

2024年06月05日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

子公司获 AMD 经销商资格，“存储+算力”双剑合璧

—香农芯创（300475.SZ）公司事件点评报告 增持(维持) 事件

分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn
联系人：张璐 S1050123120019
zhanglu2@cfsc.com.cn

基本数据

2024-06-05

| | |
|------------|------------|
| 当前股价(元) | 34.16 |
| 总市值(亿元) | 156 |
| 总股本(百万股) | 458 |
| 流通股本(百万股) | 440 |
| 52周价格范围(元) | 20.8-47.35 |
| 日均成交额(百万元) | 769.85 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《香农芯创（300475）：2024Q1 营收增长，“分销+产品”打造新增长曲线》2024-05-05
- 《香农芯创（300475）：高端存储需求旺盛，绑定头部大厂空间广阔》2023-07-31

香农芯创发布关于全资子公司联合创泰科技有限公司收到 AMD 经销商确认函的公告：全资子公司联合创泰科技有限公司收到超威半导体公司（AMD）签署的《AMD 经销商确认函》，同意联合创泰与 AMD 的指定经销商进行采购业务。

投资要点

■ 半导体授权分销商领导者，海力士、MTK 代理商

公司是领先的半导体授权分销商，经过多年的潜心合作发展，公司已积累了众多优质的原厂授权资质，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 的代理权，形成了代理原厂线优势。公司半导体分销业务占总收入 95%以上，其中 SK 海力士的企业级存储产品占比 60%左右，MTK 的主控芯片占比 35%左右。与 2022 年相比，SK 海力士占比下降，MTK 占比提升。在这两类产品中，由于存储市场价格回暖，预计 2024 年 SK 海力士占比会提升，MTK 收入占比会下降，公司将直接受益服务器相关需求和存储复苏。

■ 子公司获 AMD 经销商资格，强强联手开拓算力市场

公司主要分销产品包括 DRAM、NAND 等企业级存储产品以及应用于消费电子的主控芯片，公司分销的企业级存储产品应用于数据中心建设等领域的服务器。子公司联合创泰本次收到 AMD 经销商确认函，公司将利用销售渠道的协同效应将新产品销售给公司现有客户，满足客户的多元化需求。AMD 作为世界领先的半导体芯片提供商，2024 年 Q1 在服务器和消费级 PC 市场份额方面均取得了出货量和营收方面的增长，单位出货量份额占 20.6%，营收份额为 16.3%，同比保持稳定增长。本次联合创泰收到 AMD 出具的经销商确认函，有助于提升客户粘性，增强公司竞争力，预计将对公司 2024 年度以及未来年度财务状况、经营成果产生积极的作用。

■ 自研存储产品，“分销+产品”一体两翼

公司于 2023 年 5 月与大普微电子、君海荣芯等合作方合资成

立深圳海普，2023 年下半年设立深圳海普的子公司无锡海普。深圳海普是定位企业级 SSD 研发生产与销售一体的企业，有上市公司原有分销业务良好的基础优势，在原料供应和客户导入方面具备较高的起点，计划专注于 eSSD，而无锡海普专注于 DRAM 模组。目前深圳海普已有产品推出，2023 年实现了少量销售，两类产品从 2023 年开始做，陆续收到良好反馈，两块产品将会持续同步推进。公司立足于半导体分销业务，能够借助优势原厂和客户资源，向半导体产业链上游延伸发展，提升公司在半导体全产业链的综合竞争力，在此基础上实现公司收入和利润稳步、持续、快速增长。

盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 155.56、178.22、203.21 亿元，EPS 分别为 0.85、1.01、1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 40.1、34.0、29.6 倍，公司和代理原厂、主要客户建立了良好、稳定的业务关系，直接受益服务器相关需求和存储复苏，同时公司也在持续努力拓展新产品、新客户，eSSD 和 DRAM 模组新业务也在持续推进，有望打开长期成长空间，维持“增持”投资评级。

风险提示

宏观经济的风险，产品研发不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游需求不及预期的风险。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 11,268 | 15,556 | 17,822 | 20,321 |
| 增长率（%） | -18.2% | 38.1% | 14.6% | 14.0% |
| 归母净利润（百万元） | 378 | 390 | 460 | 527 |
| 增长率（%） | 20.4% | 3.3% | 18.0% | 14.6% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.83 | 0.85 | 1.01 | 1.15 |
| ROE（%） | 14.1% | 13.6% | 14.9% | 15.7% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产: | | | | | 营业收入 | 11,268 | 15,556 | 17,822 | 20,321 |
| 现金及现金等价物 | 453 | 676 | 793 | 859 | 营业成本 | 10,614 | 14,788 | 16,909 | 19,231 |
| 应收款 | 825 | 938 | 977 | 1,002 | 营业税金及附加 | 3 | 5 | 5 | 6 |
| 存货 | 1,436 | 1,459 | 1,529 | 1,476 | 销售费用 | 36 | 47 | 53 | 61 |
| 其他流动资产 | 191 | 243 | 313 | 416 | 管理费用 | 77 | 124 | 143 | 183 |
| 流动资产合计 | 2,905 | 3,316 | 3,612 | 3,753 | 财务费用 | 144 | 37 | 36 | 36 |
| 非流动资产: | | | | | 研发费用 | 11 | 31 | 71 | 122 |
| 金融类资产 | 10 | 10 | 10 | 10 | 费用合计 | 268 | 239 | 304 | 402 |
| 固定资产 | 76 | 68 | 61 | 55 | 资产减值损失 | -15 | -60 | -49 | -55 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动 | 94 | 8 | 15 | 11 |
| 无形资产 | 13 | 27 | 42 | 75 | 投资收益 | 1 | 9 | 6 | 19 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 470 | 488 | 583 | 664 |
| 其他非流动资产 | 1,552 | 1,552 | 1,552 | 1,552 | 加:营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 1,640 | 1,647 | 1,655 | 1,682 | 减:营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4,545 | 4,963 | 5,267 | 5,435 | 利润总额 | 470 | 488 | 583 | 664 |
| 流动负债: | | | | | 所得税费用 | 94 | 98 | 122 | 136 |
| 短期借款 | 443 | 443 | 443 | 443 | 净利润 | 375 | 391 | 461 | 528 |
| 应付账款、票据 | 478 | 608 | 510 | 422 | 少数股东损益 | -2 | 0 | 0 | 1 |
| 其他流动负债 | 266 | 266 | 266 | 266 | 归母净利润 | 378 | 390 | 460 | 527 |
| 流动负债合计 | 1,266 | 1,488 | 1,561 | 1,465 | | | | | |
| 非流动负债: | | | | | 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 549 | 549 | 549 | 549 | 成长性 | | | | |
| 其他非流动负债 | 60 | 60 | 60 | 60 | 营业收入增长率 | -18.2% | 38.1% | 14.6% | 14.0% |
| 非流动负债合计 | 609 | 609 | 609 | 609 | 归母净利润增长率 | 20.4% | 3.3% | 18.0% | 14.6% |
| 负债合计 | 1,875 | 2,096 | 2,170 | 2,074 | 盈利能力 | | | | |
| 所有者权益 | | | | | 毛利率 | 5.8% | 4.9% | 5.1% | 5.4% |
| 股本 | 458 | 458 | 458 | 458 | 四项费用/营收 | 2.4% | 1.5% | 1.7% | 2.0% |
| 股东权益 | 2,671 | 2,866 | 3,097 | 3,361 | 净利率 | 3.3% | 2.5% | 2.6% | 2.6% |
| 负债和所有者权益 | 4,545 | 4,963 | 5,267 | 5,435 | ROE | 14.1% | 13.6% | 14.9% | 15.7% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 资产负债率 | 41.2% | 42.2% | 41.2% | 38.2% |
| 净利润 | 375 | 391 | 461 | 528 | 营运能力 | | | | |
| 少数股东权益 | -2 | 0 | 0 | 1 | 总资产周转率 | 2.5 | 3.1 | 3.4 | 3.7 |
| 折旧摊销 | 11 | 8 | 8 | 8 | 应收账款周转率 | 13.7 | 16.6 | 18.3 | 20.3 |
| 公允价值变动 | 94 | 8 | 15 | 11 | 存货周转率 | 7.4 | 10.1 | 11.1 | 13.0 |
| 营运资金变动 | 234 | 34 | -106 | -171 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 712 | 441 | 379 | 376 | EPS | 0.83 | 0.85 | 1.01 | 1.15 |
| 投资活动现金净流量 | -54 | 8 | 7 | 6 | P/E | 41.4 | 40.1 | 34.0 | 29.6 |
| 筹资活动现金净流量 | -314 | -195 | -230 | -264 | P/S | 1.4 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| 现金流量净额 | 308 | 253 | 155 | 119 | P/B | 5.9 | 5.5 | 5.1 | 4.7 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子通信组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。