

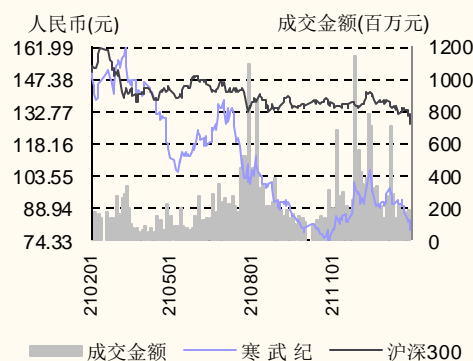
寒武纪 (688256.SH) 增持 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 78.78 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)	315.20
年内股价最高最低(元)	162.30/74.33
沪深 300 指数	4564
上证指数	3361


相关报告

1. 《寒武纪三季报点评-亏损难改善, 库存风险提高》, 2021.10.30
2. 《寒武纪半年报点评-边缘 AI 进展大, 短期亏损难改善》, 2021.8.11
3. 《寒武纪一季报点评-短期亏损扩大, 市场过于乐观》, 2021.4.28

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, 费用高于预期
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	710	850	1,070
营业收入增长率 (%)	279%	3%	55%	20%	26%
归母净利润(百万元)	-1,179	-435	-856	-715	-667
摊薄每股收益(元)	-3.27	-1.15	-2.14	-1.79	-1.67
EPS 增长率 (%)	-2772%	65%	-86%	16%	7%
每股营收(元)	1.23	1.21	1.77	2.12	2.67
市盈率(倍)	n.a	n.a	n.a	n.a	-46
市销率(倍)	62	63	43	36	29
净资产收益率 (%)	-27%	-7%	-15%	-15%	-16%

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:** 1月28日公司预告2021年营收6.7-7.5亿元, 同比增长46.0-63.4%, 明显高于Wind分析师预期的6.85亿营收(49% y/y), 虽然营收高于预期但归母净亏损7.65-9.35亿元, 公司预告亏损扩大76.1-115.2%, 也明显高于Wind分析师预期的7.84亿亏损。公司预告扣非亏损为10.2-12.4亿元, 亏损同比扩大54.4-88.7%。
- **边缘运算产品线出货高于预期:** 公司归因营收高于预期于16nm思元220边缘运算芯片及加速卡在多家头部AI企业实现落地及其智能集群系统较2020年的3.26亿营收有一定的增长, 我们测算仍超过公司一半的营收。
- **研发及管理费用高于预期:** 公司预计2021年研发费用为10.44-12.76亿元, 同比增长35.9-66.1%, 明显高于我们之前9.5亿元的预期, 主要系积极引进优秀人才, 研发人员薪酬增长所致。公司预计管理费用中的股份支付费用大增至1.98-2.42亿元, 系因摊销2020年底及2021年实施的股权激励计划费用所致。

投资建议

- 由于边缘运算产品线出货高于预期及智能集群业务增长, 我们上修2021年营收预测21个点到7.1亿元, 同比增加55%。但由于费用高于预期, 预计归母净亏损到8.56亿(增加17%), 我们维持寒武纪“增持”评级及88元目标价, 并调整2022年/2023年归母净亏损预测从6.6亿元/6.2亿元到7.2亿元(增加9%)/6.7亿元(增加8%)。

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, 负向现金流的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (单位: 百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	443.9	458.9	710.0	850.0	1,070.0
营业成本	141.2	158.9	382.8	422.7	525.0
营业毛利	302.7	300.1	327.2	427.3	545.0
营业费用	1,481.0	734.5	1,183.9	1,142.6	1,212.0
营业利润	-1,178.3	-434.5	-856.7	-715.3	-666.9
折旧	22.6	41.8	54.2	142.9	208.3
摊销	30.9	85.7	50.0	58.0	68.0
折旧前净利	-1,124.9	-307.0	-752.4	-514.4	-390.6
利息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-0.8	-0.0	0.3	0.1	0.2
投资收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
特例	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润总额	-1,179.1	-434.5	-856.4	-715.2	-666.8
所得税/少数股东损益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	-1,179.0	-434.5	-856.4	-715.2	-666.8
优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	-1,179.0	-434.5	-856.4	-715.2	-666.8
获利能力比率(%)					
毛利率	68%	65%	46%	50%	51%
营业利润率	-265%	-95%	-121%	-84%	-62%
折旧前净利率	-253%	-67%	-106%	-61%	-37%
税前利润率	-266%	-95%	-121%	-84%	-62%
净利率	-266%	-95%	-121%	-84%	-62%
净资产收益率	-27%	-7%	-15%	-15%	-16%
投入资本回报率	-27%	-6%	-15%	-15%	-16%
同比增长率(%)					
营业总收入	279%	3%	55%	20%	26%
营业毛利	159%	-1%	9%	31%	28%
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
收益评估 (CNY\$)					
每股营业收入	1.23	1.21	1.77	2.12	2.67
每股折旧前净利	-3.27	-1.15	-2.14	-1.79	-1.67
每股利润	-3.27	-1.15	-2.14	-1.79	-1.67
每股账面净值	12.10	17.02	13.93	12.15	10.48
每股经营现金流量	-16.12	5.09	-3.38	-1.40	0.11
每股自由现金流量	-16.63	4.18	-3.91	-2.34	-0.91
资产负债表 (单位: 百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	383.3	4,875.3	2,833.6	1,897.7	1,533.4
应收票据及应收账款	64.6	207.6	233.4	279.5	351.8
存货	51.1	90.6	153.1	169.1	210.0
其他流动资产	3,952.3	1,703.7	2,366.7	2,428.6	2,038.1
流动资产合计	4,451.2	6,877.3	5,586.8	4,774.8	4,133.3

固定资产	93.0	145.5	363.8	507.1	599.3
其他非流动资产	122.9	278.1	167.0	200.0	240.0
长期股权投资	1.4	8.7	8.7	8.7	8.7
非流动资产合计	217.2	432.2	539.5	715.8	848.0
资产总计	4,668.5	7,309.5	6,126.3	5,490.6	4,981.2
短期借款	-	-	-	-	-
应付票据及应付账款	124.9	238.6	314.6	347.4	431.5
其他流动负债	113.1	161.9	236.7	283.3	356.7
流动负债合计	238.0	400.6	551.3	630.7	788.2
长期借款	-	-	-	-	-
其他长期借款	74.0	477.5	-	-	-
非流动负债合计	74.0	477.5	-	-	-
负债合计	312.0	878.0	551.3	630.7	788.2
实收资本(或股本)	360.0	400.1	400.1	400.1	400.1
资本公积金	4,851.1	7,320.5	7,320.5	7,320.5	7,320.5
未分配利润	-854.6	-1,289.1	-2,145.6	-2,860.8	-3,527.6
少数股东权益	-	-	-	-	-
所有者权益合计	4,356.5	6,431.5	5,575.1	4,859.9	4,193.1
负债和所有者权益总计	4,668.5	7,309.5	6,126.3	5,490.6	4,981.2
资本总额比率(%)					
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%
经营比率(x)					
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	2.0	1.7	1.8
总资产周转率(x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
现金流量表(单位:百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-1,179	-435	-856	-715	-667
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
现金流量净额	-331	-332	-752	-514	-390
营运资金变动	129	200	-601	-44	435
经营活动现金净流	-202	-132	-1,353	-559	44
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
投资活动现金净流	-2,468	872	-211	-377	-408
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
筹资活动现金净流	1,700	2,493	-477	-0	0
现金净流量	-971	3,233	-2,042	-936	-364
自由现金净流量	-2,670	740	-1,564	-936	-364

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	5	12
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	1.29	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
7	2021-10-30	增持	76.61	88.00

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