

江波龙 (301308)

 证券研究报告
 2023年06月16日

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	108.12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)	44,638.88
流通A股市值(百万元)	3,673.57
每股净资产(元)	15.30
资产负债率(%)	25.24
一年内最高/最低(元)	126.69/47.76

作者

潘啸	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-季报点评: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》2023-04-25
- 《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

拟收购巴西存储龙头 SMART Brazil, 有望带动技术联合+市场开拓+业绩增厚三重共振

事件: 公司拟购买 SMART Brazil 及其子公司 SMART Modula 的 81% 股权。江波龙 6 月 13 日公告, 公司以现金通过子公司 Lexar Europe B.V. 购买 SMART Brazil 及其全资子公司 SMART Modular 的 81% 股权。目标企业企业价值为 2.05 亿美元, 购买 81% 股权的支付价款将根据交易协议约定的计算方式及价格调整机制确定。本次交易完成后, 公司将通过控制及实际运营标的公司, 实现在巴西进行通用存储器的制造, 并向巴西客户销售。

点评: SMART Brazil 深耕存储制造领域 20 年, 收购后配合江波龙强大固件能力, 有望进一步提升市场占比。SMART Modular 世迈科技持续深耕超过三十年, 是全球专业记忆体与存储解决方案的领导者, 其子公司 SMART Brazil 主要从事存储器的制造及销售业务, 此次收购对公司有以下几点利处: 1) **封测与固件能力强强联合:** SMART Brazil 基于其强大的封装测试能力开展存储器的制造及销售业务。江波龙在固件设计、产品设计方面实力较强, 此次收购能够较好的进行互补, 进而提升 SMART Brazil 新品研发能力, 维持和发展公司存储业务。2) **开拓巴西市场广阔空间:** SMART Brazil 在 2021 年 8 月-2022 年 7 月实现营业收入 (未经审计) 4.3 亿美元, 净利润 0.57 亿美元, 其客户为知名的智能手机、个人电脑品牌商, 拥有成熟的存储器制造能力和相对充足的产能, 此次收购有望提升公司在巴西的业务规模。3) **优化公司整体盈利水平:** 中国市场消费类存储器竞争较为激烈, 存储行业周期性较强。对于巴西市场, 由于政府的半导体扶持计划力度很大, 为巴西市场的稳定起到明显的支撑, 巴西最大的半导体产业是围绕与存储器相关产品而进行的生产组装, 我们认为政策支持或也是 SMART Brazil 能够维持较好净利率水平的原因, 2021.8-2023.1, SMART Brazil 净利率水平高于公司, 有望在下行周期拉高公司整体盈利能力。

行业端: 坚定看好存储大周期级别行情, 从终端产品向上游传导, 此外 SMART Brazil 净利率水平高于公司, 有望在下行周期拉高公司整体盈利能力。国内原厂方面, 长江存储宣布将针对企业级客户调升 NAND 价格 3%-5%。海外原厂方面, 据 Digitime 报道, 三星计划提高 NAND 晶圆价格, SK 海力士已寻求将 NAND 闪存价格提高 3%-5% 以试探市场反应, 并表示 NAND 闪存的价格已降至可变成本以下。此外市场调研机构指出, 5 月韩国存储厂商大幅减产, 已有部分供应商对 NAND 晶圆涨价, 其对中国市场报价已略高于 3-4 月成交价。该机构预测, 6 月下游 SSD 模组厂将开始启动备货, 512Gb NAND 闪存晶圆有望止跌并小幅反弹, 结束长达 13 个月的价格走低趋势。此外, 报告还指出, 由于第二季度三星大举减产, 部分 NAND 买家采购意愿提高, 以下游的 SSD 制造商和 PC OEM 最为积极。因此, 第二季度整体 NAND 存储出货量有望环比增长 5.2%。由于买方采购意愿强烈, 三星等 NAND 存储厂商报价渐趋强硬。预计今年第三季起 NAND 价格将转为上涨, 涨幅最高可达 5%, 第四季度涨幅将进一步扩大至 8%-13%。对于巴西市场, 在半导体领域, 巴西最大的产业是围绕与存储器相关产品而进行的生产组装, 例如存储器模块, eMMC, eMCP, 和 SSD 等, 由于巴西政府半导体扶持计划力度较大, 类似于中国当年发展汽车进口零部件、不鼓励整车进口的逻辑, 我们认为政策支持或也是 SMART Brazil 能够维持较好净利率水平的原因, 2021.8-2023.1, SMART Brazil 净利率水平高于公司, 有望在下行周期拉高公司整体盈利能力。

地缘政治端: 海外大厂逐步退出利基市场, 美光事件加速国产替代, 江波龙是目前国内美光的优质平替公司。据网信中国官微消息, 日前网络安全审查办公室依法对美光公司在华销售产品进行了网络安全审查。审查发现, 美光公司产品存在较严重网络安全问题隐患, 影响我国国家安全。为此, 网络安全审查办公室依法作出不予通过网络安全审查的结论。我国内关键信息基础设施的运营者应停止采购美光公司产品。全球存储器市场呈现寡头垄断的竞争格局, 我们认为美光未通过网络安全审查事件或驱动海外原厂加快退出利基市场, 国内存储厂商有望受益国产替代。而国内仍有购买美光产品需求的客户可通过购买江波龙带有美光颗粒的相关产品。

看好旗下品牌 Lexar+Foresee 价值不断彰显, 叠加 SMART Modular 冲刺巴西市场。江波龙主要从事 Flash 及 DRAM 存储器研发、设计和销售, 提供消费类、工业级、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, 具有很强的海外认知度, 可类比安踏李宁, 有强消费品属性及高成长动能。Lexar 销售额从 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业务作为 Lexar 新增长发力点。公司拟收购的 SMART Brazil 主要业务集中在巴西国内市场, 2021 年 8 月-2022 年 7 月实现营业收入 (未经审计) 4.3 亿美元, 净利润 0.57 亿美元, 其客户为知名的智能手机、个人电脑品牌商。经过 20 多年的持续发展, 拥有成熟的存储器制造能力, 产品覆盖 eMCP、uMCP、eMMC、UFS、SSD、DRAM、LPWAN Modules 等众多品类, 具有相对充足的生产产能, 以及良好的工厂经营管理能力, 此次收购将助力公司冲刺巴西市场、提升国际影响力以及市场份额。

AI 有望带动服务器和企业级 SSD 的需求较普通服务器 3 倍以上提升, 公司原有产品有望与 SMART Modular 相关产品共同发力拓展市场。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。企业级 SSD 壁垒较高, 国内自供比例低, 国产化需求高企, 公司是少数企业级 SSD 领域上市标的之一, 22 年末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 UNICIA 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, 我们预计有望实现较高收入体量。SMART Modular 拥有 AI 相关解决方案, 其 NVDIMM 产品搭配 SafeStor™ 加密功能, 在记录、分层、缓存和写入缓冲方面可大幅加速系统效能, 是一款适用于 AI 与机器学习应用的内存产品。其推出的数据中心相关的 SSD 产品 DuraFlash MCD7000 Data Center/Enterprise SSD 符合 EDSFF 规范, 型号为 E1.5 具有低延迟与低功耗的特性, 适用于 24 小时不间断资料输出/输入的人工智能应用。搭载 SafeDATA™ 断电保护技术, 提供更高层次的资料完整性和可靠性, 防止资料流失。

投资建议: 我们预计 23/24/25 年公司实现归母净利润 2/5.6/7.78 亿元, 维持公司“买入”评级。
风险提示: 收购交易失败, 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)	44.06	613.20	223.17	79.67	57.39
市净率(P/B)	10.21	6.72	6.65	6.13	5.51
市销率(P/S)	4.58	5.36	4.10	3.41	2.85
EV/EBITDA	0.00	28.34	121.53	57.38	40.33

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)						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					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	28.95%	25.94%	28.74%	26.58%	28.03%
净利润	1,013.04	72.80	200.02	560.28	777.79	净负债率	3.03%	-8.81%	-59.58%	-28.45%	-55.00%
折旧摊销	44.86	62.43	65.92	69.71	72.99	流动比率	2.87	3.67	3.33	3.62	3.44
财务费用	27.52	52.73	(23.17)	(36.61)	(40.49)	速动比率	0.79	1.80	2.30	1.56	2.17
投资损失	(24.13)	(3.96)	(48.16)	(48.16)	(48.16)	营运能力					
营运资金变动	(1,991.79)	(777.53)	2,772.40	(2,489.63)	1,547.62	应收账款周转率	19.48	10.89	16.93	36.75	36.75
其它	119.26	267.18	(562.30)	(0.40)	(0.74)	存货周转率	3.34	2.27	3.45	3.48	3.64
经营活动现金流	(811.25)	(326.36)	2,404.70	(1,944.80)	2,309.01	总资产周转率	1.74	1.10	1.18	1.35	1.48
资本支出	196.88	238.85	103.08	73.93	47.26	每股指标(元)					
长期投资	0.00	24.79	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.45	0.18	0.48	1.36	1.88
其他	(566.86)	(1,223.36)	1,008.83	(105.77)	(49.10)	每股经营现金流	-1.96	-0.79	5.82	-4.71	5.59
投资活动现金流	(369.97)	(959.72)	1,111.91	(31.84)	(1.84)	每股净资产	10.59	16.08	16.26	17.65	19.61
债权融资	304.65	557.20	(104.06)	38.31	42.76	估值比率					
股权融资	(43.32)	2,192.37	(124.49)	13.21	32.05	市盈率	44.06	613.20	223.17	79.67	57.39
其他	(40.83)	(193.42)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	10.21	6.72	6.65	6.13	5.51
筹资活动现金流	220.50	2,556.15	(228.54)	51.52	74.81	EV/EBITDA	0.00	28.34	121.53	57.38	40.33
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	30.64	151.60	63.37	43.54
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