

江波龙（301308.SZ）

Q3 单季度归母净利环比+3.2 倍，企业级存储+高端消费类存储驱动增长

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,125	17,464	23,273	27,928	32,117
增长率 yoy（%）	21.6	72.5	33.3	20.0	15.0
归母净利润（百万元）	-828	499	1,160	1,852	2,321
增长率 yoy（%）	-1237.1	160.2	132.7	59.7	25.3
ROE（%）	-13.0	7.3	14.5	18.9	19.1
EPS 最新摊薄（元）	-1.97	1.19	2.77	4.42	5.54
P/E（倍）	-141.3	234.5	100.8	63.1	50.4
P/B（倍）	19.4	18.1	15.3	12.3	9.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

25Q3 单季度营收环比+10.1%，归母净利润环比+3.2 倍，业绩超预期。

25 年前 3 季度营收 167.34 亿元，同比+26.1%，归母净利润 7.13 亿元，同比+28.0%，扣非净利润为 4.79 亿元，同比-3.6%。

25Q3 单季度营收 65.39 亿元，环比+10.1%，归母净利 7.00 亿元，环比+3.2 倍，扣非净利 4.47 亿元，环比+90.6%；毛利率 18.92%，环比+4.10pct，净利率 11.00%，环比+7.90pct，扣非净利率 6.83%，环比+2.89pct，主要系 Q3 公允价值变动净收益率环比+6.06pct 及毛利率环比+4.10pct 所致。

嵌入式存储业务 25H2 有望延续增长，SSD 业务有望受益企业级存储放量。

1) 第一大业务为嵌入式存储，24 年营收 84.25 亿元，占 48%，毛利率 17.45%。公司 QLC eMMC 产品量产出货，已成功应用于 ZTE、荣耀等知名品牌多款终端产品，25H2 该业务有望持续增长。2) 第二大业务为 SSD，24 年营收 41.47 亿元，占 24%，毛利率 15.93%，25H2 有望受益企业级存储放量增长。

25Q3 企业级存储业务参与大客户新产品标案，期待未来订单持续放量。

公司企业级存储业务 25H1 营收 6.93 亿元，同比+1.4 倍。25Q3 公司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，期待未来订单持续放量。

截至 9 月主控芯片超 1 亿颗应用，自研 UFS4.1 主控发力高端智能终端市场。

公司自研主控芯片已实现规模化批量应用，截止至 9 月 30 日，自研主控芯片累计部署量已经超过 1 亿颗。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，公司已与国际知名存储原厂闪迪基于公司 UFS4.1 自研主控达成战略合作。

25Q3 公司存货金额环比+5.3%，存货周转天数环比-1 天。

截至 25Q3 季度末，公司存货金额 85.17 亿元，较 25Q2 季度末(存货 80.76 亿元)环比+5.3%。25Q3 公司存货周转天数为 141 天，较 25Q2 环比-1 天。

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 11.60/18.52/23.21 亿元，对应 25/26/27 年 PE 为 101/63/50 倍，维持“增持”评级。

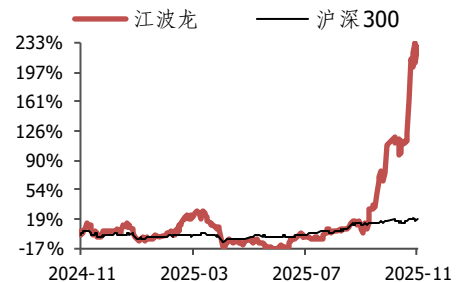
风险提示：宏观经济波动；晶圆价格波动；国际贸易摩擦；研发不及预期等。

增持（维持评级）

股票信息

行业	电子
2025 年 11 月 3 日收盘价（元）	278.99
总市值（百万元）	116,937.34
流通市值（百万元）	76,554.27
总股本（百万股）	419.15
流通股本（百万股）	274.40
近 3 月日均成交额（百万元）	2,721.02

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

- 1、《25Q2 扣非净利润环比+215.9%，看好存储价格回暖+企业级存储订单持续放量—江波龙 2025 年中报业绩点评》2025-08-25
- 2、《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—江波龙动态点评报告》2025-06-18
- 3、《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

25Q3 单季度营收 65.39 亿元，环比+10.1%，归母净利 7.00 亿元，环比+3.2 倍，扣非净利 4.47 亿元，环比+90.6%；毛利率 18.92%，环比+4.10pct，净利率 11.00%，环比+7.90pct，扣非净利率 6.83%，环比+2.89pct，主要系 Q3 公允价值变动净收益率环比+6.06pct 及毛利率环比+4.10pct 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)	2025-09-30	2025-06-30	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30
报告类型	第三季度	第二季度	第一季度	第四季度	第三季度
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	6,538.68	5,939.20	4,256.46	4,195.44	4,229.41
同比(%)	54.60	29.51	-4.41	18.31	47.28
环比(%)	10.09	39.53	1.45	-0.80	-7.77
营业总成本	5,968.97	5,666.64	4,414.86	4,373.08	4,182.78
营业利润	876.57	202.21	-148.67	-76.49	-33.52
同比(%)	2,714.95	-19.22	-133.37	-375.91	90.23
环比(%)	333.51	236.01	-94.36	-128.19	-113.39
利润总额	877.69	201.20	-144.50	-79.33	-34.64
净利润	719.23	183.97	-142.92	-56.02	-31.04
同比(%)	2,416.83	-12.12	-137.32	-222.92	89.18
环比(%)	290.95	228.72	-155.14	-80.44	-114.83
归属母公司股东的净利润	697.87	166.58	-151.81	-58.26	-36.84
同比(%)	1,994.42	-20.55	-139.52	-205.89	87.16
环比(%)	318.94	209.73	-160.58	-58.15	-117.57
扣非后归属母公司股东的净利润	446.57	234.25	-202.04	-330.23	-42.05
同比(%)	1,162.09	33.33	-155.64	-2,304.63	85.63
环比(%)	90.64	215.94	38.82	-685.41	-123.93
EPS	1.67	0.40	-0.37	-0.14	-0.09
现金流量表摘要					
销售商品提供劳务收到的现金	6,575.07	5,584.40	4,346.24	4,382.43	4,302.86
经营活动现金净流量	229.40	539.87	153.03	-84.31	309.75
购建固定无形长期资产支付的现金	215.39	164.31	237.43	153.99	320.26
投资支付的现金	199.64	225.77	211.29	490.50	546.22
投资活动现金净流量	-182.47	-391.33	-136.92	-221.96	-418.58
吸收投资收到的现金	4.29	116.66		112.91	
取得借款收到的现金	1,562.76	1,349.05	1,699.93	2,441.57	1,798.93
筹资活动现金净流量	67.72	-59.78	77.00	-14.36	78.60
现金流量净额	112.10	99.32	87.92	-163.46	6.60
关键比率					
ROE(%)	9.78	2.53	-2.35	-0.89	-0.55
扣非后 ROE(%)	6.26	3.55	-3.13	-5.05	-0.63
ROA(%)	3.83	1.04	-0.84	-0.33	-0.18
销售毛利率(%)	18.92	14.82	10.35	11.17	17.34
销售净利率(%)	11.00	3.10	-3.36	-1.34	-0.73
扣非后销售净利率(%)	6.83	3.94	-4.75	-7.87	-0.99

资料来源: 公司 2024 年三季报~2025 年三季报, Wind, 长城证券产业金融研究院

25 年前 3 季度营收 167.34 亿元，同比+26.1%，归母净利润 7.13 亿元，同比+28.0%，扣非净利润为 4.79 亿元，同比-3.6%。25 年前 3 季度，毛利率 15.29%，同比-6.26pct，归母净利率 4.26%，同比+0.06pct，扣非净利率 2.86%，同比-0.88pct。

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	2025-09-30	2024-12-31	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31
报告期	三季度	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	16,734.33	17,463.65	10,125.11	8,329.93	9,748.82
同比(%)	26.12	72.48	21.55	-14.55	33.99
营业总成本	16,050.47	16,770.93	10,893.14	8,173.43	8,598.90
营业利润	930.11	585.87	-1,059.60	43.67	1,183.71
同比(%)	40.42	155.29	-2,526.14	-96.31	250.81
利润总额	934.39	589.66	-1,058.28	45.39	1,178.52
同比(%)	39.67	155.72	-2,431.69	-96.15	248.68
净利润	760.28	505.23	-837.26	72.80	1,013.04
同比(%)	35.46	160.34	-1,250.12	-92.81	266.73
归属母公司股东的净利润	712.63	498.68	-827.81	72.80	1,013.04
同比(%)	27.95	160.24	-1,237.15	-92.81	266.73
非经常性损益	233.86	332.14	54.29	34.95	84.68
扣非后归属母公司股东的净利润	478.77	166.54	-882.10	37.84	928.37
同比(%)	-3.62	118.88	-2,430.87	-95.92	201.54
研发支出	700.86	910.30	593.65	356.03	322.45
EBIT		550.08	-1,028.55	50.81	1,122.16
EBITDA		1,008.53	-894.05	129.76	1,177.52
资产负债表摘要					
流动资产	13,290.78	11,683.48	9,065.45	7,336.47	4,962.50
固定资产		2,080.16	1,517.59	509.87	447.01
长期股权投资	30.00	30.00	25.16	24.79	
资产总计	19,501.33	16,896.67	13,679.85	8,963.76	6,155.22
增长率	15.21	23.52	52.61	45.63	21.76
流动负债	8,220.33	7,223.33	4,933.38	1,997.41	1,726.98
非流动负债	3,272.72	2,773.83	2,297.06	327.60	54.65
负债合计	11,493.05	9,997.16	7,230.44	2,325.01	1,781.63
增长率	16.17	38.26	210.99	30.50	11.91
股东权益	8,008.28	6,899.51	6,449.40	6,638.75	4,373.58
归属母公司股东的权益	7,527.31	6,467.49	6,021.13	6,638.75	4,373.58
增长率	14.04	7.41	-9.30	51.79	26.29
资本公积金	4,601.72	4,415.62	4,077.75	3,879.14	1,736.13
盈余公积金	62.50	62.50	62.50	51.79	44.66
未分配利润	2,426.75	1,714.12	1,319.43	2,157.95	2,290.45
现金流量表摘要					
销售商品提供劳务收到的现金	16,505.71	17,743.01	10,175.97	8,278.59	9,723.27
经营活动现金净流量	922.30	-1,189.74	-2,798.40	-326.36	-811.25
购建固定无形长期资产支付的现金	617.13	943.55	498.99	333.16	275.24
投资支付的现金	636.70	1,036.72	590.00	1,444.00	585.00
投资活动现金净流量	-710.73	-1,101.99	-1,661.46	-959.72	-369.97
吸收投资收到的现金	120.95	112.91		2,338.14	
取得借款收到的现金	4,611.74	7,949.04	6,114.98	2,637.40	2,582.73
筹资活动现金净流量	84.94	2,140.74	3,717.87	2,556.15	220.50
现金净增加额	299.34	-186.11	-707.72	1,299.55	-976.27
期末现金余额	1,313.75	1,014.41	1,200.52	1,908.24	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 年三季度报, 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	16944	16742	21763
现金	1219	1025	2084	2070	2628
应收票据及应收账款	1345	1672	2920	2224	3895
其他应收款	40	81	70	117	95
预付账款	332	421	622	306	794
存货	5893	7833	10804	11477	13855
其他流动资产	237	652	444	548	496
非流动资产	4614	5213	5812	6441	6801
长期股权投资	25	30	33	37	40
固定资产	1518	2080	2651	3141	3501
无形资产	465	424	434	449	455
其他非流动资产	2607	2679	2694	2814	2805
资产总计	13680	16897	22756	23183	28564
流动负债	4933	7223	12011	10792	13950
短期借款	2916	3696	8438	7534	9476
应付票据及应付账款	1147	1141	2142	1612	2799
其他流动负债	870	2386	1431	1646	1675
非流动负债	2297	2774	2433	2042	1587
长期借款	2092	2517	2202	1798	1349
其他非流动负债	205	257	231	244	237
负债合计	7230	9997	14445	12835	15536
少数股东权益	428	432	446	470	499
股本	413	416	419	419	419
资本公积	4078	4416	4416	4416	4416
留存收益	1382	1777	2951	4827	7177
归属母公司股东权益	6021	6467	7865	9879	12529
负债和股东权益	13680	16897	22756	23183	28564

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	-1298	2606	132
净利润	-837	505	1174	1876	2350
折旧摊销	122	433	226	284	339
财务费用	71	320	479	574	586
投资损失	-1	-47	-24	-36	-30
营运资金变动	-2471	-2875	-3309	-120	-3305
其他经营现金流	318	474	155	28	192
投资活动现金流	-1661	-1102	-648	-779	-513
资本支出	499	944	982	830	735
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	-2127	-742	-1100
短期借款	1841	780	4742	-904	1942
长期借款	1842	424	-314	-404	-449
普通股增加	0	3	3	0	0
资本公积增加	199	338	0	0	0
其他筹资现金流	-164	595	-6557	566	-2593
现金净增加额	-708	-186	-4073	1085	-1481

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10125	17464	23273	27928	32117
营业成本	9296	14137	18569	22214	25528
营业税金及附加	11	26	22	29	36
销售费用	482	772	926	1000	1035
管理费用	440	605	726	784	811
研发费用	594	910	1092	1179	1220
财务费用	71	320	479	574	586
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	1422	2227	2820
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	1425	2232	2823
所得税	-221	84	251	356	474
净利润	-837	505	1174	1876	2350
少数股东损益	-9	7	14	24	29
归属母公司净利润	-828	499	1160	1852	2321
EBITDA	-889	1277	2051	3005	3659
EPS (元/股)	-1.97	1.19	2.77	4.42	5.54

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	33.3	20.0	15.0
营业利润 (%)	-2526.1	155.3	142.6	56.6	26.6
归属母公司净利润 (%)	-1237.1	160.2	132.7	59.7	25.3
获利能力					
毛利率 (%)	8.2	19.0	20.2	20.5	20.5
净利率 (%)	-8.3	2.9	5.0	6.7	7.3
ROE (%)	-13.0	7.3	14.5	18.9	19.1
ROIC (%)	-7.1	5.1	8.0	11.8	11.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.9	59.2	63.5	55.4	54.4
净负债比率 (%)	63.2	97.1	113.0	79.1	71.9
流动比率	1.8	1.6	1.4	1.6	1.6
速动比率	0.5	0.4	0.4	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	2.77	4.42	5.54
每股经营现金流 (最新摊薄)	-6.68	-2.84	-3.10	6.22	0.31
每股净资产 (最新摊薄)	14.37	15.43	18.20	22.62	28.15
估值比率					
P/E	-141.3	234.5	100.8	63.1	50.4
P/B	19.4	18.1	15.3	12.3	9.9
EV/EBITDA	-136.7	97.0	61.6	41.7	34.5

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