

电子

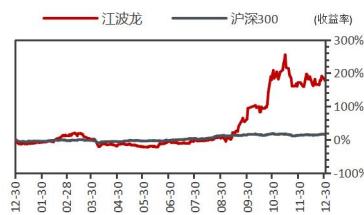
报告原因：

**买入** (首次评级)

	2025年12月30日
收盘价(元)	254.75
一年内最高/最低(元)	326.21/67.26
市净率	14.2
股息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	69,903
上证指数/深证成指	3,965/13,604
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

	2025年09月30日
每股净资产(元)	18.0
资产负债率%	58.93
总股本/流通A股(百万)	419/274
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

许亮

S0820525010002

0755-83562506

xuliang@ajzq.com

联系人

朱俊宇

S0820125040021

021-32229888-25520

zhujunyu@ajzq.com

# 国产存储模组龙头迎来涨价周期

## ——江波龙(301308.SZ)首次覆盖报告

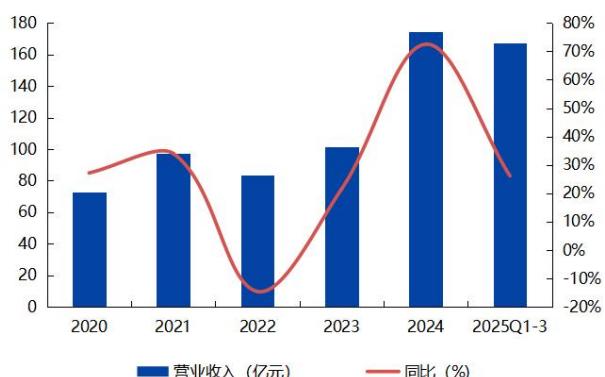
投资要点：

- **投资建议:**首次覆盖江波龙 (301308.SZ)，给予“买入”评级。我们预计公司2025E/2026E/2027E 营业收入分别为 239.95/306.18/381.50 亿元，同比增长 37.4%/27.6%/24.6%；归母净利润分别为 11.69/21.01/22.53 亿元，同比增长 134.4%/79.8%/7.2%，对应市盈率分别为 95.0/52.8/49.3 倍。
- **业务情况:**1) 江波龙是国内规模最大的综合性存储模组厂商,产品覆盖 NAND-Flash 及 DRAM 存储产品，主要面向消费级、企业级及工规级应用。2) 2025 年 9 月 14 日，Micron 宣布上调存储产品价格 20%-30%，紧接其后 9 月 22 日 Newdaily 报道 Samsung 宣布上调 LPDDR4X、LPDDR5/5X 等移动 DRAM 产品合约价 15%-30%，同时将 NAND Flash 合约价上调 5%-10%。之后 10 月 23 日，SK Hynix 宣布 2025Q4 DRAM 与 NAND Flash 合约价最高上调 30%。3) 服务器市场 HBM 市场持续向好。Market Research Future 数据显示，2024 年全球 HBM 市场规模达 56.1 亿美元，2034 年预计增长至 570.9 亿美元，预计 2024-2034 年复合增长率达 26.1%，长期成长趋势确定。
- **有别于市场的认识:**市场普遍认为服务器是主要需求，实际上 iPhone 带动智能手机正在进入升级周期，智能手机和服务器双重拉动本次存储涨价，持续性有望超越市场预期。
- **关键假设点:**1) 我们预测 2025-2027 年公司总营收同比增速约为 37.4%、27.6%、24.6%，其中，嵌入式存储作为公司核心业务，2025-2027 年收入增速约为 44.6%、33.9%、28.9%；2) 公司通过优化产品结构，毛利率从 2024 年 19.0% 提升至 2027 年 20.2%。
- **股价表现的催化剂:**iPhone 存储升级周期仍在持续，预计 2026 年新款机型存储参数提升，将会进一步推动存储价格的上涨；服务器算力持续升级有望带动 HBM 相关需求维持长期景气。
- **风险提示:**1) 行业周期性波动风险；2) 市场竞争加剧风险；3) 技术迭代不及预期

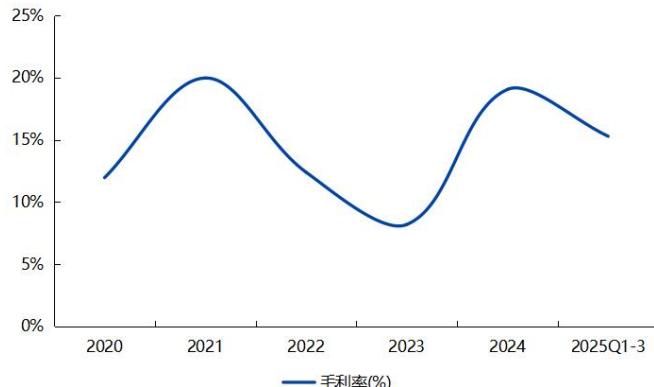
### 财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,125	17,464	23,995	30,618	38,150
同比增长率(%)	21.6%	72.5%	37.4%	27.6%	24.6%
归母净利润(百万元)	-828	499	1,169	2,101	2,253
同比增长(%)	-1237.1%	-160.2%	134.4%	79.8%	7.2%
每股收益(元/股)	-1.97	1.19	2.81	5.05	5.42
毛利率(%)	8.2%	19.0%	17.7%	21.0%	20.2%
ROE(%)	-13.7%	7.7%	15.3%	21.6%	18.8%
市盈率	-133.1	222.6	95.0	52.8	49.3

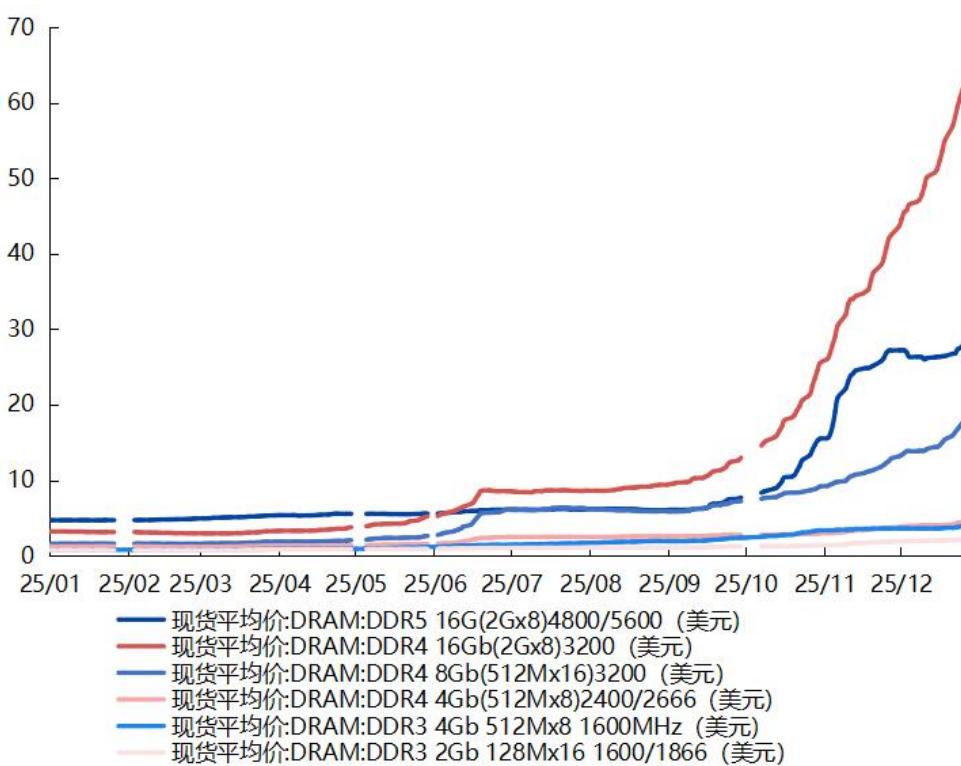
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

**图表 1：2020-2025 Q1-3 江波龙营业收入及同比**

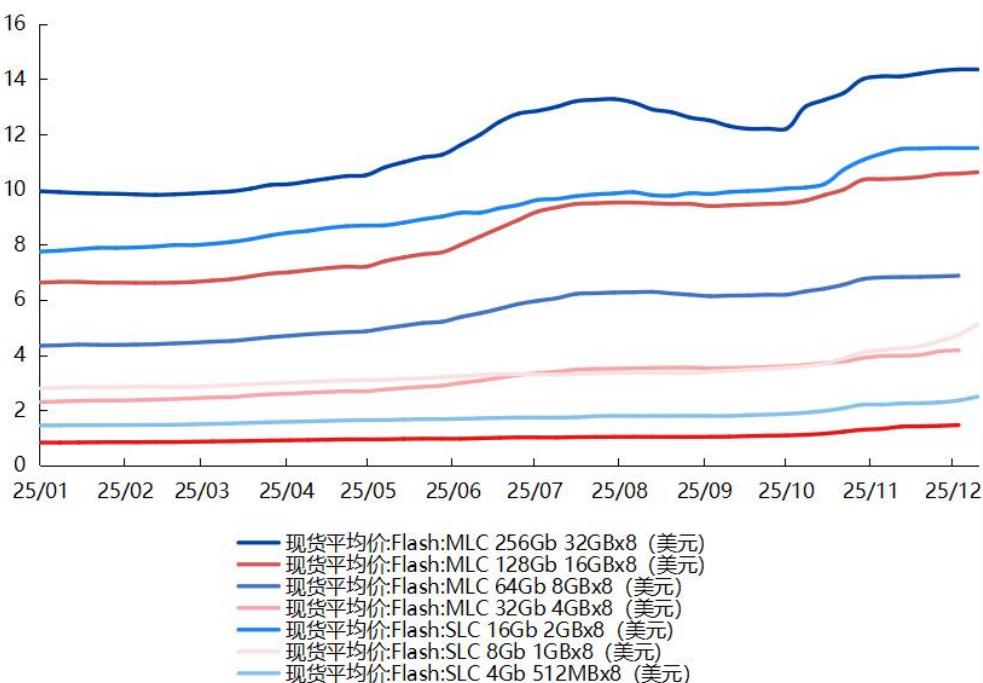
资料来源：江波龙公司公告，爱建证券研究所

**图表 2：2020-2025 Q1-3 江波龙毛利率情况**

资料来源：江波龙公司公告，爱建证券研究所

**图表 3：2025 年 DRAM 现货平均价**

资料来源：DRAMexchange，全球半导体观察，爱建证券研究所

**图表4：2025年NAND Flash现货平均价**

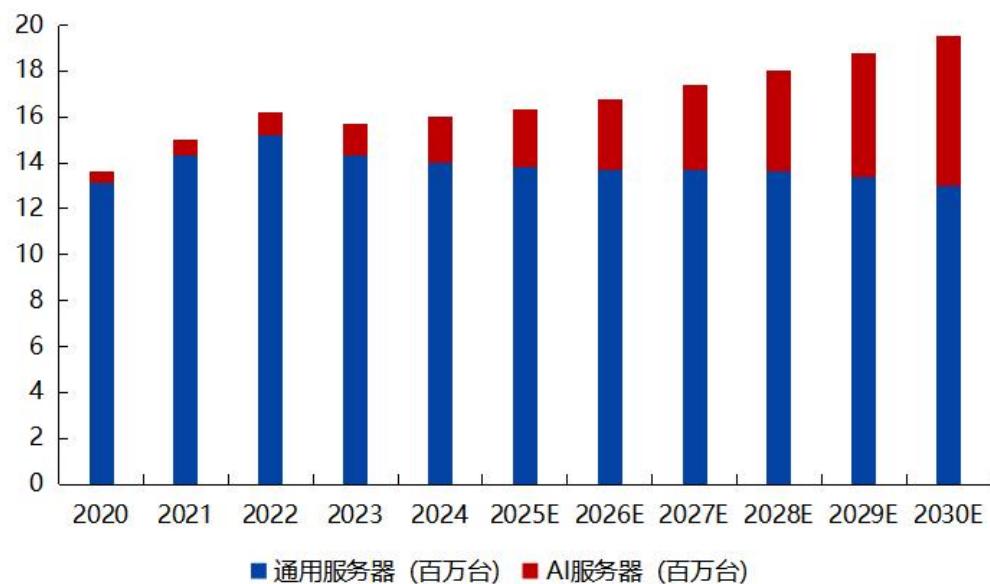
资料来源：DRAMexchange，全球半导体观察，爱建证券研究所

**图表5：2015-2025 iPhone 标准款内存容量与存储容量信息梳理**

机型	发行年份	内存容量	存储容量	核心变化
iPhone 6S	2015.09	2GB	16GB	-
iPhone 7	2016.09	2GB	32GB	存储容量：从 16GB 向 32GB 升级
iPhone 8	2017.09	2GB	64GB	存储容量：从 32GB 向 64GB 升级
iPhone X	2017.11	3GB	64GB	内存容量：从 2GB 向 3GB 升级
iPhone XR	2018.09	3GB	64GB	-
iPhone XS	2018.09	4GB	64GB	内存容量：从 3GB 向 4GB 升级
iPhone 11	2019.09	4GB	64GB	-
iPhone 12	2020.01	4GB	64GB	-
iPhone 13	2021.09	4GB	128GB	存储容量：从 64GB 向 128GB 升级
iPhone 14	2022.09	6GB	128GB	内存容量：从 4GB 向 6GB 升级
iPhone 15	2023.09	6GB	128GB	-
iPhone 16	2024.09	8GB	128GB	内存容量：从 6GB 向 8GB 升级
iPhone 17	2025.09	8GB	256GB	存储容量：从 128GB 向 256GB 升级

资料来源：苹果官网，iFixit，中关村在线，爱建证券研究所

注：未梳理全部机型，存储容量为最低存储容量

**图表 6：全球服务器市场规模（按服务器类别）**

资料来源：弗若斯特沙利文，爱建证券研究所

**图表 7：2025Q4 主流存储厂商存储产品合约价上涨情况**

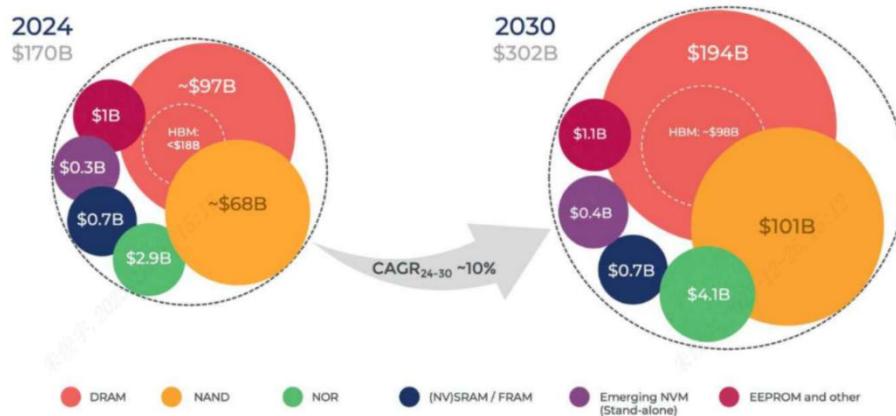
企业	产品类型	存储产品合约价
Micron	DDR4、DDR5、LPDDR4、LPDDR5	20%-30%
Samsung	DRAM (LPDDR4X、LPDDR5/5X 等)	15%-30%
	NAND Flash	5%-10%
SK Hynix	DRAM、NAND Flash	最高 30%

资料来源：财联社，电子元件技术，爱建证券研究所

**图表 8：2030 年存储市场或将达到 3020 亿美元**

### 2024-2030 SEMICONDUCTOR MEMORY MARKET FORECAST - BY TECHNOLOGY

Source: Status of the Memory Industry 2025 report, Yole Group



资料来源：Yole，爱建证券研究所

## 风险提示

- 1) 行业周期性波动风险：**存储芯片行业具有强周期性，供需变化易引发产品价格大幅波动。若未来 AI 算力需求不及预期，或行业产能集中释放导致高端存储供过于求，可能出现产品降价的情况。
- 2) 市场竞争加剧风险：**Samsung、SK Hynix 等行业巨头也在加速布局 HBM、先进 3D NAND 等高端赛道，国内厂商亦在技术追赶，市场竞争可能进一步加剧。
- 3) 技术迭代不及预期：**存储行业技术迭代速度快，需持续投入巨额研发资金。若后续技术研发不及预期、量产良率未达目标，可能导致产品竞争力下滑。

**财务预测摘要：**

资产负债表					现金流量表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,219	1,025	2,248	1,715	881	净利润	-837	505	1,178	2,124	2,277
应收款项	1,345	1,672	2,905	3,015	4,049	折旧摊销	117	322	255	291	321
存货	5,893	7,833	3,451	4,611	7,566	营运资本变动	3,522	4,322	-1,545	1,580	6,141
<b>流动资产</b>	<b>9,065</b>	<b>11,683</b>	<b>9,957</b>	<b>11,122</b>	<b>14,651</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>-2,798</b>	<b>-1,190</b>	<b>6,196</b>	<b>808</b>	<b>460</b>
长期股权投资	25	30	40	45	52	资本开支	499	944	524	666	525
固定资产	1,518	2,080	2,428	2,837	3,038	投资变动	-1,167	-199	337	223	459
在建工程	423	266	178	118	79	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,661</b>	<b>-1,102</b>	<b>-1,128</b>	<b>-1,245</b>	<b>-1,169</b>
无形资产	465	424	396	370	345	银行借款	5,008	6,213	2,517	2,517	2,517
<b>非流动资产</b>	<b>4,614</b>	<b>5,213</b>	<b>5,827</b>	<b>6,667</b>	<b>7,193</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,718</b>	<b>2,141</b>	<b>-3,772</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>
<b>资产合计</b>	<b>13,680</b>	<b>16,897</b>	<b>15,784</b>	<b>17,789</b>	<b>21,844</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-708</b>	<b>-186</b>	<b>1,223</b>	<b>-533</b>	<b>-834</b>
短期借款	2,916	3,696	0	0	0	期初现金	1,917	1,219	1,025	2,248	1,715
应付款项	1,147	1,141	2,408	1,891	3,367	期末现金	1,219	1,025	2,248	1,715	881
流动负债	1,147	1,141	2,408	1,891	3,367						
长期借款	2,092	2,517	2,517	2,517	2,517						
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>非流动负债</b>	<b>2,297</b>	<b>2,774</b>	<b>2,774</b>	<b>2,774</b>	<b>2,774</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7,230</b>	<b>9,997</b>	<b>7,706</b>	<b>7,588</b>	<b>9,366</b>						
股本	413	416	416	416	416						
资本公积	4,078	4,416	4,416	4,416	4,416						
留存收益	1,382	1,777	2,945	5,046	7,299						
归母股东权益	6,021	6,467	7,636	9,737	11,990						
少数股东权益	428	432	442	464	489						
<b>负债和权益总计</b>	<b>13,680</b>	<b>16,897</b>	<b>15,784</b>	<b>17,789</b>	<b>21,844</b>						

利润表					财务比率						
	单位:百万元										
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,125	17,464	23,995	30,618	38,150	<b>成长能力指标</b>					
营业成本	9,296	14,137	19,748	24,188	30,443	营业收入增速	21.6%	72.5%	37.4%	27.6%	24.6%
税金及附加	11	26	28	38	50	营业利润增速	-2,526.1%	-155.3%	85.1%	114.8%	2.7%
销售费用	482	772	720	1,072	1,526	%					
管理费用	440	605	960	1,225	1,526	归母净利润增速	-1,237.1%	-160.2%	134.4%	79.8%	7.2%
研发费用	594	910	1,440	1,837	2,289	%					
财务费用	71	320	172	129	175	<b>盈利能力指标</b>					
资产减值损失	-356	-566	38	51	67	毛利率	8.2%	19.0%	17.7%	21.0%	20.2%
公允价值变动	39	307	123	156	195	净利率	-8.3%	2.9%	4.9%	6.9%	6.0%
投资净收益	1	47	23	33	50	ROE	-13.0%	7.3%	14.6%	20.8%	18.2%
<b>营业利润</b>	<b>-1,060</b>	<b>586</b>	<b>1,085</b>	<b>2,330</b>	<b>2,393</b>	ROIC	-7.1%	3.4%	9.7%	14.9%	13.8%
营业外收支	1	4	2	2	3	<b>偿债能力</b>					
<b>利润总额</b>	<b>-1,058</b>	<b>590</b>	<b>1,087</b>	<b>2,332</b>	<b>2,396</b>	资产负债率	52.9%	59.2%	48.8%	42.7%	42.9%
所得税	-221	84	-91	208	119	净负债比率	1.12	1.45	0.95	0.74	0.75
<b>净利润</b>	<b>-837</b>	<b>505</b>	<b>1,178</b>	<b>2,124</b>	<b>2,277</b>	流动比率	1.84	1.62	2.02	2.31	2.22
少数股东损益	-9	7	10	23	24	速动比率	0.53	0.41	1.11	1.04	0.80
<b>归母净利润</b>	<b>-828</b>	<b>499</b>	<b>1,169</b>	<b>2,101</b>	<b>2,253</b>	<b>营运能力</b>					
EBITDA	-859	1,183	1,508	2,742	2,821	总资产周转率	0.74	1.03	1.52	1.72	1.75
						应收账款周转率	7.53	10.45	8.26	10.16	9.42
						存货周转率	1.72	2.23	6.95	6.64	5.04
						<b>每股指标</b>					
						每股收益	-2.01	1.20	2.81	5.05	5.42
						每股经营性现金流	-6.78	-2.86	14.90	1.94	1.11
						每股净资产	15.62	16.59	19.42	24.52	30.00
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	-133.11	222.63	95.00	52.85	49.28
						市销率	10.88	6.36	4.63	3.63	2.91
						市净率	17.09	16.09	13.74	10.88	8.90
						EV/EBIT	-119.04	139.37	92.94	47.71	47.80
						EV/EBITDA	-135.26	101.41	77.23	42.64	42.36

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所



## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888 传真：021-68728700 服务热线：956021

邮政编码：200124 邮箱：ajzq@ajzq.com 网址：<http://www.ajzq.com>

### 评级说明

#### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级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 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内公司的股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

#### 股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

#### 行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

### 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建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、意见等均仅供签约客户参考，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，爱建证券及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、评估及预测后续可随时更改。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，爱建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。

### 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。