

# 江波龙 (301308.SZ)

## 1Q24 盈利能力大幅改善，各产品线多点开花

增持

### 核心观点

**存储价格回暖，公司一季度归母净利润环比增长近6倍。**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，23半年各存储颗粒原厂营业利润均跌入负值区间，随着上游厂商持续减产供给收缩，存储价格4Q23显著回暖，1Q24涨价持续，在此背景下：公司4Q23实现营收35.5亿元(YoY+108.3%, QoQ+23.5%)，归母净利润0.55亿元(YoY+140%, QoQ+119%)，毛利率18.5%(YoY+18.1pct, QoQ+13.6pct)；1Q24实现营收44.5亿元(YoY+200.5%, QoQ+25.6%)，归母净利润3.84亿元(YoY+237%, QoQ+598%)，毛利率24.4%(YoY+23.1pct, QoQ+5.9pct)。

**减产效应下预计24年存储市场规模有望增长45%，公司显受益。**存储模组环节主要通过购买存储颗粒，将晶圆设计封装为存储器产品，存储颗粒占产品成本约80%，存储晶圆的价格波动直接影响公司盈利水平。存储行业下行周期自22年延续至23年三季度，存储原厂集体亏损。在此背景下，原厂持续采取减产措施，叠加需求复苏，4Q23存储价格进入上涨通道；依据WSTS预测，24年全球存储市场规模将同比增长45%，公司作为中游环节厂商显受益。

**消费类存储业务逆势增长，企业级存储逐步起量。**公司17年收购的消费类存储品牌LEXAR23年收入逆势增长59%，1Q24同比增长99.8%，已实现全球完整渠道覆盖。目前，公司的NVMe SSD与SATA SSD产品系列已完成与鲲鹏、海光、龙芯、飞腾、兆芯、申威多个主流国产CPU平台服务器兼容性适配。企业级SSD已实现量产出货，广泛应用于电信运营商的核心业务系统、相关银行客户的核心业务系统、大型互联网平台企业等多个行业领域。

**构建自主封测能力，业务单元全面布局。**为加深与原厂合作机制，公司收购头部封测厂元成苏州补齐中高端产品线封测能力；收购巴西存储品牌Zilia进一步打开全球市场；此外，公司自研主控芯片与小容量存储芯片已完善产品能力降低成本；最终构筑为大客户提供存储定制化解决方案的能力，从传统模组生产模式向TCM(Technologies Contract Manufacture, 技术合约制造)合作模式转型升级。

**投资建议：**由于存储涨价幅度远高于我们此前预期，公司存货补充高于此前预测，基于公司23年与24年一季度经营情况，上调24-25年净利润预测，预计24-26年归母净利润为15.2/11.8/10.41亿元(前值2.98/4.91亿元)，对应2024年4月26日股价PE分别为27/34/39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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,330	10,125	18,000	21,176	22,630
(+/-%)	-14.6%	21.6%	77.8%	17.6%	6.9%
净利润(百万元)	73	-828	1523	1175	1044
(+/-%)	-92.8%	-1237.1%	284.0%	-22.8%	-11.2%
每股收益(元)	0.18	-2.01	3.69	2.85	2.53
EBIT Margin	2.3%	-6.9%	10.8%	7.0%	5.8%
净资产收益率(ROE)	1.1%	-13.7%	20.8%	14.1%	11.3%
市盈率(PE)	554.7	-48.8	26.5	34.4	38.7
EV/EBITDA	170.8	-82.1	22.1	26.3	28.9
市净率(PB)	6.08	6.71	5.52	4.86	4.39

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

yezi3@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	97.81元
总市值/流通市值	40382/11039百万元
52周最高价/最低价	126.69/65.52元
近3个月日均成交额	708.56百万元

#### 市场走势



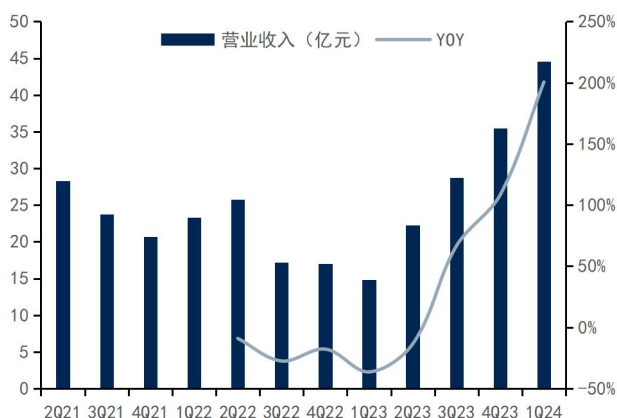
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《江波龙(301308.SZ)-三季度营收同比增长66.6%，产品全面布局迎多重成长机遇》——2023-11-22

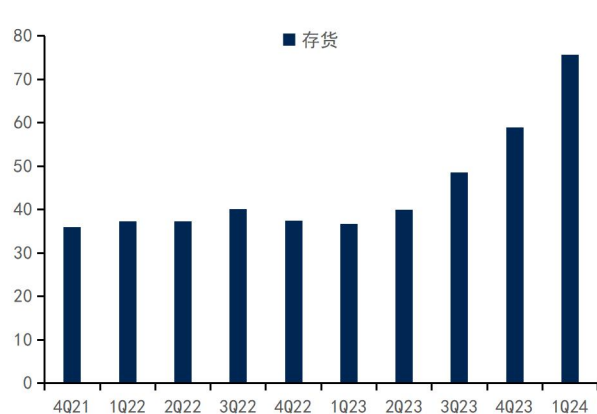
《江波龙(301308.SZ)-1Q23存货环比减少1.92%，景气复苏与品类拓展带来增长动力》——2023-05-14

图1: 公司单季度营业收入及增速 (亿元、%)



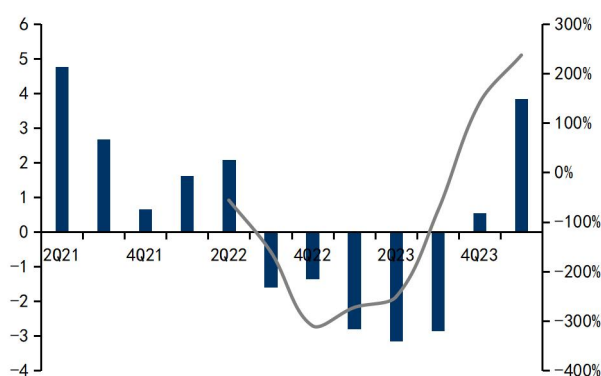
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度存货变化 (亿元)



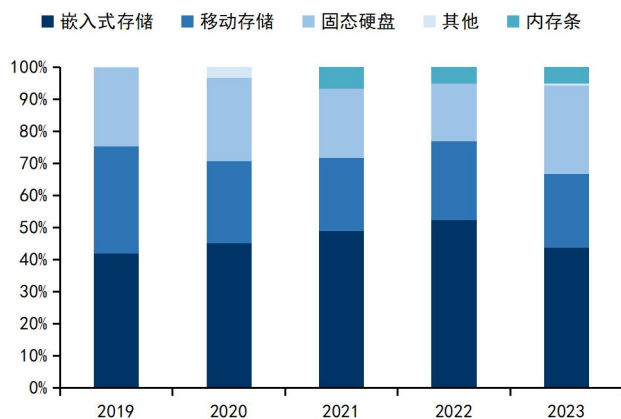
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



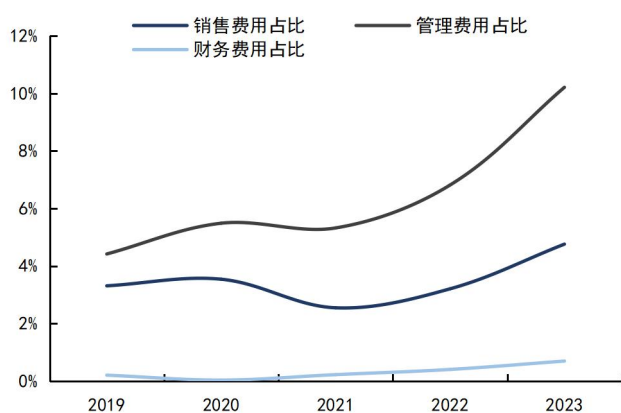
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司产品结构变化



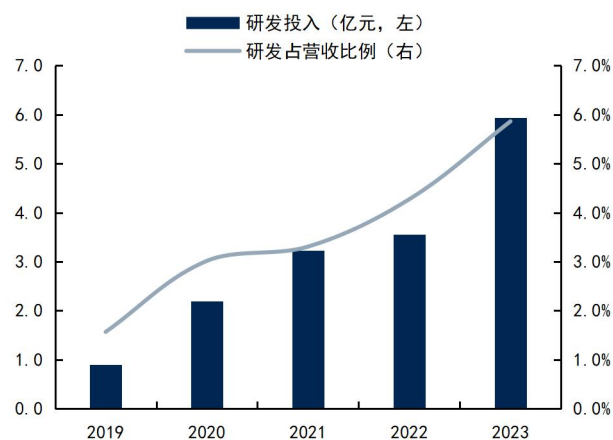
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

**1Q24 NAND 价格涨幅达 23-28%超预期，此前预计价格涨幅为 15-20%。**23 年上半年存储产品价格处于叠加区间，4Q23 至今价格持续上涨。行业自 4Q23 起产品价格持续上涨，第一季度多数供应商维持低投产策略，受供给端减产影响，1Q24 存储产品价格上涨幅度超预期，2Q24 合约价维持上涨趋势。根据 Trendforce 数据，1Q24 原预期 NAND 涨幅为 15-20%；在供给端海力士、三星与美光等原厂减产影响下，1Q24 存储产品价格上涨幅度超预期，涨幅约为 23-28%。由于智能手机和 CSP 等领域需求上升，大批量 OFR（订单达交率）偏低，供应商将持续主导价格走势；同时，存储颗粒原厂海力士 23 年净利率-12.2%、三星净利润下滑 72%，预测原厂为实现较好的盈利水平仍将保持供给端收缩持续涨价，预估 2Q24 NAND Flash 上涨幅度达 13-18%。

图7: 4Q23-1Q24 NAND 涨幅与预测 (24 年 1 月)

	4Q23	1Q24(E)
eMMC UFS	up 10~15%	up 18~23%
Enterprise SSD	up 10~15%	up 18~23%
Client SSD	up 13~18%	up 15~20%
3D NAND Wafers (TLC & QLC)	up 35~40%	up 8~13%
Total NAND Flash	up 13~18%	up 15~20%

Source: TrendForce, Jan., 2024

图8: 1Q24-2Q24NAND 涨幅与预测 (24 年 3 月)

产品	1Q24(E)	2Q24(F)
eMMC UFS	up 25~30%	up 10~15%
Enterprise SSD	up 23~28%	up 20~25%
Client SSD	up 23~28%	up 10~15%
3D NAND Wafers (TLC & QLC)	up 23~28%	up 5~10%
Total NAND Flash	up 23~28%	up 13~18%

Source: TrendForce, Mar., 2024

资料来源: Trendforce、国信证券经济研究所整理

资料来源: Trendforce、国信证券经济研究所整理

**展望 24 全年，NAND Flash 价格涨幅收敛，DRAM 涨幅企稳。**根据 Trendforce 数据，一季度由于供应商采用低投产策略，供给紧缩，NAND Flash 和 DRAM 价格涨幅超预期，分别为 23-28%和 20%；二季度库存回补动能减弱，价格上涨趋势回落；三季度为消费电子传统旺季，需求有望上升、DRAM 和 NAND Flash 产能利用率仍处于恢复状态，预计合约价上涨幅度有望达 8-13%；；四季度由于产品结构调整，合约价涨幅将回落至平稳区间。

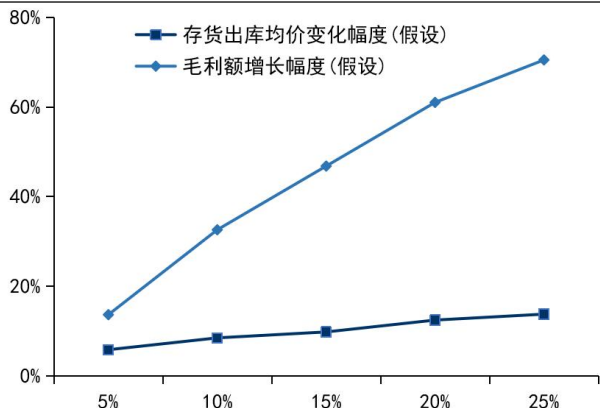
图 9: 24 全年 DRAM 及 NAND Flash 季度合约价涨幅预测

产品	1Q24(E)	2Q24(F)	3Q24(F)	4Q24(F)
Blended DRAM	up ~20%	up 3~8%	up 8~13%	up 8~13%
Blended NAND Flash	up 23~28%	up 13~18%	up 8~13%	up 0~5%

资料来源: Trendforce, 国信证券经济研究所整理

**存储价格上涨对毛利率的影响高于库存成本上升。**通过对存储价格涨幅对库存成本变化幅度、毛利率变化幅度进行测算，由于公司在行业低位准备一定原材料库存，随着存储价格上涨库存基数较大其变化幅度有限，而毛利率则随价格上涨呈现快速修复；因此公司毛利率 4Q23 和 1Q24 呈现较快增长趋势。

图9: 存储价格对库存与毛利的敏感性测算

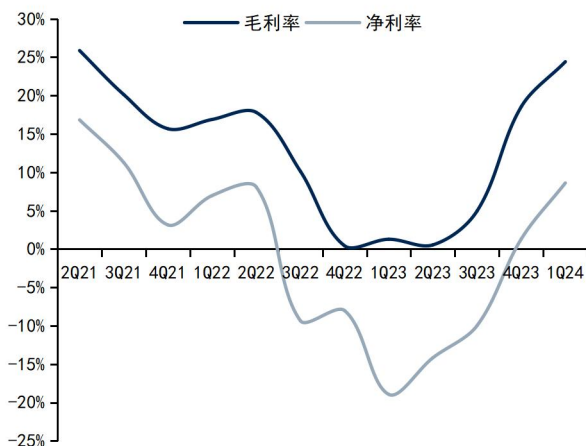


假设:

- 1、1Q22作为起始点, 假设其存货加权平均价格为1.0
- 2、后续季度的加权平均价格按期末、期初计算
- 3、备货为每季度x亿元(各公司平均备货力度)

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所测算

图10: 21-24 年单季度净利率与毛利率变化情况



资料来源: Trendforce、国信证券经济研究所整理

随着起行业价格回暖, 公司利润转正, 考虑价格涨幅超预期, 上调业务收入情况与产品毛利率:

**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, 结合出货量变化叠加产品价格变化, 预计嵌入式存储未来将实现 73%/10%/5% 的增长。

**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, 考虑出货量与价格变化, 预计 24-26 年业务增速对应 100%/21%/8%。

**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。考虑出货量与价格变化, 预计 24-26 年该业务增速为 61%/26%/8%。

**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 95%/25%/13%。

表1: 公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	83.30	101.25	180.00	211.76	226.30
嵌入式存储	43.66	44.23	76.30	83.92	87.70
固态硬盘	15.04	28.02	56.05	67.68	73.09
移动存储	20.38	23.28	37.47	47.22	50.99
内存条	4.17	5.13	10.01	12.51	14.07
同比增速(%)	-10.12%	14.22%	78%	18%	7%
嵌入式存储	-8.68%	1.31%	73%	10%	5%
固态硬盘	-32.07%	86.33%	100%	21%	8%
移动存储	-7.93%	14.18%	61%	26%	8%
内存条	-36.13%	23.10%	95%	25%	13%
毛利率(%)	17.59%	8.19%	29.17%	22.70%	17.98%

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 24-26 年公司营收分别增长 78%/18%/7%至 180/ 212/226 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, 此后存储价格涨幅持续高于预期, 公司四季度与一季度业绩好于预期。结合几个涨幅对毛利率影响的敏感性分析, 上调 24-25 年净利润预测, 预计 24-26 年归母净利润 15.2/11.8/10.41 亿元(前值 2.98/4.91 亿元), 对应 2024 年 4 月 26 日股价 PE 分别为 27/34/39 倍, 维持“增持”评级。



# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1917	1219	366	293	293	营业收入	8330	10125	18000	21176	22630
应收款项	936	1385	2462	2897	3096	营业成本	7297	9296	13233	16721	18490
存货净额	3744	5893	7131	6309	7967	营业税金及附加	8	11	11	14	17
其他流动资产	739	568	1048	1260	1379	销售费用	267	482	723	759	721
<b>流动资产合计</b>	<b>7336</b>	<b>9065</b>	<b>11008</b>	<b>10758</b>	<b>12735</b>	管理费用	211	440	899	943	896
固定资产	633	1941	2211	2225	2179	研发费用	356	594	1188	1247	1185
无形资产及其他	284	465	446	428	409	财务费用	34	71	228	197	168
其他长期资产	686	2184	2184	2184	2184	投资收益	4	1	10	5	5
长期股权投资	25	25	26	26	26	资产减值及公允价值变动	(139)	(317)	5	3	(2)
<b>资产总计</b>	<b>8964</b>	<b>13680</b>	<b>15875</b>	<b>15621</b>	<b>17532</b>	其他	22	25	17	16	16
短期借款及交易性金融负债	1082	3187	3276	1307	1923	营业利润	44	(1060)	1749	1318	1171
应付款项	663	1147	1619	2047	2261	营业外净收支	2	1	(1)	1	0
其他流动负债	253	599	866	1074	1171	<b>利润总额</b>	<b>45</b>	<b>(1058)</b>	<b>1748</b>	<b>1319</b>	<b>1171</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1997</b>	<b>4933</b>	<b>5761</b>	<b>4427</b>	<b>5356</b>	所得税费用	(27)	(221)	210	132	117
长期借款及应付债券	250	2092	2092	2092	2092	少数股东损益	0	(9)	16	12	10
其他长期负债	77	205	262	332	416	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>73</b>	<b>(828)</b>	<b>1523</b>	<b>1175</b>	<b>1044</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>328</b>	<b>2297</b>	<b>2355</b>	<b>2424</b>	<b>2509</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2325</b>	<b>7230</b>	<b>8115</b>	<b>6851</b>	<b>7865</b>	净利润	73	(837)	1538	1187	1054
少数股东权益	0	428	444	456	466	资产减值准备	158	358	36	32	40
股东权益	6639	6021	7316	8314	9202	折旧摊销	60	117	248	304	350
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8964</b>	<b>13680</b>	<b>15875</b>	<b>15621</b>	<b>17532</b>	公允价值变动损失	(23)	(39)	(40)	(34)	(38)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	53	102	228	197	168
每股收益	0.18	(2.01)	3.69	2.85	2.53	营运资本变动	(787)	(3525)	(1959)	915	(1541)
每股红利	0.55	0.18	0.55	0.43	0.38	其它	140	1026	(264)	(229)	(208)
每股净资产	16.08	14.58	17.72	20.14	22.29	<b>经营活动现金流</b>	<b>(326)</b>	<b>(2798)</b>	<b>(213)</b>	<b>2372</b>	<b>(175)</b>
ROIC	5%	-6%	12%	9%	8%	资本开支	(333)	(499)	(500)	(300)	(285)
ROE	1%	-14%	21%	14%	11%	其它投资现金流	(627)	(1162)	(1)	0	0
毛利率	12%	8%	26%	21%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(960)</b>	<b>(1661)</b>	<b>(501)</b>	<b>(300)</b>	<b>(285)</b>
EBIT Margin	2%	-7%	11%	7%	6%	权益性融资	2338	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	-6%	12%	8%	7%	负债净变化	250	1842	0	0	0
收入增长	-15%	22%	78%	18%	7%	支付股利、利息	(226)	(75)	(228)	(176)	(157)
净利润增长率	-93%	-1237%	284%	-23%	-11%	其它融资现金流	194	1951	89	(1969)	617
资产负债率	26%	56%	54%	47%	48%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2556</b>	<b>3718</b>	<b>(140)</b>	<b>(2145)</b>	<b>460</b>
息率	0.6%	0.2%	0.6%	0.4%	0.4%	<b>现金净变动</b>	<b>1300</b>	<b>(708)</b>	<b>(853)</b>	<b>(73)</b>	<b>0</b>
P/E	554.7	(48.8)	26.5	34.4	38.7	货币资金的期初余额	609	1908	1201	347	274
P/B	6.1	6.7	5.5	4.9	4.4	货币资金的期末余额	1908	1201	347	274	274
EV/EBITDA	170.8	(82.1)	22.1	26.3	28.9	企业自由现金流	(755)	(4458)	(498)	2262	(289)
						权益自由现金流	(311)	(665)	(610)	115	177

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提及的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