

公司研究

半导体分销巨头稳步成长，布局构建半导体产业创新生态

——香农芯创（300475.SZ）首次覆盖报告

要点

香农芯创：并购联合创泰布局电子元器件和半导体分销业务。自公司设立至2021年7月期间，公司主要从事新型、高效节能洗衣机减速离合器的研发、生产、销售，先后配套海尔、美的以及海信等洗衣机整机厂商。在公司传统主营业务市场竞争加剧难以实现重大突破的情况下，公司于2021年完成对联合创泰的收购，并以此为切入点切入电子元器件分销行业，快速获得联合创泰的产品线、客户群等资源，进一步实现公司向半导体行业的转型。联合创泰自2021年7月开始纳入公司合并报表后，公司主营业务由电气机械和器材制造业务变更为电子元器件分销业务。2021年度，公司实现营业收入92.1亿元，同比增长3377%；实现归属于母公司股东的净利润2.24亿元，同比增长248%。

代理资质与客户资源优秀，电子分销业务有望持续增长。联合创泰是专业的电子元器件产品授权分销商，于2013年在香港成立，主要代理国际知名的资源型产品线。联合创泰拥有优质的原厂代理资质和客户资源。联合创泰以核心元器件为主，拥有全球前三家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、国内存储控制芯片领域领头厂商兆易创新（GigaDevice）的授权代理权，以及立讯、锐石创新、寒武纪等多品牌代理资格。目前客户涵盖互联网云服务行业、移动通讯行业、物联网智能行业、ODM制造业等多个行业的头部客户，包括阿里巴巴、中霸集团、字节跳动、华勤通讯、紫光存储、立讯、百度、天珑移动、移远通信、武汉烽火、王牌通讯、展华集团等。2021年度，联合创泰实现收入129.97亿元，同比增长99%；实现归母净利润3.02亿元，同比增长497%。其中，2021年7-12月，联合创泰实现收入88.8亿元，实现归母净利润1.68亿元。在2021年7月并表后，联合创泰为上市公司经营贡献巨大。我们预计联合创泰2022-2024年的收入分别为151/194/240亿元。

打造高端半导体全产业链创新生态。公司在做大做强主营业务、逐步成为领先的国际电子元器件分销企业的同时，通过股权投资参股了好达电子、甬矽电子、微导纳米、璧仞科技等各细分领域优秀企业，打造创新生态链。

业绩预测、估值与评级：香农芯创依托于联合创泰积极布局电子分销业务，未来有望保持稳步成长。我们预测公司2022-2024年的营业收入分别为152.95/194.11/239.77亿元，归母净利润分别为3.01/3.62/4.31亿元，对应PE为30/25/21倍。公司拥有优质芯片原厂资源与客户资源，通过股权投资业务，布局半导体生态，相对于可比公司具备生态优势，首次覆盖给予“增持”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、商誉减值的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	265	9,206	15,295	19,411	23,977
营业收入增长率	-12.05%	3376.71%	66.14%	26.91%	23.52%
净利润（百万元）	64	224	301	362	431
净利润增长率	-0.36%	247.76%	34.54%	20.10%	19.09%
EPS（元）	0.15	0.53	0.72	0.86	1.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.83%	14.38%	16.61%	17.10%	17.42%
P/E	139	40	30	25	21
P/B	6.7	5.8	4.9	4.2	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-23

增持（首次）

当前价：21.33元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.20
总市值(亿元)	89.59
一年最低/最高(元)	16.44/28.79
近3月换手率	20.25%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.57	2.12	23.99
绝对	9.48	5.85	8.13

资料来源：Wind

目 录

1、香农芯创：中国电子元器件分销巨头	4
1.1、收购联合创泰布局电子元器件分销业务	4
1.2、未来战略：积极打造半导体产业投资平台	5
1.3、股权结构：基石资本旗下基金为公司控股股东	6
1.4、财务分析：2021 年业绩大幅增长，盈利模式发生转变	6
2、电子元器件分销：位于产业链中游，竞争格局分散	8
2.1、电子元器件分销是电子产业链条重要环节	8
2.2、半导体市场：2022 年保持稳步成长	8
2.3、云计算和大数据市场：持续增长可期.....	9
2.4、中国分销行业竞争格局分散，全球竞争格局相对集中	11
3、电子分销业务有望持续成长	13
3.1、联合创泰是中国专业电子元器件产品授权分销商	13
3.2、主要代理 SK 海力士、MTK、兆易创新、立讯精密等品牌的产品	13
3.3、分销客户资源丰富，主要客户包括阿里巴巴、字节跳动等	15
3.4、分销业务有望跟随供应商与客户共同成长	15
4、投资建议	17
4.1、盈利预测	17
4.2、估值分析	19
4.3、投资建议	19
5、风险提示	20

图目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司架构.....	5
图 3: 公司两大业务板块.....	5
图 4: 公司股权结构 (截至 2022 年 7 月 20 日)	6
图 5: 公司 2017-2021 年营业收入 (百万元)	7
图 6: 公司 2017-2021 年归母净利润 (百万元)	7
图 7: 公司 2017-2021 年毛利率与净利率变化 (%)	7
图 8: 2012-2022 年全球半导体市场规模及预测.....	9
图 9: 2021 年集成电路在全球半导体市场占比情况.....	9
图 10: 2012-2020 年我国集成电路产业市场规模变化情况	9
图 11: 2016-2020 年全球云计算市场规模变化情况	10
图 12: 2016-2020 年中国云计算市场规模变化情况	10
图 13: 我国数据中心 IT 投资规模变化情况.....	11
图 14: 全球与国内电子元器件分销商市场集中度	12
图 15: 联合创泰对前五名供应商的采购金额及当年占采购总额的比例情况 (万元)	14
图 16: 联合创泰 2019-2021 年前五大客户 (万元)	15
图 17: SK 海力士全球代理商名单 (SK 海力士官网)	16
图 18: 2019 年原厂向联合创泰的销售额占其在中国/亚洲市场销售额的比例情况.....	16

表目录

表 1: 主要分销商类别及特点	11
表 2: 联合创泰主要供应商与客户营业收入 (单位: 百万美元)	16
表 3: 香农芯创主营业务拆分及预测 (单位: 亿元, %)	18
表 4: 香农芯创盈利预测.....	18
表 5: 可比公司估值-PE 估值	19

1、香农芯创：中国电子元器件分销巨头

1.1、收购联合创泰布局电子元器件分销业务

香农芯创的前身聚隆科技（简称“公司”）设立于1998年，并于2015年在深交所上市。从设立至2021年7月期间，公司主要从事新型、高效节能洗衣机减速离合器的研发、生产、销售，先后配套海尔、美的以及海信等洗衣机整机厂商。2015年以来，公司先后设立了生产机器人RV减速器、谐波减速器的控股子公司，涉足工业机器人减速器业务。近年来，受国内经济增速下滑、消费低迷、洗衣机市场增长动力不足影响，洗衣机减速离合器市场竞争愈发激烈。虽然公司的产品属于中高端，且下游洗衣机整机客户信赖度较高，但公司主导产品双动力减速离合器的核心专利已于2022年4月到期，核心专利的辅助专利大部分将于2023年2月到期，若未来竞争对手打破公司在该类产品市场的独占地位，将会加剧双动力洗衣机市场的竞争，公司中高端产品毛利率存在下滑的风险。

在公司传统主营业务市场竞争加剧难以实现重大突破的情况下，为切实保护上市公司中小股东的利益，优化公司业务结构和提高公司持续盈利能力，公司积极寻求新的业务增长点，实现业务的转型。

公司一直看好半导体行业的发展前景，自2020年以来，公司参股了多家半导体行业公司。鉴于电子元器件产业受到国家的高度重视和大力支持，其上下游产业的蓬勃发展带动了IC产业全产业链的高速增长，电子元器件分销行业具有较为广阔的市场前景，在此背景下，公司于2021年完成对联合创泰的收购，更名为“香农芯创”，并以此为契机切入电子元器件分销行业，快速获得联合创泰的产品线、客户群等资源，进一步实现公司向半导体行业的转型。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公开路演 PPT、光大证券研究所整理

目前公司主要从事业务为电子元器件产品分销，该业务经由公司全资子公司联合创泰开展。联合创泰目前已具备数据存储器、主控芯片、集成电路、模组、DAC 线缆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、电视、车载产品、智能穿戴、物联网等领域。

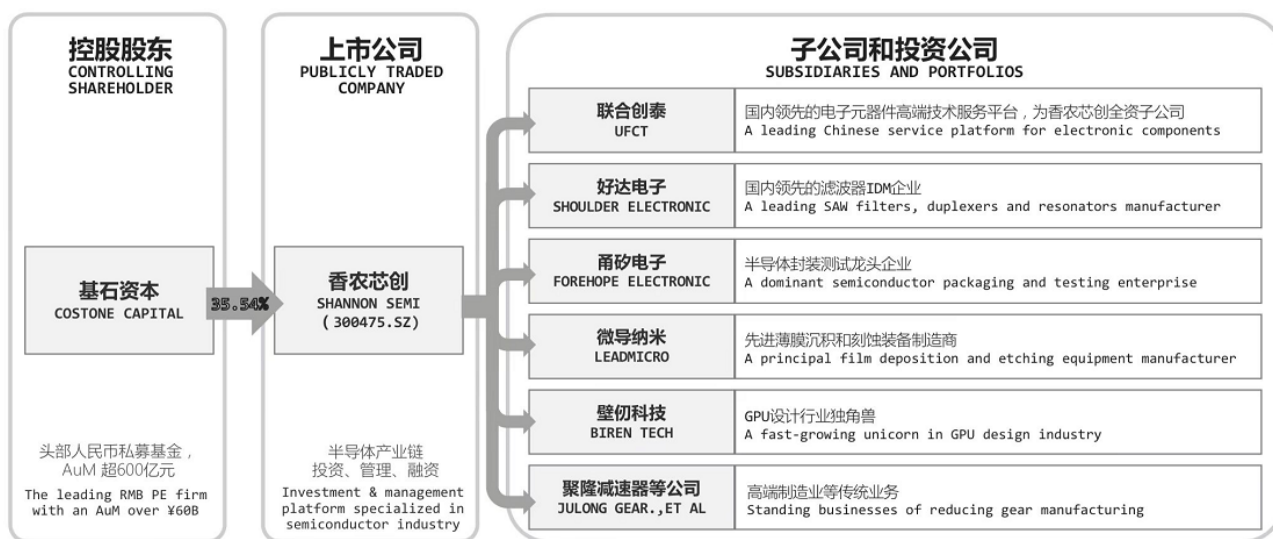
1.2、 未来战略：积极打造半导体产业投资平台

公司旨在打造高端半导体全产业链创新生态。电子元器件分销是整个电子元器件产业链中的重要纽带，全资子公司联合创泰在该领域内耕耘深厚，是国内领先的电子元器件高端技术服务平台，为整个行业提供了需求匹配、库存缓冲和信息价值，并与上、下游客户保持良好合作关系；参股公司好达电子、甬矽电子、微导纳米、璧仞科技等也均为各细分领域优秀企业。

公司计划未来做大做强主营业务、逐步成为领先的国际电子元器件分销企业，分享行业增长机遇，同时积极探索公司与被投资企业之间开展合作、拓宽公司代理产品条线的可能性、学习被投企业的成功经验，为公司未来向半导体产业链上下游延伸奠定基础。

股权投资业务方面，如有符合公司主营业务及战略发展方向，具有产业协同效应的并购机会，则公司将在履行审议程序及信息披露义务后实施。

图 2：公司架构



资料来源：公司公开路演 PPT、光大证券研究所整理

图 3：公司两大业务板块

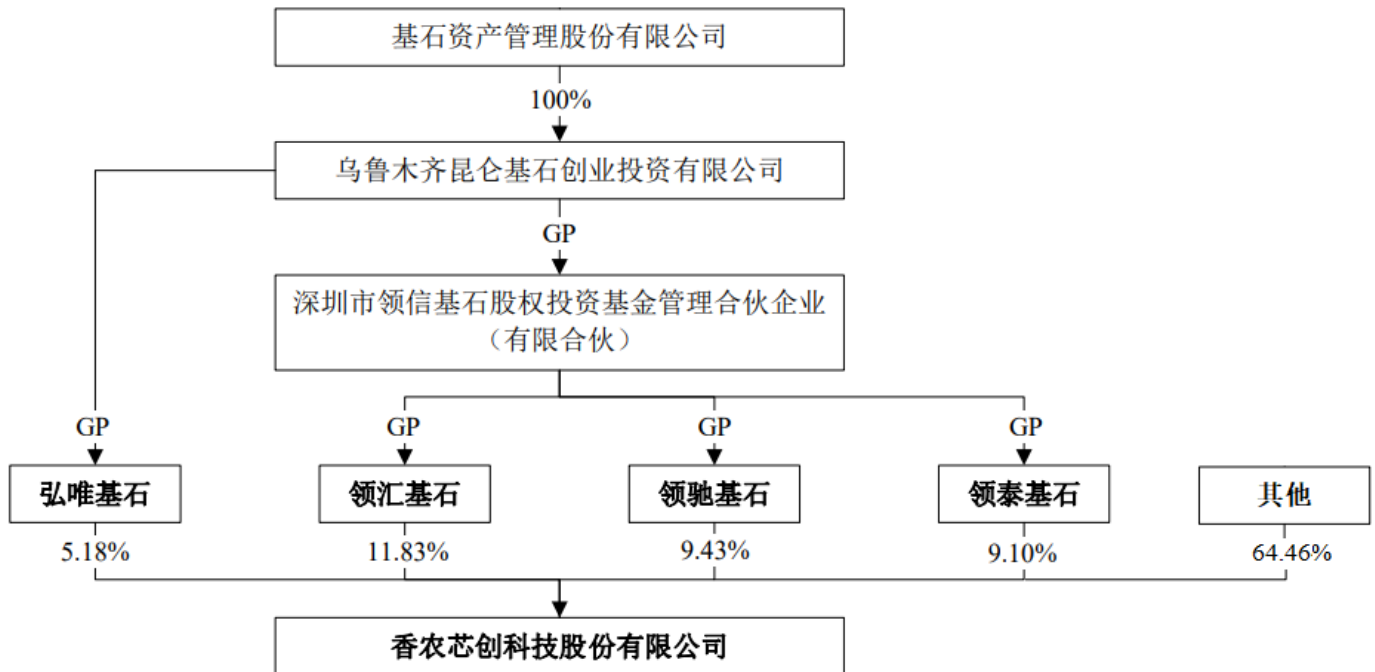


资料来源：公司公开路演 PPT、光大证券研究所整理

1.3、 股权结构：基石资本旗下基金为公司控股股东

香农芯创是基石资本控制的上市公司平台，截至 2022 年 7 月 20 日配股说明书签署日，公司控股股东为领泰基石、领驰基石、领汇基石、弘唯基石（互为一致行动人），合计持有发行人 35.53%的股份。

图 4：公司股权结构（截至 2022 年 7 月 20 日）



资料来源：公司公告《香农芯创科技股份有限公司创业板向不特定对象配股说明书(上会稿) (20220720)》、光大证券研究所整理

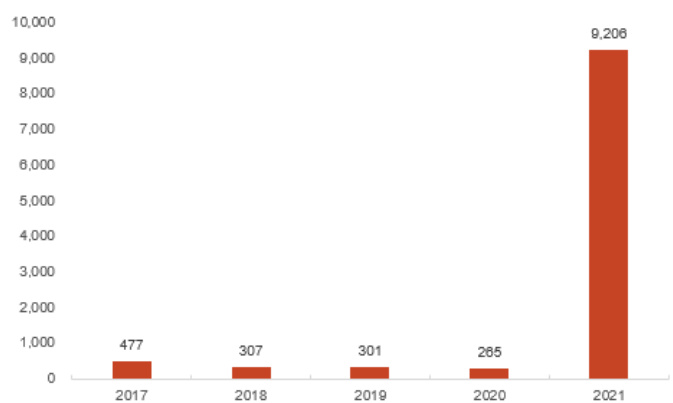
1.4、 财务分析：2021 年业绩大幅增长，盈利模式发生转变

公司 2021 年度业绩大幅增长。2021 年公司实现营业收入 92.06 亿元，比上年同期增长 3376.71%；实现归属于母公司股东的净利润 2.24 亿元，同比增长 247.76%。

主要增长原因为：（1）2021 年公司实施了重大资产重组，联合创泰自 2021 年 7 月纳入公司合并报表后，公司的经营规模和盈利能力得到显著提高，从而带动业绩的大幅增长。2021 年度，联合创泰实现营业收入 129.97 亿元，较上年增长 99.29%；实现归属于母公司的净利润 3.02 元，较上年同期增长 497.33%。其中，2021 年 7-12 月，联合创泰实现营业收入 88.81 亿，实现归属于母公司的净利润 1.68 亿元。（2）全资子公司聚隆景润 2021 年 4 月出售了持有的蓝箭航天空间科技股份有限公司股权，增加公司 2021 年度净利润 4,350 万元。

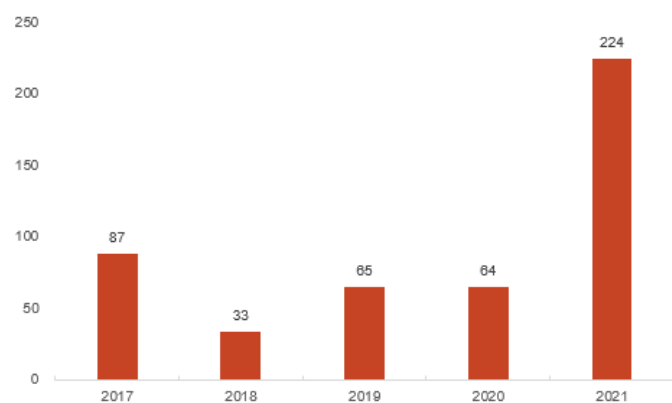
公司已发布 2022 年中报，实现营业收入 86.45 亿元，比上年同期增长 5817.82%；实现归属于母公司股东的净利润 1.65 亿元，同比增长 170.23%。

图 5: 公司 2017-2021 年营业收入 (百万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

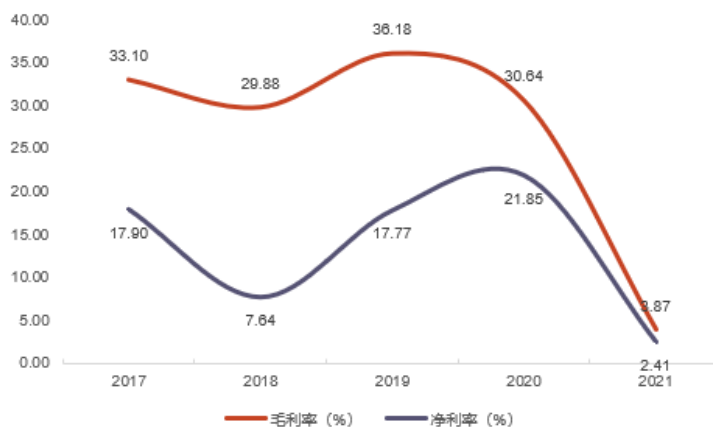
图 6: 公司 2017-2021 年归母净利润 (百万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

公司盈利模式转变为电子元器件分销。电子元器件分销行业的公司作为贸易商,从原厂代理相关产品并进行转销,毛利率与净利率相对产品型公司将大幅降低,但是营收规模将大幅提高。公司 2021 年毛利率为 3.87%,净利率为 2.41%,大幅低于 2017-2020 年数据,同时公司营收规模与归母净利润则大幅高于 2017-2020 年同期,整体盈利模式与财务特征转向了电子元器件分销行业。

图 7: 公司 2017-2021 年毛利率与净利率变化 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

2、电子元器件分销：位于产业链中游，竞争格局分散

2.1、电子元器件分销是电子产业链条重要环节

上市公司全资子公司联合创泰主要从事电子元器件的分销业务，授权分销的产品包括数据存储器、主控芯片、集成电路等电子元器件，其中以数据存储器为主。

电子元器件产业链通常由上游的原厂设计制造商、中游的电子元器件分销商及下游的电子产品制造商三个环节组成，分别承担生产、销售、使用的角色，并紧密地联系在一起。上游方面，具备领先技术及生产工艺的上游原厂制造商数量较少，存在较高的技术和资金壁垒，市场份额集中度较高；而下游方面，电子元器件广泛应用于个人电脑、移动设备、汽车电子、医疗设备、通信、家电、工业控制等各个领域。由于原厂生产的电子元器件品种繁多，产品应用涉及下游行业广泛、产品技术性强等特点，导致电子元器件原厂对其产品不可能全部直销，只能将其有限的销售资源和技术服务能力用于覆盖下游战略性大客户，其余销售必须通过电子元器件分销商来完成。

分销商身处产业链中游，在上游原厂设计制造商和下游电子产品制造商之间起着产品、技术及信息的桥梁作用，是联结上下游的重要纽带，主要作用包括上下游供需匹配、集中采购、账期支持、库存缓冲等，并提供增值服务，为上下游提供信息沟通，同时分销商能够为上游原厂制定生产计划提供可靠的信息来源。

一般而言，原厂制造商与分销商确定合作关系后，为了维护客户的稳定性及技术投入的延续性，除非分销商资金断裂或自愿放弃，一般不会轻易与分销商终止合作，也不会与分销商争夺客户。

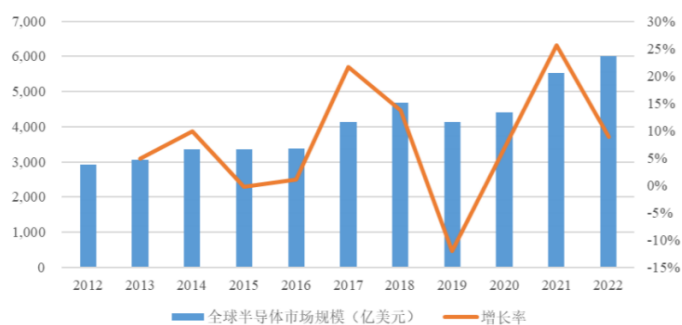
2.2、半导体市场：2022 年保持稳步成长

全球电子产业空间广阔，带来了分销行业广阔的成长空间。根据全球半导体贸易统计组织 (WSTS) 的数据，受数据中心设备需求增加、5G 商用带动各种服务扩大、车辆持续智能化等多因素影响，2021 年全球半导体 (含分立器件、光电子、传感器、集成电路) 市场规模为 5,558.93 亿美元，相比 2020 年同比增长 26.2%，其中集成电路产业市场规模为 4,630.02 亿美元，存储器市场规模为 1,538.38 亿美元。伴随疫情缓解、5G 技术发展等因素影响，WSTS 预计 2022 年全球半导体市场规模为 6,135.23 亿美元。

2021 年集成电路在全球半导体市场销售额的占比达到 83.29%，是半导体产业最重要的组成部分，具体包括逻辑芯片、存储芯片、处理器芯片和模拟芯片四种。

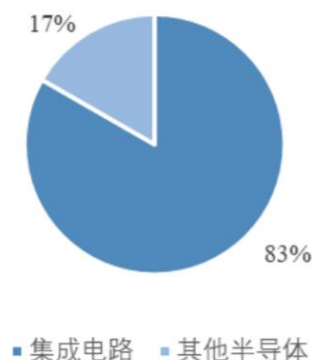
根据美国 Gartner 公司公布的 2021 年全球半导体供应商 top10 名单，三星、英特尔、SK 海力士名列前三，美光科技、高通、博通、联发科 (MTK)、德州仪器、英伟达和超威 (AMD) 分别位列第四至第十名。

图 8：2012-2022 年全球半导体市场规模及预测



资料来源：WSTS、公司公告，2022 年为 WSTS 预测值

图 9：2021 年集成电路在全球半导体市场占比情况



资料来源：WSTS、公司公告

受益于中国的人口规模和智能设备普及需求，中国市场已成为全球最重要的半导体消费市场之一。根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）的数据显示，2021 年亚太地区（除日本）半导体市场规模达到 3,429.67 亿美元，相比 2020 年同比增长 26.5%，占全球市场份额的 61.70%，是半导体消费市场的重要组成部分。WSTS 预计 2022 年亚太地区（除日本）的半导体市场规模将增长 8.3%。

2010 年以来，在国家政策扶持以及市场需求的带动下，我国集成电路市场仍保持快速稳步增长，2020 年实现总销售额高达 8,848 亿元，同比增长率 17%，增速远高于 2020 年全球平均水平同比增长率 6.5%。未来，随着 5G、AI、汽车电子、物联网等行业的逐步发展，集成电路产业下游应用领域的范围将不断扩大，我国半导体行业将迎来进一步发展的机会，这将进一步拉动电子元器件市场规模的增长。

图 10：2012-2020 年我国集成电路产业市场规模变化情况



资料来源：中国半导体行业协会、公司公告

2.3、云计算和大数据市场：持续增长可期

A、云计算及大数据领域

在云端，云计算系统及数据中心由大量服务器组成，同时为大量用户服务，需要对海量原始数据进行运算处理和存储。存储芯片将作为云计算的核心硬件，对于芯片等基础硬件的计算能力、计算进度、数据存储和带宽等都有较高要求。

(A) 云计算

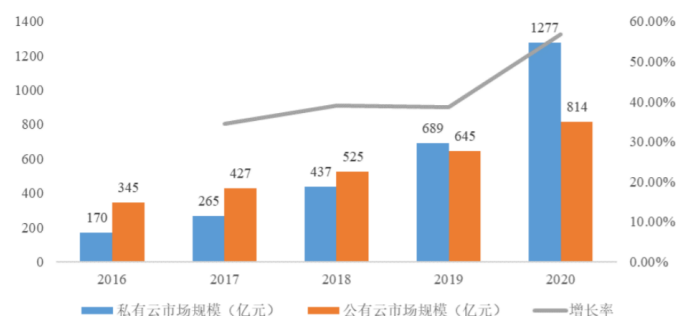
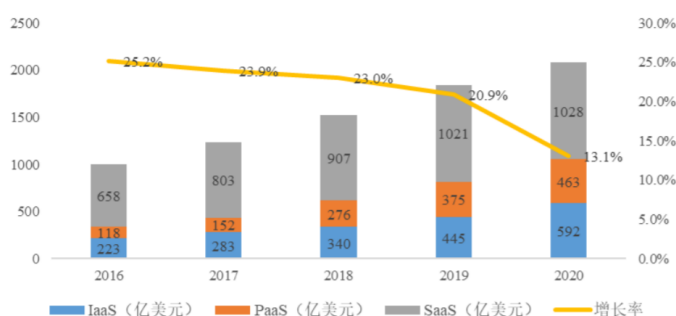
云计算主要分为 IaaS (“云”的基础设施)、PaaS (“云”的操作系统)和 SaaS (“云”的应用服务)三层。近年来，全球云计算市场保持稳定增长态势。根据中国信息通信研究院发布的《云计算白皮书(2021年)》，2020年，以 IaaS、PaaS 和 SaaS 为代表的全球云计算市场规模达到 2,083 亿美元，同比增长 13.1%。

2020年，我国云计算市场快速发展，整体市场规模达 2,091 亿元，增速 56.75%。其中，公有云市场规模达 1,277 亿元，相比 2019 年增长 85.34%；私有云市场规模达 814 亿元，较 2019 年增长 26.20%。根据中国互联网协会预测，2021 年-2023 年，我国公有云市场规模增速将保持 30%以上，私有云市场增速将保持 20%以上。

根据中国信息通信研究院报告，2020年，我国公有云 SaaS 市场规模达到 278 亿元，较 2019 年增长了 43.1%，受新冠疫情对线上业务的刺激，SaaS 市场有望在未来几年迎来增长高峰；公有云 PaaS 市场规模突破 100 亿元，与 2019 年相比提升了 145.3%，随着数据库、中间件、微服务等服务的日益成熟，PaaS 市场将继续保持较高的增速；公有云 IaaS 市场规模达到 895 亿元，比 2019 年增长了 97.8%，随着云计算在企业数字化转型过程中扮演越来越重要的角色，预计短期内企业将继续加大基础设施投入，市场需求依然保持旺盛。

图 11: 2016-2020 年全球云计算市场规模变化情况

图 12: 2016-2020 年中国云计算市场规模变化情况



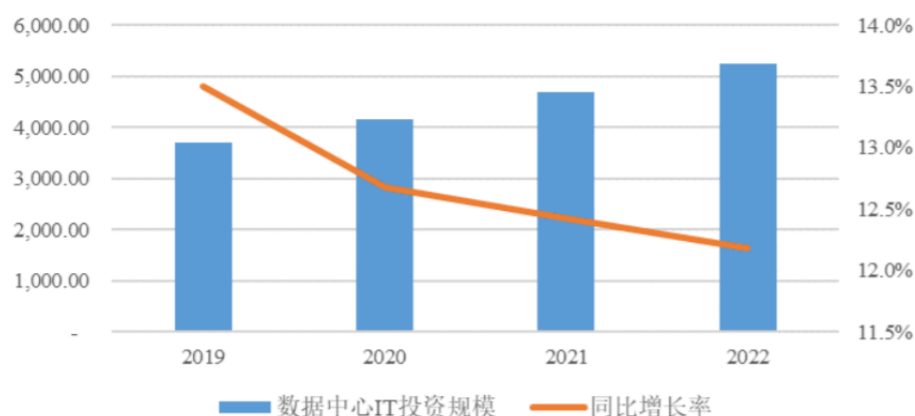
资料来源: Gartner、中国信息通信研究院、公司公告

资料来源: 中国信息通信研究院、公司公告

(B) 数据中心

近年来，集成电路行业在经历了手机及消费电子驱动的周期后，迎来了数据中心引领发展的阶段，对于海量数据进行计算和处理将成为带动集成电路行业发展的新动能。据中国电子信息产业发展研究院、信息通信研究院等机构统计，截至 2019 年底，我国数据中心数量约为 7.4 万个，占全球数据中心总量的 23%，其中大型数据中心占比约 13%；在用数据中心机架规模达到 265.8 万架，同比增长约 29%；在建数据中心机架规模约 185 万架，同比增加约 43 万架。据前瞻产业研究院报告，2019 年数据中心 IT 投资规模达到 3,698 亿元，比 2018 年增长约 14%。在新基建的政策驱动及疫情带来的需求刺激下，2020 年集中规划报批的数据中心数量较多，2021-2022 年是数据中心快速落地时期，以大规模数据中心建设为主，边缘计算数据中心也将开始发力。预计到 2022 年，我国数据中心 IT 投资规模将达到 5,256 亿元，在 2019-2022 年间保持约 12% 的年均复合增长率。

图 13: 我国数据中心 IT 投资规模变化情况



资料来源: 前瞻产业研究院、公司公告, 2022 年为前瞻产业研究院预测值

2.4、中国分销行业竞争格局分散, 全球竞争格局相对集中

从地域上看, 电子元器件分销商可分为国际分销商和本土分销商两大类。国际分销商以艾睿电子、安富丽、大联大等为代表, 本土分销商以泰科源、中电港、力源信息、深圳华强等企业为代表。

按照是否获得上游供应商授权, 分销商可以分为授权分销商和独立分销商两类。授权分销商可获得电子元器件制造商的正式授权, 获取原厂在信息、技术、供货等方面的支持, 注重构建自身技术能力, 为下游客户提供产品的应用保障和技术支持, 与上下游形成稳定的合作关系, 是原厂与终端电子厂商的沟通桥梁。独立分销商偏向于提供小批量产品供应和供应链支持服务, 技术支持能力较弱。

表 1: 主要分销商类别及特点

分类	业务专注性	供应商情况	客户情况	客户黏性	技术能力
国际分销商	产品线多达几百条, 应用领域覆盖广	国际大型半导体厂商	主要是国际电子制造企业	较强	仅能对部分大型客户提供较强的技术支持
本土分销商	授权分销	专注于细分领域的领先企业和部分大型半导体厂商	具有一定规模的电子制造企业为主	较强	技术实施团队规模较大, 解决方案丰富, 能够对客户提供深入技术支持
	独立分销	产品系列齐全, 但无原厂授权	以中小客户为主	较弱	供应链支持力度较强, 技术支持能力较弱

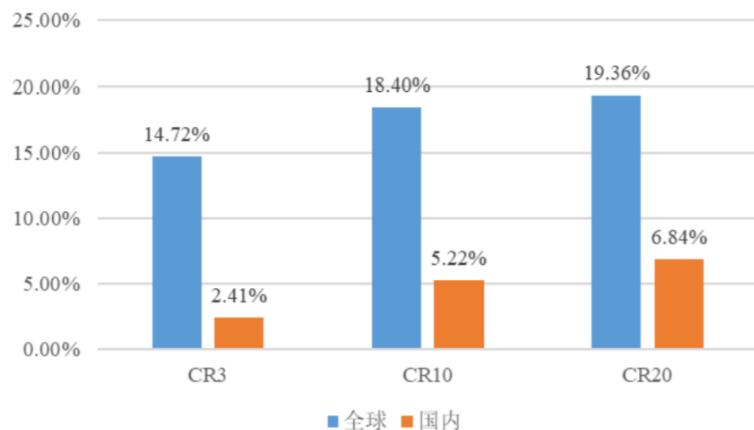
资料来源: 公司公告

国际分销商主要针对全球性客户, 包括国际电子产品制造商在中国的代工厂和合作伙伴, 其业务特点为多产品线和多领域、全方位覆盖, 过去几年的主要发展战略是通过不断的并购增强规模优势。根据“国际电子商情”统计的 2021 年全球电子元器件分销商排名, 前四大分销商中艾睿电子 (Arrow Electronics, 美国) 的营业收入 344.77 亿美元、大联大 (WPG, 中国台湾地区) 的营业收入为 262.38 亿美元、安富利 (Avnet, 美国) 的营业收入为 215.93 亿美元, 文晔科技 (WT Microelectronics, 中国台湾地区) 的营业收入为 150.94 亿美元, 而第五名的 MacnicaFuji (日本) 的营业收入仅为 58.66 亿美元, 电子元器件分销行业呈现的行业集中度较高。

然而大部分中国电子制造商由于产品种类多、技术需求多样化等特点，并不符合国际分销商的全球策略，无法得到充分全面的技术支持服务。相比而言，本土分销商则主要服务于国内的电子制造业客户，凭借较高灵活性和熟悉国内市场等优势，有效填补了国际分销商的空白，并在近几年来取得了快速发展。在国内市场，国际分销商主要侧重于具有大批量电子产品采购需求的客户，服务的重点在于物流和资金，仅能针对部分大型客户提供较强的技术支持服务。

国内的电子元器件分销行业由于起步较晚，虽然近年来发展极其迅速，但整体营收规模离国际头部分销商仍存在较大差距。根据“国际电子商情”的统计数据，除大联大、文晔科技、时捷集团、益登科技、至上电子、威健实业、全科科技外，2021年我国共9家电子元器件分销商营业收入超过100亿元人民币，排名第50位的分销商营收规模为4.91亿美元，整体营收规模与头部分销商差距较大。同时，跟发达国家比，整个中国电子元器件分销行业较为分散。对比全球市场，全球CR3（市场份额最大的前3个公司市场规模之和所占总体市场的比例）、CR10和CR20的市场份额分别是14.72%、18.40%和19.36%，而国内只有2.41%、5.22%和6.84%。随着行业对资本的需求越来越强烈，上市、收购兼并会成为不少分销商将来发展的选择和目标。大资本的进入将会加快行业的整合与发展，更快地提升行业的集中度。

图 14：全球与国内电子元器件分销商市场集中度



资料来源：国际电子商情、公司公告

3、电子分销业务有望持续成长

3.1、联合创泰是中国专业电子元器件产品授权分销商

联合创泰是专业的电子元器件产品授权分销商，于 2013 年在香港成立，主要代理国际知名的资源型产品线。经过多年的快速发展，联合创泰凭借其专业化的团队、先进的电子产品线、良好的上下游分销渠道及标准化的作业流程形成了在电子元器件分销领域的核心竞争力，具有较强的市场拓展能力。

联合创泰拥有优质的原厂代理资质和客户资源。联合创泰以核心元器件为主，拥有全球前三家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、国内存储控制芯片领域领头厂商兆易创新 (GigaDevice) 的授权代理权，以及立讯、锐石创新、寒武纪等多品牌代理资格。依托于上游的原厂资源，联合创泰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，目前客户涵盖互联网云服务行业、移动通讯行业、物联网智能行业、ODM 制造业等多个行业的头部客户，包括阿里巴巴、中霸集团、字节跳动、华勤通讯、紫光存储、立讯、百度、天珑移动、移远通信、武汉烽火、王牌通讯、展华集团等，是 IC 产业链中连接上下游的重要纽带。

联合创泰拥有良好的分销渠道和售前、售中、售后服务体系。联合创泰在香港、上海设有仓库，在深圳、上海、北京、杭州等我国电子产业较为集中的区域设有销售网络，可以随时为客户提供高效、快捷、优质的电子元器件产品供应服务，是电子元器件产业链中连接上下游的重要纽带。

联合创泰专注于电子元器件产品分销，目前已具备数据存储器、主控芯片、集成电路、模组、DAC 线缆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、电视、车载产品、智能穿戴、物联网等领域。

3.2、主要代理 SK 海力士、MTK、兆易创新、立讯精密等品牌的产品

公司获得全球知名厂商的代理授权，部分原厂简介及合作情况说明如下：

(1) SK 海力士 (SK Hynix)

SK 海力士是全球三家全产业存储器供应商之一（另外两家是三星和美光），在存储器领域综合排名第二（三星第一）。根据官网介绍，SK 海力士为全球领先的半导体制造商，主要产品为 DRAM、NAND 闪存、MCP（多芯片封装）等存储半导体及 CIS（CMOS 图像传感器）等非存储半导体。其中，DRAM 产品包括用于个人电脑、笔记本电脑的 PC-DRAM、用于数据中心大容量服务器的服务器 DRAM、以功耗低适用于手机等移动设备的移动 DRAM、能迅速处理大量数据而被用于图像数据处理的图像 DRAM、各种数字设备所需的消费级 DRAM。

与联合创泰进行合作的爱思开海力士（无锡）半导体销售有限公司、爱思开海力士半导体（上海）有限公司和爱思开海力士半导体香港有限公司均系爱思开海力士株式会社（即 SK 海力士）100%控股的企业。

(2) 联发科 (MTK)

根据官网介绍，MediaTek Inc.（联发科技股份有限公司）是全球第四大晶圆厂半导体公司，产品包括多媒体集成电路、电脑周边集成电路、高阶消费性电子集成电路及其他特殊应用集成电路，MTK 在智慧电视、语音助理装置（VAD）、

Android 平板电脑、功能型电话、光学与蓝光 DVD 播放器晶片组技术上居市场领先地位，行动通讯晶片则排名世界第二。

从以往的产品来看，联发科手机处理器最大的优势在于性价比，主打中低端。根据 Counterpoint 公布的 2020 年全球智能手机芯片份额排行榜，联发科以 27% 的市场份额排名第一。受益于中低端手机需求增长的推动，联发科在中东和非洲、印度和东南亚等新兴市场的需求量较高。

(3) 兆易创新 (GigaDevice)

北京兆易创新科技股份有限公司 (GigaDevice) 是目前中国大陆领先的闪存芯片设计企业，主要产品分为闪存芯片产品、微控制器产品以及 2019 年新增加的传感器产品，2020 年其 NORFLASH 产品市场排名全球第三；兆易创新的 MCU 作为中国 32 位通用 MCU 领域的主流产品，覆盖率稳居市场前列，依据 IHS Markit 报告，在中国 Arm Cortex-M MCU 市场，2018 年兆易创新销售额排名为第三位，市场占有率 9.4%；兆易创新的触控和指纹识别芯片广泛应用在国内外知名移动终端厂商，根据赛迪数据，2018 年兆易创新的触控芯片 (思立微) 全球市场份额为 11.40%，排名第四，指纹芯片全球市场份额为 9.40%，排名第三。与联合创泰进行合作的芯技佳易微电子 (香港) 科技有限公司系兆易创新的境外全资子公司。

图 15: 联合创泰对前五名供应商的采购金额及当年占采购总额的比例情况 (万元)

期间	序号	供应商名称	采购金额	占比
2021 年	1	SK 海力士	1,027,312.53	79.05%
	2	MTK 联发科	252,237.34	19.41%
	3	香港一诺集团有限公司	4,246.14	0.33%
	4	兆易创新 (GigaDevice)	3,092.50	0.24%
	5	得瑞领新	2,011.70	0.15%
	合计			1,288,900.20
2020 年	1	SK 海力士	546,030.20	83.54%
	2	MTK 联发科	74,508.66	11.40%
	3	兆易创新 (GigaDevice)	18,962.54	2.90%
	4	世纪恒信 (香港) 有限公司	3,446.54	0.53%
	5	SCALEFLUX, INC.	1,986.88	0.30%
	合计			644,934.83
2019 年	1	SK 海力士	352,871.24	61.50%
	2	MTK 联发科	123,977.47	21.61%
	3	兆易创新 (GigaDevice)	25,589.03	4.46%
	4	香港腾瑞丰有限公司	15,762.49	2.75%
	5	香港一诺集团有限公司	12,001.39	2.09%
	合计			530,201.62

资料来源: 公司公告《香农芯创科技股份有限公司创业板向不特定对象配股说明书(上会稿)》、光大证券研究所整理

3.3、 分销客户资源丰富，主要客户包括阿里巴巴、字节跳动等

联合创泰的主要客户包括：阿里巴巴、华勤通讯、中霸集团、字节跳动、神码澳门、紫光存储、立讯精密等。其中前五大客户在 2019~2021 年的收入占比分别为 82%、90%、74%。

阿里巴巴包括 Alibaba.com Singapore E-Commerce Private Limited 和平头哥（上海）半导体技术有限公司，华勤通讯包括华勤通讯香港有限公司和东莞华贝电子科技有限公司，紫光存储包括 UNIC Memory Technology (Singapore) PTE. LTD.和西安紫光国芯半导体有限公司，立讯包括江西立讯智造有限公司、立讯电子科技（昆山）有限公司和东莞立讯精密工业有限公司，字节跳动包括 BYTEDANCE PTE. LTD.和青岛小鸟看看科技有限公司。

图 16：联合创泰 2019-2021 年前五大客户（万元）

期间	序号	客户名称	销售金额	占比
2021 年	1	阿里巴巴	249,476.12	19.19%
	2	华勤通讯	216,766.43	16.68%
	3	中霸集团	212,418.41	16.34%
	4	字节跳动	152,013.84	11.70%
	5	神码澳门	134,579.87	10.35%
			合计	965,254.67
2020 年	1	阿里巴巴	311,824.16	47.81%
	2	中霸集团	117,718.55	18.05%
	3	华勤通讯	53,850.31	8.26%
	4	紫光存储	53,104.63	8.14%
	5	字节跳动	51,721.02	7.93%
			合计	588,218.67
2019 年	1	阿里巴巴	169,149.19	28.95%
	2	中霸集团	136,247.13	23.32%
	3	华勤通讯	100,969.15	17.28%
	4	紫光存储	45,651.31	7.81%
	5	立讯	26,625.15	4.56%
			合计	478,641.94

资料来源：公司公告《香农芯创科技股份有限公司创业板向不特定对象配股说明书(上会稿) (20220720)》、光大证券研究所整理

3.4、 分销业务有望跟随供应商与客户共同成长

芯片原厂受限于有限的销售资源和技术服务能力以及聚焦产品开发的意愿，只能集中服务于少数全球性客户。目前在电子元器件领域，不足整体电子产品制造商总数 1%的蓝筹超级客户直接向原厂采购，采购金额约为总体份额的 44%，占总体 99%以上的其余制造商客户通过分销商渠道采购 56%的份额。

图 17: SK 海力士全球代理商名单 (SK 海力士官网)

国家/地区	分销商名单
美国	1、Ma Labs, Inc; 2、Memphis Electronic Inc.; 3、ASI Corp.; 4、Synnex Corporation; 5、N.F. Smith & Associates, LP
德国	1、Memorysolution GmbH; 2、HMD Electronics AG; 3、MSC Technologies GmbH; 4、Memphis Electronic AG
俄罗斯/乌克兰/东欧	TTC Trade and Consulting GmbH
欧洲各地区	1、SILICA (An Avnet Company); 2、M2M Direct
以色列	H. Y. Components Ltd.
中国	1、SMartech Electronic Co., Ltd; 2、LEADRAM TECHNOLOGY GROUP LTD; 3、E-Point (H.K.) Limited; 4、S. A. S. ELECTRONIC CO., LTD.; 5、UFCT Technology Co., Limited; 6、KINWEI TECHNOLOGY GROUP LIMITED
中国台湾	1、Synnex Technology International Corp.; 2、Time Speed Technology Co.; 3、Titron International Corp.; 4、U-Best Technology Inc.
日本	1、SHINDEN HIGHTEX CORPORATION; 2、Restar Electronics Corporation
新加坡/印度	1、WE Components Pte Ltd; 2、Serial Microelectronics Pte Ltd; 3、Rabyte Electronics Pvt Ltd; 4、Kinwei Technology Group Pte Ltd

资料来源: 公司公告《20210319-聚隆科技: 重大资产购买报告书》、光大证券研究所整理

根据 SK 海力士和 MTK 联发科公开披露的财报数据, 2019 年原厂向联合创泰的销售额占其在中国/亚洲市场销售额的比例情况如下:

图 18: 2019 年原厂向联合创泰的销售额占其在中国/亚洲市场销售额的比例情况

原厂名称	向标的公司销售额 (人民币万元)	原厂在中国/亚洲市场销售额 (人民币万元)	占比
SK 海力士	352,871.24	5,220,602	6.76%
MTK 联发科	123,977.47	4,911,800	2.52%

资料来源: 公司公告《20210319-聚隆科技: 重大资产购买报告书》、光大证券研究所整理

表 2: 联合创泰主要供应商与客户营业收入 (单位: 百万美元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025 E
SK 海力士	23,168.89	27,085.22	37,570.46	42,402.74	45,610.44	50,351.09	-
联发科	7,970.07	10,941.54	17,665.91	19,672.73	20,763.60	22,703.78	-
立讯精密	9,051.70	13,420.15	23,869.94	29,693.13	35,472.41	41,135.96	-
兆易创新	463.75	652.41	1,319.54	1,726.24	2,182.68	2,655.21	-
阿里巴巴	-	73,191.99	105,957.38	132,949.57	135,951.55	153,121.96	170,416.80

资料来源: Bloomberg、光大证券研究所整理, 2022-2025 年数据为 Bloomberg 一致性预测值

4、投资建议

4.1、盈利预测

存储器分销：原厂的授权是代理商在市场上稳健发展的基石，这些原厂的实力及其与联合创泰合作关系的稳定性是公司、联合创泰未来持续发展的有力保证。联合创泰已积累了众多优质的原厂授权资质，先后取得全球前三家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、国内存储控制芯片领域领头厂商兆易创新（GigaDevice）的授权代理权。作为多家全球知名品牌的授权代理商，联合创泰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，产品应用广泛，实现了对该等领域一流厂商的覆盖，具备领先的客户优势。中国作为全球最大的半导体应用市场，预计市场需求旺盛。公司 2021 年存储器分销业务 7~12 月并表营业收入为 68.57 亿元，毛利率为 3.29%，我们预测 2022-2024 年该业务的营业收入分别为 105.60/137.29/171.61 亿元，同比增长 54.00%/30.00%/25.00%；公司代理产品的毛利率是与原厂协商而定，可维持在 3.29%/3.29%/3.29%。

集成电路分销：公司已经获得立讯、锐石创新、寒武纪、大唐、九联科技等多品牌代理资格，形成了代理原厂线优势。联合创泰目前已具备数据存储器、主控芯片、集成电路、模组、DAC 线缆等电子元器件产品提供能力，产品广泛应用于多个领域。公司通过取得上述国内外知名原厂的代理授权，可以及时取得原厂高品质的元器件产品，并依托原厂技术、品牌、规模等优势，持续开拓下游中高端产品市场。因此我们认为公司集成电路分销业务未来将较稳定并持续地增长。公司 2021 年集成电路分销业务 7~12 月并表营业收入为 20.23 亿元，毛利率为 2.00%，我们预测 2022-2024 年该业务的营业收入分别为 45.33/56.66/67.99 亿元，同比增长 124.00%/25.00%/20.00%；公司代理产品的毛利率是与原厂协商而定，可维持在 2.00%/2.00%/2.00%。

洗衣机减速器及配件：公司洗衣机减速器及配件业务主要从事新型、高效节能洗衣机减速离合器研发、生产、销售，先后配套海尔、美的以及海信等洗衣机整机厂商，成功开发、推广了双驱动减速离合器、双波轮减速离合器、20 公斤级波轮减速离合器、节水洗衣机减速离合器、直驱电机减速离合器一体化装置等系列产品。2021 年，公司实施了收购联合创泰的重大资产重组。联合创泰自 2021 年 7 月开始纳入公司合并报表后，公司主营业务由电气机械和器材制造业务变更为电子元器件分销业务。因此我们预计公司将逐步剥离洗衣机减速器及配件业务，预计 2023 年相关业务将移出报表。公司 2021 年洗衣机减速器及配件业务营业收入为 3.03 亿元，同比增长 22.58%，毛利率为 29.00%，我们预测 2022-2024 年该业务的营业收入分别为 1.82/0/0 亿元，同比下降 40%/100%/0%，毛利率为 27.84%//-。

机器人减速器：公司机器人减速器产品主要为四六轴工业机器人减速器、机器人关键零部件等。2021 年，公司实施了收购联合创泰的重大资产重组。联合创泰自 2021 年 7 月开始纳入公司合并报表后，公司主营业务由电气机械和器材制造业务变更为电子元器件分销业务。因此我们预计公司将逐步剥离机器人减速器业务，预计 2023 年相关业务将移出报表。公司 2021 年机器人减速器业务营业收入为 0.07 亿元，同比增长 36.18%，毛利率为 20.00%，我们预测 2022-2024 年该业务的营业收入分别为 0.04/0/0 亿元，同比下降 40%/100%/0%，毛利率为在 20%//-。

其他业务：公司 2021 年其他业务收入为 0.15 亿元，同比增长 19.19%，毛利率为 5%。我们预计该业务维持稳定增长，预计 2022-2024 年业务增速均为 5%，毛利率维持在 5%。

销售费用率：随着公司逐渐剥离减速器业务并转向分销业务，销售费用率显著下降，2021 年公司销售费用率为 0.15%。联合创泰经过多年发展，已经成为多家全球知名品牌授权代理商，下游客户稳定。因此我们预计随着公司彻底剥离减速器业务，销售费用率仍有进一步下降的空间，预计 2022-2024 年的销售费用率为 0.10%/0.08%/0.08%。

管理费用率：公司在转向分销业务后，管理费用率大幅下降，2021 年为 0.82%。因此我们预测在公司逐渐剥离减速器业务的过程中，公司运营也将不断优化，管理费用仍有下降空间。预计 2022-2024 年的管理费用率为 0.66%/0.54%/0.53%。

研发费用率：公司转型半导体分销，研发费用率将稳中有降，因此我们预计 2022-2024 年的研发费用率为在 0.08%/0.06%/0.06%。

我们预测公司 2022-2024 年的营业收入分别为 152.95/194.11/239.77 亿元，归母净利润分别为 3.01/3.62/4.31 亿元，EPS 分别为 0.72/0.86/1.03 元，PE 为分别 30/25/21 倍。

表 3：香农芯创主营业务拆分及预测（单位：亿元，%）

主营业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存储器分销业务	0	68.57	105.60	137.29	171.61
YoY (%)			54.00%	30.00%	25.00%
毛利率 (%)		3.29%	3.29%	3.29%	3.29%
集成电路分销业务	0	20.23	45.33	56.66	67.99
YoY (%)			124.00%	25.00%	20.00%
毛利率 (%)		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
洗衣机减速器及配件	2.47	3.03	1.82	0	0
YoY (%)	-14.51%	22.58%	-40.00%	-100.00%	
毛利率	32.73%	29.00%	27.84%		
机器人减速器	0.05	0.07	0.04	0	0
YoY (%)	-6.08%	36.18%	-40.00%	-100%	
毛利率 (%)	-	20.00%	20.00%		
其他业务	0.13	0.15	0.16	0.17	0.18
YoY (%)	88.33%	19.19%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	-	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
总体营业收入	2.65	92.06	152.95	194.11	239.77
YoY (%)	-12.05%	3376.71%	66.14%	26.91%	23.52%
毛利率 (%)	30.64%	3.87%	3.21%	2.91%	2.93%

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

表 4：香农芯创盈利预测

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	265	9,206	15,295	19,411	23,977
营业收入增长率	-12.05%	3376.71%	66.14%	26.91%	23.52%
净利润 (百万元)	64	224	301	362	431
净利润增长率	-0.36%	247.76%	34.54%	20.10%	19.09%
EPS (元)	0.15	0.53	0.72	0.86	1.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.83%	14.38%	16.61%	17.10%	17.42%
P/E	139	40	30	25	21
P/B	6.7	5.8	4.9	4.2	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-23

4.2、估值分析

我们选取两家企业火炬电子（主营自产被动元器件以及电容器贸易）、深圳华强（主营为电子元器件分销、电子元器件产业互联网以及终端产品实体交易市场）作为可比公司。两家可比公司 2022-2024 年的 PE 均值分别为 16/13/10 倍，香农芯创 2022-2024 年 PE 预计为 30/25/21 倍，高于可比公司。

表 5：可比公司估值-PE 估值

代码	公司	总市值	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603678.SH	火炬电子	225	9.56	12.18	15.22	18.82	24	18	15	12
000062.SZ	深圳华强	133	8.83	10.13	12.72	16.24	15	13	10	8
平均值							19	16	13	10
300475.SZ	香农芯创	90	2.24	3.01	3.62	4.31	40	30	25	21

资料来源：Wind、光大证券研究所预测；注：股价时间为 2022 年 08 月 23 日；可比公司盈利预测为 Wind 市场一致预期

4.3、投资建议

投资建议：香农芯创专注于存储器分销与集成电路分销，与知名原厂保持了良好的业务模式，并且已经积累了众多优质的原厂授权资质，是公司在市场上稳健发展的基石。中国作为全球最大的半导体应用市场，市场需求旺盛，预计公司相关业务将保持稳健地增长。同时公司 2020 年围绕半导体领域进行了投资布局，打造半导体产业生态，将为公司未来发展提供助力。我们预测公司 2022-2024 年的营业收入分别为 152.95/194.11/239.77 亿元，归母净利润分别为 3.01/3.62/4.31 亿元，对应 PE 为 30/25/21 倍。我们认为公司作为分销商与知名原厂保持了紧密合作关系，同时客户资源优质，并通过股权投资业务，布局半导体生态，相对于可比公司具备生态优势。考虑到公司估值高于可比公司，首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

(一) 供应商依赖风险

公司 2021 年向第一大供应商 SK 海力士采购金额占当期采购总额比例超过 70%。若公司未来与 SK 海力士在商业条款上未能达成一致，或因为发生自然灾害、国际贸易争端等其他不可抗力因素导致 SK 海力士不再能够向公司供货，将会对公司生产经营产生不利影响。

(二) 重要产品线的授权取消或不能续约的风险

原厂的授权是公司电子元器件分销业务稳健发展的基础，而上游具有较强研发能力及领先生产工艺的高端电子元器件的原厂数量少，供应市场份额高度集中。如果未来无法持续取得新增产品线的原厂授权，或已有产品线授权被取消，则公司的业务经营可能会造成重大不利影响。

(三) 客户集中度高的风险

2021 年，公司前五大客户销售收入占营业收入比重接近 70%，集中度较高，均为电子元器件分销业务客户。如果公司出现核心客户协议到期不再续约或协议提前终止的情形，将对公司未来业绩产生不利影响。

(四) 商誉减值的风险

2021 年，公司以支付现金 160,160.00 万元的方式购买联合创泰 100% 股权，于 2021 年 7 月 1 日将联合创泰纳入合并报表范围。截至 2021 年 12 月 31 日，公司因收购联合创泰而形成商誉 10.90 亿元，占公司净资产比例为 70.01%。自收购完成以来，联合创泰整体经营状况良好，2021 年度净利润已大于预测期 2021 年度的预测数据及业绩承诺数，经营成果达到预期。2021 年度终了后，公司根据《企业会计准则第 8 号——资产减值》的相关规定对收购联合创泰产生的商誉进行减值测试，未发生减值。但是，如果未来宏观经济环境恶化或半导体行业出现趋势性下降，亦或公司客户需求波动或内部经营发生重大不利变化，导致联合创泰经营业绩以及业务竞争力大幅下降，则公司存在商誉发生减值的风险，并对公司的经营业绩产生不利影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	265	9,206	15,295	19,411	23,977
营业成本	184	8,849	14,804	18,845	23,276
折旧和摊销	16	15	15	15	16
税金及附加	4	4	6	8	10
销售费用	5	14	15	16	19
管理费用	30	75	102	105	128
研发费用	11	8	11	12	14
财务费用	-11	61	65	76	92
投资收益	14	64	65	70	75
营业利润	74	269	364	437	520
利润总额	74	269	364	437	521
所得税	17	48	64	77	91
净利润	58	221	300	361	430
少数股东损益	-7	-2	-1	-1	-1
归属母公司净利润	64	224	301	362	431
EPS(元)	0.15	0.53	0.72	0.86	1.03

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	32	-110	-161	-87	-45
净利润	64	224	301	362	431
折旧摊销	16	15	15	15	16
净营运资金增加	8	1,420	963	790	873
其他	-56	-1,769	-1,439	-1,254	-1,365
投资活动产生现金流	-48	-1,212	422	69	66
净资本支出	6	31	-9	-9	-9
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-54	-1,243	431	78	75
融资活动现金流	-14	1,132	193	347	344
股本变化	120	0	0	0	0
债务净变化	0	1,612	297	479	504
无息负债变化	-27	1,025	442	271	297
净现金流	-29	-192	454	329	365

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	30.6%	3.9%	3.2%	2.9%	2.9%
EBITDA 率	22.7%	3.0%	2.5%	2.3%	2.3%
EBIT 率	16.6%	2.9%	2.4%	2.2%	2.2%
税前净利润率	28.1%	2.9%	2.4%	2.3%	2.2%
归母净利润率	24.3%	2.4%	2.0%	1.9%	1.8%
ROA	3.9%	5.1%	5.6%	5.6%	5.7%
ROE (摊薄)	4.8%	14.4%	16.6%	17.1%	17.4%
经营性 ROIC	10.0%	7.7%	8.0%	7.9%	8.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	9%	64%	66%	67%	67%
流动比率	7.37	1.52	1.63	1.58	1.56
速动比率	6.95	1.16	1.19	1.15	1.13
归母权益/有息债务	-	0.97	0.95	0.89	0.86
有形资产/有息债务	-	2.01	2.22	2.21	2.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,497	4,355	5,349	6,400	7,559
货币资金	591	769	1,224	1,553	1,918
交易性金融资产	0	16	16	16	16
应收账款	75	420	455	577	713
应收票据	145	172	275	349	432
其他应收款 (合计)	10	27	46	58	72
存货	50	669	1,105	1,408	1,741
其他流动资产	7	238	258	271	286
流动资产合计	880	2,793	4,119	5,176	6,342
其他权益工具	1	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	132	94	89	83	77
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	14	11	11	10	10
商誉	0	1,090	1,090	1,090	1,090
其他非流动资产	23	14	21	21	21
非流动资产合计	617	1,562	1,230	1,224	1,217
总负债	141	2,777	3,516	4,266	5,068
短期借款	0	648	945	1,424	1,928
应付账款	46	71	118	151	186
应付票据	57	433	740	942	1,164
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	1	2	3
流动负债合计	119	1,832	2,526	3,272	4,068
长期借款	0	912	912	912	912
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	24	30	34	39
非流动负债合计	21	944	991	995	999
股东权益	1,357	1,578	1,833	2,134	2,492
股本	420	420	420	420	420
公积金	277	296	326	362	405
未分配利润	637	841	1,068	1,333	1,649
归属母公司权益	1,334	1,557	1,813	2,115	2,474
少数股东权益	23	21	20	19	18

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.05%	0.15%	0.10%	0.08%	0.08%
管理费用率	11.52%	0.82%	0.66%	0.54%	0.53%
财务费用率	-4.21%	0.66%	0.43%	0.39%	0.39%
研发费用率	4.33%	0.09%	0.08%	0.06%	0.06%
所得税率	22%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.11	0.14	0.17	0.20
每股经营现金流	0.08	-0.26	-0.38	-0.21	-0.11
每股净资产	3.18	3.71	4.32	5.04	5.89
每股销售收入	0.63	21.92	36.42	46.22	57.09

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	141	40	30	25	21
PB	6.8	5.8	5.0	4.3	3.7
EV/EBITDA	142.0	38.2	29.1	25.6	21.6
股息率	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%

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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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和 Everbright Securities(UK) Company Limited 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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 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
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE