

# 江波龙 (301308.SZ)

## 企业级存储加速放量，全球布局持续铺开

优于大市

### 核心观点

**1Q25 收入环比增加，扣非归母净利润亏损环比收窄。**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)。24年存储价格呈现前高后低趋势，受存储价格回落影响4Q24上游厂商再次减产，存储价格于1Q25触底，预计25年存储价格有望温和复苏。在此背景下：公司1Q25实现营收42.56亿元(YoY-4.41%，QoQ+1.45%)，扣非归母净利润-2.02亿元(YoY-155.64%，QoQ+38.82%)，毛利率10.35%(YoY-14.04pct，QoQ-0.81pct)。

**企业级存储业务加速提升，成为重要增长极。**24年公司企业级存储收入达9.22亿元，同比大幅增长666.30%。目前公司已覆盖480GB至7.68TB主流容量的多款高速eSSD产品，具备“eSSD+RDIMM”的规模供应能力，覆盖互联网、服务器、运营商、金融等领域客户。自主研发的PCIe SSD与SATA SSD系列已完成与鲲鹏、海光、龙芯等多个国产CPU平台服务器的兼容性适配。随AI推动国内云服务厂商资本开支增加，公司1Q25企业级存储实现收入3.19亿元，同比增长超200%。

**海外业务整合顺利，Lexar品牌影响力持续提升。**巴西控股子公司Zilia整合顺利推进，公司通过技术、品牌与资源赋能，Zilia拓展了SSD、UFS、DDR5等中高端产品线并开拓海外头部客户，24年实现销售收入23.12亿元，同比120.15%，1Q25延续增长趋势，同比增长45%。国际高端消费类存储品牌Lexar(雷克沙)24年全球销售收入达35.25亿元，已覆盖全球60多个国家和地区，品牌全球影响力持续攀升，1Q25同比增长近21%。

**自研芯片持续突破，逐步打开中高端存储应用市场。**24年公司成功流片首批UFS自研主控芯片(WM7400/WM7300/WM7200)，其中WM7400主控的UFS4.1产品性能优于市场主流产品，有助于公司未来在中高端嵌入式产品中加速突破；此前公司已有三款自研主控芯片累计出货超3000万颗。同时，公司持续投入SLC NAND Flash等小容量存储芯片设计，累计出货量已超1亿颗，与现有产品线形成协同效应。

**投资建议：**由于存储价格下跌，公司资产减值损失高于我们此前预期，毛利率低于此前预期，基于公司24年与25年一季度情况，上调研发费用，下调利润预期，预计25-27年归母净利润为5.3/8.4/10.1亿元(前值25-26年10.7/11.4亿元)，对应PE分别为61/39/32倍，我们看好公司中长期全球业务布局与企业级产品带来的产品结构升级，维持“优于大市”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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,125	17,464	21,889	25,524	28,663
(+/-%)	21.6%	72.5%	25.3%	16.6%	12.3%
净利润(百万元)	-828	499	534	838	1007
(+/-%)	-1237.1%	160.2%	7.1%	56.8%	20.2%
每股收益(元)	-2.01	1.20	1.28	2.01	2.42
EBIT Margin	-6.9%	5.8%	4.1%	5.3%	5.3%
净资产收益率(ROE)	-13.7%	7.7%	7.7%	11.1%	12.0%
市盈率(PE)	-38.9	65.0	60.7	38.7	32.2
EV/EBITDA	-67.9	31.8	34.9	25.6	23.3
市净率(PB)	5.34	5.01	4.70	4.28	3.87

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：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

证券分析师：李书颖

0755-81982362

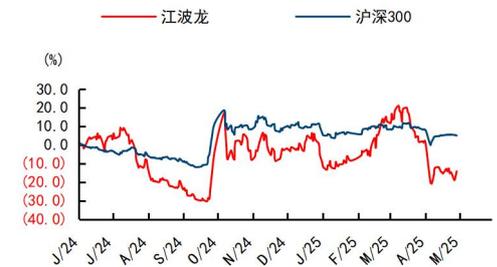
lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	77.91元
总市值/流通市值	32409/0百万元
52周最高价/最低价	116.91/60.59元
近3个月日均成交额	811.28百万元

#### 市场走势

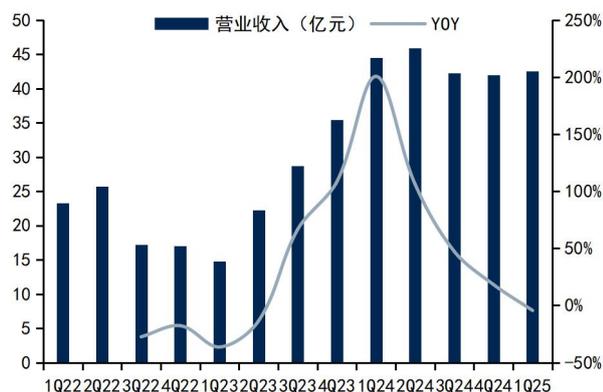


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《江波龙(301308.SZ)-2024 营收同环比增长，企业级存储与自研芯片加速起量》——2024-09-09
- 《江波龙(301308.SZ)-1Q24 盈利能力大幅改善，各产品线多点开花》——2024-04-29
- 《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、%)



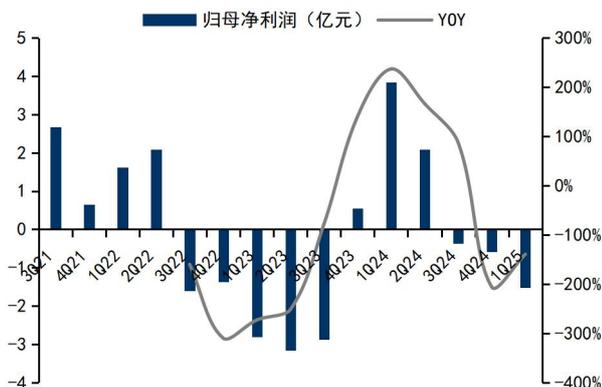
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司产品结构变化情况



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、%)



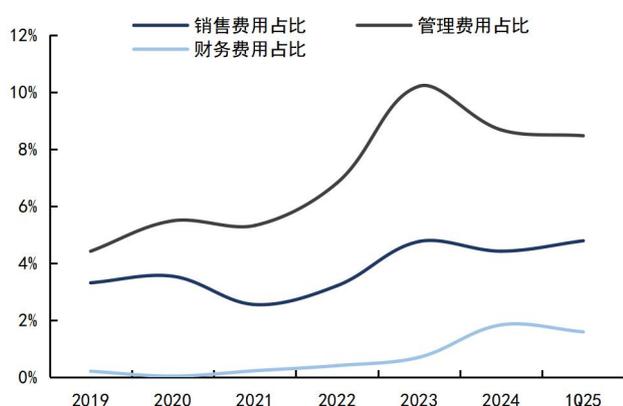
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度毛利率与净利率 (%、%)



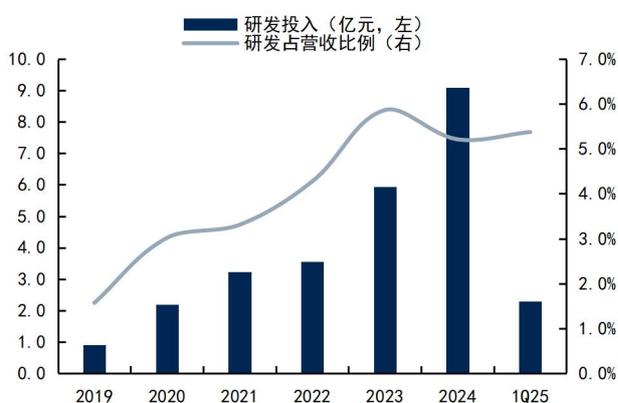
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1219	1025	820	656	656	营业收入	10125	17464	21889	25524	28663
应收款项	1385	1752	2196	2561	2876	营业成本	9296	14137	18516	21229	24041
存货净额	5893	7833	7000	9169	10384	营业税金及附加	11	26	27	30	34
其他流动资产	568	1073	1425	1770	2127	销售费用	482	772	859	1002	1084
<b>流动资产合计</b>	<b>9065</b>	<b>11683</b>	<b>11442</b>	<b>14156</b>	<b>16043</b>	管理费用	440	605	651	746	805
固定资产	1941	2346	2553	2511	2408	研发费用	594	910	945	1164	1178
无形资产及其他	465	424	407	390	373	财务费用	71	320	307	319	366
其他长期资产	2184	2413	2413	2413	2413	投资收益	1	47	17	22	29
长期股权投资	25	30	40	40	40	资产减值及公允价值变动	(317)	(260)	(82)	(174)	(122)
<b>资产总计</b>	<b>13680</b>	<b>16897</b>	<b>16854</b>	<b>19509</b>	<b>21277</b>	其他	25	106	49	59	70
短期借款及交易性金融负债	3187	5185	4017	5519	6002	营业利润	(1060)	586	567	940	1130
应付款项	1147	1141	1498	1716	1944	营业外净收支	1	4	2	2	3
其他流动负债	599	898	1165	1336	1508	<b>利润总额</b>	<b>(1058)</b>	<b>590</b>	<b>569</b>	<b>942</b>	<b>1133</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4933</b>	<b>7223</b>	<b>6679</b>	<b>8571</b>	<b>9454</b>	所得税费用	(221)	84	28	94	113
长期借款及应付债券	2092	2517	2517	2517	2517	少数股东损益	(9)	7	6	10	13
其他长期负债	205	257	325	407	474	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(828)</b>	<b>499</b>	<b>534</b>	<b>838</b>	<b>1007</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2297</b>	<b>2774</b>	<b>2841</b>	<b>2924</b>	<b>2991</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>7230</b>	<b>9997</b>	<b>9521</b>	<b>11495</b>	<b>12445</b>	净利润	(837)	505	541	848	1020
少数股东权益	428	432	438	449	461	资产减值准备	358	568	205	330	318
股东权益	6021	6467	6895	7565	8371	折旧摊销	117	322	310	359	404
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13680</b>	<b>16897</b>	<b>16854</b>	<b>19509</b>	<b>21277</b>	公允价值变动损失	(39)	(307)	(123)	(156)	(195)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	102	333	307	319	366
每股收益	(2.01)	1.20	1.28	2.01	2.42	营运资本变动	(3525)	(2529)	851	(2249)	(1225)
每股红利	0.18	0.88	0.26	0.40	0.48	其它	1026	(82)	(513)	(650)	(684)
每股净资产	14.58	15.55	16.58	18.19	20.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>(2798)</b>	<b>(1190)</b>	<b>1579</b>	<b>(1198)</b>	<b>3</b>
ROIC	-6%	5%	4%	6%	7%	资本开支	(499)	(944)	(500)	(300)	(285)
ROE	-14%	8%	8%	11%	12%	其它投资现金流	(1162)	(158)	(10)	0	0
毛利率	8%	19%	15%	17%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1661)</b>	<b>(1102)</b>	<b>(510)</b>	<b>(300)</b>	<b>(285)</b>
EBIT Margin	-7%	6%	4%	5%	5%	权益性融资	0	113	0	0	0
EBITDA Margin	-6%	8%	5%	7%	7%	负债净变化	1842	424	0	0	0
收入增长	22%	72%	25%	17%	12%	支付股利、利息	(75)	(367)	(107)	(168)	(201)
净利润增长率	-1237%	160%	7%	57%	20%	其它融资现金流	1951	1970	(1168)	1502	483
资产负债率	56%	62%	59%	61%	61%	<b>融资活动现金流</b>	<b>3718</b>	<b>2141</b>	<b>(1275)</b>	<b>1334</b>	<b>282</b>
息率	0.2%	1.1%	0.3%	0.5%	0.6%	<b>现金净变动</b>	<b>(708)</b>	<b>(186)</b>	<b>(205)</b>	<b>(164)</b>	<b>0</b>
P/E	(38.9)	65.0	60.7	38.7	32.2	货币资金的期初余额	1908	1201	1014	809	645
P/B	5.3	5.0	4.7	4.3	3.9	货币资金的期末余额	1201	1014	809	645	645
EV/EBITDA	(67.9)	31.8	34.9	25.6	23.3	企业自由现金流	(4458)	(2282)	1508	(972)	262
						权益自由现金流	(665)	112	48	242	415

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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