

## 江波龙 (301308)

证券研究报告  
2025年08月25日

## 25Q2 营收创历史新高,企业级+主控自研驱动高成长

**事件: 公司发布 2025 年半年度报告。**2025 年 H1 公司实现营收 101.96 亿元 (yoy+12.80%), 归母净利润 1476.63 万元 (上半年股份支付费用 4857.63 万元, 剔除该影响后归母净 6334.26 万元), 扣非净利润 3220.69 万元。2025 Q2 公司营收 59.39 亿元 (qoq+39.53%), 单季度营收创历史新高, 扣非净利润 2.34 亿元 (qoq+215.94%), 2025 Q2 收入与利润环比均呈现大幅改善趋势。

**点评: 公司 25H1 营收同比稳健增长, 25Q2 营收与利润环比显著改善, 看好周期复苏及 TCM 模式+企业级存储+自研主控加持下公司业绩持续回升。**公司 25H1 营收同比增长主要系: 1) 手机、PC 等主要下游市场温和复苏, AI 推动服务器需求增长, 带动存储市场持续增长; 2) 重点业务表现强劲, 驱动业绩提升: 企业级业务实现放量增长, 同比增长 138.66%; 嵌入式存储市场地位保持领先, 技术与模式创新驱动业务增长; 海外业务影响力持续增长; 3) 自研芯片应用加速, 截至 2025 年 7 月底, 主控芯片全系列累计实现超过 8000 万颗批量部署。

**国产替代龙头, 企业级存储实现放量增长。**2025H1 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 6.93 亿元, 同比增长 138.66%。公司是国内少数具备“eSSD+RDIMM”产品设计与组合以及规模供应能力企业, 在 eSSD 与 RDIMM 产品组合基础上, 已成功点亮 SOCAMM 产品, 结合 MRDIMM、CX12.0 内存拓展模块构建了全面的企业级产品体系。公司的 eSSD 与 RDIMM 产品已成功完成鲲鹏、海光、飞腾等多个国产 CPU 平台服务器的兼容性适配, DDR5 RDIMM 产品也通过了 AMD 旗下 Threadripper PRO 9000WX 系列工作站 CPU 认证, 为在主流平台上的广泛应用提供了坚实的技术基础。公司企业级业务进入快速增长阶段, 客户涵盖运营商、大型及中型互联网企业、服务器企业等, 产品已在通信、互联网、金融等行业历经多次严苛考验并成功交付。

**主控自研构筑技术壁垒, TCM 模式不断突破, 加码长期高毛利高壁垒。TCM 商业模式:**提升江波龙的产业链整合能力和运营效率, 增强盈利护城河。江波龙通过拉通存储晶圆原厂与核心客户供需关系, 基于确定性合约, 江波龙发挥存储解决服务平台优势, 整合主控设计、固件开发等 Foundry 能力, 实现从原厂到客户的一站式交付, 提升产业链效率效益。除闪迪外, 公司已与传音、ZTE 等 Tier1 客户, 达成了 TCM 模式的合作, 未来 TCM 业务模式有望在主要大客户的合作上持续取得突破。**主控芯片:**截至 2025 年 7 月底, 公司主控芯片全系列(含 UFS/eMMC/S\高端 U 盘等场景, 下同)产品累计实现超过 8000 万颗的批量部署。公司设计并成功流片了历史上首批 UFS 自研主控芯片, 搭载公司自研主控的 UFS4.1 产品的整体性能超越市场同类产品。基于公司 UFS 主控芯片的技术实力优势, 公司已与闪迪达成战略合作, 共同面向移动及 IOT 市场推出定制化的高品质 UFS 产品及解决方案。

**全球产业布局, 海外业务影响力持续增长。**公司进一步强化海外市场开拓, zila 作为巴西及拉丁美洲最大独立存储品牌, 2025H1 实现销售收入 13.88 亿元, 同比增长 40.01%。公司全球品牌 Lexar 在以往高速增长的基础上, 2025H1 全球销售收入达到 21.45 亿元, 同比增长 31.61%, 全球影响力持续提升。江波龙实现全球六大洲市场覆盖, 业务触达全球国家和地区 60+, 打造全球化产业布局。公司成功构建涵盖研发、生产到销售的全链条国际化服务体系, 向着全球领先的半导体存储品牌企业的目标前进。

**投资建议: 江波龙具备“周期+成长”双击逻辑——短期受益于存储涨价带来的毛利率弹性, 中期依托企业级存储国产替代实现订单放量收入高增, 中长期则通过主控芯片自主化和 TCM 模式构建高毛利率及强技术壁垒, 持续提升盈利能力和行业领先地位。**由于公司“周期+成长”的双击逻辑, 我们维持营收预期, 预计公司 2025/2026/2027 收入为 230.5/260.5/300.9 亿元, 预计 2025/2026/2027 年实现归母净利润 4.82/16.09/20.76 亿元, 维持公司“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高, 晶圆价格波动, 存货规模较大, 境外经营等风险, 盈利情况不达预期

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,125.11	17,463.65	23,052.02	26,048.78	30,086.34
增长率(%)	21.55	72.48	32.00	13.00	15.50
EBITDA(百万元)	409.44	2,552.37	2,409.62	3,747.62	4,435.47
归属母公司净利润(百万元)	(827.81)	498.68	481.86	1,609.44	2,076.36
增长率(%)	(1,237.15)	(160.24)	(3.37)	234.00	29.01
EPS(元/股)	(1.97)	1.19	1.15	3.84	4.95
市盈率(P/E)	(48.91)	81.19	84.03	25.16	19.50
市净率(P/B)	6.72	6.26	5.56	4.60	3.74
市销率(P/S)	4.00	2.32	1.76	1.55	1.35
EV/EBITDA	100.56	16.10	19.39	12.53	10.88

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	96.73 元
目标价格	115.2 元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	419.15
流通 A 股股本(百万股)	274.40
A 股总市值(百万元)	40,543.92
流通 A 股市值(百万元)	26,542.51
每股净资产(元)	16.08
资产负债率(%)	60.17
一年内最高/最低(元)	116.91/60.59

## 作者

潘暕 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070005  
panjian@tfzq.com

缪欣君 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

李泓依 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110524040006  
lihongyi@tfzq.com

## 股价走势



资料来源: 聚源数据

## 相关报告

- 《江波龙-公司点评:存储涨价周期核心标的,TCM 模式+企业级存储+自研主控构筑长期高毛利高壁垒》 2025-07-20
- 《江波龙-年报点评报告:24 营收再创历史新高,涨价+AI 催化 25 年展望乐观》 2025-04-02
- 《江波龙-半年报点评:24H1 业绩高增,自研芯片热卖&AI 催化企业级产品,第二增长曲线已现》 2024-08-31

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,218.95	1,024.97	1,353.15	1,529.06	1,766.07
应收票据及应收账款	1,345.30	1,671.62	2,170.38	2,315.80	3,200.03
预付账款	331.59	421.02	392.81	573.92	530.95
存货	5,893.17	7,833.15	9,230.14	10,397.61	13,280.00
其他	276.45	732.72	461.49	566.72	589.98
<b>流动资产合计</b>	<b>9,065.45</b>	<b>11,683.48</b>	<b>13,607.98</b>	<b>15,383.12</b>	<b>19,367.02</b>
长期股权投资	25.16	30.00	40.00	45.07	51.71
固定资产	1,517.59	2,080.16	2,292.50	2,362.30	2,493.59
在建工程	422.95	266.25	232.25	208.25	196.25
无形资产	465.04	424.20	335.93	256.97	189.00
其他	2,183.66	2,412.57	1,923.56	2,081.55	2,091.73
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,614.40</b>	<b>5,213.18</b>	<b>4,824.24</b>	<b>4,954.14</b>	<b>5,022.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>13,679.85</b>	<b>16,896.67</b>	<b>18,432.22</b>	<b>20,337.25</b>	<b>24,389.31</b>
短期借款	2,916.05	3,696.35	4,499.57	4,919.52	6,136.39
应付票据及应付账款	1,147.41	1,140.59	1,237.93	1,051.97	1,215.03
其他	804.08	2,291.59	2,142.50	2,242.70	2,632.10
<b>流动负债合计</b>	<b>4,867.54</b>	<b>7,128.52</b>	<b>7,880.01</b>	<b>8,214.19</b>	<b>9,983.52</b>
长期借款	2,092.26	2,516.74	2,656.85	2,662.64	2,875.93
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	204.80	257.10	179.76	213.88	216.91
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,297.06</b>	<b>2,773.83</b>	<b>2,836.61</b>	<b>2,876.53</b>	<b>3,092.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,230.44</b>	<b>9,997.16</b>	<b>10,716.61</b>	<b>11,090.72</b>	<b>13,076.37</b>
少数股东权益	428.28	432.02	435.94	453.47	475.73
股本	412.86	415.98	419.15	419.15	419.15
资本公积	4,077.75	4,415.62	4,454.04	4,454.04	4,454.04
留存收益	1,381.93	1,776.62	2,258.48	3,867.92	5,944.28
其他	148.59	(140.73)	148.00	51.95	19.74
<b>股东权益合计</b>	<b>6,449.40</b>	<b>6,899.51</b>	<b>7,715.61</b>	<b>9,246.53</b>	<b>11,312.94</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,679.85</b>	<b>16,896.67</b>	<b>18,432.22</b>	<b>20,337.25</b>	<b>24,389.31</b>

  

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(837.26)	505.23	481.86	1,609.44	2,076.36
折旧摊销	121.61	432.94	386.31	409.16	434.66
财务费用	101.64	332.60	371.42	400.73	442.49
投资损失	(0.51)	(47.05)	(17.17)	(21.58)	(28.60)
营运资金变动	(3,133.35)	(3,094.92)	(1,155.38)	(1,930.95)	(3,302.59)
其它	949.47	681.46	(8.13)	(0.38)	38.22
<b>经营活动现金流</b>	<b>(2,798.40)</b>	<b>(1,189.74)</b>	<b>58.91</b>	<b>466.41</b>	<b>(339.46)</b>
资本支出	2,347.28	565.17	553.73	341.87	482.96
长期投资	0.37	4.84	10.00	5.07	6.64
其他	(4,009.11)	(1,672.00)	(995.02)	(666.41)	(979.59)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,661.46)</b>	<b>(1,101.99)</b>	<b>(431.29)</b>	<b>(319.47)</b>	<b>(489.99)</b>
债权融资	3,876.30	2,101.90	370.25	125.01	1,098.67
股权融资	210.19	51.67	330.32	(96.05)	(32.21)
其他	(368.61)	(12.83)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,717.87</b>	<b>2,140.74</b>	<b>700.57</b>	<b>28.97</b>	<b>1,066.46</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(741.99)</b>	<b>(150.99)</b>	<b>328.18</b>	<b>175.91</b>	<b>237.00</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>10,125.11</b>	<b>17,463.65</b>	<b>23,052.02</b>	<b>26,048.78</b>	<b>30,086.34</b>
营业成本	9,295.95	14,136.83	18,614.50	19,627.76	22,670.06
营业税金及附加	10.85	26.19	27.13	32.54	39.37
销售费用	481.98	772.12	951.97	1,155.80	1,302.54
管理费用	439.97	604.99	795.17	977.62	1,069.75
研发费用	593.65	910.30	1,179.48	1,405.97	1,577.19
财务费用	70.74	320.49	371.42	400.73	442.49
资产/信用减值损失	(357.50)	(564.57)	(535.37)	(485.81)	(528.58)
公允价值变动收益	39.17	(306.77)	(12.06)	(17.91)	15.96
投资净收益	0.51	47.05	17.17	21.58	28.60
其他	609.40	931.13	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>(1,059.60)</b>	<b>585.87</b>	<b>582.10</b>	<b>1,966.22</b>	<b>2,500.92</b>
营业外收入	2.18	11.83	5.45	6.48	7.92
营业外支出	0.85	8.03	3.17	4.02	5.07
<b>利润总额</b>	<b>(1,058.28)</b>	<b>589.66</b>	<b>584.37</b>	<b>1,968.68</b>	<b>2,503.77</b>
所得税	(221.02)	84.42	98.58	341.72	405.15
<b>净利润</b>	<b>(837.26)</b>	<b>505.23</b>	<b>485.79</b>	<b>1,626.97</b>	<b>2,098.61</b>
少数股东损益	(9.45)	6.55	3.93	17.53	22.25
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(827.81)</b>	<b>498.68</b>	<b>481.86</b>	<b>1,609.44</b>	<b>2,076.36</b>
每股收益(元)	(1.97)	1.19	1.15	3.84	4.95

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.55%	72.48%	32.00%	13.00%	15.50%
营业利润	-2526.14%	-155.29%	-0.64%	237.78%	27.19%
归属于母公司净利润	-1237.15%	-160.24%	-3.37%	234.00%	29.01%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.19%	19.05%	19.25%	24.65%	24.65%
净利率	-8.18%	2.86%	2.09%	6.18%	6.90%
ROE	-13.75%	7.71%	6.62%	18.30%	19.16%
ROIC	-16.28%	8.45%	6.72%	14.48%	16.18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.85%	59.17%	58.14%	54.53%	53.62%
净负债率	62.96%	96.77%	91.90%	80.46%	77.29%
流动比率	1.84	1.62	1.73	1.87	1.94
速动比率	0.64	0.53	0.56	0.61	0.61
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.96	11.58	12.00	11.61	10.91
存货周转率	2.10	2.54	2.70	2.65	2.54
总资产周转率	0.89	1.14	1.30	1.34	1.35
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-1.97	1.19	1.15	3.84	4.95
每股经营现金流	-6.68	-2.84	0.14	1.11	-0.81
每股净资产	14.37	15.43	17.37	20.98	25.86
<b>估值比率</b>					
市盈率	-48.91	81.19	84.03	25.16	19.50
市净率	6.72	6.26	5.56	4.60	3.74
EV/EBITDA	100.56	16.10	19.39	12.53	10.88
EV/EBIT	140.81	18.43	23.09	14.06	12.06

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com