

# 江波龙 (301308.SZ)

## 23Q1 毛利率初现回升，公司股权激励助力未来增长

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,749	8,330	8,747	10,492	12,124
增长率 yoy (%)	34.0	-14.6	5.0	20.0	15.6
归母净利润(百万元)	1,013	73	102	366	472
增长率 yoy (%)	266.7	-92.8	40.2	258.4	29.1
ROE (%)	23.2	1.1	1.5	5.1	6.2
EPS 最新摊薄(元)	2.45	0.18	0.25	0.89	1.14
P/E (倍)	38.2	532.0	379.4	105.9	82.0
P/B (倍)	8.9	5.8	5.7	5.4	5.1

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

**23Q1 季度毛利率环比提升 0.85pct, 净利率下降系存货跌价准备计提影响。** 23Q1 季度营收 14.82 亿元, 环比-13%, 归母净利润-2.81 亿元, 亏损环比+105%, 扣非归母净利润-2.83 亿元, 亏损环比+65%。23Q1 季度毛利率 1.27%, 环比+0.85pct, 净利率-18.93%, 环比-10.91pct, 净利率下降主要系公司 23Q1 存货跌价准备计提 1.29 亿元, 资产减值损失率环比+8.94pct。

**企业级存储 SSD 部分客户认证取得进展, 23 年企业级存储有望放量增长。** 22 年公司发布企业级 DDR4 内存条 (RDIMM) AQUILA 产品系列, 目前已通过部分客户认证并实现量产。22 年公司新推出 2 款企业级 SSD, NVMe SSD 及 SATA 3.2 SSD, 目前公司企业级 SSD 客户如数据中心、服务器厂商、金融客户、证券客户、互联网客户等均处于送样验证阶段, 已有部分客户取得一定进展, 预计今年内会取得批量订单。23 年公司企业级存储有望放量增长。

**23Q1 末公司存货金额环比下降 2%至 36.72 亿元, 目前库存水位开始回落。** 23 年一季度公司存货金额为 36.72 亿元, 环比下降 1.92%(22 年年报披露存货金额 37.44 亿元), 库存水位开始回落。随着消费电子需求逐渐复苏, 预计公司库存有望逐季改善。

**首次股权激励助力未来增长, 23~25 年目标营收不低于 87/96/111 亿元。** 3 月 22 日, 公司发布《2023 年限制性股票激励计划(草案)》: 拟授予的限制性股票数量 1170 万股, 限制性股票的授予价格(含预留授予)为 36.23 元/股。根据本次激励计划的业绩目标(B)(公司层面归属比例 80%), 公司 23/24/25 年营收分别不低于 87.47/96.21/110.64 亿元。公司首次股权激励将助力未来业绩增长表现。

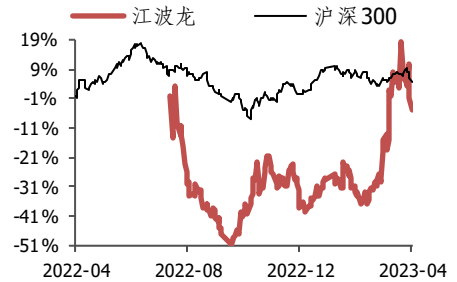
**全球 AIGC 浪潮+“数字中国”, 存储龙头空间广阔, 维持“增持”评级。** 近期全球 AIGC 浪潮推动以及“数字中国”顶层规划出炉, 存储市场获得成长新动能, 公司作为国内存储龙头, 全球市占率约 1%, 成长空间广阔。预计公司 2023~2025 年净利润分别为 1.02/3.66/4.72 亿元, 对应 23/24/25 年 PE 为 379/106/82 倍, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 宏观经济不及预期; 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
2023 年 4 月 24 日收盘价(元)	93.80
总市值(百万元)	38,726.67
流通市值(百万元)	3,187.02
总股本(百万股)	412.86
流通股本(百万股)	33.98
近 3 月日均成交额(百万元)	576.08

### 股价走势



### 作者

分析师 唐泓翼  
执业证书编号: S1070521120001  
邮箱: tanghongyi@cgws.com

### 相关研究

- 《22 年归母净利润下降 93%, 国内存储龙头成长空间广阔》2023-03-24
- 《信创国产化加速驱动, 存储模组龙头成长可期》2023-02-02
- 《消费电子需求低迷, 信创开启二次成长》2022-10-25

受下游消费电子需求不振影响，公司 2022 年存储器产品的单价及毛利率均有所下降。目前，公司重点布局企业级固态硬盘研发，包括大容量 PCIe 固态硬盘和 SATA 固态硬盘。未来随着上述产品持续导入，公司将进一步升级产品矩阵，提升在数据中心等市场的竞争力。

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)	2023-03-31	2022-12-31	2022-09-30	2022-06-30	2022-03-31
报告类型	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
<b>利润表摘要</b>					
营业总收入	1,481.61	1,702.34	1,723.48	2,573.79	2,330.32
同比(%)	-36.42	-17.77	-27.49	-9.01	-5.77
营业总成本	1,708.09	1,935.40	1,796.11	2,313.32	2,128.60
营业利润	-349.17	-185.00	-199.31	239.18	188.80
同比(%)	-284.94	-398.95	-161.13	-56.76	-22.20
利润总额	-349.49	-183.17	-199.35	239.39	188.52
净利润	-280.51	-136.52	-160.99	208.16	162.14
同比(%)	-273.01	-309.97	-160.13	-56.24	-20.75
归属母公司股东的净利润	-280.51	-136.52	-160.99	208.16	162.14
同比(%)	-273.01	-309.97	-160.13	-56.24	-20.75
扣非后归属母公司股东的净利润	-282.72	-171.39	-164.02	206.39	166.86
同比(%)	-269.43			-49.32	-15.88
EPS	-0.68	-0.33	-0.39	0.56	0.44
<b>现金流量表摘要</b>					
销售商品提供劳务收到的现金	1,479.48	1,633.38	1,805.59	2,599.67	2,239.95
经营活动现金净流量	-455.84	-206.69	-464.24	674.74	-330.17
购建固定无形长期资产支付的现金	80.49	71.13	171.55	46.96	43.52
投资支付的现金	420.00	560.00	884.00		
投资活动现金净流量	-38.36	186.14	-1,055.38	-46.96	-43.52
吸收投资收到的现金		0.00	2,338.14		
取得借款收到的现金	650.35	704.18	387.64	338.30	1,207.28
筹资活动现金净流量	64.15	182.92	2,056.28	-130.41	447.36
现金流量净额	-462.54	162.10	549.23	514.92	73.30
<b>关键比率</b>					
ROE(%)	-4.33	-2.03	-2.77	4.45	3.65
扣非后 ROE(%)	-4.36	-2.55	-2.82	4.41	3.75
ROA(%)	-3.22	-1.52	-1.99	3.05	2.56
销售毛利率(%)	1.27	0.42	10.13	17.80	16.88
销售净利率(%)	-18.93	-8.02	-9.34	8.09	6.96

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

公司聚焦固件开发的同时，积极与上游供应商联动，深度参与主控芯片的定制开发，实现软硬件一体化设计。此外，公司凭借持续技术创新、存储业务规模和市场品牌价值等综合竞争优势，与主要存储晶圆原厂、主控芯片厂及封装厂建立了长期稳定的合作伙伴关系。有效保障公司新产品研发有序推进以及供应产能稳步增长，公司未来成长空间广阔。

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	2023-03-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31
报告期	一季报	年报	年报	年报	年报
数据来源	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	1,481.61	8,329.93	9,748.82	7,275.90	5,720.53
同比(%)	-36.42	-14.55	33.99	27.19	35.29
营业总成本	1,708.09	8,173.43	8,598.90	7,068.96	5,563.12
营业利润	-349.17	43.67	1,183.71	337.42	145.05
同比(%)	-284.94	-96.31	250.81	132.62	319.38
利润总额	-349.49	45.39	1,178.52	337.99	144.55
同比(%)	-285.39	-96.15	248.68	133.82	321.69
净利润	-280.51	72.80	1,013.04	276.24	127.38
同比(%)	-273.01	-92.81	266.73	116.87	317.97
归属母公司股东的净利润	-280.51	72.80	1,013.04	276.24	128.19
同比(%)	-273.01	-92.81	266.73	115.48	326.73
非经常性损益	2.20	34.95	84.68	-31.64	17.95
扣非后归属母公司股东的净利润	-282.72	37.84	928.37	307.88	110.25
同比(%)	-269.43	-95.92	201.54	179.27	283.36
研发支出	93.94	356.03	322.45	219.44	89.62
EBIT		50.81	1,122.16	199.34	147.53
EBITDA		129.76	1,177.52	227.62	166.41
资产负债表摘要					
流动资产	6,693.13	7,336.47	4,962.50	4,299.43	3,474.92
固定资产		509.87	447.01	364.73	265.27
长期股权投资	24.62	24.79			10.89
资产总计	8,451.64	8,963.76	6,155.22	5,055.17	4,032.78
增长率	29.50	45.63	21.76	25.35	46.59
流动负债	1,720.13	1,997.41	1,726.98	1,559.84	880.65
非流动负债	413.40	327.60	54.65	32.14	43.58
负债合计	2,133.53	2,325.01	1,781.63	1,591.97	924.24
增长率	6.31	30.50	11.91	72.25	30.89
股东权益	6,318.11	6,638.75	4,373.58	3,463.20	3,108.54
归属母公司股东的权益	6,318.11	6,638.75	4,373.58	3,463.20	3,108.54
增长率	39.81	51.79	26.29	11.41	51.83
资本公积金	3,879.14	3,879.14	1,736.13	1,736.13	1,576.07
盈余公积金	51.79	51.79	44.66	9.83	8.01
未分配利润	1,877.43	2,157.95	2,290.45	1,371.58	1,097.16
现金流量表摘要					
销售商品提供劳务收到的现金	1,479.48	8,278.59	9,723.27	7,539.06	5,873.87
经营活动现金净流量	-455.84	-326.36	-811.25	424.44	-172.78
购建固定无形长期资产支付的现金	80.49	333.16	275.24	111.90	131.76
投资支付的现金	420.00	1,444.00	585.00	850.00	1,450.00
投资活动现金净流量	-38.36	-959.72	-369.97	-53.93	-124.67
吸收投资收到的现金		2,338.14			900.00
取得借款收到的现金	650.35	2,637.40	2,582.73	1,549.18	1,295.86
筹资活动现金净流量	64.15	2,556.15	220.50	24.75	961.43
现金净增加额	-462.54	1,299.55	-976.27	386.99	666.65
期末现金余额	1,445.70	1,908.24	608.68	1,584.95	1,197.96
折旧与摊销		78.95	55.36	28.27	18.87

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

## 风险提示

**宏观经济不及预期：** 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。

**晶圆价格波动的风险：** 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。

**国际贸易摩擦的风险：** 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4963	7336	7598	9639	9501
现金	609	1917	2422	2415	2790
应收票据及应收账款	616	914	238	1371	347
其他应收款	19	22	21	31	29
预付账款	57	141	67	182	106
存货	3592	3744	4251	5042	5631
其他流动资产	70	599	599	599	599
<b>非流动资产</b>	1193	1627	1694	1798	1898
长期投资	0	25	47	72	96
固定资产	447	510	534	620	696
无形资产	279	284	321	326	335
其他非流动资产	467	809	792	781	771
<b>资产总计</b>	6155	8964	9292	11437	11399
<b>流动负债</b>	1727	1997	2272	4097	3634
短期借款	726	1075	1075	2909	2134
应付票据及应付账款	694	663	891	869	1178
其他流动负债	307	260	305	318	322
<b>非流动负债</b>	55	328	280	234	187
长期借款	0	250	203	157	110
其他非流动负债	55	77	77	77	77
<b>负债合计</b>	1782	2325	2552	4331	3821
少数股东权益	0	0	-0	-0	-1
股本	371	413	413	413	413
资本公积	1736	3879	3879	3879	3879
留存收益	2335	2210	2312	2677	3149
归属母公司股东权益	4374	6639	6741	7107	7579
<b>负债和股东权益</b>	6155	8964	9292	11437	11399

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-811	-326	565	-1659	1380
净利润	1013	73	102	366	472
折旧摊销	31	62	43	48	55
财务费用	22	34	12	64	92
投资损失	-24	-4	-37	-47	-28
营运资金变动	-1861	-584	473	-2059	824
其他经营现金流	7	92	-27	-31	-35
<b>投资活动现金流</b>	-370	-960	-45	-73	-91
资本支出	275	333	87	128	130
长期投资	-135	-634	-23	-24	-24
其他投资现金流	40	7	65	79	64
<b>筹资活动现金流</b>	221	2556	-15	-109	-138
短期借款	311	349	0	1834	-776
长期借款	0	250	-47	-46	-47
普通股增加	0	42	0	0	0
资本公积增加	0	2143	0	0	0
其他筹资现金流	-91	-228	32	-1897	684
<b>现金净增加额</b>	-976	1300	505	-1841	1151

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9749	8330	8747	10492	12124
营业成本	7802	7297	7952	9243	10614
营业税金及附加	7	8	5	7	9
销售费用	249	267	276	327	364
管理费用	196	211	216	249	285
研发费用	322	356	266	358	425
财务费用	22	34	12	64	92
资产和信用减值损失	-70	-158	-1	-1	-1
其他收益	20	19	14	16	17
公允价值变动收益	60	23	28	32	36
投资净收益	24	4	37	47	28
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	1184	44	99	339	413
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	6	1	2	3	3
<b>利润总额</b>	1179	45	98	339	412
所得税	165	-27	-4	-27	-60
<b>净利润</b>	1013	73	102	366	472
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	1013	73	102	366	472
EBITDA	1219	117	149	441	546
EPS (元/股)	2.45	0.18	0.25	0.89	1.14

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	34.0	-14.6	5.0	20.0	15.6
营业利润 (%)	250.8	-96.3	126.2	243.6	21.7
归属母公司净利润 (%)	266.7	-92.8	40.2	258.4	29.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	20.0	12.4	9.1	11.9	12.5
净利率 (%)	10.4	0.9	1.2	3.5	3.9
ROE (%)	23.2	1.1	1.5	5.1	6.2
ROIC (%)	19.9	1.1	1.4	4.1	5.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	28.9	25.9	27.5	37.9	33.5
净负债比率 (%)	3.2	-8.7	-16.2	10.0	-6.5
流动比率	2.9	3.7	3.3	2.4	2.6
速动比率	0.7	1.7	1.4	1.1	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.7	1.1	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	19.5	10.9	15.2	13.0	14.1
应付账款周转率	9.7	10.8	10.2	10.5	10.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.45	0.18	0.25	0.89	1.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.96	-0.79	1.37	-4.02	3.34
每股净资产 (最新摊薄)	10.59	16.08	16.33	17.21	18.36
<b>估值比率</b>					
P/E	38.2	532.0	379.4	105.9	82.0
P/B	8.9	5.8	5.7	5.4	5.1
EV/EBITDA	31.9	322.1	248.9	88.1	69.0

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

### 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		

### 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：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686