

电子

2025 年 03 月 26 日

江波龙 (301308)

——自研主控出货超 3 千万颗，企业级存储放量成长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **2024 年报：**营业收入 174.64 亿元，同比+72.48%；归母净利润 4.99 亿元，同比+160.24%；扣非净利润 1.67 亿元，同比+118.88%。2024 年，期间费用 26.08 亿元，同比+64.40%，其中研发费用 9.10 亿元，同比+53.34%；员工股权激励计划股份支付费用 2.32 亿元。
- **2024Q4 营收环比持平。**4Q24 营收 41.95 亿元，YoY +18.3%，QoQ -0.8%；毛利率 11.17%，环比下降 6.2pct；归母净利润-0.58 亿元，扣非归母净利润-3.3 亿元，环比亏损扩大。2024Q4 营收符合预期，净利润低于预期，主要由于毛利率环比显著下降。
- **2023H2-2024H1 全球存储进入强上升周期，24Q2 存储逐季承压。**2024 年以手机、PC 为代表的消费电子终端市场复苏较为温和，且在 2024H2 步入库存消化阶段，消费类存储市场承压逐季明显。2024 年全球存储市场呈现出明显的前高后低趋势与结构性分化特征。
- **江波龙拥有行业类存储 FORESEE、海外行业类存储品牌 Zilia 和国际高端消费类 Lexar 三大存储品牌，是全球第二大独立存储器企业及中国最大的独立存储器企业。**2024 年，Zilia 销售收入 23.12 亿元，同比增长 120.15%；Lexar 品牌全球销售收入 35.25 亿元，再创新高。根据灼识咨询数据，FORESEE 品牌 2023 年 B2B 收入在全球独立存储器品牌中排名第五；Lexar 品牌 2023 年 B2C 收入在全球独立存储器品牌中排名第二；Zilia 品牌 2023 年收入在拉丁美洲和巴西的独立存储器企业中位居第一。
- **企业级存储快速放量。**企业级存储：24 年中报收入 2.91 亿元，同比增长超 2000%；2024 全年收入 9.22 亿元，同比+666.30%。公司 PCIe SSD 与 SATA SSD 两大产品系列已成功完成与鲲鹏、海光、龙芯、飞腾、兆芯、申威多个国产 CPU 平台服务器的兼容性适配。
- **构建车规级存储矩阵。**2024 年，公司车规级 UFS2.1 产品已在多个汽车客户端完成产品验证，并开始量产出货；第二代车规级 UFS3.1 产品已经完成产品设计和验证。
- **自研 SLC/MLC NAND Flash，利基存储加速量产。**2023 年 SLC NAND 芯片出货量突破 5 千万颗，2024 年江波龙自研存储芯片累计出货量已超过 1 亿颗。
- **主控芯片出货累计超 3 千万颗。**2023 年，江波龙自研主控 LS600/LS500 开始量产，支持高端 eMMC 和存储卡。2024 中报披露，自研主控芯片应用量已超千万颗；2024 年报显示，公司三款自研主控芯片 (WM6000、WM5000、WM3000) 累计超 3000 万颗应用。
- **下调盈利预测，维持“买入”评级。**考虑 2025H1 存储价格仍为温和复苏，下调 SSD、内存条等产品毛利率，将 2025-2026 年归母净利润预测从 9.85/13.78 亿元下调至 6.14/7.83 亿元，新增 2027 年预测 11.20 亿元。由于存储具有强周期，利润率波动大，因此采用 PS 估值。可比公司 (兆易创新、佰维存储、协创数据) 2025 年平均 PS 4.7X，较江波龙 PS 1.9X 高 144%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 供应商集中风险；2) 晶圆和产品价格波动的风险；3) 技术迭代风险

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	10,125	17,464	20,311	23,440	25,025
同比增长率 (%)	21.6	72.5	16.3	15.4	6.8
归母净利润 (百万元)	-828	499	614	783	1,120
同比增长率 (%)	-1,237.2	-	23.2	27.4	43.2
每股收益 (元/股)	-2.01	1.20	1.48	1.88	2.69
毛利率 (%)	8.2	19.0	17.0	16.7	16.8
ROE (%)	-13.7	7.7	8.8	10.2	13.0
市盈率	-	-	-	-	-

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 03 月 26 日

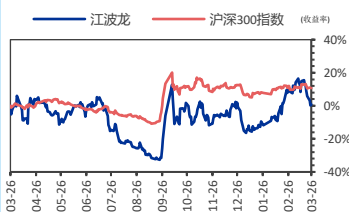
收盘价 (元)	94.94
一年内最高/最低 (元)	116.91/60.59
市净率	6.1
息率 (分红/股价)	0.26
流通 A 股市场值 (百万元)	11,007
上证指数/深证成指	3,368.70/10,643.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	15.55
资产负债率%	59.17
总股本/流通 A 股 (百万)	416/116
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《江波龙 (301308) 点评：自研主控出货超千万颗，企业级存储量产突破》
2024/08/27

《江波龙 (301308) 点评：2024 中报验证半导体存储高景气》 2024/07/25

证券分析师

杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com

研究支持

袁航 A0230521100002
yuanhang@swsresearch.com
李天奇 A0230522080001
litq@swsresearch.com

联系人

杨海晏



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,125	17,464	20,311	23,440	25,025
其中: 营业收入	10,125	17,464	20,311	23,440	25,025
减: 营业成本	9,296	14,137	16,855	19,518	20,828
减: 税金及附加	11	26	30	35	38
主营业务利润	818	3,301	3,426	3,887	4,159
减: 销售费用	482	772	812	938	1,001
减: 管理费用	440	605	704	812	867
减: 研发费用	594	910	1,059	1,222	1,304
减: 财务费用	71	320	115	70	-54
经营性利润	-769	694	736	845	1,041
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	-2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-356	-566	-120	-20	140
加: 投资收益及其他	27	152	97	97	97
营业利润	-1,060	586	715	925	1,281
加: 营业外净收入	1	4	-18	-32	0
利润总额	-1,058	590	697	893	1,281
减: 所得税	-221	84	78	101	148
净利润	-837	505	619	791	1,132
少数股东损益	-9	7	5	9	12
归属于母公司所有者的净利润	-828	499	614	783	1,120

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。