

寒武纪 (688256.SH)

客户优势积累中，资产端或预示 24H2 增长潜力

买入 (维持评级)

当前价格: 256.69 元

投资要点:

24H1 业绩: 虽营收未见起量, 但资产端或预示增长潜力

(1) **盈利能力:** 受“实体清单”等供应链不利因素影响, 公司 24H1 实现营业收入 6,476.53 万元, yoy-43.42%。实现归母净利润为-5.3 亿元, 同比减亏 1,471.90 万元, 亏损收窄 2.70%。(2) **资产负债表:** 截至 24Q2 末, 存货达到 2.35 亿元, 环比增长 83%, 预付款项 5.50 亿元, 环比增长 169%。我们预计公司供给充足, 有望在 24H2 获得较大的业绩释放, 我们期待公司新品放量后驱动营收再上新台阶。

客户端进展较快, 逐步建立客户优势

在互联网领域, 24H1 公司产品在自然语言应用场景中实现了批量出货。公司当前芯片产品的实测能力、迭代预期均满足了客户的需求。在大模型领域, 公司助力国内头部算法公司在其各自的垂直领域进行了大模型应用的探索与落地。(1) 在视觉大模型领域, 公司与头部客户达成了战略合作, 为视觉大模型在线商业应用提供了坚实的算力支持。(2) 在语言大模型领域, 公司产品与头部客户进行了大模型适配, 获得了与该客户的多个产品兼容性认证, 满足了客户对于人工智能算力的需求, 加速了客户大模型从训练到部署的全部过程。

生态建设不断加强, 适配主流 AI 大模型

在生态方面, 寒武纪训练软件平台更新迭代了 PyTorch2.1/2.3 的支持, 支撑了多个训练和推理的业务场景, 并实现了快速跟进社区版本的长效机制。此外, 寒武纪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 Triton 3.0.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。在 AIGC 业务适配方面, 公司的推理软件平台紧随业界应用需求和发展, 支持并优化了 Llama 系列、Qwen 系列等一系列文生文模型, 以及 StableDiffusion3 等多个主流多模态模型, 实现了文生文、文生图、文生视频和多模态等 AIGC 主流业务场景覆盖, 促进了公司应用生态的扩张。

盈利预测与投资建议

我们认为资产端或预示公司供给充足, 24H2 有望驱动业绩增长。我们预测公司 2024-2026 年营收 14.82/22.80/34.97 亿元 (前值: 12.99/20.17/32.06 亿元), 对应当前 P/S 倍数为 72/47/31 倍。AI 算力作为国产替代的重中之重, 未来发展空间广阔, 公司作为国产 AI 芯片龙头有望持续受益。维持“买入”评级。

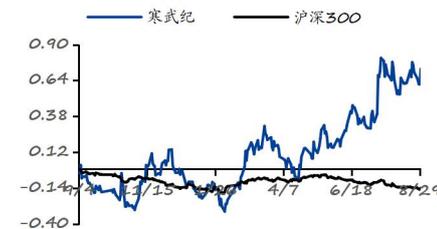
风险提示

AI 需求不及预期风险, 客户集中度较高风险, 供应链稳定相关风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	417.46/417.46
流通 A 股市值(百万元)	107,156.97
每股净资产(元)	12.54
资产负债率(%)	13.67
一年内最高/最低价(元)	278.59/95.85

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈海进(S0210524060003)
chj30590@hfzq.com.cn
分析师: 徐巡(S0210524060004)
xx30511@hfzq.com.cn
联系人: 李雅文(S0210124040076)
lyw30508@hfzq.com.cn

相关报告

1、寒武纪 (688256.SH): 国产 AI 龙头, 算力国产替代高歌猛进——2024.05.21

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	729	709	1,482	2,280	3,497
增长率	1%	-3%	109%	54%	53%
归母净利润 (百万元)	-1,257	-848	-640	-559	-133
增长率	-52%	32%	25%	13%	76%
EPS (元/股)	-3.01	-2.03	-1.53	-1.34	-0.32
市盈率 (P/E)	-85.3	-126.3	-167.5	-191.7	-804.6
市净率 (P/B)	22.1	19.0	21.4	24.1	24.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,954	8,753	10,782	17,132	营业收入	709	1,482	2,280	3,497
应收票据及账款	644	1,139	1,638	2,337	营业成本	219	451	660	971
预付账款	148	361	429	524	税金及附加	4	7	10	17
存货	99	431	695	1,024	销售费用	82	104	125	164
合同资产	40	65	121	188	管理费用	154	184	207	245
其他流动资产	803	973	1,140	1,377	研发费用	1,118	1,496	1,801	1,958
流动资产合计	5,648	11,657	14,684	22,393	财务费用	-45	-29	86	271
长期股权投资	230	230	230	230	信用减值损失	-134	-66	-82	-100
固定资产	142	118	101	88	资产减值损失	-138	-92	-113	-135
在建工程	109	79	49	19	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	150	252	340	387	投资收益	74	85	84	81
商誉	0	0	0	0	其他收益	144	144	144	144
其他非流动资产	140	173	195	192	营业利润	-876	-661	-577	-138
非流动资产合计	771	851	915	916	营业外收入	1	1	1	1
资产合计	6,418	12,508	15,599	23,309	营业外支出	0	0	0	0
短期借款	0	6,523	10,025	17,484	利润总额	-875	-660	-576	-137
应付票据及账款	237	485	639	983	所得税	3	3	2	1
预收款项	0	0	0	0	净利润	-878	-662	-578	-138
合同负债	0	2	1	2	少数股东损益	-30	-22	-20	-5
其他应付款	1	1	1	1	归属母公司净利润	-848	-640	-559	-133
其他流动负债	224	203	218	261	EPS (按最新股本摊薄)	-2.03	-1.53	-1.34	-0.32
流动负债合计	463	7,215	10,885	18,732					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	225	225	225	225					
非流动负债合计	225	225	225	225					
负债合计	689	7,441	11,110	18,957					
归属母公司所有者权益	5,650	5,010	4,451	4,318					
少数股东权益	80	57	38	33					
所有者权益合计	5,730	5,068	4,489	4,351					
负债和股东权益	6,418	12,508	15,599	23,309					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-596	-1,667	-1,317	-827
现金收益	-658	-601	-403	224
存货影响	188	-331	-265	-328
经营性应收影响	120	-617	-454	-659
经营性应付影响	4	248	154	344
其他影响	-249	-366	-351	-408
投资活动现金流	425	-85	-70	-11
资本支出	-115	-138	-132	-95
股权投资	-7	0	0	0
其他长期资产变化	547	53	61	84
融资活动现金流	1,657	6,552	3,416	7,188
借款增加	-28	6,523	3,502	7,459
股利及利息支付	0	-130	-331	-550
股东融资	1,804	0	0	0
其他影响	-119	159	245	280

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-2.7%	108.9%	53.9%	53.4%
EBIT 增长率	33.1%	25.2%	28.8%	127.2%
归母公司净利润增长率	32.5%	24.6%	12.6%	76.2%
获利能力				
毛利率	69.2%	69.6%	71.1%	72.2%
净利率	-123.8%	-44.7%	-25.4%	-3.9%
ROE	-14.8%	-12.6%	-12.4%	-3.1%
ROIC	-18.7%	-6.4%	-3.6%	0.6%
偿债能力				
资产负债率	10.7%	59.5%	71.2%	81.3%
流动比率	12.2	1.6	1.3	1.2
速动比率	12.0	1.6	1.3	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2
应收账款周转天数	358	217	219	205
存货周转天数	318	212	307	319
每股指标 (元)				
每股收益	-2.03	-1.53	-1.34	-0.32
每股经营现金流	-1.43	-3.99	-3.16	-1.98
每股净资产	13.53	12.00	10.66	10.34
估值比率				
P/E	-126	-168	-192	-805
P/B	19	21	24	25
EV/EBITDA	12	14	20	-36

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn