

江波龙（301308.SZ）

携手闪迪合作共启 UFS 新篇，看好 TCM 模式赋能升级+企业级存储放量

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,125	17,464	21,830	26,195	30,125
增长率 yoy（%）	21.6	72.5	25.0	20.0	15.0
归母净利润（百万元）	-828	499	986	1,617	2,012
增长率 yoy（%）	-1237.1	160.2	97.7	64.0	24.4
ROE（%）	-13.0	7.3	12.6	17.2	17.6
EPS 最新摊薄（元）	-1.97	1.19	2.35	3.86	4.80
P/E（倍）	-38.7	64.3	32.5	19.8	15.9
P/B（倍）	5.3	5.0	4.3	3.5	2.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：6 月 16 日，江波龙携手 Sandisk 闪迪签署合作备忘录共启 UFS 新篇。

25 年 6 月 16 日，江波龙与全球知名存储解决方案提供商 Sandisk(闪迪)在中山存储产业园签署合作备忘录。此次合作将深度整合双方优势资源，基于闪迪先进的 BiSC8—-218 层 3D 闪存技术，结合江波龙在主控芯片(由旗下子公司慧忆微提供)、自有固件和元成 ESAT 专品专线封测制造服务方面的专业技术能力，面向移动设备及 IOT 应用推出高品质 UFS 存储解决方案。

国际原厂闪迪深度绑定，独家 TCM 模式闭环再升级，强化头部客户吸引力。

公司独家 TCM 模式自推出以来，已获存储晶圆原厂和核心客户积极反馈和认可。继服务传音、ZTE 等客户后，此次与国际一线原厂闪迪达成战略合作，是 TCM 模式的又一成功实践，双方将在 TCM 模式下深度协同，通过优势互补优化存储产品开发与交付流程。此次合作将有望推动公司 TCM 模式生态闭环完善升级，依托国际顶级原厂资源深度绑定，进一步强化对头部客户吸引力，为公司在高端存储市场拓展客户群体、提升差异化竞争力奠定关键基础。

24 年嵌入式存储/SSD 营收同比+91%/+48%，25 年业绩或有望逐季改善。

1)第一大业务嵌入式存储，24 年营收 84.25 亿元，同比+91%，占比 48%。
2)第二大业务固态硬盘，24 年营收 41.47 亿元，同比+48%，占比 24%。随着存储原厂新一轮减产或控产，存储行业逐步回暖，25 年业绩或逐季改善。

25Q1 企业级存储收入同比增长超 200%，期待未来服务器订单持续放量。

公司企业级存储产品组合(eSSD 和 RDIMM)不断取得突破，25Q1 营收 3.19 亿元，同比增长超 200%。公司企业级产品已在互联网、运营商、金融、服务器等领域规模出货，未来订单有望持续放量。

25 年 3 月公司 UFS 4.1 自研主控芯片成功量产，向高端智能终端市场发力。

截至 3 月 19 日，公司 3 款自研主控芯片(WM6000/5000/3000)已累计超 3 千万颗自主应用。3 月公司发布自研 UFS 主控芯片 WM7000 系列，其中 UFS 4.1 自研主控芯片成功量产，助力嵌入式存储向中高端智能终端市场发力突破。

全球 AIGC 浪潮+“数字中国”，存储龙头空间广阔，维持“增持”评级。

全球 AIGC 浪潮推动及“数字中国”顶层规划出炉，存储市场获得成长新动能，公司作为国内独立存储器龙头，积极推进存储产业链国内国际双轮布局，成长空间广阔。预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 9.86/16.17/20.12 亿元，对应 25/26/27 年 PE 为 33/20/16 倍，维持“增持”评级。

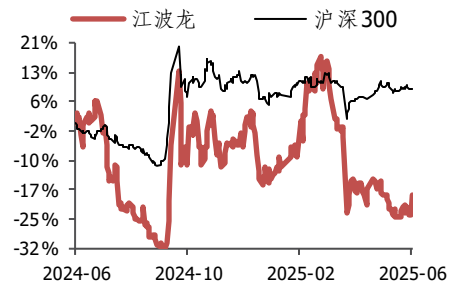
风险提示：宏观经济波动；晶圆价格波动；国际贸易摩擦；研发不及预期等。

增持（维持评级）

股票信息

行业	电子
2025 年 6 月 17 日收盘价（元）	76.50
总市值（百万元）	32,064.61
流通市值（百万元）	9,107.58
总股本（百万股）	419.15
流通股本（百万股）	119.05
近 3 月日均成交额（百万元）	408.03

股价走势



作者

分析师 唐泓翼

执业证书编号：S1070521120001

邮箱：tanghongyi@cgws.com

分析师 周安琪

执业证书编号：S1070525030001

邮箱：zhouanqi@cgws.com

相关研究

- 《25Q1 营收环比+1.5%，看好存储行业回暖+企业级存储放量增长—江波龙 25 年一季报点评》
2025-04-28
- 《24 年扣非净利润同比+1.2 倍，看好上行周期+企业级存储助力成长—江波龙 2024 年年报点评》
2025-03-24
- 《预告 24 年营收中值同比+70.4%，服务器存储订单放量增长可期—江波龙 2024 年业绩预告点评》
2025-02-05

25Q1 单季度营收 42.56 亿元，同比-4.4%，环比+1.5%，归母净利润-1.52 亿元，同比由盈转亏，环比亏损扩大，扣非归母净利润-2.02 亿元，同比由盈转亏，环比亏损收窄。

25Q1 业绩承压，主要系以消费电子为核心的下游终端市场复苏仍然缓慢，叠加自 24H2 开始的下游客户消化库存影响，行业价格上升趋势受挫，导致公司毛利率下滑并出现净亏损。

25Q1 单季度毛利率 10.35%，同比提升-14.04pct，环比提升-0.81pct，净利率-3.36%，同比提升-11.96pct，环比提升-2.02pct，扣非净利率-4.75%，同比提升-12.90pct，环比提升 3.12pct，25Q1 扣非净利率环比提升主要系 Q1 季度资产减值损失率环比-3.12pct 所致。

图表 1: 公司季度财务指标 (百万元)

江波龙[301308.SZ] - 财务摘要(单季)	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30	2024-03-31
报告类型	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要					
营业总收入	4256.46	4195.44	4229.41	4585.93	4452.88
同比(%)	-4.41	18.31	47.28	106.05	200.54
环比(%)	1.45	-0.80	-7.77	2.99	25.57
营业总成本	4414.86	4373.08	4182.78	4242.79	3972.28
营业利润	-148.67	-76.49	-33.52	250.32	445.56
同比(%)	-133.37	-375.91	90.23	163.39	227.61
环比(%)	-94.36	-128.19	-113.39	-43.82	1507.17
利润总额	-144.50	-79.32	-34.64	247.59	456.04
净利润	-142.92	-56.02	-31.04	209.34	382.95
同比(%)	-137.32	-222.92	89.18	166.36	236.52
环比(%)	-155.14	-80.44	-114.83	-45.34	740.34
归属母公司股东的净利润	-151.81	-58.26	-36.84	209.68	384.10
同比(%)	-139.52	-205.89	87.16	166.47	236.93
环比(%)	-160.58	-58.15	-117.57	-45.41	598.15
扣非后归属母公司股东的净利润	-202.04	-330.23	-42.05	175.69	363.13
同比(%)	-155.64	-2304.63	85.63	154.61	228.44
环比(%)	38.82	-685.41	-123.93	-51.62	2324.25
EPS	-0.37	-0.14	-0.09	0.50	0.93
现金流量表摘要					
销售商品提供劳务收到的现金	4346.24	4382.43	4302.86	4766.65	4291.08
经营活动现金净流量	153.03	-84.31	309.75	-640.51	-774.67
购建固定无形长期资产支付的现金	237.43	153.99	320.26	244.00	225.29
投资支付的现金	211.29	490.50	546.22		
投资活动现金净流量	-136.92	-221.96	-418.58	-234.82	-226.64
吸收投资收到的现金		112.91			
取得借款收到的现金	1699.93	2441.57	1798.93	1712.47	1996.07
筹资活动现金净流量	77.00	-14.36	78.60	1060.24	1016.27
现金流量净额	87.92	-163.46	6.60	271.02	-300.28
关键比率					
ROE(%)	-2.35	-0.89	-0.55	3.16	6.14
扣非后 ROE(%)	-3.13	-5.05	-0.63	2.65	5.81
ROA(%)	-0.84	-0.33	-0.18	1.24	2.57
销售毛利率(%)	10.35	11.17	17.34	22.65	24.39
销售净利率(%)	-3.36	-1.34	-0.73	4.56	8.60

资料来源: 公司 2024 年第一季度~2025 年第一季度财务报告, 公司 2024 年年报, Wind, 长城证券产业金融研究院

24 年公司实现营收 174.64 亿元, 同比+72.5%, 归母净利润 4.99 亿元, 同比+160.2%, 扣非净利润 1.67 亿元, 同比+118.9%; 24 年公司实现毛利率 19.05%, 同比+10.86pct, 净利率 2.89%, 同比+11.16pct, 扣非净利率 0.95%, 同比+9.67pct。

图表2: 公司近年来主要财务指标 (百万元)

江波龙[301308.SZ] - 财务摘要	2025-03-31	2024-12-31	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31
报告期	一季报	年报	年报	年报	年报
报告类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要					
营业总收入	4256.46	17463.65	10125.11	8329.93	9748.82
同比(%)	-4.41	72.48	21.55	-14.55	33.99
营业总成本	4414.86	16770.93	10893.14	8173.43	8598.90
营业利润	-148.67	585.87	-1059.60	43.67	1183.71
同比(%)	-133.37	155.29	-2526.14	-96.31	250.81
利润总额	-144.50	589.66	-1058.28	45.39	1178.52
同比(%)	-131.69	155.72	-2431.69	-96.15	248.68
净利润	-142.92	505.23	-837.26	72.80	1013.04
同比(%)	-137.32	160.34	-1250.12	-92.81	266.73
归属母公司股东的净利润	-151.81	498.68	-827.81	72.80	1013.04
同比(%)	-139.52	160.24	-1237.15	-92.81	266.73
非经常性损益	50.23	332.14	54.29	34.95	84.68
扣非后归属母公司股东的净利润	-202.04	166.54	-882.10	37.84	928.37
同比(%)	-155.64	118.88	-2430.87	-95.92	201.54
研发支出	228.76	910.30	593.65	356.03	322.45
EBIT		550.08	-1028.55	50.81	1122.16
EBITDA		1008.53	-894.05	129.76	1177.52
资产负债表摘要					
流动资产	11704.80	11683.48	9065.45	7336.47	4962.50
固定资产		2080.16	1517.59	509.87	447.01
长期股权投资	30.00	30.00	25.16	24.79	
资产总计	17187.43	16896.67	13679.85	8963.76	6155.22
增长率	6.75	23.52	52.61	45.63	21.76
流动负债	7799.94	7223.33	4933.38	1997.41	1726.98
非流动负债	2503.95	2773.83	2297.06	327.60	54.65
负债合计	10303.89	9997.16	7230.44	2325.01	1781.63
增长率	12.11	38.26	210.99	30.50	11.91
股东权益	6883.53	6899.51	6449.40	6638.75	4373.58
归属母公司股东的权益	6441.95	6467.49	6021.13	6638.75	4373.58
增长率	-0.63	7.41	-9.30	51.79	26.29
资本公积金	4454.04	4415.62	4077.75	3879.14	1736.13
盈余公积金	62.50	62.50	62.50	51.79	44.66
未分配利润	1562.30	1714.12	1319.43	2157.95	2290.45
现金流量表摘要					
销售商品提供劳务收到的现金	4346.24	17743.01	10175.97	8278.59	9723.27
经营活动现金净流量	153.03	-1189.74	-2798.40	-326.36	-811.25
购建固定无形长期资产支付的现金	237.43	943.55	498.99	333.16	275.24
投资支付的现金	211.29	1036.72	590.00	1444.00	585.00
投资活动现金净流量	-136.92	-1101.99	-1661.46	-959.72	-369.97
吸收投资收到的现金		112.91		2338.14	
取得借款收到的现金	1699.93	7949.04	6114.98	2637.40	2582.73
筹资活动现金净流量	77.00	2140.74	3717.87	2556.15	220.50
现金净增加额	87.92	-186.11	-707.72	1299.55	-976.27
期末现金余额	1102.33	1014.41	1200.52	1908.24	608.68
折旧与摊销		458.46	134.50	78.95	55.36

资料来源: 公司 2021~2024 年年报, 公司 2025 年第一季度财务报告, Wind, 长城证券产业金融研究院

风险提示

宏观经济波动：半导体行业具有较强的周期性特征，与宏观经济整体发展亦密切相关。如果宏观经济波动较大或长期处于低谷，半导体存储行业的市场需求也将随之受到影响，从而对公司销售和利润带来负面影响。

晶圆价格波动：公司产品的主要原材料为存储晶圆，存储晶圆和存储产品市场价格变动对公司毛利率影响较大。未来若存储晶圆市场价格大幅上涨，而原材料价格上涨未能有效传导，导致公司产品销售价格未能同步上升；或存储晶圆市场价格大幅下跌，由于采购生产需要一定的时间周期，产品销售价格下跌先于成本下降，将导致公司可能无法完全消化晶圆价格波动带来的影响，从而对公司经营业绩和盈利能力产生不利影响。

国际贸易摩擦：近年来，国际贸易摩擦不断，部分国家通过贸易保护的手段，试图制约中国相关产业的发展。若国际贸易摩擦加剧，地缘政治局势紧张出现新的不利变化，使得供应商供货、客户采购受到约束，或公司销售受到限制，可能会对公司业务经营，尤其是存储晶圆等原材料采购产生不利影响，从而对公司经营业绩产生不利影响。

研发不及预期：公司所处存储行业的技术迭代速度和产品更新换代速度均较快，上游存储原厂技术不断升级迭代，下游存储应用需求也在不断丰富和提升。若公司的研发进展与成果不达预期，则公司将面临业绩无法继续保持快速增长的风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9065	11683	15421	16061	20366
现金	1219	1025	1955	1942	2465
应收票据及应收账款	1345	1672	2635	2190	3549
其他应收款	40	81	61	114	84
预付账款	332	421	557	313	719
存货	5893	7833	9769	10954	13052
其他流动资产	237	652	444	548	496
非流动资产	4614	5213	5623	6220	6557
长期股权投资	25	30	33	37	40
固定资产	1518	2080	2491	2949	3286
无形资产	465	424	434	449	455
其他非流动资产	2607	2679	2666	2784	2775
资产总计	13680	16897	21044	22280	26923
流动负债	4933	7223	10523	10350	13076
短期借款	2916	3696	7190	7142	8891
应付票据及应付账款	1147	1141	1962	1587	2583
其他流动负债	870	2386	1371	1621	1602
非流动负债	2297	2774	2389	2000	1550
长期借款	2092	2517	2158	1756	1313
其他非流动负债	205	257	231	244	237
负债合计	7230	9997	12912	12350	14626
少数股东权益	428	432	444	465	490
股本	413	416	416	416	416
资本公积	4078	4416	4416	4416	4416
留存收益	1382	1777	2775	4412	6449
归属母公司股东权益	6021	6467	7687	9466	11807
负债和股东权益	13680	16897	21044	22280	26923

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-2798	-1190	-356	1653	217
净利润	-837	505	998	1637	2037
折旧摊销	122	433	221	272	323
财务费用	71	320	437	521	554
投资损失	-1	-47	-24	-36	-30
营运资金变动	-2471	-2875	-2143	-770	-2860
其他经营现金流	318	474	155	28	192
投资活动现金流	-1661	-1102	-454	-734	-475
资本支出	499	944	788	784	697
长期投资	560	-191	-3	-4	-3
其他投资现金流	-1722	32	337	54	225
筹资活动现金流	3718	2141	-2144	-690	-1064
短期借款	1841	780	3493	-47	1748
长期借款	1842	424	-358	-402	-443
普通股增加	0	3	0	0	0
资本公积增加	199	338	0	0	0
其他筹资现金流	-164	595	-5278	-240	-2369
现金净增加额	-708	-186	-2954	229	-1322

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10125	17464	21830	26195	30125
营业成本	9296	14137	17553	21004	24136
营业税金及附加	11	26	21	27	33
销售费用	482	772	869	938	971
管理费用	440	605	681	735	761
研发费用	594	910	1024	1106	1145
财务费用	71	320	437	521	554
资产和信用减值损失	-358	-568	-235	-163	-330
其他收益	26	105	66	85	75
公允价值变动收益	39	307	107	119	143
投资净收益	1	47	24	36	30
资产处置收益	0	2	1	2	2
营业利润	-1060	586	1208	1943	2445
营业外收入	2	12	7	9	8
营业外支出	1	8	3	4	5
利润总额	-1058	590	1211	1948	2448
所得税	-221	84	213	311	411
净利润	-837	505	998	1637	2037
少数股东损益	-9	7	12	21	25
归属母公司净利润	-828	499	986	1617	2012
EBITDA	-889	1277	1795	2661	3242
EPS (元/股)	-1.97	1.19	2.35	3.86	4.80

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	21.6	72.5	25.0	20.0	15.0
营业利润 (%)	-2526.1	155.3	106.1	60.9	25.8
归属母公司净利润 (%)	-1237.1	160.2	97.7	64.0	24.4
获利能力					
毛利率 (%)	8.2	19.0	19.6	19.8	19.9
净利率 (%)	-8.3	2.9	4.6	6.3	6.8
ROE (%)	-13.0	7.3	12.6	17.2	17.6
ROIC (%)	-7.1	5.1	7.5	10.8	11.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.9	59.2	61.4	55.4	54.3
净负债比率 (%)	63.2	97.1	100.7	79.2	72.3
流动比率	1.8	1.6	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	9.0	11.9	10.4	11.1	10.8
应付账款周转率	10.3	12.4	11.3	11.8	11.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-1.97	1.19	2.35	3.86	4.80
每股经营现金流 (最新摊薄)	-6.68	-2.84	-0.85	3.94	0.52
每股净资产 (最新摊薄)	14.37	15.43	17.78	21.64	26.44
估值比率					
P/E	-38.7	64.3	32.5	19.8	15.9
P/B	5.3	5.0	4.3	3.5	2.9
EV/EBITDA	-40.9	30.4	22.4	14.9	12.5

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686