

江波龙(301308)

报告日期：2025 年 10 月 29 日

AI 超级周期推升行业荣景，乘行业东风开启阶跃发展通途

——江波龙 2025 三季度报点评

投资要点

□ 事件：2025 年前三季度，公司实现营业收入 167.34 亿元，同比增长 26.12%，归母净利润 7.13 亿元，同比增长 27.95%，扣非归母净利润 4.79 亿元，同比减少 3.62%。

其中，第三季度，公司实现营业收入 65.39 亿元，同比增长 54.60%，归母净利润 6.98 亿元，同比增长 1,994.42%，扣非归母净利润 4.47 亿元，同比增长 1,162.09%。

□ 营收与利润双高增，高毛利业务与自研主控芯片突破驱动盈利能力提升

2025 年前三季度营收已达到 2024 年全年收入水平，单三季度公司实现归母净利润 6.98 亿元，同比增长 1,994.42%。公司盈利能力的持续提升主要得益于 1) 高端业务；2) 海外业务；3) 自研主控芯片的突破。首先，企业级存储业务依托自研技术，积极参与大客户技术及新产品标案，头部客户与战略客户覆盖范围持续扩大，带动客户结构不断优化。其次，公司海外业务在良性发展基础上延续高增长趋势，Lexar 全球品牌影响力持续提升；巴西子公司 Zilia 基于自研技术、综合存储产品和海外制造的能力，持续扩大海外市场份额。最后，公司自主设计并成功流片了首批 UFS 自研主控芯片，搭载公司自研主控的 UFS4.1 产品整体性能表现优秀。截至 2025Q3，自研主控芯片累计部署量突破 1 亿颗，关键技术投入继续有序向长期竞争优势转化。同时，公司已经与国际知名存储原厂闪迪基于公司 UFS4.1 自研主控达成了战略合作，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。未来，随着公司核心技术壁垒的持续转化为市场优势，其在高增长的企业级存储、高端嵌入式产品及海外市场等多重动能驱动下，营收与盈利水平有望实现长期、可持续的攀升。

□ 存储行业上行荣景超级周期，供需格局支撑价格长期向好

本轮存储周期起于 AI 基建需求的快速成长，仍在加强进行时。从需求端看，1) AI 服务器是核心驱动力：存储从某种角度而言，已经成为 AI 发展的重要上游瓶颈，包括存储池体系和 CXL 技术的推进，令存储需求显著增长。根据 CFM 闪存市场的数据，2025 年服务器用 NAND 与 DRAM 分别占总使用量的 31% 与 36%，服务器已成为存储产业最重要的应用下游。2) QLC SSD 迎来替代机遇：QLC SSD 与 HDD 的成本差距已缩小至可接受范围，在功耗、空间、性能上优势明显，正加速替代近线 HDD。从供给端来看，主要原厂（三星、美光、海力士）将资本开支优先投向利润率更高的 HBM、DDR5 等 DRAM 产品，对 NAND 扩产保守。同时，原厂对 NAND 盈利诉求强烈，涨价态度强硬，且资源向利润更高的服务器市场倾斜，挤占了消费级 NAND 资源。在供需格局剧烈变化下，预计存储价格将维持长期上行趋势。目前，存储价格上涨对业绩的影响尚在初期阶段，公司有望持续受益。

□ 持续关注公司在企业级存储细分领域的突破与落地

企业级存储在存储类产品矩阵中是典型的高端产品，具有技术难度大、研发周期长、客户粘性高以及市场空间足够大等特点。业务不仅考验存储企业的持续供应能力、技术能力、封测制造能力，还考验品牌及市场能力的全方面综合实力。

江波龙在企业级存储领域拥有自主知识产权，技术能力基础扎实。公司是国内少数具备“eSSD+RDIMM”产品设计、组合以及规模供应能力的企业。随着国内 CSP（云服务提供商）、运营商及信创行业对国产存储产品的采购需求持续攀升，公司有望延续作为国内企业级存储国产替代龙头的先发优势，实现企业级存储的快速成长和规模化壮大。

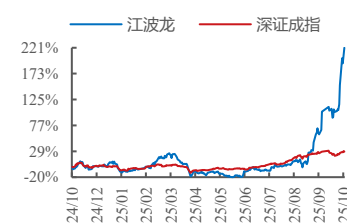
投资评级：买入(维持)

分析师：王凌涛
执业证书号：S1230523120008
wanglingtao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 283.00
总市值(百万元)	118,618.11
总股本(百万股)	419.15

股票走势图



相关报告

1 《全矩阵存储行业龙头，“主控拓延+企业级突破”双轮驱动》 2025.09.19

□ 盈利预测与估值

预计 2025-2027 年营业收入分别为 246 亿元、361 亿元、495 亿元，同比增长 41.09%、46.66%和 36.97%，对应归母净利润分别为 14.55 亿元、35.42 亿元、48.67 亿元，当下市值对应的 PE 分别为 82、33 和 24 倍，维持买入评级。

□ 风险提示

存储周期下行风险；研发进展不及预期风险；公司拓展客户不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17463.65	24639.91	36137.47	49497.17
(+/-) (%)	72.48%	41.09%	46.66%	36.97%
归母净利润	498.68	1455.37	3541.65	4867.39
(+/-) (%)	-	191.84%	143.35%	37.43%
每股收益(元)	1.19	3.47	8.45	11.61
P/E	237.86	81.50	33.49	24.37

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,683	17,061	24,235	31,438
现金	1,025	1,387	1,210	1,207
交易性金融资产	162	241	135	179
应收账款	1,672	3,172	4,906	6,480
其它应收款	81	92	148	206
预付账款	421	565	887	1,144
存货	7,833	11,349	16,623	21,864
其他	490	254	327	357
非流动资产	5,213	5,088	6,060	6,399
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	30	27	27	28
固定资产	2,080	2,545	3,131	3,559
无形资产	424	435	454	431
在建工程	266	280	285	229
其他	2,413	1,801	2,163	2,152
资产总计	16,897	22,149	30,296	37,836
流动负债	7,223	11,076	15,600	18,206
短期借款	3,696	7,564	10,374	11,709
应付款项	1,141	1,967	2,864	3,585
预收账款	0	0	0	0
其他	2,386	1,545	2,361	2,912
非流动负债	2,774	2,696	2,731	2,734
长期借款	2,517	2,517	2,517	2,517
其他	257	180	214	217
负债合计	9,997	13,772	18,330	20,940
少数股东权益	432	451	498	562
归属母公司股东权	6,467	7,926	11,468	16,335
负债和股东权益	16,897	22,149	30,296	37,836

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1,190)	(2,169)	(2,313)	(908)
净利润	505	1,474	3,588	4,931
折旧摊销	433	227	285	347
财务费用	320	(62)	(59)	(52)
投资损失	(47)	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	(398)	(157)	(261)	(445)
其它	(2,004)	(3,604)	(5,819)	(5,643)
投资活动现金流	(1,102)	(502)	(928)	(651)
资本支出	(406)	(629)	(781)	(605)
长期投资	(5)	3	(1)	(1)
其他	(691)	123	(146)	(46)
筹资活动现金流	2,141	3,033	3,064	1,557
短期借款	780	3,867	2,810	1,335
长期借款	424	0	0	0
其他	936	(834)	253	222
现金净增加额	(151)	362	(177)	(3)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,464	24,640	36,137	49,497
营业成本	14,137	20,014	28,413	38,444
营业税金及附加	26	29	45	65
营业费用	772	1,018	501	1,846
管理费用	605	841	361	495
研发费用	910	1,365	1,942	2,701
财务费用	320	(62)	(59)	(52)
资产减值损失	568	(87)	(93)	(63)
公允价值变动损益	307	307	307	307
投资净收益	47	47	47	47
其他经营收益	107	52	63	74
营业利润	586	1,929	5,444	6,489
营业外收支	4	4	4	4
利润总额	590	1,933	5,448	6,493
所得税	84	458	1,860	1,562
净利润	505	1,474	3,588	4,931
少数股东损益	7	19	46	64
归属母公司净利润	499	1,455	3,542	4,867
EBITDA	1,343	2,089	5,662	6,770
EPS (最新摊薄)	1.19	3.47	8.45	11.61

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	72.48%	41.09%	46.66%	36.97%
营业利润	270.02%	229.25%	182.24%	19.20%
归属母公司净利润	-	191.84%	143.35%	37.43%
获利能力				
毛利率	19.05%	18.77%	21.38%	22.33%
净利率	2.89%	5.98%	9.93%	9.96%
ROE	7.47%	19.05%	34.82%	33.73%
ROIC	5.48%	7.62%	14.05%	15.45%
偿债能力				
资产负债率	59.17%	62.18%	60.50%	55.34%
净负债比率	77.04%	77.47%	74.60%	72.49%
流动比率	1.62	1.54	1.55	1.73
速动比率	0.53	0.52	0.49	0.53
营运能力				
总资产周转率	1.14	1.26	1.38	1.45
应收账款周转率	11.85	11.34	10.64	10.71
应付账款周转率	12.36	12.88	11.76	11.92
每股指标(元)				
每股收益	1.19	3.47	8.45	11.61
每股经营现金	-2.84	-5.18	-5.52	-2.17
每股净资产	15.55	18.91	27.36	38.97
估值比率				
P/E	237.86	81.50	33.49	24.37
P/B	18.20	14.97	10.34	7.26
EV/EBITDA	31.86	61.35	23.23	19.65

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>