

**评级：买入（维持）**

市场价格：24.37元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

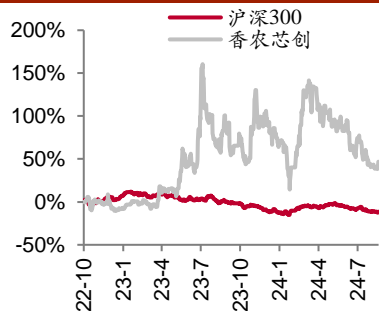
**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,772	11,268	19,483	23,380	26,887
增长率 yoy%	50%	-18%	73%	20%	15%
净利润(百万元)	314	377	388	506	571
增长率 yoy%	40%	20%	3%	30%	13%
每股收益(元)	0.69	0.83	0.85	1.11	1.25
每股现金流量	-1.49	1.56	13.02	-7.66	9.66
净资产收益率	16%	14%	14%	16%	15%
P/E	36	30	29	22	20
P/B	6	4	4	3	3

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价日期为 2024/9/6

**基本状况**

总股本(百万股)	458
流通股本(百万股)	440
市价(元)	24.37
市值(百万元)	11,151
流通市值(百万元)	10,729

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《【中泰电子】香农芯创深度：海力士云服务存储最大本土代理商，24年周期+成长共振》

《【中泰电子】香农芯创：Q1 营收同增 47%，持续关注存储复苏及新品进展》

**投资要点**
**■ 业绩符合预告，Q2 营收&扣非均创单季度新高。**

1) 24H1：收入 78.1 亿元，同比+80%，归母净利润 1.6 亿元，同比-11%，扣非 2.2 亿元，同比+210%。毛利率 6%，同比+1pcts，净利率 2%，yoy-2pcts，扣非净利率 2.8%，yoy+1pcts。非经常性损益-0.63 亿元，其中主要是持有微导纳米、甬矽电子的股权公允价值变动损益-0.85 亿元。另外公司 24H1 确认股份支付费用 3958 万元。

此前预告，24H1 归母净利润 1.5-2.3 亿元，扣非净利润 2.2-2.9 亿元，实际符合预告。

2) 24Q2：收入 55.0 亿元，同比+99%，环比+139%，归母净利润 1.4 亿元，同比+56%，环比+909%，扣非 1.6 亿元，同比+216%，环比+202%，毛利率 6%，同比+3pcts，环比+1pcts，净利率 3%，同比-1pcts，环比+2pcts。非经常性损益为-0.22 亿元，其中主要是持有的微导纳米、甬矽电子股权带来的公允价值变动损益-0.31 亿元。24Q1 末存货 16.8 亿元，24Q2 末存货 16.4 亿元，存货环比基本稳定。

3) 费用率：24Q2 销售费用率 0.3%，同比+0.1pcts，环比-0.2pcts，管理费用率 0.9%，同比+0.4pcts，环比+0.2pcts，研发费用率 0.1%，同比持平，环比-0.1pcts，三费合计费用率 1.3%，环比基本持平，费用率保持稳定。

服务器需求旺盛，对应服务器存储需求提升，叠加存储涨价公司产品结构变化，Q2 公司收入大增，盈利能力明显提升，Q2 收入和扣非创历史季度新高。因持有微导纳米、甬矽电子等股权，公允价值变动影响表现净利润。

**■ 先进存力&算力双驱动，卡位稀缺、深度受益 AI 浪潮。**

今年 5 月，公司公告全资子公司联合创泰收到 AMD 发送的《经销商确认函》，同意联合创泰与 AMD 指定经销商进行采购，公司确认成为 AMD 经销商。

公司代理的海力士存储、经销的 AMD 处理器，均代表了全球最先进的存力和算力，公司覆盖的互联网和服务商客户是大陆 AI 硬件最大需求方，公司卡位稀缺，将深度受益 AI 浪潮。

**■ 进军存储模组，打开长期成长空间。**

2023 年公司开始布局企业级存储模组，目前已完成企业级 DDR4、DDR5、Gen4 eS SD 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量产。大陆企业级存储模组市场长期被海外垄断，国内需求旺盛，公司助力国产替代。

**■ 投资建议：香农芯创是大陆第五大电子元器件分销商，同时也是海力士大陆云服务存储最大代理商，客户已覆盖主流云商，代理 DDR5 等高端存储器，新增经销 AMD 产品，卡位先进算力和存力；新业务企业级 SSD 等布局已 1 年多，24 年有望创收，打开长期成长空间。此前预计 24/25/26 年归母净利润为 4.5/5.1/5.7 亿元，考虑持有股票的公允价值变动等影响，调整 24/25/26 年归母净利润为 3.9/5.1/5.7 亿元，对应 PE 估值 29/22/20 倍，维持“买入”评级。**
**■ 风险提示事件：新市场开拓不及预期、行业竞争加剧、供应商依赖度较高的风险、公司海外业务占比高的风险、数据信息滞后风险。**

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	453	5,845	7,014	8,066	营业收入	11,268	19,483	23,380	26,887
应收票据	166	0	0	0	营业成本	10,614	18,509	22,209	25,543
应收账款	621	902	904	960	税金及附加	3	111	140	82
预付账款	153	278	333	383	销售费用	36	78	79	94
存货	1,436	2,527	6,876	4,200	管理费用	77	97	117	188
合同资产	0	0	0	0	研发费用	11	39	117	121
其他流动资产	76	246	293	335	财务费用	144	-38	-36	4
流动资产合计	2,905	9,797	15,420	13,944	信用减值损失	1	-30	-20	-30
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	-15	-30	-20	-30
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	94	-150	-90	-90
固定资产	76	66	58	51	投资收益	1	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	其他收益	5	5	5	5
无形资产	13	12	11	10	营业利润	470	483	629	710
其他非流动资产	1,550	1,551	1,552	1,552	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,640	1,630	1,622	1,614	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	4,545	11,428	17,042	15,558	利润总额	470	483	629	710
短期借款	443	349	5,439	2,257	所得税	95	97	126	142
应付票据	48	1,688	804	844	净利润	375	386	503	568
应付账款	430	5,553	6,729	7,816	少数股东损益	-2	-2	-3	-3
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	377	388	506	571
合同负债	79	351	421	484	NOPLAT	490	356	474	571
其他应付款	4	4	4	4	EPS (按最新股本摊薄)	0.83	0.85	1.11	1.25
一年内到期的非流动负债	197	197	197	197	<b>主要财务比率</b>				
其他流动负债	66	95	111	143	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动负债合计	1,266	8,235	13,705	11,744	成长能力				
长期借款	549	283	16	16	营业收入增长率	-18.2%	72.9%	20.0%	15.0%
应付债券	0	0	0	0	EBIT增长率	17.2%	-27.5%	33.4%	20.4%
其他非流动负债	60	60	60	60	归母公司净利润增长率	20.4%	2.8%	30.3%	12.9%
非流动负债合计	609	342	75	75	获利能力				
负债合计	1,875	8,577	13,780	11,820	毛利率	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
归属母公司所有者权益	2,628	2,810	3,224	3,704	净利率	3.3%	2.0%	2.2%	2.1%
少数股东权益	43	41	38	34	ROE	14%	14%	16%	15%
所有者权益合计	2,671	2,851	3,262	3,738	ROIC	26.0%	20.4%	8.0%	15.2%
负债和股东权益	4,545	11,428	17,042	15,558	偿债能力				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	41.2%	75.1%	80.9%	76.0%
单位:百万元					债务权益比	46.7%	31.1%	175.1%	67.6%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	2.3	1.2	1.1	1.2
经营活动现金流	712	5,959	-3,507	4,421	速动比率	1.2	0.9	0.6	0.8
现金收益	531	360	478	582	营运能力				
存货影响	-188	-1,091	-4,348	2,676	总资产周转率	2.5	1.7	1.4	1.7
经营性应收影响	375	-209	-38	-75	应收账款周转天数	14	14	14	12
经营性应付影响	390	6,763	293	1,126	应付账款周转天数	9	58	100	103
其他影响	-396	137	109	112	存货周转天数	46	39	76	78
投资活动现金流	-54	-152	-92	-91	每股指标(元)				
资本支出	-3	-1	-1	-2	每股收益	0.83	0.85	1.11	1.25
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	1.56	13.02	-7.66	9.66
其他长期资产变化	-51	-151	-91	-89	每股净资产	5.74	6.14	7.05	8.09
融资活动现金流	-314	-415	4,768	-3,278	估值比率				
借款增加	-524	-361	4,824	-3,182	P/E	30	29	22	20
股利及利息支付	-205	-152	-258	-312	P/B	4	4	3	3
股东融资	395	0	0	0	EV/EBITDA	545	746	564	470
其他影响	20	98	202	216					

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。