

江波龙 (301308.SZ)

增持

1Q23 存货环比减少 1.92%，景气复苏与品类拓展带来增长动力

核心观点

公司 22 年及 1Q23 业绩阶段性承压，1Q23 存货环比下降 1.92%。22 年公司实现营收 83.3 亿元 (YoY-15%)，归母净利润 0.73 亿元 (YoY-92.8%)，扣非归母净利润 0.38 亿元 (YoY-95.9%)，毛利率 12.4% (YoY-7.57pct)。1Q23 单季度实现营收 14.8 亿元 (YoY-36%，QoQ-13%)，归母净利润-2.80 亿元 (YoY-273.0%，QoQ-105.5%)，扣非归母净利润-2.83 亿元 (YoY-273.01%，QoQ-105.47%)，毛利率 1.3% (YoY-15.6pct，QoQ+0.9pct)，环比改善。库存 4Q22、1Q23 分别环比减少 6.86%、1.92%，逐步改善。

嵌入式存储、固态硬盘、移动存储和内存条四大产品线同步发展。公司嵌入式存储 eMMC、UFS 等品类目前已推出工规级及车规级产品；低功耗 DRAM 存储产品 LPDDR 5 已通过 FROESEE 批量送样；SLC NAND 已通过 Broadcom、紫光展锐等 20 家主流平台认证和近 100 个主控型号验证。固态硬盘端，公司发布了企业级规格的 SSD，进入企业级 SSD 高端存储市场。内存条作为今年增长较快的新业务，目前已发布企业级 DDR4 内存条 (RDIMM) AQUILA 系列，已通过部分客户的合格供应商认证并逐步实现规模化量产；此外，DDR5 的 RDIMM 产品正在逐步导入。

存储市场已触底，复苏与国产替代为公司带来增长动力。22 年全球存储芯片市场规模约为 1344.1 亿美元，同比下滑 12.6%，行业整体承压导致公司 22 年业绩下滑。参考半导体 4-6 个季度的历史下行周期，我们认为全球半导体月销量同比增速有望在 2Q23 触底，月销额同比增速有望在 3Q23 触底，3 月全球和中国半导体销额已实现小幅环比增长。此外，公司目前收入规模仅占全球市场约 1%，仍有较大份额提升空间。

车规与企业级存储、嵌入式存储深度布局，产品结构不断优化。公司车规级存储通过与汽车 Tier1 深度合作已进入小鹏、比亚迪、上汽、广汽、一汽、长安、奇瑞等主流汽车品牌；同时，与核心车载系统企业联合推出了车载终端产品。此外，公司 PCIe eSSD 和 RDIMM 产品有望逐步放量，未来在面向数据中心的企业级存储领域将加速渗透。

投资建议：我们看好公司嵌入式存储、固态硬盘、移动存储和内存条多维布局的成长空间，预计 23-25 年公司有望实现归母净利润 1.86/4.12/5.77 亿元 (YoY+156%/121%/40%)，对应 23-25 年 PE 分别为 201/91/65 倍，给予“增持”评级。

风险提示：存储行业需求不及预期，新产品放量不及预期等。

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306

hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：胡慧
021-60871321

huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：李梓澎
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

联系人：李书颖
0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：叶子
0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：周靖翔
021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

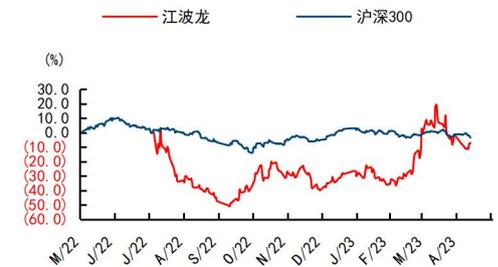
联系人：詹浏洋
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持 (首次评级)
合理估值	
收盘价	90.98 元
总市值/流通市值	37562/3057 百万元
52 周最高价/最低价	122.11/47.76 元
近 3 个月日均成交额	627.30 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

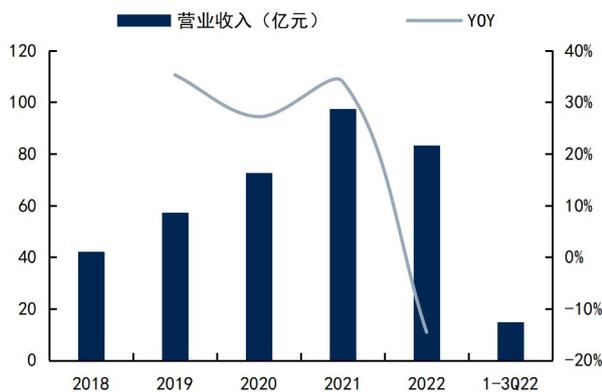
盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,749	8,330	9,916	11,560	13,377
(+/-%)	34.0%	-14.6%	19.0%	16.6%	15.7%
净利润 (百万元)	1013	73	186	412	577
(+/-%)	266.7%	-92.8%	156.0%	121.1%	40.1%
每股收益 (元)	2.73	0.18	0.45	1.00	1.40
EBIT Margin	12.0%	2.3%	1.4%	4.0%	5.4%
净资产收益率 (ROE)	23.2%	1.1%	3.0%	7.7%	13.9%
市盈率 (PE)	33.2	513.8	200.7	90.8	64.8
EV/EBITDA	29.1	158.9	173.7	71.5	50.3
市净率 (PB)	7.68	5.63	5.99	6.96	8.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

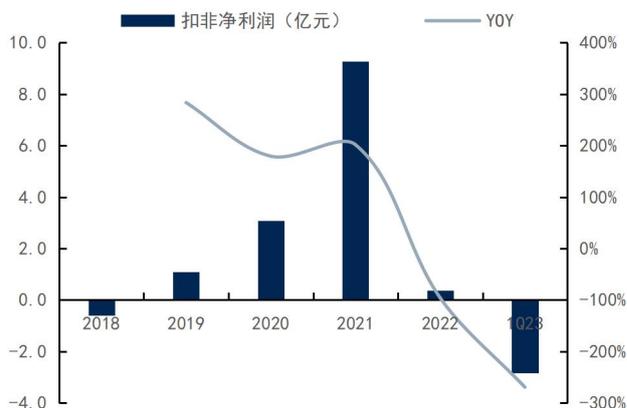
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1：公司近五年营业收入及增速（亿元、%）



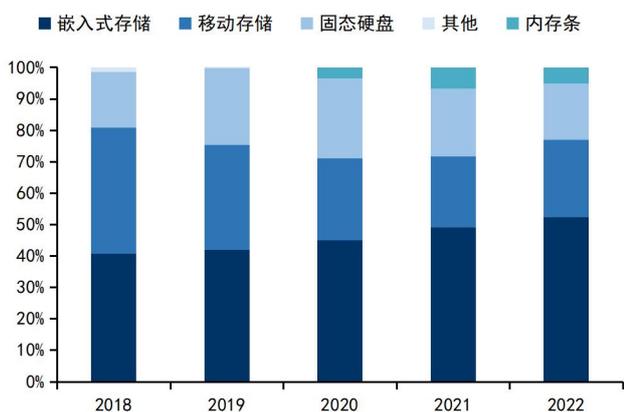
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司近五年扣非归母净利润及增速（亿元、%）



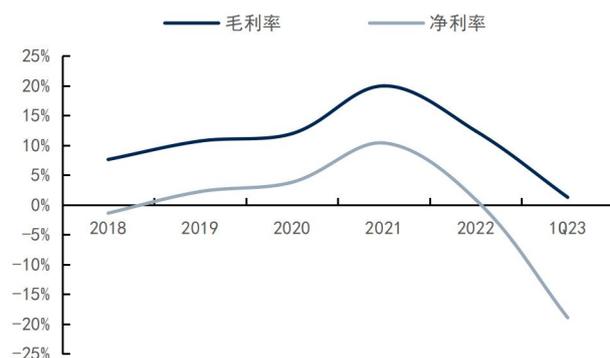
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司近年分产品营收结构（%）



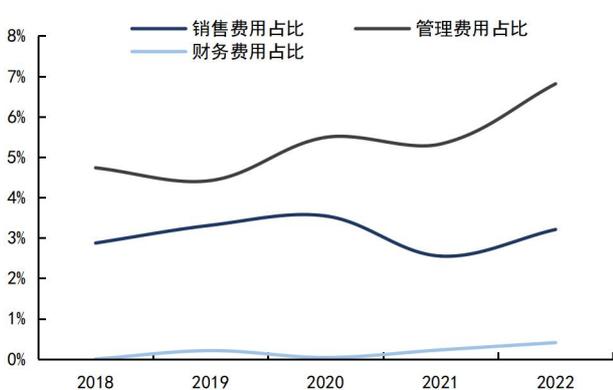
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司近五年毛利率与净利率（%）



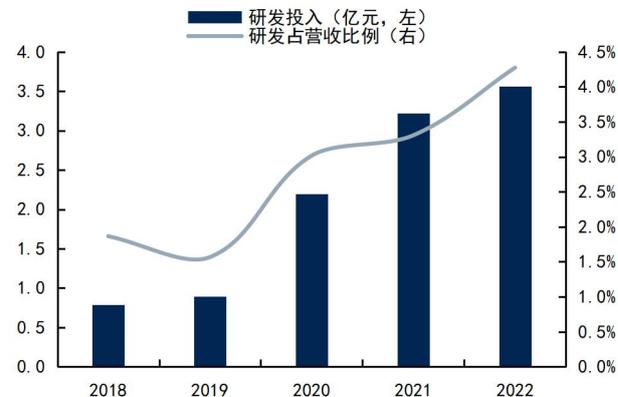
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司近五年费用率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司近五年研发投入及占营收比例（亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

嵌入式存储：嵌入式存储通常指固定内嵌于电子产品主系统内、具有嵌入式接口的半导体存储器，公司嵌入式存储包括 eMMC、UFS、ePOP、eMCP、SLC NAND 和 LPDDR 等。该部分产品广泛应用于消费、工业及汽车领域。未来公司在该部分业务增量来源于消费复苏后的份额提升，汽车与工业类应用的逐步推广。我们根据该业务过去的复合增速预计嵌入式存储未来将实现 25.77%/22%/20% 的增长。

移动存储：移动存储指 USB 闪存盘、存储卡及便携式移动固态硬盘等便携式移动存储器，主要应用于安防监控、车载应用、高清摄影、智能终端等领域。公司 Lexar 在专业影像存储、移动存储、个人系统存储等领域推出多款旗舰产品。由于消费复苏需要一定时间，预计 23-25 年该业务增速为 5.23%/3.39%/4.5%。

固态硬盘：固态硬盘（SSD）是按照 JEDEC 有关接口标准制造的大容量 NAND Flash 存储器，通常包含控制单元（主控芯片）和存储单元（NAND Flash），有时亦会同时搭载 DRAM 提升读写速度。公司产品覆盖 SATA 和 PCIe 两大主流接口，应用于笔记本、台式机、一体机、视频监控、网络终端等领域。未来公司在该业务端将在高端消费和企业级市场逐步发力，预计 23-25 年业务增速对应 14.48%/10%/10%。

企业级 SSD 及内存条（RDIMM）：覆盖 DDR4 及 DDR5 系列规格，产品容量包含 4GB 到 64GB，广泛应用于个人电脑、教育/金融智能系统、银行/医院自助终端、网络终端、大型会议中心、安防监控、交通/通讯、小型工作站、工业自动化、电竞、AI 存储等多个应用领域。目前公司企业级 DDR4 内存条已通过部分客户的合格供应商认证，并逐步实现规模化量产。未来预计随企业级产品逐步放量，该部分业务将保持 33%/35%/25% 的快速增长。

表1：公司未来 3 年收入预测表（单位：亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	97.49	83.30	99.16	115.60	133.77
嵌入式存储	47.81	43.66	54.91	66.99	80.39
移动存储	22.14	20.38	21.45	22.18	23.18
固态硬盘	21.00	15.04	17.22	18.94	20.83
内存条	6.53	4.17	5.52	7.46	9.32
同比增速(%)	33.99%	-14.55%	19.04%	16.58%	15.71%
嵌入式存储	45.77%	-8.68%	25.77%	22.00%	20.00%
移动存储	17.29%	-7.93%	5.23%	3.39%	4.50%
固态硬盘	12.95%	-28.39%	14.48%	10.00%	10.00%
内存条	166.30%	-36.13%	32.54%	35.00%	25.00%
毛利率(%)	19.97%	17.59%	11.39%	13.76%	14.91%

综上所述，我们预计 23-25 年公司营收分别增长 19%/17%/16% 至 99.16/115.60/133.77 亿元，对应综合毛利率为 11.39%/13.76%/14.91%。

表2：公司未来3年盈利预测表（单位：百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9749	8330	9916	11560	13377
营业成本	7802	7297	8787	9969	11382
销售费用	249	267	318	371	429
管理费用	196	211	236	250	261
研发费用	322	356	424	494	572
财务费用	22	34	39	93	159
营业利润	1184	44	208	459	642
利润总额	1179	45	207	458	641
归母净利润	1013	73	186	412	577

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：我们看好嵌入式存储、固态硬盘、移动存储和内存条多维布局的成长空间，预计23-25年公司有望实现归母净利润1.86/4.12/5.77亿元（YoY+156%/121%/40%），给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	609	1917	1821	1457	1457	营业收入	9749	8330	9916	11560	13377
应收款项	616	936	1114	1299	1503	营业成本	7802	7297	8787	9969	11382
存货净额	3592	3744	4264	4587	4968	营业税金及附加	7	8	10	11	13
其他流动资产	146	739	806	880	950	销售费用	249	267	318	371	429
流动资产合计	4963	7336	8006	8223	8878	管理费用	196	211	236	250	261
固定资产	461	633	883	1002	1076	研发费用	322	356	424	494	572
无形资产及其他	279	284	273	261	250	财务费用	22	34	39	93	159
其他长期资产	453	686	686	686	686	投资收益	24	4	50	26	27
长期股权投资	0	25	25	25	25	资产减值及公允价值变动	(4)	(139)	32	37	30
资产总计	6155	8964	9872	10197	10915	其他	14	22	23	23	24
短期借款及交易性金融负债	741	1082	2181	3208	4948	营业利润	1184	44	208	459	642
应付款项	694	663	794	899	1025	营业外净收支	(5)	2	(1)	(1)	(0)
其他流动负债	292	253	303	343	390	利润总额	1179	45	207	458	641
流动负债合计	1727	1997	3278	4450	6364	所得税费用	165	(27)	21	46	64
长期借款及应付债券	0	250	250	250	250	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	55	77	98	120	141	归属于母公司净利润	1013	73	186	412	577
长期负债合计	55	328	348	370	392	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1782	2325	3626	4820	6755	净利润	1013	73	186	412	577
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	64	158	1	1	2
股东权益	4374	6639	6246	5377	4160	折旧摊销	42	60	95	125	158
负债和股东权益总计	6155	8964	9872	10197	10915	公允价值变动损失	(60)	(23)	(33)	(39)	(32)
关键财务与估值指标						财务费用	28	53	39	93	159
每股收益	2.73	0.18	0.45	1.00	1.40	营运资本变动	(1973)	(627)	(530)	(376)	(429)
每股红利	0.19	0.55	1.40	3.10	4.35	其它	75	(20)	(40)	(94)	(161)
每股净资产	11.79	16.08	15.13	13.02	10.08	经营活动现金流	(811)	(326)	(282)	123	275
ROIC	22%	5%	1%	4%	6%	资本开支	(275)	(333)	(333)	(233)	(222)
ROE	23%	1%	3%	8%	14%	其它投资现金流	(95)	(627)	0	0	0
毛利率	20%	12%	11%	14%	15%	投资活动现金流	(370)	(960)	(333)	(233)	(222)
EBIT Margin	12%	2%	1%	4%	5%	权益性融资	0	2338	0	0	0
EBITDA Margin	12%	3%	2%	5%	7%	负债净变化	0	250	0	0	0
收入增长	34%	-15%	19%	17%	16%	支付股利、利息	(71)	(226)	(579)	(1281)	(1794)
净利润增长率	267%	-93%	156%	121%	40%	其它融资现金流	291	194	1099	1027	1740
资产负债率	29%	26%	37%	47%	62%	融资活动现金流	221	2556	519	(254)	(54)
息率	0.2%	0.6%	1.5%	3.4%	4.8%	现金净变动	(976)	1300	(96)	(364)	0
P/E	33.2	513.8	200.7	90.8	64.8	货币资金的期初余额	1585	609	1908	1812	1448
P/B	7.7	5.6	6.0	7.0	9.0	货币资金的期末余额	609	1908	1812	1448	1448
EV/EBITDA	29.1	158.9	173.7	71.5	50.3	企业自由现金流	(1199)	(595)	(641)	(65)	156
						权益自由现金流	(907)	(151)	423	878	1753

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032