

# 江波龙 (301308)

证券研究报告

2024年02月29日

## 质量回报双提升，看好公司健康长期高质量发展

### 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	78元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	412.86
流通A股股本(百万股)	112.86
A股总市值(百万元)	32,203.41
流通A股市值(百万元)	8,803.41
每股净资产(元)	14.34
资产负债率(%)	45.20
一年内最高/最低(元)	126.69/62.15

### 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-公司点评:2023年度收入超百亿，四季度有望扭亏为盈》 2024-02-01
- 《江波龙-季报点评:23Q3业绩环比改善明显，周期复苏+eSSD等业绩放量助推长期业绩高增》 2023-11-08
- 《江波龙-半年报点评:23Q2营收环比上升，周期复苏+企业级存储助力业绩快速增长》 2023-09-01

**事件:** 公司发布《关于公司推动“质量回报双提升”行动方案的公告》。为践行以“以投资者为本”的上市公司发展理念，切实维护公司全体股东利益，基于对公司未来发展前景的信心、对公司价值的认可，公司将推动落实“质量回报双提升”行动方案，努力通过良好的业绩表现、规范的公司治理、积极的投资者回报，切实履行上市公司的责任和义务，树立良好的市场形象。

**点评:** 公司本次发布《关于公司推动“质量回报双提升”行动方案的公告》，2023年公司在行业周期下行整体市场规模减少的情况下，公司的市场占有率显著提升，公司预计2023年全年营业收入为100亿元至105亿元，首次突破百亿元，创历史新高，24年公司有望伴随行业上行周期及市占率持续提升公司业绩持续高增。

**投资者回报方面，公司重视投资者合理回报，共事企业发展成果，公司董监高增持，牢固树立回报股东意识。**自上市以来，公司基于2022年半年度业绩经营情况，以总股本412,864,254股为基数，按每10股派发现金股利4.80元（含税），共分配现金股利19,817.48万元（含税），占2022年年度公司归母净利润的172.23%。未来，公司将践行以投资者为本，切实履行上市公司的责任和义务。

**2024年存储行业进入上行周期，量加市占率提升逻辑，公司有望持续收益。供应方面，**2023年美光、三星等原厂纷纷宣布减产，CFM闪存市场预计2024日历年行业供应将低于DRAM和NAND的需求。**需求方面，**据CFM闪存市场预测，1)2024年服务器总出货量将出现中位数百分比增长。2)PC到2024年将出现低至中位数百分比的增长。3)在移动领域，智能手机需求显示出复苏迹象，2024年智能手机出货量将小幅增长。4)工业和汽车市场边缘人工智能的扩散持续增加，对内存需求也将显著增加。支持人工智能的工业PC的内存容量比标准PC将增长3-5倍，与标准非AI视频摄像机相比，支持AI的边缘视频安全摄像机的内存容量增加了8倍。**价格方面，**Trendforce预估2024年第一季NAND Flash合约价季涨幅约15-20%，DRAM合约价季涨幅约13-18%，其中Mobile DRAM持续领涨。预计江波龙产品线中NAND占比约90%，公司有望受益2024年存储行业复苏，实现稳定高增。

**国际领先的综合性半导体存储龙头，Lexar+Foresee品牌价值持续彰显。**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里程碑。2021年1-9月公司移动存储产品全球市场占有率位列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。2023H1 Lexar(雷克沙)品牌业务全球销售收入达到9.56亿元，在全球存储行业严重承压的大背景下，实现了同比26.08%的增长，Lexar(雷克沙)品牌在全球存储ToC市场的影响力进一步凸显，零售业务覆盖国家已达52个，Lexar(雷克沙)品牌在中东地区、大洋洲、南亚(如印度)的销售收入明显增长，相应市场同比增幅达到42%-82%之间，构成了Lexar(雷克沙)品牌全球销售收入增长的新生力量。24年伴随行业上行+市占率持续提升，Lexar收入有望更上一层。

**AIGC对AI服务器的需求指数级提升，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eSSD和RDIMM产品量产出货有望带来业绩快速增长。**每一代GPT模型的参数量高速增长，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。ChatGPT作为大数据+大模型+大算力的产物，或将带动AI服务器指数级提升，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。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，随着国家政策的推动，在以运营商为主的公有云市场迎来发展的同时，客户基于本地化和安全考虑，也将会考虑更多地采用国产eSSD。截止至2023年底，公司eSSD、RDIMM产品已经通过包括联想、京东云、Bilibili等重要客户的认证，并且已经取得了部分客户的正式订单实现了量产出货。公司eSSD、RDIMM产品的量产出货代表公司在企业级存储这一关键市场取得了新的进展，将为公司业绩增长带来新的增量。公司企业级存储产品于2023年取得部分客户的批量订单，将为2024年的快速增长打下基础。

**完善产业链布局，成功收购元成苏州和Zilia Brazil(原SMART Brazil)，以打造高端封装测试中心，实现本地与海外产业链兼顾，通过整合资源有望快速提升技术实力、扩大市场份额。**2023年10月1日，公司收购力成科技(苏州)有限公司70%股权交易，已正式完成交割，并于2023年10月1日起纳入江波龙合并报表范围。本次交易完成后，元成苏州将正式独立运营，继续承接现有客户群体的封装业务。此外，元成苏州还将进一步加大在研发和封装测试工艺上的投入力度，积极引进业内高端封装测试设备和优秀人才，持续提升封装测试能力，以打造高端封装测试基地，更好地为人工智能、高性能计算、智能汽车、智能手机、智能穿戴等多个领域行业客户提供优质的服务。本次收购作为江波龙加强生产制造布局的具体措施，公司将有望进一步提升存储芯片封装测试能力和产能利用率，完善产业链布局，强化与存储晶圆原厂的业务合作关系，在提升产品品质，快速响应客户需求，灵活定制产品规格和提供稳定产能等多方面形成合力，提升公司市场影响力和核心竞争力，最终增强公司的长期盈利能力，实现公司半导体存储品牌的战略布局。2023年11月，公司成功收购Zilia Brazil(原SMART Brazil)81%股权，聚焦主业拓展，发力巴西市场。SMART Brazil深耕存储制造领域20年，收购后配合江波龙强大固有能力，有望进一步提升市场占比。实现1)封测与固有能力强强联合2)开拓巴西市场广阔空间3)优化公司整体盈利水平。

**车规级存储市场取得重大突破，公司具备服务全球汽车市场的资格和能力，看好智能汽车需求高增+公司车规级产品量产出货带来业绩增量。**2023年12月，江波龙成功获得全球领先认证机构德国TÜV莱茵的IATF 16949:2016质量管理体系证书以及ISO 9001:2015质量体系认证证书。此前，公司车规级eMMC、UFS已通过汽车电子行业核心标准体系AEC-Q100认证，UFS2.1产品已在多个汽车客户端完成产品验证，根据客户项目进展，预计将在2024年上半年开始量产出货。同时，公司还完成了第二代车规级UFS产品的产品设计和验证工作，并开始给策略汽车客户送样验证，将进一步扩大公司的车规市场占有率。公司已经通过与Tier1的深度合作，车规级存储产品已经进入相关车企的供应链系统，广泛应用在小鹏、比亚迪、上汽、广汽等主流汽车品牌。并已形成自主可控的Flash固件开发技术，包括pSLC分区、智能温控、AES256加密算法等车用存储功能，可为智能汽车应用赋予更多可能性。

**投资建议:** 原厂减产以及削减资本开支等措施收到明显效果，手机、个人电脑等主要存储应用市场逐步回暖，存储行业开始走出下行周期，预计公司2023/2024/2025年实现归母净利润-8.3/8/10.5亿元，维持公司“买入”评级。

**风险提示:** 存储行业复苏不及预期，信创及ChatGPT落地不及预期，研发技术人员流失，车规市场验证进度不及预期，行动方案实施效果不达预期

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	10,250.07	13,800.08	15,500.08
增长率(%)	33.99	(14.55)	23.05	34.63	12.32
EBITDA(百万元)	1,684.34	794.46	(880.54)	1,037.64	1,318.07
归属母公司净利润(百万元)	1,013.04	72.80	(830.15)	800.06	1,050.12
增长率(%)	266.73	(92.81)	(1,240.36)	196.38	31.25
EPS(元/股)	2.45	0.18	(2.01)	1.94	2.54
市盈率(P/E)	31.79	442.37	(38.79)	40.25	30.67
市净率(P/B)	7.36	4.85	5.67	4.96	4.25
市销率(P/S)	3.30	3.87	3.14	2.33	2.08
EV/EBITDA	0.00	28.34	(33.03)	29.73	20.96

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	4,081.22	2,262.55	5,456.25
应收票据及应收账款	615.64	913.72	297.41	453.65	389.94
预付账款	57.23	140.67	15.14	28.72	32.35
存货	3,592.46	3,744.18	2,806.20	5,120.23	3,404.26
其他	88.48	620.70	79.59	100.25	95.19
<b>流动资产合计</b>	<b>4,962.50</b>	<b>7,336.47</b>	<b>7,279.57</b>	<b>7,965.41</b>	<b>9,377.99</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,192.71</b>	<b>1,627.29</b>	<b>1,180.49</b>	<b>1,241.23</b>	<b>1,250.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,155.22</b>	<b>8,963.76</b>	<b>8,460.05</b>	<b>9,206.63</b>	<b>10,628.10</b>
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	1,230.88	1,143.07	1,414.67
其他	269.21	244.10	308.99	324.60	390.55
<b>流动负债合计</b>	<b>1,688.70</b>	<b>1,981.81</b>	<b>2,539.87</b>	<b>2,467.67</b>	<b>2,805.22</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>54.65</b>	<b>327.60</b>	<b>234.29</b>	<b>240.36</b>	<b>243.10</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,781.63</b>	<b>2,325.01</b>	<b>2,774.16</b>	<b>2,708.03</b>	<b>3,048.32</b>
少数股东权益	0.00	0.00	1.78	1.20	0.20
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	1,379.59	2,179.65	3,229.78
其他	(68.53)	137.01	14.43	27.64	59.69
<b>股东权益合计</b>	<b>4,373.58</b>	<b>6,638.75</b>	<b>5,685.90</b>	<b>6,498.60</b>	<b>7,579.78</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,155.22</b>	<b>8,963.76</b>	<b>8,460.05</b>	<b>9,206.63</b>	<b>10,628.10</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,013.04	72.80	(830.15)	800.06	1,050.12
折旧摊销	44.86	62.43	65.92	69.71	72.99
财务费用	27.52	52.73	(13.61)	(18.40)	(30.09)
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)	2,676.30	(2,622.79)	2,087.26
其它	119.26	267.18	(560.10)	(0.57)	(1.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(811.25)</b>	<b>(326.36)</b>	<b>1,290.20</b>	<b>(1,820.14)</b>	<b>3,131.13</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(369.97)</b>	<b>(959.72)</b>	<b>1,111.91</b>	<b>(31.84)</b>	<b>(1.84)</b>
债权融资	304.65	557.20	(113.61)	20.10	32.36
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>220.50</b>	<b>2,556.15</b>	<b>(238.10)</b>	<b>33.31</b>	<b>64.41</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(960.72)</b>	<b>1,270.07</b>	<b>2,164.01</b>	<b>(1,818.67)</b>	<b>3,193.70</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>9,748.82</b>	<b>8,329.93</b>	<b>10,250.07</b>	<b>13,800.08</b>	<b>15,500.08</b>
营业成本	7,801.94	7,296.86	9,814.54	11,592.06	12,710.07
营业税金及附加	7.44	7.99	1.03	6.90	15.50
销售费用	248.50	267.17	261.38	365.70	442.84
管理费用	196.48	211.48	225.50	383.64	480.50
研发费用	322.45	356.03	400.37	552.00	674.25
财务费用	22.10	33.89	(13.61)	(18.40)	(30.09)
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
<b>营业利润</b>	<b>1,183.71</b>	<b>43.67</b>	<b>(972.85)</b>	<b>946.33</b>	<b>1,235.17</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>1,178.52</b>	<b>45.39</b>	<b>(974.55)</b>	<b>944.22</b>	<b>1,232.17</b>
所得税	165.48	(27.41)	(146.18)	144.73	183.05
<b>净利润</b>	<b>1,013.04</b>	<b>72.80</b>	<b>(828.37)</b>	<b>799.49</b>	<b>1,049.12</b>
少数股东损益	0.00	0.00	1.78	(0.57)	(1.00)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,013.04</b>	<b>72.80</b>	<b>(830.15)</b>	<b>800.06</b>	<b>1,050.12</b>
每股收益(元)	2.45	0.18	(2.01)	1.94	2.54

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.99%	-14.55%	23.05%	34.63%	12.32%
营业利润	250.81%	-96.31%	-2327.50%	-197.27%	30.52%
归属于母公司净利润	266.73%	-92.81%	-1240.36%	196.38%	31.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.97%	12.40%	4.25%	16.00%	18.00%
净利率	10.39%	0.87%	-8.10%	5.80%	6.77%
ROE	23.16%	1.10%	-14.60%	12.31%	13.85%
ROIC	49.36%	3.07%	-17.45%	30.63%	19.93%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	28.95%	25.94%	32.79%	29.41%	28.68%
净负债率	3.03%	-8.81%	-50.58%	-16.25%	-56.03%
流动比率	2.87	3.67	2.87	3.23	3.34
速动比率	0.79	1.80	1.76	1.15	2.13
<b>营运能力</b>					
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	3.13	3.48	3.64
总资产周转率	1.74	1.10	1.18	1.56	1.56
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.45	0.18	-2.01	1.94	2.54
每股经营现金流	-1.96	-0.79	3.13	-4.41	7.58
每股净资产	10.59	16.08	13.77	15.74	18.36
<b>估值比率</b>					
市盈率	31.79	442.37	-38.79	40.25	30.67
市净率	7.36	4.85	5.67	4.96	4.25
EV/EBITDA	0.00	28.34	-33.03	29.73	20.96
EV/EBIT	0.00	30.64	-30.73	31.88	22.19

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com