

江波龙 (301308)

证券研究报告

2023年03月22日

22年或利空出尽, 23年周期复苏+信创+ChatGPT应用落地高成长可期

投资评级

行业	电子/半导体
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	69.99元
目标价格	131.88元

基本数据

A股总股本(百万股)	412.86
流通A股股本(百万股)	33.98
A股总市值(百万元)	28,896.37
流通A股市值(百万元)	2,378.04
每股净资产(元)	16.08
资产负债率(%)	25.94
一年内最高/最低(元)	117.95/47.76

作者

潘隽	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517070005
panjian@tfzq.com	
缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《江波龙-公司点评:22年或利空出尽, 23年高成长可期》2023-01-28
- 《江波龙-首次覆盖报告:综合性半导体存储巨头, 两大品牌四大产线奠定国际领先地位》2022-11-06

事件: 公司发布 2022 年年度报告。公司 2022 年度实现营业收入 83.30 亿元, 同比下降 14.55%, 实现归属于母公司所有者的净利润为 0.73 亿元, 同比下降 92.81%。22Q4 实现归母净利润-1.37 亿, 环比增长 15.2%。
点评: 2023 年存储单价有望止跌回升, 行业拐点或已现, 预期公司顺周期弹性大。根据公司年报, 2022 年度公司业绩大幅下滑主因 1) 存储芯片行业整体承压带来的不利影响。2) 对存在减值迹象的存货计提的存货跌价准备 1.62 亿元, 确认资产减值损失较 2021 年同比大幅增加。3) 2021 年度业绩基数较高。进入 2023 年, 存储芯片单位价格的下滑趋势已开始有所缓解, 依据 CFM 数据, 2023 年全球半导体存储的单价有望终结下跌趋势, 并可能实现小幅回升。预计价格见底后, 公司 23 年业绩有望逐季度改善, 库存有望好转, 看好 23 年周期+消费需求复苏叠加信创催化企业级需求下, 公司企业级产品推出享受信创及 ChatGPT 市场红利、Lexar 新产品持续推出+高端消费品牌价值不断彰显驱动公司 23 年业绩高增。品牌叠加成长性突出, 持续坚定推荐!

国际领先的综合性半导体存储龙头, Lexar+Foresee 品牌价值不断彰显。江波龙主要从事 Flash 及 DRAM 存储器研发、设计和销售, 提供消费级、工规级、车规级存储器及行业存储软硬件应用解决方案。公司自主培育品牌 FORESEE 面向工业市场 ToB+收购 Lexar 开拓消费类 ToC 存储高端市场, 品牌收入结构不断优化, 聚焦行业应用与高端消费市场。除自有品牌 FORESEE 外, 公司 2017 年将 Lexar 纳入版图, Lexar 聚焦高端消费, 是公司拓展海外市场的重要制程。2021 年 1-9 月公司移动存储产品存储卡全球市场份额位列 Top2, 2020 年嵌入式存储产品 eMMC 市场份额位列全球第七。公司依托 Lexar 品牌聚焦高端消费类市场, 2019 年至 2021 年, Lexar 在存储卡以及闪存盘领域均排名全球第三。

整体存储需求转折契机临近, 终端及品牌有望率先复苏, 看好顺周期下公司高业绩弹性。库存方面, 估计 2022Q3 库存接近最高点, 江波龙库存 Q3 上涨还有汇率贬值原因导致。2022 年度公司对存在减值迹象的存货计提存货跌价准备 1.62 亿元, 确认资产减值损失较 2021 年同比大幅增加, CFM 预期 2023 年价格止跌回升, 当前或已利空出尽。同时复盘 2020Q1-2022Q3 PC OEM、DRAM 模组厂、分销商及 DRAM 颗粒制造商库存周转天数来看, 模组厂和 OEM 厂商的终端成品库存和品牌的库存安全性更高, 终端库存水位下降, 预计周期复苏以江波龙为例的终端产品弹性较大。估值方面, 目前存储器板块估值仍处历史相对低位。供需方面, 根据 TrendForce 预测, 23H2 或为整体存储需求转折契机, 行业困境有望反转。依据 CFM 数据, 美光、SK 海力士均宣布减少产出以及降低投资, 三星虽未宣布减少产出但亦有降低投资的计划。全球主要存储晶圆厂的收缩行动预期将于 2023 年有效改善行业目前供大于求的现状, 库存压力与价格跌幅有望收敛, 历史经验看存储行业股价在资本开支调整时见底, 比盈利好转提前 2-3 个季度, 顺周期弹性大。2021 年公司实现营业收入 97.49 亿元, 归母净利润 10.13 亿元, 分别实现同比+34%/+266.73%。伴随存储产业逐步复苏看好 23 年公司业绩保持高速增长动能, 千亿美金存储市场中公司份额有望不断提升, 收入利润有望长期持续增长。

看好高端消费品牌 Lexar 品牌价值不断彰显, 根据 Omdia 数据, 2019 年至 2021 年, Lexar 在存储卡以及闪存盘领域均排名全球第三, 目前拓展到 SSD 和 DDR 全品类, 具有很强的海外认可度, 可类比安路李宁, 有强消费品牌属性及高成长动能。自 2017 年纳入版图以来, Lexar 销售额已从 2018 年的 4.06 亿增长到 2021 年的 17.08 亿人民币, 体现出江波龙收购其后的卓越整合能力, 其未来空间可对标同行 SanDisk, 15 年出售给 WD 时估值约 190 亿美金。远期来看, 江波龙着眼布局电竞电竞业务作为 Lexar 新增长发力点。2022 年, Lexar (雷克沙) 品牌的高端摄影卡持续增长。2021 年 10 月, Lexar 的内存推出了行业领先的 DDR 5 产品战神系列, 提供了不同规格的频繁进行选择。伴随近期 Intel、AMD 发布新一代 CPU 支持 DDR5 标准, 有望看到 DDR 需求向上拐点。根据 TrendForce 2023 年初预计, 到 2023Q4, DDR5 在 PC/手机渗透率将达 23%/30%。22 年 11 月 Lexar 推出 NM710 固态硬盘, 支持电竞稳定存储、快速读写和强续航的存储需求。

ChatGPT 不断迭代, 数据算力作为算力的进阶需求迭起, 我国存算投资比例明显失衡, 看好国产存储器空间广阔, 公司业绩有望受益提升。ChatGPT 是大数据+大模型+大算力的产物, 每一代 GPT 模型的参数量高速增长, 根据人工智能学家公众号数据, 2019 年 2 月发布的 GPT-2 参数量为 15 亿, 2020 年 5 月发布的 ChatGPT 的前身 GPT-3, 其参数量达到了 1750 亿。ChatGPT3 相较 ChatGPT 2 在数据存储端从百 G 提升至 40T 在存储量上有约 100 倍的提升。GPT-4 拥有多模态能力, 可以接受图像输入并理解图像内容, 可接受的文字输入长度也增加到 3.2 万个 token (约 2.4 万单词)。OpenAI 总裁称, 公司正在测试的 GPT-4 高级版本, 是普通 GPT-4 存储内容能力的 5 倍。与算力聚焦在“算”不同, 数据存力是数据生产要素处理的综合能力体现, 当存储效率低的时候, 算力很难发挥作用。当前我国存算投资比例相比美国、西欧明显失衡, 存储或将成为经济发展特别是高算力领域的短板, 公司业绩有望受益提升。

中国企业级固态硬盘市场份额亟待提升, 信创将带来服务器存储国产化趋势, 公司企业级 DDR4 RDIMM 及 SSD 高端存储产品发布。2021 年英特尔、三星、美光等国际存储原厂占中国企业级 SSD 市场份额合计超过 70%, 居主导地位。随着国家对数据安全自主可控的重视程度不断增加, 存储器作为数据存储的直接载体, 其对于数据安全可控战略的落地及实现具有关键作用。以《工业和信息化部等十六部门关于促进数据安全产业发展的指导意见》为代表的相关国家政策的落地意味着国内企业级 SSD 厂商将迎来更广阔的发展空间。22 年末江波龙正式发布两款企业级 SSD, 分别是支持 PCIe 4.0 的 Longsys ORCA 4836 系列 NVMe SSD 与 Longsys UNCLIA 3836 系列 SATA 3.2 SSD, 分别面向企业级读写密集型和应用场景和从系统启动盘至大容量数据盘需求, 跨出企业级 SSD 高端存储领域的第一步。2023 年 3 月份, 江波龙发布 Longsys AQUILA 系列 32GB 2R x 4 规格 DDR4 RDIMM 企业级专用内存条, 标志着公司 DIMM 存储事业再上一台阶。

投资建议: 看好顺周期、信创及 ChatGPT 落地推动下公司长期业绩高增, 我们预计 23/24/25 年公司实现归母净利润 4.03/5.67/7.78 亿元, 我们选取主营内存接口和内存模组的澜起科技、打印机加密 Soc 芯片设计企业纳思达、办公软件和服务提供商金山办公和 EEPROM 设计企业聚辰股份, 是涉及基础硬件、基础软件、应用软件和信息安全的信息核心标的。对应 2023 年度同行业可比公司一致预期 PS 均值均为 12.12 倍, 我们考虑到公司主营业务为存储器终端设备基础硬件, 给予低于可比公司均值的 5 倍 PS, 对应公司 2023 年营业收入 108.9 亿元, 2023 年市值 544.5 亿元, 目标价格 131.88 元/股, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 销售区域集中, 劳动力成本上升, 疫情加重, 研发技术人员流失, 周期复苏、信创及 ChatGPT 落地不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,748.82	8,329.93	10,890.56	13,074.66	15,689.59
增长率(%)	33.99	(14.55)	30.74	20.06	20.00
EBITDA(百万元)	1,684.34	794.46	528.39	732.77	988.39
归属母公司净利润(百万元)	1,013.04	72.80	402.65	560.26	777.79
增长率(%)	266.73	(92.81)	453.11	39.14	38.83
EPS(元/股)	2.45	0.18	0.98	1.36	1.88
市盈率(P/E)	28.52	396.94	71.77	51.58	37.15
市净率(P/B)	6.61	4.35	4.18	3.86	3.48
市销率(P/S)	2.96	3.47	2.65	2.21	1.84
EV/EBITDA	0.00	28.34	46.10	36.05	24.10

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	608.68	1,917.20	5,498.73	3,391.08	5,955.56
应收票据及应收账款	615.64	913.72	373.09	338.49	515.41
预付账款	57.23	140.67	14.28	27.27	34.55
存货	3,592.46	3,744.18	2,434.07	5,075.70	3,553.02
其他	88.48	620.70	82.85	93.12	103.30
流动资产合计	4,962.50	7,336.47	8,403.02	8,925.67	10,161.84
长期股权投资	0.00	24.79	24.79	24.79	24.79
固定资产	447.01	509.87	540.08	569.20	584.68
在建工程	13.62	123.03	109.82	113.89	98.34
无形资产	279.16	284.02	261.11	238.20	215.29
其他	452.93	685.57	244.69	295.14	327.02
非流动资产合计	1,192.71	1,627.29	1,180.49	1,241.23	1,250.11
资产总计	6,155.22	8,963.76	9,583.51	10,166.90	11,411.95
短期借款	725.93	1,075.21	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	693.57	662.50	1,123.32	1,125.85	1,463.17
其他	269.21	244.10	309.85	311.56	407.45
流动负债合计	1,688.70	1,981.81	2,433.16	2,437.41	2,870.62
长期借款	0.00	250.23	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	54.65	77.37	34.29	40.36	43.10
非流动负债合计	54.65	327.60	234.29	240.36	243.10
负债合计	1,781.63	2,325.01	2,667.45	2,677.77	3,113.72
少数股东权益	0.00	0.00	(0.86)	(1.26)	(2.00)
股本	370.86	412.86	412.86	412.86	412.86
资本公积	1,736.13	3,879.14	3,877.24	3,877.24	3,877.24
留存收益	2,335.12	2,209.74	2,612.39	3,172.65	3,950.44
其他	(68.53)	137.01	14.43	27.64	59.69
股东权益合计	4,373.58	6,638.75	6,916.06	7,489.13	8,298.23
负债和股东权益总计	6,155.22	8,963.76	9,583.51	10,166.90	11,411.95
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,013.04	72.80	402.65	560.26	777.79
折旧摊销	44.86	62.43	65.92	69.71	72.99
财务费用	27.52	52.73	(25.66)	(40.04)	(43.93)
投资损失	(24.13)	(3.96)	(48.16)	(48.16)	(48.16)
营运资金变动	(1,991.79)	(777.53)	2,863.65	(2,672.13)	1,730.12
其它	119.26	267.18	(562.74)	(0.40)	(0.74)
经营活动现金流	(811.25)	(326.36)	2,695.66	(2,130.76)	2,488.07
资本支出	196.88	238.85	103.08	73.93	47.26
长期投资	0.00	24.79	0.00	0.00	0.00
其他	(566.86)	(1,223.36)	1,008.83	(105.77)	(49.10)
投资活动现金流	(369.97)	(959.72)	1,111.91	(31.84)	(1.84)
债权融资	304.65	557.20	(101.56)	41.74	46.19
股权融资	(43.32)	2,192.37	(124.49)	13.21	32.05
其他	(40.83)	(193.42)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	220.50	2,556.15	(226.05)	54.96	78.25
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(960.72)	1,270.07	3,581.52	(2,107.65)	2,564.48

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,748.82	8,329.93	10,890.56	13,074.66	15,689.59
营业成本	7,801.94	7,296.86	9,256.97	10,982.71	12,865.46
营业税金及附加	7.44	7.99	1.09	6.54	7.84
销售费用	248.50	267.17	206.92	346.48	541.29
管理费用	196.48	211.48	164.45	568.75	753.10
研发费用	322.45	356.03	304.94	575.28	674.65
财务费用	22.10	33.89	(25.66)	(40.04)	(43.93)
资产/信用减值损失	(70.05)	(158.24)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
公允价值变动收益	59.51	22.80	(561.88)	0.00	0.00
投资净收益	24.13	3.96	48.16	48.16	48.16
其他	(47.39)	244.31	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,183.71	43.67	448.14	663.10	919.32
营业外收入	0.65	2.33	1.39	1.58	1.20
营业外支出	5.83	0.62	3.09	3.68	4.20
利润总额	1,178.52	45.39	446.43	661.00	916.33
所得税	165.48	(27.41)	44.64	101.13	139.28
净利润	1,013.04	72.80	401.79	559.86	777.05
少数股东损益	0.00	0.00	(0.86)	(0.40)	(0.74)
归属于母公司净利润	1,013.04	72.80	402.65	560.26	777.79
每股收益(元)	2.45	0.18	0.98	1.36	1.88

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	33.99%	-14.55%	30.74%	20.06%	20.00%
营业利润	250.81%	-96.31%	926.08%	47.97%	38.64%
归属于母公司净利润	266.73%	-92.81%	453.11%	39.14%	38.83%
获利能力					
毛利率	19.97%	12.40%	15.00%	16.00%	18.00%
净利率	10.39%	0.87%	3.70%	4.29%	4.96%
ROE	23.16%	1.10%	5.82%	7.48%	9.37%
ROIC	49.36%	3.07%	7.91%	22.19%	14.82%
偿债能力					
资产负债率	28.95%	25.94%	27.83%	26.34%	27.28%
净负债率	3.03%	-8.81%	-62.08%	-29.17%	-57.20%
流动比率	2.87	3.67	3.45	3.66	3.54
速动比率	0.79	1.80	2.45	1.58	2.30
营运能力					
应收账款周转率	19.48	10.89	16.93	36.75	36.75
存货周转率	3.34	2.27	3.53	3.48	3.64
总资产周转率	1.74	1.10	1.17	1.32	1.45
每股指标(元)					
每股收益	2.45	0.18	0.98	1.36	1.88
每股经营现金流	-1.96	-0.79	6.53	-5.16	6.03
每股净资产	10.59	16.08	16.75	18.14	20.10
估值比率					
市盈率	28.52	396.94	71.77	51.58	37.15
市净率	6.61	4.35	4.18	3.86	3.48
EV/EBITDA	0.00	28.34	46.10	36.05	24.10
EV/EBIT	0.00	30.64	52.67	39.84	26.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com