

江波龙 (301308.SZ)

三季度营收同比增长 66.6%，产品全面布局迎多重成长机遇

增持

核心观点

存储价格回暖，公司三季度单季度营收同比增长 66.6%。公司主要以存储颗粒为原材料进行存储模组产品的开发，产品包括嵌入式存储、固态硬盘 (SSD)、内存条及移动存储 (U 盘、存储卡)。受市场疲软影响，上半年各存储颗粒原厂营业利润均跌入负值区间，产业下行进程拉长使得前三季度公司业绩同比下滑：营收 65.8 亿元 (YoY-0.73%)，归母净利润-8.83 亿元 (YoY-521.77%)，毛利率 2.62% (YoY-12.86pct)。三季度随存储价格回暖与产品扩展，公司单季营收 28.72 亿元 (YoY+66.62%，QoQ+29.0%) 创历史新高，归母净利润-2.87 亿元 (YoY-78.2%，QoQ+9.05%) 亏损收窄；毛利率 4.94% (YoY-5.19pct，QoQ+4.41pct) 环比回升。

减产效应下存储价格逐步回暖，LEXAR 单季度收入同比增长 89.7%。公司作为存储模组厂，其盈利能力与存储价格高度相关。根据 CFM 价格数据，以闪存晶圆为代表的存储现货从 7 月-10 月价格连续上涨，原厂积极减产的作用下供应端大幅优化，以三星为例，3Q23 存储业务收入环比增长 17%。随着市场回暖，公司的 Lexar 品牌在欧洲、中东、印度、拉美等海外市场渠道拓展，中东、大洋洲、南亚等地区份额提升，单季度收入同比增长 89.7%。此外，公司嵌入式存储销售额同比增长 43.8%，固态硬盘销售额同比增长 192.2%。

企业级存储与信创产业带来公司多重增长空间。中国企业级固态硬盘的市场份额超 70% 仍由境外厂商占有，而随着数据安全可控带来了国产存储器需求，其中信创市场国产替代空间超 1000 亿元。目前，公司企业级固态硬盘和内存条产品已经向部分潜在客户导入验证，已通过包括联想、京东云、Bilibili 等重要客户的认证，并取得了部分客户的正式订单，实现量产出货，未来将逐步为公司业绩增长带来新的增量。

自研主控与小容量存储芯片持续推进，公司产品方案能力渐完善。主控芯片作为存储器的大脑，对性能表现起到关键作用，公司对外投资得一微与联芸科技等主控芯片公司，同时补充开发 SD 卡与 eMMC 主控芯片。此外，公司自研小容量存储芯片 SLC NAND 以拓展多规格组合的产品，目前容量为 512Mbit、1Gbit、2Gbit、4Gbit、8Gbit 等产品已量产，累计出货量超 1500 万颗。

投资建议：由于存储周期底部拉长，价格修复节奏低于我们此前预期，基于公司前三季度经营情况下调 23-25 年净利润预测，预计 23-25 年归母净利润为-9.09/2.98/4.91 亿元（前值 1.86/4.12/5.77 亿元），对应 24-25 年 PE 143/87 倍，维持“增持”评级。

风险提示：存储行业需求不及预期，新产品放量不及预期等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,749	8,330	9,396	10,888	13,157
(+/-%)	34.0%	-14.6%	12.8%	15.9%	20.8%
净利润 (百万元)	1013	73	-909	298	491
(+/-%)	266.7%	-92.8%	-1348.1%	132.8%	64.8%
每股收益 (元)	2.73	0.18	-2.20	0.72	1.19
EBIT Margin	12.0%	2.3%	-7.7%	3.1%	4.1%
净资产收益率 (ROE)	23.2%	1.1%	-15.9%	5.0%	7.6%
市盈率 (PE)	37.8	584.9	-46.9	142.9	86.7
EV/EBITDA	33.0	179.6	-74.8	94.4	63.1
市净率 (PB)	8.75	6.41	7.43	7.09	6.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电子 · 半导体

证券分析师：胡剑
 021-60893306
 hujian1@guosen.com.cn
 S0980521080001

证券分析师：叶子
 0755-81982153
 yezhi3@guosen.com.cn
 S0980522100003

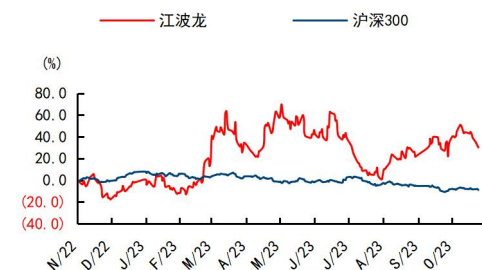
证券分析师：胡慧
 021-60871321
 huhui2@guosen.com.cn
 S0980521080002

证券分析师：周靖翔
 021-60375402
 zhoujingxiang@guosen.com.cn
 S0980522100001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	93.13 元
总市值/流通市值	38450/10511 百万元
52 周最高价/最低价	126.69/58.22 元
近 3 个月日均成交额	490.19 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

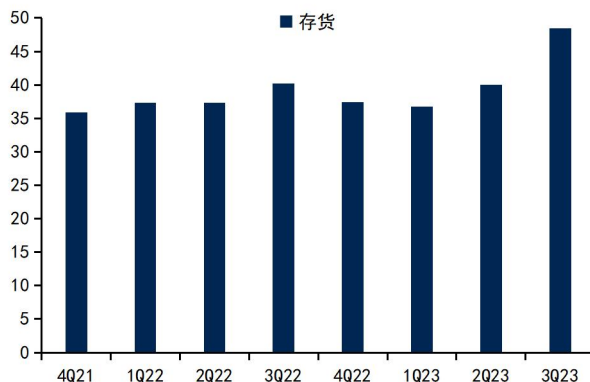
《江波龙 (301308.SZ) -1Q23 存货环比减少 1.92%，景气复苏与品类拓展带来增长动力》——2023-05-14

图1: 公司单季度营业收入及增速 (亿元、%)



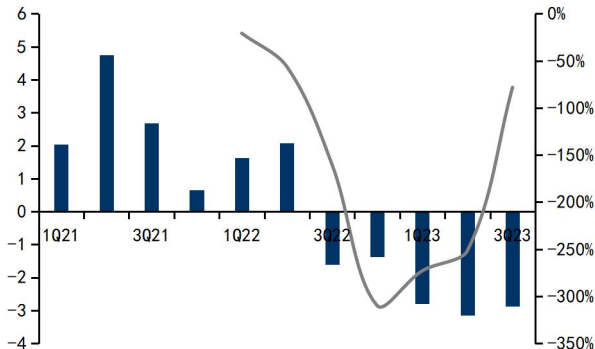
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度存货变化 (亿元)



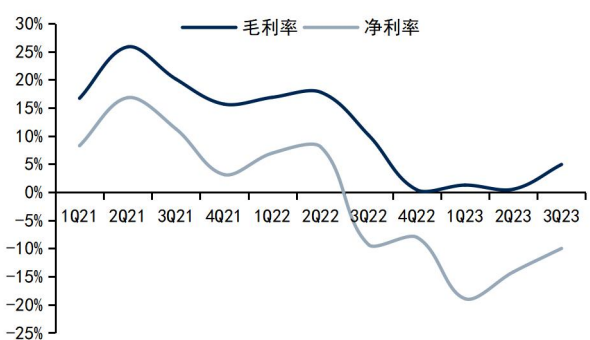
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



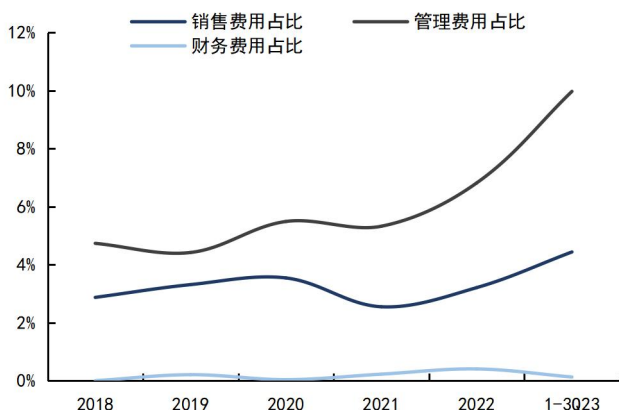
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度毛利率与净利率 (%)



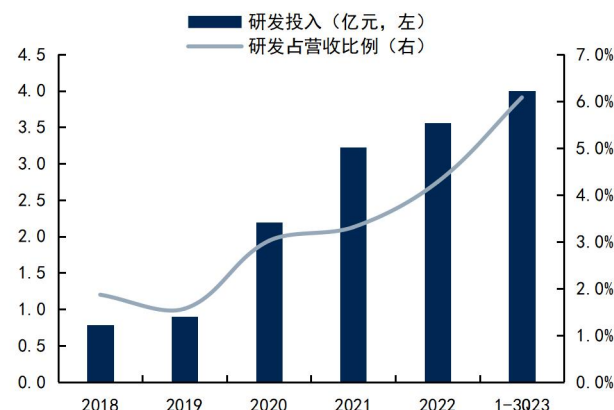
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)

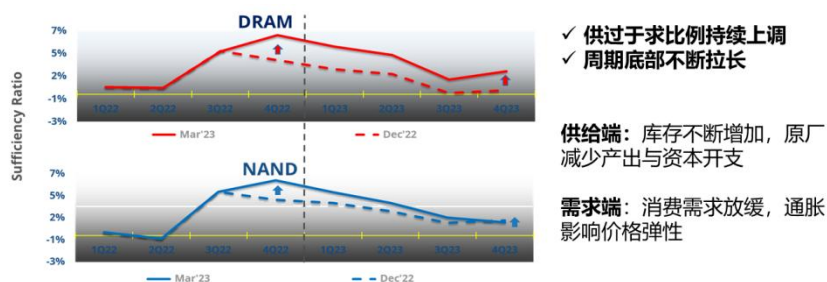


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

消费电子需求不及预期，上半年消费类存储产品价格持续下跌。23 年宏观经济复苏不及预期，行业下游市场持续承压，消费类电子市场下滑明显。1H23 全球智能手机出货量年同比下降 11.38%。个人电脑出货量同比下降 21.83%，消费级存储器市场持续显著下跌，车规工规级以及企业级存储市场虽相对乐观，但其规模占比比较低，无力对冲消费类存储产品下跌带来的负面影响。综合作用之下，2022 年以来的去库存进程持续至 2023 年上半年。在此背景下，公司前三季度盈利水平持续承压。

图7：存储周期底部拉长



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

需求疲软导致周期底部拉长，存储价格回暖但传导至企业利润端仍需时间。根据 IDC 数据，由于需求疲软导致 DRAM 与 NAND 供求比例（sufficiency ratio）不断上调即供过于求时间持续拉长；在供给端原厂均通过减产进行供给优化：西部数据与铠侠调整了横滨、北上 NAND Flash 工厂产量，22 年 10 月开始削减约 30% 产量；美光削减 20% 综合产量；海力士围绕受益较低的产品线减产；三星以 DDR4 等通用产品为中心推进减产 3-6 个月。根据 CFM 价格数据，以 Flash Wafer 为代表的存储现货从 7 月-10 月价格连续上涨，原厂积极减产的作用下供应端大幅优化，模组厂均实现营收环比增长，传导至盈利端修复仍需时间。

图8：台股存储企业 8-9 月营收环比进入上行区间

	环比增长率							
	模组		模组		主控+模组		颗粒	
	5289.TWO 宜鼎	8271.TW 宇瞻科技	4967.TW 十铨	2451.TW 创见信息	3260.TWO 威刚	8299.TWO 群联电子	2408.TW 南亚科	2344.TW 华邦电
21/01	25%	11%	24%	14%	5%	-3%	9%	1%
21/02	-13%	-11%	-10%	-18%	-4%	-10%	5%	-7%
21/03	52%	48%	-2%	39%	19%	42%	11%	23%
21/04	7%	-8%	0%	-4%	7%	-2%	15%	4%
21/05	14%	-3%	2%	-1%	1%	12%	3%	-1%
21/06	7%	-2%	15%	-4%	-7%	-10%	0%	6%
21/07	5%	-4%	-28%	8%	-3%	7%	4%	4%
21/08	-16%	-4%	4%	-14%	-2%	4%	3%	-3%
21/09	1%	5%	34%	-7%	0%	1%	-6%	3%
21/10	-15%	-8%	-13%	11%	4%	5%	-6%	-3%
21/11	12%	22%	18%	0%	8%	-4%	1%	-3%
21/12	-22%	-14%	-14%	-3%	-9%	-14%	-4%	1%
22/01	28%	31%	-8%	2%	2%	9%	-2%	1%
22/02	-15%	-31%	-21%	-11%	-4%	-2%	-5%	-1%
22/03	23%	20%	41%	18%	2%	20%	5%	7%
22/04	8%	-4%	-31%	-26%	-11%	-7%	-2%	-3%
22/05	-6%	-13%	13%	13%	-3%	-14%	-6%	-1%
22/06	-4%	17%	20%	3%	7%	4%	-16%	1%
22/07	0%	-10%	-20%	-3%	-11%	1%	-16%	-17%
22/08	-13%	4%	4%	-2%	13%	-17%	-22%	0%
22/09	6%	25%	38%	3%	7%	9%	-6%	-1%
22/10	2%	-6%	-28%	-13%	-16%	-13%	-13%	-15%
22/11	-10%	-14%	18%	-1%	-3%	-3%	0%	5%
22/12	-17%	-14%	16%	-11%	-10%	-2%	-13%	-1%
23/01	12%	-9%	-35%	-4%	-8%	-28%	-6%	-25%
23/02	-6%	-1%	26%	5%	15%	-14%	-10%	18%
23/03	26%	46%	2%	29%	2%	20%	6%	20%
23/04	-25%	-37%	-32%	-32%	-16%	-14%	5%	-17%
23/05	5%	15%	-58%	20%	15%	-5%	2%	8%
23/06	-8%	-7%	67%	9%	-7%	7%	6%	14%
23/07	6%	-4%	-52%	-12%	0%	-1%	-1%	-10%
23/08	-2%	24%	43%	9%	30%	18%	6%	2%
23/09	9%	14%	16%	19%	12%	25%	6%	5%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

由于行业底部延长，拖累公司前三季度毛利率与利润，因此我们下修对公司 23 年全年利润预期。随着 7 月起行业价格回暖，3 季度毛利率 4.94% (YoY-5.19pct, QoQ+4.41pct) 明显改善，预计 4 季度毛利率有望显著提升，亏损收窄，明年有望利润转正：

嵌入式存储：嵌入式存储通常指固定内嵌于电子产品主系统内、具有嵌入式接口的半导体存储器，公司嵌入式存储包括 eMMC、UFS、ePOP、eMCP、SLC NAND 和 LPDDR 等。该部分产品广泛应用于消费、工业及汽车领域。未来公司在该部分业务增量来源于消费复苏后的份额提升，汽车与工业类应用的逐步推广。我们根据该业务过去的复合增速预计嵌入式存储未来将实现 14.4%/16.63%/25% 的增长。

移动存储：移动存储指 USB 闪存盘、存储卡及便携式移动固态硬盘等便携式移动存储器，主要应用于安防监控、车载应用、高清摄影、智能终端等领域。公司 Lexar 在专业影像存储、移动存储、个人系统存储等领域推出多款旗舰产品。由于消费复苏需要一定时间，预计 23-25 年该业务增速为 12.5%/15%/10%。

固态硬盘：固态硬盘 (SSD) 是按照 JEDEC 有关接口标准制造的大容量 NAND Flash 存储器，通常包含控制单元 (主控芯片) 和存储单元 (NAND Flash)，有时亦会同时搭载 DRAM 提升读写速度。公司产品覆盖 SATA 和 PCIe 两大主流接口，应用于笔记本、台式机、视频监控、网络终端等领域。未来公司在该业务端将在高端消费和企业级市场逐步发力，预计 23-25 年业务增速对应 7.12%/13%/20%。

企业级 SSD 及内存条 (RDIMM)：覆盖 DDR4 及 DDR5 系列规格，产品容量包含 4GB 到 64GB，广泛应用于个人电脑、教育/金融智能系统、银行/医院自助终端、网络终端、会议中心、安防监控、工业自动化、电竞、AI 存储等多个领域。目前公司企业级 DDR4 内存条已通过部分客户的合格供应商认证，并逐步实现规模化量产。未来预计随企业级产品逐步放量，该部分业务将保持 18%/22%/30% 的快速增长。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	97.49	83.30	93.96	108.88	131.57
嵌入式存储	47.81	43.66	49.95	58.25	72.82
移动存储	22.14	20.38	22.93	26.37	29.01
固态硬盘	21.00	15.04	16.11	18.21	21.85
内存条	6.53	4.17	4.92	6.00	7.80
同比增速 (%)	33.99%	-14.55%	19.45%	22.00%	20.00%
嵌入式存储	45.77%	-8.68%	14.40%	16.63%	25.00%
移动存储	17.29%	-7.93%	12.50%	15.00%	10.00%
固态硬盘	12.95%	-28.39%	7.12%	13.00%	20.00%
内存条	166.30%	-36.13%	18.00%	22.00%	30.00%
毛利率 (%)	19.97%	17.59%	4.81%	13.53%	14.31%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计 23-25 年公司营收分别增长 19%/22%/20% 至 93.96/108.8/131.57 亿元。由于存储芯片技术路线较单一，产品相对标准化，周期性明显、价格波动较大，此前我们预期 23 年 2Q 存储价格开始回暖，23 年全年毛利率相比 22 年仅回落至 11.39%；由于行业价格回暖节奏低于预期，利润转正时间点后移。目前公司前三季度毛利率为 2.62%，根据 CFM 数据，9-11 月存储价格上涨 10-20% 不等，公司四季度毛利率有望倍增。因此我们调整 23 年全年毛利率至 4.91%，预计 23-25 年归母净利润为 -9.09/2.98/4.91 亿元 (前值 1.86/4.12/5.77 亿元)，对应 24-25 年 PE 为 143/87 倍。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	609	1917	575	460	460	营业收入	9749	8330	9396	10888	13157
应收款项	616	936	1056	1223	1478	营业成本	7802	7297	8944	9415	11274
存货净额	3592	3744	4856	3820	4262	营业税金及附加	7	8	9	10	13
其他流动资产	146	739	795	866	946	销售费用	249	267	395	349	422
流动资产合计	4963	7336	7283	6369	7146	管理费用	196	211	224	204	217
固定资产	461	633	1043	1211	1322	研发费用	322	356	543	574	694
无形资产及其他	279	284	273	261	250	财务费用	22	34	54	72	52
其他长期资产	453	686	686	686	686	投资收益	24	4	50	26	27
长期股权投资	0	25	74	74	74	资产减值及公允价值变动	(4)	(139)	(331)	19	10
资产总计	6155	8964	9358	8601	9478	其他	14	22	22	23	24
短期借款及交易性金融负债	741	1082	2162	1058	1233	营业利润	1184	44	(1031)	333	546
应付款项	694	663	808	847	1013	营业外净收支	(5)	2	(1)	(1)	(0)
其他流动负债	292	253	310	322	384	利润总额	1179	45	(1032)	331	546
流动负债合计	1727	1997	3279	2227	2630	所得税费用	165	(27)	(124)	33	55
长期借款及应付债券	0	250	250	250	250	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	55	77	98	120	141	归属于母公司净利润	1013	73	(909)	298	491
长期负债合计	55	328	348	370	392	现金流量表（百万元）					
负债合计	1782	2325	3627	2597	3021	净利润	1013	73	(909)	298	491
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	64	158	364	19	21
股东权益	4374	6639	5730	6004	6456	折旧摊销	42	60	102	143	186
负债和股东权益总计	6155	8964	9358	8601	9478	公允价值变动损失	(60)	(23)	(33)	(39)	(32)
关键财务与估值指标						财务费用	28	53	54	72	52
每股收益	2.73	0.18	(2.20)	0.72	1.19	营运资本变动	(2036)	(787)	(1032)	911	(496)
每股红利	0.19	0.55	0.00	0.06	0.10	其它	138	140	(418)	(91)	(74)
每股净资产	11.79	16.08	13.88	14.54	15.64	经营活动现金流	(811)	(326)	(1872)	1313	149
ROIC	22%	5%	-9%	4%	6%	资本开支	(275)	(333)	(500)	(300)	(285)
ROE	23%	1%	-16%	5%	8%	其它投资现金流	(95)	(627)	(50)	0	0
毛利率	20%	12%	5%	14%	14%	投资活动现金流	(370)	(960)	(550)	(300)	(285)
EBIT Margin	12%	2%	-8%	3%	4%	权益性融资	0	2338	0	0	0
EBITDA Margin	12%	3%	-7%	4%	5%	负债净变化	0	250	0	0	0
收入增长	34%	-15%	13%	16%	21%	支付股利、利息	(71)	(226)	0	(24)	(39)
净利润增长率	267%	-93%	-1348%	133%	65%	其它融资现金流	291	194	1079	(1104)	175
资产负债率	29%	26%	39%	30%	32%	融资活动现金流	221	2556	1079	(1128)	136
息率	0.2%	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	现金净变动	(976)	1300	(1342)	(115)	0
P/E	37.8	584.9	(46.9)	142.9	86.7	货币资金的期初余额	1585	609	1908	566	451
P/B	8.7	6.4	7.4	7.1	6.6	货币资金的期末余额	609	1908	566	451	451
EV/EBITDA	33.0	179.6	(74.8)	94.4	63.1	企业自由现金流	(1262)	(755)	(2063)	1055	(112)
						权益自由现金流	(971)	(311)	(1031)	(113)	16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032