

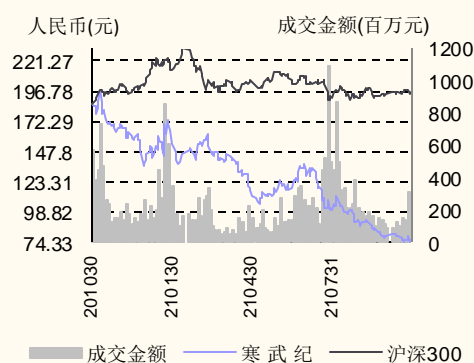
**寒武纪 (688256.SH) 增持 (维持评级)**
**公司点评**

市场价格 (人民币): 76.61 元

目标价格 (人民币): 88.00 元

**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	2.40
总市值(亿元)	306.52
年内股价最高最低(元)	197.18/74.33
沪深 300 指数	4909
上证指数	3547


**相关报告**

- 1.《寒武纪半年报点评-边缘 AI 进展大,短期亏损难改善》, 2021.8.11
- 2.《寒武纪一季报点评-短期亏损扩大,市场过于乐观》, 2021.4.28
- 3.《寒武纪 2020 年业绩预告点评-疫情影响营收,短期扭亏不易》, 2021.1.28

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

**邵广雨** 联系人  
shaoguangyu@gjzq.com.cn

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

**亏损难改善, 库存风险提高**
**公司基本情况 (人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	444	459	585	780	1,020
营业收入增长率 (%)	279%	3%	27%	33%	31%
归母净利润(百万元)	(1,179)	(435)	(732)	(664)	(623)
摊薄每股收益(元)	(3.27)	(1.15)	(1.83)	(1.66)	(1.56)
EPS 增长率 (%)	-2772%	65%	-59%	9%	6%
每股营收(元)	1.23	1.21	1.46	1.95	2.55
市盈率(倍)	n.a	n.a	n.a	n.a	(49)
市销率(倍)	62	63	52	39	30
净资产收益率 (%)	-27%	-7%	-13%	-13%	-14%

来源: 公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- **亏损难改善, 库存风险提高:** 10月29日寒武纪公告 2021 年三季度营收 8455 万元, 同比增加 20%, 环比衰退 17%, 但归母净损从去年的 1.08 亿, 上季度的 1.86 亿, 扩大至历史新高的 2.38 亿, 前三季度营收仅占 Wind 分析师全年预期的 32 个点, 亏损却达到 Wind 全年预期近 8 成, 主要归因于毛利率明显低于预期近 10 个点及管理/研发费用同比倍数增加所致。值得关注的是库存月数从上季度/去年同期的 11.7/7.5 个月, 大幅增加到 14.8 个月(行业平均 3-4 个月), 虽然四季度营收动能可能增强, 但提列未来库存损失风险也大幅增加。
- **扭亏不易, 静待新产品改善成本结构, 注意现金流:** Wind 分析师预期公司 2021 年营收增长 52% 达 6.98 亿, 亏损为 7.9 亿, 我们认为今年营收同比增长三成都有难度, 净损应该与市场预期类似。随着公司持续加大云边端产品线及软件开发平台的研发投入, 我们认为寒武纪短期缩减扣除非经常性利益后的亏损并不容易, 建议投资人静待新产品改善成本结构, 并注意因持续亏损造成的现金流出, 而驱使公司进行必要性的增资活动。

**投资建议**

- 我们下修 2021 年营收达 4 个点到 5.85 亿, 同比增加 27%, 并预期公司未来两年营收将低于市场预期达 20-30 个点, 我们维持寒武纪“增持”评级, 目标价从 118 元调降到 88 元, 并调整 2021/2022/2023E 每股亏损从 1.23/0.99/0.74 元到 1.83/1.66/1.56 元。

**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。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (单位: 百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业总收入	444	459	585	780	1,020
营业成本	141	159	302	381	495
营业毛利	303	300	283	399	525
营业费用	1,481	735	1,016	1,064	1,148
营业利润	-1,178	-434	-732	-664	-623
折旧	23	42	54	143	208
摊销	31	86	50	58	68
折旧前净利	-1,125	-307	-628	-464	-347
利息	0	0	0	0	0
其他	-1	-0	0	0	0
投资收入	0	0	0	0	0
特例	0	0	0	0	0
税前利润总额	-1,179	-435	-732	-664	-623
所得税/少数股东损益	-0	0	0	0	0
净利润	-1,179	-435	-732	-664	-623
优先股	0	0	0	0	0
净利润	-1,179	-435	-732	-664	-623
<b>获利能力比率(%)</b>					
毛利率	68%	65%	48%	51%	51%
营业利润率	-265%	-95%	-125%	-85%	-61%
折旧前净利率	-253%	-67%	-107%	-59%	-34%
税前利润率	-266%	-95%	-125%	-85%	-61%
净利率	-266%	-95%	-125%	-85%	-61%
净资产收益率	-27%	-7%	-13%	-13%	-14%
投入资本回报率	-27%	-6%	-13%	-13%	-14%
<b>同比增长率(%)</b>					
营业总收入	279%	3%	27%	33%	31%
营业毛利	159%	-1%	-6%	41%	31%
营业利润	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
税前利润总额	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
净利润	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
<b>收益评估 (CNY\$)</b>					
每股营业收入	1.23	1.21	1.46	1.95	2.55
每股折旧前净利	(3.27)	(1.15)	(1.83)	(1.66)	(1.56)
每股利润	(3.27)	(1.15)	(1.83)	(1.66)	(1.56)
每股账面净值	12.10	17.02	14.24	12.58	11.03
每股经营现金流量	(16.12)	5.09	(2.12)	(1.77)	(0.03)
每股自由现金流量	(16.63)	4.18	(2.64)	(2.71)	(1.05)
<b>资产负债表 (单位: 百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
货币资金	383	4,875	3,340	2,255	1,834
应收票据及应收账款	65	208	192	256	335
存货	51	91	121	152	198
其他流动资产	3,952	1,704	1,950	2,229	1,943
流动资产合计	4,451	6,877	5,603	4,892	4,311

固定资产	93	145	364	507	599
其他非流动资产	123	278	167	200	240
长期股权投资	1	9	9	9	9
<b>非流动资产合计</b>	<b>217</b>	<b>432</b>	<b>539</b>	<b>716</b>	<b>848</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,668</b>	<b>7,310</b>	<b>6,142</b>	<b>5,608</b>	<b>5,159</b>
短期借款	-	-	-	-	-
应付票据及应付账款	125	239	248	313	407
其他流动负债	113	162	195	260	340
<b>流动负债合计</b>	<b>238</b>	<b>401</b>	<b>443</b>	<b>573</b>	<b>747</b>
长期借款	-	-	-	-	-
其他长期借款	74	477	-	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>74</b>	<b>477</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>负债合计</b>	<b>312</b>	<b>878</b>	<b>443</b>	<b>573</b>	<b>747</b>
实收资本(或股本)	360	400	400	400	400
资本公积金	4,851	7,321	7,321	7,321	7,321
未分配利润	(855)	(1,289)	(2,021)	(2,686)	(3,309)
少数股东权益	-	-	-	-	-
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,356</b>	<b>6,432</b>	<b>5,699</b>	<b>5,035</b>	<b>4,412</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>4,668</b>	<b>7,310</b>	<b>6,142</b>	<b>5,608</b>	<b>5,159</b>
<b>资本总额比率(%)</b>					
负债比率	0%	0%	0%	0%	0%
所有者权益比率	100%	100%	100%	100%	100%
债务股本比	0%	0%	0%	0%	0%
<b>经营比率(x)</b>					
应收账款月数	1.7	5.4	3.9	3.9	3.9
存货月数	4.3	6.8	4.8	4.8	4.8
存货周转率	2.8	1.8	2.5	2.5	2.5
固定资产周转率(x)	4.8	3.2	1.6	1.5	1.7
总资产周转率(x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
<b>现金流量表(单位:百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	-1,179	-435	-732	-664	-623
折旧费用	23	42	54	143	208
摊销费用	31	86	50	58	68
其它	795	-25	0	0	0
<b>现金流量净额</b>	<b>-331</b>	<b>-332</b>	<b>-628</b>	<b>-464</b>	<b>-347</b>
营运资金变动	129	200	-219	-244	335
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-202</b>	<b>-132</b>	<b>-847</b>	<b>-708</b>	<b>-12</b>
资本开支	-156	-260	-273	-286	-300
其他	-29	16,129	61	-91	-108
投资	-2,284	-14,997	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,468</b>	<b>872</b>	<b>-211</b>	<b>-377</b>	<b>-408</b>
债权募资	0	0	0	0	0
其他长期债权募资	0	-41	-477	0	0
股权募资	1,700	2,533	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,700</b>	<b>2,493</b>	<b>-477</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-971</b>	<b>3,233</b>	<b>-1,536</b>	<b>-1,085</b>	<b>-420</b>
<b>自由现金净流量</b>	<b>-2,670</b>	<b>740</b>	<b>-1,058</b>	<b>-1,085</b>	<b>-420</b>

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	2	6	12
增持	0	0	0	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.33	1.00

来源：朝阳永续

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。

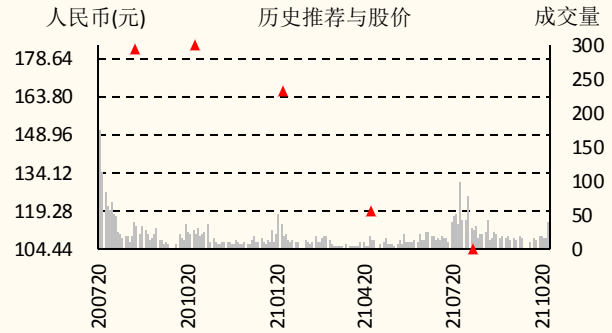
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
2	2020-08-28	买入	182.56	N/A
3	2020-10-29	买入	183.89	N/A
4	2021-01-28	买入	165.62	N/A
5	2021-04-28	增持	119.40	136.00 ~ 136.00
6	2021-08-11	增持	104.44	118.00

来源：国金证券研究所



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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402