



## 买入（维持）

所属行业：电子/半导体  
当前价格(元)：256.69

### 证券分析师

#### 陈蓉芳

资格编号：S0120522060001

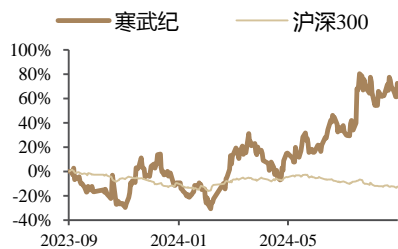
邮箱：chenrf@tebon.com.cn

#### 陈瑜熙

资格编号：S0120524010003

邮箱：chenyx5@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.79	29.20	46.86
相对涨幅(%)	0.71	33.26	54.08

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1. 《寒武纪(688256.SH)：国产AI龙头，云边终端三位协同》，2023.11.17

# 寒武纪(688256.SH)：产品与生态持续加强，AI应用方兴未艾

### 投资要点

- 事件**：2024年8月30日，寒武纪发布2024年半年度业绩报告，24H1实现营业收入0.65亿元，yoy-43.4%，实现归母净利润-5.30亿元，yoy+2.7%。
- 供应链不利影响较大，24H1业绩承压**。24H1公司实现营业收入0.65亿元，yoy-43%，主要因“实体清单”等因素对公司供应链造成不利影响；实现毛利率62.72%，同比下滑8.14pct；实现归母净利润-5.30亿元，yoy+2.7%，较上年同期亏损收窄1472万元，亏损主要因公司继续大力投入研发。
- 单季度来看，公司24Q2实现营业收入0.39亿元，qoq+52.34%；实现归母净利润-3.03亿元，环比减少0.76亿元；实现毛利率66.08%，环比提升8.47pct。
- 预付账款大幅提升，彰显业务增长预期**。公司预付账款从2023H2的1.48亿元大幅增长至2024H1的5.50亿元。预付账款最终会结转至营业成本，我们认为这反映了公司未来积极的生产规划，彰显良好的增长预期。

从业务层面看：今年上半年公司与下游客户持续深度合作，部分领域取得一定进展：1) 在互联网领域不断加深与该领域内客户的合作，自然语言应用场景中实现了批量出货，且产品实测能力、迭代预期均满足客户的需求。2) 在大模型领域，公司与国内头部算法公司持续开展商务与技术合作。3) 在视觉大模型领域，获得客户的多个产品兼容性认证。4) 金融领域，公司与多家金融机构进行了大语言模型的测试以及行业应用的探索，积极推动金融领域的应用落地。

从公司历年财务情况来看，业绩释放通常也在下半年。随着公司产品逐步准备就绪，下半年业绩可期。

**积极投入研发，产品和生态持续加强**。公司拥有727人的研发团队，其中78.82%的研发人员拥有硕士及以上学历，有力支撑了公司的技术创新和产品研发。24H1，公司继续高强度投入研发，上半年研发费用4.5亿元，从研发进展来看：

硬件方面，公司正研发新一代智能处理器微架构和指令集，重点优化自然语言处理大模型、视频图像生成大模型以及推荐系统大模型的训练推理等场景；

软件方面：公司一方面推进训练平台的通用性，缩短公司产品适配周期。另一方面也积极建设生态，例如公司训练软件平台实现了Transformers以及Accelerate社区对于MLU的原生支持，增加了Triton3.0.x的寒武纪后端，并开源了跨平台AI编译器前端Triton-Linalg，提升了业界人工智能应用与公司产品进行适配的开发效率。此外，公司成功验证了集群上的大语言模型预训练功能，实现了业界领先水平的单训练任务长时间持续稳定运行，计算效率和能效业界领先。

- 投资建议**：公司产品实力不断加强，生态建设逐步完善，且不断在业务层面取得积极进展。我们预计公司在2024-2026年将分别实现营业收入16.79/22.71/30.85亿元，实现归母净利润-4.46/-2.08/1.48亿元。维持“买入”评级。
- 风险提示**：供应链政策波动、研发进展不及预期、行业竞争加剧

**股票数据**

总股本(百万股):	417.46
流通 A 股(百万股):	417.46
52 周内股价区间(元):	103.03-268.40
总市值(百万元):	107,156.97
总资产(百万元):	6,140.52
每股净资产(元):	12.52

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	729	709	1,679	2,271	3,085
(+/-)YOY(%)	1.1%	-2.7%	136.7%	35.2%	35.8%
净利润(百万元)	-1,256	-848	-446	-208	148
(+/-)YOY(%)	-52.3%	32.5%	47.5%	53.5%	171.2%
全面摊薄 EPS(元)	-3.01	-2.03	-1.07	-0.50	0.35
毛利率(%)	65.8%	69.2%	58.6%	63.4%	68.2%
净资产收益率(%)	-25.9%	-15.0%	-8.4%	-4.1%	2.8%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	-2.07	-1.07	-0.50	0.35
每股净资产	13.56	12.73	12.24	12.59
每股经营现金流	-1.43	-2.38	-1.29	-0.76
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	—	—	724.94
P/B	9.95	20.16	20.98	20.39
P/S	150.74	63.68	47.09	34.66
EV/EBITDA	-80.23	-390.58	15,154.64	257.57
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	69.2%	58.6%	63.4%	68.2%
净利润率	-123.8%	-28.6%	-11.1%	3.6%
净资产收益率	-15.0%	-8.4%	-4.1%	2.8%
资产回报率	-13.2%	-6.2%	-2.8%	1.9%
投资回报率	-17.1%	-10.0%	-5.8%	1.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-2.7%	136.7%	35.2%	35.8%
EBIT 增长率	32.8%	45.6%	45.3%	128.3%
净利润增长率	32.5%	47.5%	53.5%	171.2%
偿债能力指标				
资产负债率	10.7%	26.0%	29.8%	32.1%
流动比率	12.2	4.8	3.9	3.6
速动比率	11.5	4.0	3.2	2.9
现金比率	8.5	2.3	1.4	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	357.7	233.6	290.0	290.1
存货周转天数	318.0	167.4	251.1	239.6
总资产周转率	0.1	0.2	0.3	0.4
固定资产周转率	3.8	8.0	7.7	10.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-848	-446	-208	148
少数股东损益	-30	-34	-44	-36
非现金支出	602	268	299	326
非经营收益	-71	-85	-83	-81
营运资金变动	-249	-698	-504	-676
经营活动现金流	-596	-996	-539	-318
资产	-100	-326	-243	-177
投资	-85	-56	-46	-43
其他	610	24	84	81
投资活动现金流	425	-358	-205	-139
债权募资	0	-9	0	0
股权募资	1,804	112	0	0
其他	-147	338	-0	-0
融资活动现金流	1,657	441	-0	-0
现金净流量	1,486	-912	-745	-457

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 30 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	709	1,679	2,271	3,085
营业成本	219	695	831	980
毛利率%	69.2%	58.6%	63.4%	68.2%
营业税金及附加	4	10	14	19
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	82	101	125	154
营业费用率%	11.6%	6.0%	5.5%	5.0%
管理费用	154	420	409	494
管理费用率%	21.6%	25.0%	18.0%	16.0%
研发费用	1,118	1,285	1,478	1,626
研发费用率%	157.5%	76.5%	65.1%	52.7%
EBIT	-982	-534	-292	83
财务费用	-45	-59	-45	-34
财务费用率%	-6.3%	-3.5%	-2.0%	-1.1%
资产减值损失	-138	0	0	0
投资收益	74	85	84	81
营业利润	-876	-475	-247	117
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	-875	-475	-247	117
EBITDA	-652	-267	7	409
所得税	3	5	5	5
有效所得税率%	-0.4%	-1.1%	-2.0%	4.3%
少数股东损益	-30	-34	-44	-36
归属母公司所有者净利润	-848	-446	-208	148

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,954	3,042	2,297	1,840
应收账款及应收票据	644	1,536	2,123	2,849
存货	99	547	612	692
其它流动资产	950	1,178	1,314	1,485
流动资产合计	5,648	6,302	6,346	6,867
长期股权投资	230	285	331	374
固定资产	142	276	316	272
在建工程	109	107	110	113
无形资产	150	89	17	-63
非流动资产合计	771	946	935	828
资产总计	6,418	7,248	7,281	7,695
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	237	683	836	991
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	226	640	772	918
流动负债合计	463	1,323	1,608	1,909
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	225	564	564	564
非流动负债合计	225	564	564	564
负债总计	689	1,886	2,172	2,473
实收资本	417	417	417	417
普通股股东权益	5,650	5,316	5,108	5,256
少数股东权益	80	45	1	-35
负债和所有者权益合计	6,418	7,248	7,281	7,695

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈蓉芳，电子组长，南开大学本科，香港中文大学硕士，电子板块全覆盖，对于汽车电子、消费电子等板块跟踪紧密，个股动态反馈迅速，推票脉络清晰。曾任职于民生证券、国金证券，2022年5月加入德邦证券。

陈瑜熙，电子行业分析师，凯斯西储大学硕士，主要覆盖半导体领域，深耕AI芯片、存储、模拟领域研究，善于精准挖掘细分赛道个股。曾任职于方正证券，2023年6月加入德邦证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。