94	98	102
毛利率	25%	25%	25%	25%
4. 其他业务				
营业收入	47	50	52	55
yoy		5%	5%	5%
营业成本	35	36	38	40
毛利	13	13	14	15
毛利率	27%	27%	27%	27%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润有望达 6.81、8.68、10.43 亿元，同比增速为 158.0%、27.4%、20.2%，当前股价对应 PE 为 22.7/17.8/14.8x；选取江波龙、德明利、佰维存储作为可比公司，公司 PE 估值低于可比公司平均，我们认为大厂减产及云厂商资本开支持续投入有望推动新一轮存储周期，香农芯创分销业务有望凭借自身丰富产业资源持续成长，海普存储有望凭借技术积累充分受益我国企业级 SSD 国产替代进程，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：香农芯创 PE 估值低于可比公司平均（收盘价截至 2025 年 7 月 8 日）

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	基本每股收益 (元)			PE (倍)		
			202	202	202	202	202	202
			5E	6E	7E	5E	6E	7E
301308.SZ	江波龙	83.68	1.65	2.51	3.14	50.8	33.3	26.6
001309.SZ	德明利	121.35	3.45	4.83	5.31	35.2	25.1	22.8
688525.SH	佰维存储	65.54	1.06	1.55	2.04	62.0	42.3	32.1
平均估值						49.3	33.6	27.2
300475.SZ	香农芯创	35.35	1.47	1.87	2.25	24.1	18.9	15.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：香农芯创盈利预测来自开源证券研究所，其余公司来自 Wind 一致预期）

6、风险提示

（1）AI 行业发展不及预期：存储模组在人工智能、数据中心等领域应用广泛。如果 AI 行业发展进度不及预期可能会造成存储模组下游市场需求减弱，从而影响相关产业链的发展；

（2）云厂商资本支出不及预期：在 AI 时代的浪潮下，当下国内外云服务厂商纷纷展开数据中心的投资建设，而存储模组是数据中心所需的核心硬件之一。如果云厂商的实际资本支出低于预期，则可能会影响存储模组的需求情况；

（3）存储价格波动的风险：存储行业是成长与周期并存的行业。存储模组厂商往往会提前储备较为充足的原厂颗粒以应对缺货情况。如果存储价格回暖幅度不及预期或者价格下跌，则会影响存储模组厂商存货价格，造成企业利润波动；

（4）国际形势变化的风险：受全球通胀、俄乌冲突、中东战争等不确定因素影响，包括消费性电子在内的存储下游市场可能存在需求减弱，周期复苏不及预期等风险，进而对相关公司业绩成长带来不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2905	6194	6385	7407	8898
现金	453	898	868	1262	1173
应收票据及应收账款	787	1251	1402	1705	1880
其他应收款	37	40	88	38	120
预付账款	153	778	768	745	1157
存货	1436	2858	3055	3371	4322
其他流动资产	38	369	204	287	245
非流动资产	1640	1391	1974	1975	2076
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	76	74	530	591	661
无形资产	13	13	10	9	8
其他非流动资产	1552	1305	1435	1375	1408
资产总计	4545	7585	8359	9382	10974
流动负债	1266	4285	4297	4584	5270
短期借款	443	1326	3424	1105	3891
应付票据及应付账款	478	2520	634	3234	1125
其他流动负债	345	439	239	245	255
非流动负债	609	298	412	341	272
长期借款	549	261	364	299	227
其他非流动负债	60	36	48	42	45
负债合计	1875	4583	4709	4926	5543
少数股东权益	43	65	58	50	37
股本	458	458	458	458	458
资本公积	550	644	644	644	644
留存收益	1506	1694	2252	2969	3835
归属母公司股东权益	2628	2937	3592	4406	5394
负债和股东权益	4545	7585	8359	9382	10974

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	712	-48	-1244	3054	-2444
净利润	375	258	674	860	1031
折旧摊销	12	15	38	73	90
财务费用	144	252	197	183	167
投资损失	-1	-12	-15	-20	-20
营运资金变动	149	-855	-2150	1995	-3698
其他经营现金流	33	295	11	-37	-13
投资活动现金流	-54	119	-550	-51	-141
资本支出	8	20	484	143	157
长期投资	-48	134	0	0	0
其他投资现金流	2	5	-66	92	16
筹资活动现金流	-314	107	-775	-70	-400
短期借款	-353	883	2098	-2319	2786
长期借款	-267	-288	103	-65	-72
普通股增加	38	0	0	0	0
资本公积增加	336	94	0	0	0
其他筹资现金流	-68	-582	-2975	2313	-3114
现金净增加额	308	185	-2569	2933	-2985

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11268	24271	28941	33890	39106
营业成本	10614	23229	27683	32422	37415
营业税金及附加	3	5	8	9	10
营业费用	36	66	72	68	78
管理费用	77	196	203	214	235
研发费用	11	21	26	31	35
财务费用	144	252	197	183	167
资产减值损失	-15	-150	0	0	0
其他收益	5	7	5	5	5
公允价值变动收益	94	-70	20	20	20
投资净收益	1	12	15	20	20
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	470	303	793	1011	1212
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	470	304	793	1011	1212
所得税	94	46	119	152	182
净利润	375	258	674	860	1031
少数股东损益	-2	-6	-7	-8	-13
归属母公司净利润	378	264	681	868	1043
EBITDA	505	347	884	1132	1352
EPS(元)	0.81	0.57	1.47	1.87	2.25

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-18.2	115.4	19.2	17.1	15.4
营业利润(%)	20.7	-35.4	161.6	27.5	19.9
归属于母公司净利润(%)	20.3	-30.1	158.0	27.4	20.2
获利能力					
毛利率(%)	5.8	4.3	4.3	4.3	4.3
净利率(%)	3.4	1.1	2.4	2.6	2.7
ROE(%)	14.1	8.6	18.5	19.3	19.0
ROIC(%)	10.3	5.8	9.6	15.2	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	41.2	60.4	56.3	52.5	50.5
净负债比率(%)	27.9	33.1	82.7	5.6	56.3
流动比率	2.3	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.0	0.6	0.6	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	2.6	4.0	3.6	3.8	3.8
应收账款周转率	25.2	28.6	30.0	30.0	30.0
应付账款周转率	41.3	29.1	35.2	32.2	33.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.57	1.47	1.87	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	-0.10	-2.68	6.58	-5.27
每股净资产(最新摊薄)	5.67	6.33	7.75	9.50	11.63
估值比率					
P/E	40.9	58.5	22.7	17.8	14.8
P/B	5.9	5.3	4.3	3.5	2.9
EV/EBITDA	31.7	46.6	20.6	13.7	13.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn