

江波龙 (301308)

23Q1 存货环比持续下降, 周期复苏+ChatGPT 催化+信创需求未来高成长可期

事件: 公司发布 2023 年一季度报告。公司 2023Q1 实现营业收入 14.82 亿元, 同比下降 36.42%; 实现归母净利润 2.81 亿元, 同比下降 273.01%; 实现扣非后归母净利润 2.83 亿元, 同比下降 269.43%。2023Q1 公司存货 36.72 亿元, 连续两个季度环比下降, 2022 年 Q1 存货金额为 37.36 亿元。公司公告 2023Q1 计提信用减值损失及资产减值损失情况, 共计计提应收账款坏账准备/存货跌价准备 92.86 万元/1.29 亿元, 合计减少公司 2023Q1 合并报表利润总额 1.3 亿元, 2023Q1 转回 2022 年末计提的信用减值损失 91.46 万元。因销售缘故转销了 22 年末计提的部分存货跌价准备并相应冲减了本期的营业成本, 金额为 0.95 亿元。

点评: 2023Q1 存货连续两季度环比下降已回归至 21 年同期水位, 行业拐点或已现, 我们预期业绩有望逐季度改善, 公司顺周期弹性大。2023Q1 公司营收及净利润下滑主因 1) 行业市场环境景气度低迷。2) 计提的存货跌价准备增加, 资产减值损失同比增加 1461%。3) 23Q1 研发费用创新高 0.94 亿元, 同比增长 20.28%。进入 2023 年, 供应方面, 美光、三星等原厂陆续公布减产规划, 供需格局有望加速改善。**库存方面,**公司 22Q4/23Q1 存货分别为 37.44/36.72 亿元, 环比下降 2.76/0.72 亿元, 后续伴随车规、工控及企业级产品结构不断优化, 公司基本面有望环比持续改善。**价格方面,**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。**经连续两个季度的环比下降, 公司库存于 23Q1 已回归至正常水位, 我们预计价格见底后, 公司 23 年业绩有望逐季度改善, 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彰显驱动公司 23 年业绩高增。**

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、工控级、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。

原厂陆续削减产量, 我们预计未来 1-2 个季度供需有望恢复平衡, 终端及品牌有望率先复苏, 看好顺周期下公司或迎来高业绩弹性。库存方面, 江波龙 2022Q3 库存为最高点已经实现 2 个季度下降, 23Q2 库存有望伴随新的客户需求较 Q1 环比提升。**价格方面,**CFM 预期 2023 年价格止跌回升, 预计 H2 为价格止跌上涨拐点。同时复叠 2020Q1-2022Q3 PC OEM、DRAM 模组厂、分销商及 DRAM 颗粒制造商库存周转数来看, 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。**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 海力士均宣布减产以及降低投资, 美光 2023 年或将削减 20%综合产量, 根据 PDPI 公众号, 三星电子近期宣布减产计划, 聚焦以 DDR4 为代表的通用产品, 位于华城市的内存产品线产量将削减 3 至 6 个月。全球主要存储晶圆原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。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, 具有很强的海外认知度, 可类比安路李宁, 有强消费属性及高成长动能。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, 体现出江波龙收购后的卓越整合能力, 其未来空间可对标同来行 SanDisk, 15 年出售给 WD 时估值约 190 亿美元。远期来看, 江波龙着眼布局电竞业务作为 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 DDR5 产品战神系列, 提供了不同规格的频速进行选择。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。

AIGC 对 AI 服务器的需求指数级提升, 美光预计 AI 服务器可以拥有常规服务器八倍的 DRAM 容量和三倍的 NAND 容量, 公司业绩有望受益企业级 eSSD 和 RDIMM 先发布局显著提升。每一代 GPT 模型的参数量高速增长, OpenAI 总裁称, 公司正在测试的 GPT-4 高级版本, 是普通 GPT-4 储存内容能力的 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。ChatGPT 作为大数据+大模型的产物, 或将带动 AI 服务器指数级提升, 美光预计其在数据中心领域的业绩营收在 23Q2 财季已经触底, 数据中心客户库存已经达到相对健康的水平, AI 服务器可以拥有常规服务器八倍的 DRAM 容量和三倍的 NAND 容量。2023 年公司 PCIe eSSD 和 RDIMM 产品有望逐步实现放量增长, 特别是在面向数据中心的企业级存储领域, 公司亦将形成产品配套的竞争优势。

中国企业级固态硬盘市场份额提升, 信创将带来服务器存储器国产化趋势, 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 存储业务再上一台阶。

投资建议: 鉴于行业景气度持续低迷尚未好转, 我们保守下调 23 年盈利预测, 预计 23 年归母净利润由 4.03 亿元下降至 2 亿元。看好顺周期、信创及 ChatGPT 落地推动下公司长期业绩或迎高增, 我们预计 24/25 年公司实现归母净利润 5.6/7.78 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(计算机组覆盖)和 EPROM 设计企业展业股份, 是涉及基础硬件、基础软件、应用软件和信息安全信创核心标的。对应 2023 年度同行业可比公司一致预期 PS 均值为 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	332.36	736.69	988.39
归属母公司净利润(百万元)	1,013.04	72.80	200.02	560.28	777.79
增长率(%)	266.73	(92.81)	174.76	180.11	38.82
EPS(元/股)	2.45	0.18	0.48	1.36	1.88
市盈率(P/E)	38.80	539.92	196.51	70.15	50.53
市净率(P/B)	8.99	5.92	5.85	5.39	4.85
市销率(P/S)	4.03	4.72	3.61	3.01	2.51
EV/EBITDA	0.00	28.34	105.49	50.14	34.93

资料来源: wind, 天风证券研究所

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	95.2 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)	39,304.68
流通 A 股市值(百万元)	3,234.59
每股净资产(元)	15.30
资产负债率(%)	25.24
一年内最高/最低(元)	122.11/47.76

作者

潘暕	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-年报点评报告: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》2023-03-22
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	608.68	1,917.20	5,205.27	3,280.15	5,662.13	营业收入	9,748.82	8,329.93	10,890.56	13,074.66	15,689.59
应收票据及应收账款	615.64	913.72	373.09	338.49	515.41	营业成本	7,801.94	7,296.86	9,453.00	10,982.71	12,865.46
预付账款	57.23	140.67	14.59	26.97	34.85	营业税金及附加	7.44	7.99	1.09	6.54	7.84
存货	3,592.46	3,744.18	2,564.90	4,944.87	3,683.85	销售费用	248.50	267.17	206.92	346.48	541.29
其他	88.48	620.70	82.85	93.12	103.30	管理费用	196.48	211.48	164.45	568.75	753.10
流动资产合计	4,962.50	7,336.47	8,240.71	8,683.61	9,999.54	研发费用	322.45	356.03	304.94	571.36	674.65
长期股权投资	0.00	24.79	24.79	24.79	24.79	财务费用	22.10	33.89	(23.17)	(36.61)	(40.49)
固定资产	447.01	509.87	540.08	569.20	584.68	资产/信用减值损失	(70.05)	(158.24)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
在建工程	13.62	123.03	109.82	113.89	98.34	公允价值变动收益	59.51	22.80	(561.88)	0.00	0.00
无形资产	279.16	284.02	261.11	238.20	215.29	投资净收益	24.13	3.96	48.16	48.16	48.16
其他	452.93	685.57	244.69	295.14	327.02	其他	(47.39)	244.31	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,192.71	1,627.29	1,180.49	1,241.23	1,250.11	营业利润	1,183.71	43.67	249.61	663.59	915.89
资产总计	6,155.22	8,963.76	9,421.19	9,924.83	11,249.65	营业外收入	0.65	2.33	1.39	1.58	1.20
短期借款	725.93	1,075.21	1,000.00	1,000.00	1,000.00	营业外支出	5.83	0.62	3.09	3.68	4.20
应付票据及应付账款	693.57	662.50	1,161.13	1,088.03	1,500.98	利润总额	1,178.52	45.39	247.91	661.48	912.89
其他	269.21	244.10	311.91	309.50	409.51	所得税	165.48	(27.41)	48.32	101.60	135.84
流动负债合计	1,688.70	1,981.81	2,473.05	2,397.53	2,910.50	净利润	1,013.04	72.80	199.59	559.88	777.05
长期借款	0.00	250.23	200.00	200.00	200.00	少数股东损益	0.00	0.00	(0.43)	(0.40)	(0.74)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,013.04	72.80	200.02	560.28	777.79
其他	54.65	77.37	34.29	40.36	43.10	每股收益(元)	2.45	0.18	0.48	1.36	1.88
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	2,707.34	2,637.89	3,153.60	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	(0.43)	(0.83)	(1.57)	成长能力					
股本	370.86	412.86	412.86	412.86	412.86	营业收入	33.99%	-14.55%	30.74%	20.06%	20.00%
资本公积	1,736.13	3,879.14	3,877.24	3,877.24	3,877.24	营业利润	250.81%	-96.31%	471.53%	165.85%	38.02%
留存收益	2,335.12	2,209.74	2,409.76	2,970.03	3,747.82	归属于母公司净利润	266.73%	-92.81%	174.76%	180.11%	38.82%
其他	(68.53)	137.01	14.43	27.64	59.69	获利能力					
股东权益合计	4,373.58	6,638.75	6,713.86	7,286.95	8,096.05	毛利率	19.97%	12.40%	13.20%	16.00%	18.00%
负债和股东权益总计	6,155.22	8,963.76	9,421.19	9,924.83	11,249.65	净利率	10.39%	0.87%	1.84%	4.29%	4.96%
						ROE	23.16%	1.10%	2.98%	7.69%	9.61%
						ROIC	49.36%	3.07%	3.79%	21.49%	15.15%
						偿债能力					
						资产负债率	28.95%	25.94%	28.74%	26.58%	28.03%
						净负债率	3.03%	-8.81%	-59.58%	-28.45%	-55.00%
						流动比率	2.87	3.67	3.33	3.62	3.44
						速动比率	0.79	1.80	2.30	1.56	2.17
						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	3.45	3.48	3.64
						总资产周转率	1.74	1.10	1.18	1.35	1.48
						每股指标(元)					
						每股收益	2.45	0.18	0.48	1.36	1.88
						每股经营现金流	-1.96	-0.79	5.82	-4.71	5.59
						每股净资产	10.59	16.08	16.26	17.65	19.61
						估值比率					
						市盈率	38.80	539.92	196.51	70.15	50.53
						市净率	8.99	5.92	5.85	5.39	4.85
						EV/EBITDA	0.00	28.34	105.49	50.14	34.93
						EV/EBIT	0.00	30.64	131.58	55.38	37.71

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,013.04	72.80	200.02	560.28	777.79
折旧摊销	44.86	62.43	65.92	69.71	72.99
财务费用	27.52	52.73	(23.17)	(36.61)	(40.49)
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)	2,772.40	(2,489.63)	1,547.62
其它	119.26	267.18	(562.30)	(0.40)	(0.74)
经营活动现金流	(811.25)	(326.36)	2,404.70	(1,944.80)	2,309.01
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	(104.06)	38.31	42.76
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	(228.54)	51.52	74.81
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	3,288.07	(1,925.12)	2,381.98

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