



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	92.83
总股本/流通股本(亿股)	4.16 / 1.16
总市值/流通市值(亿元)	386 / 108
52 周内最高/最低价	109.90 / 63.44
资产负债率(%)	52.9%
市盈率	-46.18
第一大股东	蔡华波

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

江波龙(301308)

企业级业务放量增长

● 事件

3 月 21 日，公司披露 2024 年年度报告，2024 年，公司实现营业收入 174.64 亿元，同比增长 72.48%；实现归母净利润 4.99 亿元，同比增长 160.24%；实现扣非归母净利润 1.67 亿元，同比增长 118.88%。

● 投资要点

嵌入式存储、固态硬盘、移动存储、内存条业务均实现增长。

2024 年，公司实现营业收入 174.64 亿元，同比增长 72.48%；主要系：1) 报告期内全球半导体存储价格呈现前高后低走势，产业环境较去年有所改善。公司作为行业的重要参与者，提前预判行业宏观趋势，充分发挥规模、技术、产品、封测、供应链，以及市场品牌等各方面的综合优势，多措并举的大力拓展公司各项业务，并取得明显成效，公司嵌入式存储、固态硬盘、移动存储、内存条业务均实现增长。2) 公司企业级存储业务规模增长明显，2024 年企业级存储业务收入 9.22 亿元，同比增长 666.30%。2024 年，公司巴西控股子公司 Zilia 整合收到明显成效，2024 年实现销售收入 23.12 亿元，同比 2023 年增长 120.15%。公司 Lexar 品牌全球销售收入延续 2022-2023 年的增长势头再创新高，营收 35.25 亿元。3) 主控芯片加速赋能公司业务发展，截止至 24 年报签署之日，公司设计并成功流片了历史上首批 UFS 自研主控芯片（WM7400、WM7300、WM7200），公司三款自研主控芯片（WM6000、WM5000、WM3000）已实现累计超 3000 万颗的自主应用。2024 年，公司实现归母净利润 4.99 亿元，同比增长 160.24%；实现扣非归母净利润 1.67 亿元，同比增长 118.88%。其中，2024 年公司期间费用金额为 26.08 亿元，较上年同期增加 10.22 亿元，增幅 64.40%，主要系公司销售规模增加导致销售费用及管理费用增加、公司持续投入研发导致研发投入增加，以及员工股权激励计划股份支付费用 2.32 亿元的额外影响所导致。

企业级业务实现放量增长。报告期内，公司企业级存储业务规模增长明显，企业级存储业务收入达到 9.22 亿元，同比增长 666.30%。公司已经推出了多款高速 eSSD 产品，覆盖 480GB 至 7.68TB 的主流容量范围，支持 1DWP（每日整盘写入次数）和 3DWP 的高耐用性选项，产品外形涵盖 2.5 英寸到 M.2 的多种规格，构成了全面的企业级产品组合。自主研发的 PCIe SSD 具备多档功耗调节、无感在线固件升级、多命名空间以及可变 Sector Size 等先进功能，通过支持 Telemetry、Sanitize 和全路径端到端的数据保护特性，提升数据存储的安全性和可靠性。公司的 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，为在主流平台上的广泛应用提供了坚实的技术基础。报告期内，公司企业级产品实现规模出货，并持续开拓互联网、服务器、运营商、金融等多个领域的知名客户，为公司业绩提升带来积极作用。

自研芯片应用加速，助力公司长期业绩提升。公司结合自身业务、产品优势，在充分研究市场及客户特点后有针对性的开始自主研发主控芯片，增强公司整体竞争力以及产品技术护城河。除三款自研主控芯片（WM6000、WM5000、WM3000）外，随着 UFS 越来越成为主流的嵌入式存储产品形态，2024 年公司设计并成功流片了历史上首批 UFS 自研主控芯片（WM7400、WM7300、WM7200），分别对应 UFS4.1/4.0、UFS3.1、UFS2.2 三种主流 UFS 产品。其中，搭载了 WM7400 主控芯片的 UFS4.1 产品，其顺序读写性能达到了 4350MB/s 及 4200MB/s，随机读写性能达到了 630K IOPS 及 750K IOPS，均优于市场主流产品。依托于该系列主控芯片的强劲性能，公司的 UFS 存储器有望打入高端智能终端市场。届时，在目前三款自研主控芯片累计出货量超 3000 万颗的基础之上，公司 2025 年全年的自研主控芯片出货规模将实现明显放量增长。

存储价格回升趋势有望在行业供需博弈中逐步建立。展望 2025 年，云服务提供商对 AI 硬件的持续投资，将推动对高性能计算和存储硬件的需求，服务器领域的高速、大容量存储产品需求仍有望保持增长。随着 AI 大模型技术在智能终端本地化和定制化应用的加速，智能终端设备处理能力与数据存储需求显著提升，单机存储容量不断增长，同时，AI 大模型与智能终端设备结合愈发紧密，应用场景不断扩展和细化，推动智能终端市场的中长期存储需求持续增长。根据公开报道，多家存储晶圆原厂已宣布产能调整计划，积极调控产能以适应市场需求变化。随着终端库存水位逐渐恢复正常，供需关系将逐步改善，价格回升趋势将在行业供需博弈中逐步建立，2025 年存储产业有望呈现出前低后高的格局。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 227/269/299 亿元，实现归母净利润分别为 7.0/10.5/13.6 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 55 倍、37 倍、28 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料供应商集中度较高且境外采购占比较高的风险，晶圆价格波动的风险，毛利率波动或下降的风险，境外经营风险，存货规模较大及跌价风险，业绩下滑风险，商誉减值的风险，对外投资大幅减值的风险，技术创新和产品升级迭代的风险，核心技术泄密的风险，汇率波动风险，税收优惠政策变动风险，相关贸易政策调整风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17464	22727	26883	29859
增长率(%)	72.48	30.14	18.28	11.07
EBITDA（百万元）	1008.53	1509.60	2074.39	2460.31
归属母公司净利润（百万元）	498.68	702.81	1053.06	1362.52
增长率(%)	160.24	40.93	49.84	29.39
EPS(元/股)	1.20	1.69	2.53	3.28
市盈率（P/E）	77.43	54.94	36.67	28.34
市净率（P/B）	5.97	5.53	4.94	4.34
EV/EBITDA	42.16	31.57	23.04	19.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	17464	22727	26883	29859	营业收入	72.5%	30.1%	18.3%	11.1%
营业成本	14137	18163	21299	23423	营业利润	155.3%	40.3%	54.7%	27.1%
税金及附加	26	34	40	45	归属于母公司净利润	160.2%	40.9%	49.8%	29.4%
销售费用	772	989	1129	1254	获利能力				
管理费用	605	773	860	955	毛利率	19.0%	20.1%	20.8%	21.6%
研发费用	910	1182	1384	1538	净利率	2.9%	3.1%	3.9%	4.6%
财务费用	320	266	327	325	ROE	7.7%	10.1%	13.5%	15.3%
资产减值损失	-566	-520	-600	-700	ROIC	3.2%	5.2%	6.7%	7.8%
营业利润	586	822	1271	1616	偿债能力				
营业外收入	12	10	10	10	资产负债率	59.2%	65.3%	64.9%	62.7%
营业外支出	8	8	8	8	流动比率	1.62	1.73	1.71	1.78
利润总额	590	824	1273	1618	营运能力				
所得税	84	115	209	241	应收账款周转率	11.85	10.95	10.17	10.07
净利润	505	709	1065	1377	存货周转率	2.06	2.01	1.99	2.04
归母净利润	499	703	1053	1363	总资产周转率	1.14	1.19	1.20	1.23
每股收益(元)	1.20	1.69	2.53	3.28	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.20	1.69	2.53	3.28
货币资金	1025	1722	2583	2871	每股净资产	15.55	16.80	18.80	21.40
交易性金融资产	162	162	162	162	估值比率				
应收票据及应收账款	1672	2596	2819	3268	PE	77.43	54.94	36.67	28.34
预付款项	421	594	666	749	PB	5.97	5.53	4.94	4.34
存货	7833	10269	11107	11860	现金流量表				
流动资产合计	11683	15930	17946	19531	净利润	505	709	1065	1377
固定资产	2080	2393	2544	2545	折旧和摊销	458	420	474	517
在建工程	266	272	288	314	营运资本变动	-2643	-3082	-1469	-1534
无形资产	424	394	362	329	其他	489	792	942	1077
非流动资产合计	5213	5484	5600	5573	经营活动现金流净额	-1190	-1162	1011	1437
资产总计	16897	21414	23546	25104	资本开支	-936	-688	-588	-488
短期借款	3696	4696	5696	5696	其他	-166	15	20	0
应付票据及应付账款	1141	1854	1946	2265	投资活动现金流净额	-1102	-673	-568	-488
其他流动负债	2386	2663	2859	3004	股权融资	113	0	0	0
流动负债合计	7223	9213	10501	10966	债务融资	2421	3000	1000	0
其他	2774	4774	4774	4774	其他	-394	-433	-581	-661
非流动负债合计	2774	4774	4774	4774	筹资活动现金流净额	2141	2567	419	-661
负债合计	9997	13987	15275	15740	现金及现金等价物净增加额	-186	697	862	288
股本	416	416	416	416					
资本公积金	4416	4416	4416	4416					
未分配利润	1714	2130	2805	3679					
少数股东权益	432	438	449	464					
其他	-78	27	185	390					
所有者权益合计	6900	7426	8271	9364					
负债和所有者权益总计	16897	21414	23546	25104					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048