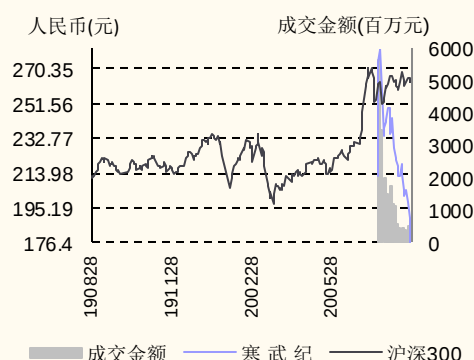


寒武纪 (688256.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 182.56 元

期待下半年智能集群系统营收贡献
市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	.31
总市值(亿元)	730.42
年内股价最高最低(元)	249.60/176.40
沪深 300 指数	4731
上证指数	3350


公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	117	444	607	830	1,200
营业收入增长率 (%)	1391%	279%	37%	37%	45%
归母净利润(百万元)	(41)	(1,179)	(512)	(382)	(263)
摊薄每股收益(元)	(0.11)	(3.27)	(1.28)	(0.95)	(0.66)
EPS 增长率 (%)	-89%	-2772%	61%	25%	31%
每股营收(元)	0.33	1.23	1.52	2.07	3.00
市盈率(倍)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
市销率(倍)	562	148	120	88	61
净资产收益率 (%)	-8%	-27%	-8%	-6%	-5%

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件点评

- 公司发布 2020 年半年报, 实现营业收入 8720 万元, 同比下降 11%; 实现归母净利润-2.0 亿元, 去年同期亏损 3.1 亿元。

经营分析

- **期待智能集群系统营收贡献:** 寒武纪公布上半年营收 8720 万, 同比衰退 11%, 仅达到年度预测 6-9 亿低标的 15%, 但略高于公司之前对上半年的预期。其中终端 AI 处理器 IP, 远端 AI 芯片及加速卡皆符合预期, 但边缘运算思源 220 芯片/加速卡及基础系统软件皆明显优于预期。智能计算集群系统于上半年仅贡献不到一百万, 虽然符合公司预期但全年要超过去年的 2.96 亿营收, 寒武纪必须在下半年扩增在手采购案才能达标。
- **上半年毛利率 78%, 研发费用占营收比 318%, 及营业亏损率 231%明显高于我们全年预期的 69%毛利率, 研发费用占比的 82%, 及营业亏损率的 89%, 我们归因于毛利率较低的 AI 集群系统营收延迟到下半年集中确认。**
- **2 亿净损符合预期:** 寒武纪公布上半年归母净损 2 亿, 符合我们及 Wind 对全年净损 5.1/5.2 亿的预期。

投资建议

- 在高毛利云及边缘运算端 AI 芯片新产品加持下, 寒武纪未来五年营收将大幅增长 CAGR 超过 50%, 2023 年扭亏转盈, 维持“买入”评级。

风险提示

- 估值偏高的风险, 终端 AI 处理器 IP 业务减少的风险, 智能计算集群系统事业的风险, 同业竞争的风险, 现金流短缺的风险, 进入实体清单的风险。

相关报告

1. 《寒武纪深度报告-从端芯片到云系统的一站式 AI 龙头》, 2020.7.8

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001
zhengbiyu@gjzq.com.cn

赵晋 分析师 SAC 执业编号: S1130520080004
zhaojin1@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (单位: 百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入	117.03	443.94	607.00	830.00	1,200.00	2,000.00
营业成本	0.12	141.23	189.67	265.90	414.30	670.90
营业毛利	116.91	302.71	417.33	564.10	785.70	1,329.10
营业费用	158.24	1,481.03	956.46	965.60	1,061.81	987.80
营业利润	-41.33	-1,178.32	-539.13	-401.50	-276.11	341.30
折旧	6.65	22.61	38.72	96.90	142.20	173.55
摊销	10.35	30.85	40.00	50.00	58.00	68.00
折旧前净利	-24.33	-1,124.86	-460.41	-254.60	-75.91	582.85
利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.28	-0.81	-0.26	-0.53	-0.40	-0.47
投资收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
特例	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润总额	-41.05	-1,179.13	-539.39	-402.04	-276.50	340.83
所得税/少数股东损益	0.00	-0.14	-26.97	-20.10	-13.83	17.04
净利润	-41.05	-1,178.99	-512.42	-381.94	-262.68	323.79
优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	(41.0)	(1,179.0)	(512.4)	(381.9)	(262.7)	323.8
获利能力比率(%)						
毛利率	100%	68%	69%	68%	65%	66%
营业利润率	-35%	-265%	-89%	-48%	-23%	17%
折旧前净利率	-21%	-253%	-76%	-31%	-6%	29%
税前利润率	-35%	-266%	-89%	-48%	-23%	17%
净利率	-35%	-266%	-84%	-46%	-22%	16%
净资产收益率	-8%	-27%	-8%	-6%	-5%	5%
投入资本回报率	-7%	-27%	-8%	-6%	-5%	5%
同比增长率(%)						
营业总收入	1392%	279%	37%	37%	45%	67%
营业毛利	1391%	159%	38%	35%	39%	69%
营业利润	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
折旧前净利	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
税前利润总额	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净利润	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
收益评估(CNY\$)						
每股营业收入	0.33	1.23	1.52	2.07	3.00	5.00
每股折旧前净利	(0.11)	(3.27)	(1.35)	(1.00)	(0.69)	0.85
每股利润	(0.11)	(3.27)	(1.28)	(0.95)	(0.66)	0.81
每股账面净值	1.42	12.10	16.06	15.11	14.45	15.26
每股经营现金流量	1.68	(16.12)	(0.66)	(0.08)	0.50	0.78
每股自由现金流量	1.44	(16.63)	(1.19)	(0.68)	(0.16)	0.06
资产负债表 (单位: 百万元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
货币资金	1,354.37	383.31	2,413.47	2,140.40	2,076.27	2,100.92
应收票据及应收账款	32.64	64.61	88.34	113.70	147.95	246.58
存货	5.15	51.07	63.22	88.63	118.37	167.73
其他流动资产	1,561.78	3,952.26	3,793.75	3,608.70	3,428.57	3,809.52

流动资产合计	2,953.94	4,451.24	6,358.78	5,951.43	5,771.16	6,324.74
固定资产	44.90	92.96	210.45	277.57	307.60	314.88
其他非流动资产	42.61	122.91	140.00	167.00	200.00	240.00
长期股权投资	-	1.36	1.36	1.36	1.36	1.36
非流动资产合计	87.51	217.23	351.81	445.93	508.96	556.24
资产总计	3,041.45	4,668.47	6,710.59	6,397.36	6,280.12	6,880.98
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付票据及应付账款	22.40	124.91	129.91	145.70	198.64	275.71
其他流动负债	2,425.37	113.06	154.59	207.50	300.00	500.00
流动负债合计	2,447.77	237.98	284.50	353.20	498.64	775.71
长期借款	-	-	-	-	-	-
其他长期借款	83.03	74.02	-	-	-	-
非流动负债合计	83.03	74.02	-	-	-	-
负债合计	2,530.81	311.99	284.50	353.20	498.64	775.71
实收资本(或股本)	1.13	360.00	400.10	400.10	400.10	400.10
资本公积金	932.37	4,851.12	7,393.06	7,393.06	7,393.06	7,393.06
未分配利润	(422.86)	(854.64)	(1,367.06)	(1,749.00)	(2,011.68)	(1,687.88)
少数股东权益	-	-	-	-	-	-
所有者权益合计	510.64	4,356.48	6,426.09	6,044.16	5,781.48	6,105.27
负债和所有者权益总计	3,041.45	4,668.47	6,710.59	6,397.36	6,280.12	6,880.98
资本总额比率(%)						
负债比率	0%	0%	0%	0%	0%	0%
所有者权益比率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
债务股本比	0%	0%	0%	0%	0%	0%
净债务股本比	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
经营比率(x)						
应收账款月数	3.3	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
存货月数	527.4	4.3	4.0	4.0	3.4	3.0
存货周转率	0.0	2.8	3.0	3.0	3.5	4.0
固定资产周转率(x)	2.6	4.8	2.9	3.0	3.9	6.4
总资产周转率(x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
现金流量表(单位: 百万)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
净利润	-41.05	-1,179.13	-512.42	-381.94	-262.68	323.79
折旧费用	6.65	22.61	38.72	96.90	142.20	173.55
摊销费用	10.35	30.85	40.00	50.00	58.00	68.00
其它	-65.37	794.82	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量净额	-89.42	-330.85	-433.70	-235.03	-62.48	565.35
营运资金变动	33.93	129.05	169.14	202.98	261.58	-251.86
经营活动现金净流	-55.49	-201.80	-264.56	-32.05	199.10	313.49
资本开支	-74.85	-156.21	-156.21	-164.02	-172.23	-180.84
其他	1.29	-28.67	-57.09	-77.00	-91.00	-108.00
投资	-1,147.85	-2,283.60	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金净流	-1,221.41	-2,468.48	-213.30	-241.02	-263.23	-288.84
债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债权募资	0.00	0.00	-74.02	0.00	0.00	0.00
股权募资	2,405.07	1,699.95	2,582.04	0.00	-0.00	-0.00
筹资活动现金净流	2,405.07	1,699.95	2,508.02	0.00	-0.00	-0.00

现金净流量	1,127.18	-971.07	2,030.16	-273.07	-64.13	24.65
自由现金净流量	-1,276.90	-2,670.28	-477.86	-273.07	-64.13	24.65

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-07-08	买入		150.00~150.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

人民币(元)	历史推荐与股价	成交量
12.44		1
11.78		1
11.12		1
10.46		1
9.80		0
9.14		0
8.48		0

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH