

公司研究

“分销+产品”一体两翼，受益于存储涨价趋势

——香农芯创（300475.SZ）跟踪报告之五

要点

AI 驱动存储周期上行，存储产品价格持续上涨。 AI 浪潮下高效能推理服务需求增长，在传统大容量 HDD 供不应求的情况下，CSP 将存储需求转向 QLC Enterprise SSD。在 QLC 外溢效应驱动和整体供不应求的状态下，NAND Flash 各类产品价格上涨。由于三大 DRAM 原厂持续优先分配先进制程产能给高阶 Server DRAM 和 HBM，排挤 PC、Mobile 和 Consumer 应用的产能，同时受各终端产品需求分化影响，25Q4 旧制程 DRAM 价格涨幅可观。公司在高端存储领域历经多年耕耘，现已形成“分销+产品”一体两翼的发展格局。电子元器件产品分销目前为香农芯创的主要收入来源，公司已具备数据存储器、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）、手机等领域。截至 2025 年三季度，公司存货为 18.13 亿元，有望受益于存储产品涨价拉动。

25 年前三季度营收增长，归母净利润受毛利率影响承压。 公司 2025 年前三季度营收 264.00 亿元，同比增长 59.90%，归母净利润 3.59 亿元，同比下滑 1.36%。公司 2025 年前三季度毛利率为 3.13%，同比下降 2.06pct，主要由于产品采购价格的上涨和产品结构的变化，净利率为 1.31%，同比下降 0.82pct。

自主品牌“海普存储”建设开发顺利。 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。

客户资源丰富，市场开拓能力强。 作为多家全球知名品牌的授权代理商，公司结合原厂产品的性能以及下游客户终端产品的功能需求，在各大下游细分领域深入发展，具有较强的市场开拓能力，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，已实现对国内核心互联网企业的覆盖，具备客户优势。

盈利预测、估值与评级： 我们维持公司 2025 年归母净利润预测为 6.05 亿元，考虑到公司互联网客户资本开支及存储芯片涨价周期带来的业绩拉动，上调 2026 年归母净利润预测为 10.43 亿元（上调 48%），新增 2027 年归母净利润预测为 12.51 亿元。维持“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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,268	24,271	35,986	44,730	51,167
营业收入增长率	-18.19%	115.40%	48.27%	24.30%	14.39%
归母净利润（百万元）	378	264	605	1,043	1,251
归母净利润增长率	20.37%	-30.08%	129.15%	72.44%	19.89%
EPS（元）	0.83	0.58	1.30	2.24	2.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.37%	8.99%	17.17%	23.47%	22.79%
P/E	200	286	127	74	61
P/B	28.7	25.7	21.8	17.3	14.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-09。注：2023-2025 年及以后股本分别为 4.58/4.58/4.65 亿股

买入（维持）

当前价：165.00 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：黄筱茜

执业证书编号：S0930524050001

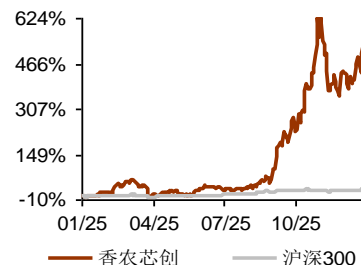
0755-25310400

huangxiaolian@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	4.65
总市值(亿元):	767.07
一年最低/最高(元):	23.19/204.57
近 3 月换手率:	671.34%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.76	60.29	502.39
绝对	15.40	63.37	529.89

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,268	24,271	35,986	44,730	51,167
营业成本	10,614	23,229	34,667	42,746	48,814
折旧和摊销	11	12	16	17	17
税金及附加	3	5	7	9	10
销售费用	36	66	74	89	102
管理费用	77	196	288	353	333
研发费用	11	21	19	22	26
财务费用	144	252	217	330	441
投资收益	1	12	1	1	1
营业利润	470	303	711	1,228	1,472
利润总额	470	304	712	1,228	1,472
所得税	94	46	107	185	222
净利润	375	258	604	1,042	1,250
少数股东损益	-2	-6	-1	-1	-1
归属母公司净利润	378	264	605	1,043	1,251
EPS(元)	0.83	0.58	1.30	2.24	2.69

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	712	-48	-175	441	471
净利润	378	264	605	1,043	1,251
折旧摊销	11	12	16	17	17
净营运资金增加	-283	1,102	1,363	1,210	1,430
其他	607	-1,426	-2,160	-1,829	-2,227
投资活动产生现金流	-54	119	95	-8	-8
净资本支出	-7	-20	-9	-9	-9
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-47	138	104	1	1
融资活动现金流	-314	107	262	-170	-270
股本变化	38	0	7	0	0
债务净变化	-524	694	499	282	381
无息负债变化	77	2,014	217	630	-74
净现金流	308	185	182	262	193

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	5.8%	4.3%	3.7%	4.4%	4.6%
EBITDA 率	4.9%	3.8%	2.7%	3.4%	3.8%
EBIT 率	4.8%	3.8%	2.7%	3.4%	3.7%
税前净利润率	4.2%	1.3%	2.0%	2.7%	2.9%
归母净利润率	3.4%	1.1%	1.7%	2.3%	2.4%
ROA	8.3%	3.4%	6.8%	9.7%	10.4%
ROE (摊薄)	14.4%	9.0%	17.2%	23.5%	22.8%
经营性 ROIC	13.2%	17.3%	14.2%	18.3%	19.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	41%	60%	60%	58%	54%
流动比率	2.30	1.45	1.52	1.60	1.74
速动比率	1.16	0.78	0.83	0.87	0.95
归母权益/有息债务	2.21	1.56	1.48	1.67	1.80
有形资产/有息债务	2.87	3.41	3.24	3.59	3.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,545	7,585	8,887	10,720	12,069
货币资金	453	898	1,080	1,342	1,535
交易性金融资产	10	105	105	105	105
应收账款	621	1,074	1,070	1,330	1,521
应收票据	166	177	262	326	373
其他应收款 (合计)	37	40	108	134	153
存货	1,436	2,858	3,447	4,275	4,881
其他流动资产	28	264	477	636	753
流动资产合计	2,905	6,194	7,589	9,430	10,786
其他权益工具	38	38	38	38	38
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	76	74	69	63	56
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	13	13	12	12	11
商誉	1,090	1,090	1,090	1,090	1,090
其他非流动资产	2	4	6	6	6
非流动资产合计	1,640	1,391	1,298	1,291	1,282
总负债	1,875	4,583	5,299	6,211	6,518
短期借款	443	1,326	1,825	2,107	2,488
应付账款	430	1,165	1,040	1,282	1,464
应付票据	48	1,355	1,213	1,282	976
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	30	34	38	41	43
流动负债合计	1,266	4,285	4,985	5,898	6,206
长期借款	549	261	261	261	261
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	9	8	7	7
非流动负债合计	609	298	314	313	312
股东权益	2,671	3,002	3,587	4,509	5,551
股本	458	458	465	465	465
公积金	633	727	787	876	876
未分配利润	1,423	1,611	2,129	2,963	4,005
归属母公司权益	2,628	2,937	3,523	4,446	5,488
少数股东权益	43	65	64	63	62

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.32%	0.27%	0.21%	0.20%	0.20%
管理费用率	0.69%	0.81%	0.80%	0.79%	0.65%
财务费用率	1.28%	1.04%	0.60%	0.74%	0.86%
研发费用率	0.09%	0.09%	0.05%	0.05%	0.05%
所得税率	20%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.17	0.06	0.26	0.45	0.54
每股经营现金流	1.56	-0.10	-0.38	0.95	1.01
每股净资产	5.74	6.42	7.58	9.56	11.81
每股销售收入	24.63	53.04	77.41	96.22	110.06

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	200	286	127	74	61
PB	28.7	25.7	21.8	17.3	14.0
EV/EBITDA	137.8	83.6	80.0	51.8	41.3
股息率	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%

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的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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼