

寒武纪 (688256)

积极备货传递成长信号

报告正文

◆ 专注 AI 生态的软硬件平台

公司主营业务为包括云服务器、边缘计算设备、智能计算集群系统业务、IP 授权及软件的研发、设计和销售。公司主要产品为云端智能芯片及加速卡、训练整机、边缘智能芯片及加速卡、终端智能处理器 IP 等，为行业智能化升级提供充裕的底层算力支撑。此外，公司计划持续研发和改进基础系统软件平台和智能处理器微架构及指令集的迭代优化，提升产品的灵活性、易用性、性能、功耗、面积等方面竞争力，用以优化传统模型和生成式大模型的性能，加速当前主流人工智能应用的部署。

公司新一代智能处理器微架构和指令集正在研发中。新一代智能处理器微架构及指令集将对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进行重点优化，将在编程灵活性、易用性、性能、功耗、面积等方面提升产品竞争力。同时，公司对基础软件系统平台也进行了优化和迭代。训练软件平台方面，公司大力推进了大模型业务的适配和优化。推理软件平台方面，公司在 AIGC 业务适配、开源生态建设及易用性等方面都取得了一定进展。

◆ 积极备货释放业绩高增预期

2024 前三季度公司实现营收 1.85 亿元(同比增速 27.09%)，归母净利润 -7.24 亿元(同比增速 10.31%); 其中，2024Q3 单季度公司实现收入 1.21 亿元 (同比增速 284.59%，环比增速 208.30%)，归母净利润-1.94 亿元 (同比增速 26.06%，环比增速 35.94%)。公司持续拓展市场，Q3 营业收入有所提升。公司在三季度购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长，达 11.28 (24Q2 为 6.14 亿元，23Q3 为 1.64 亿元) 亿元，主要系经营性采购支出增加所致。公司存货水位随着采购增长而增加，达到 10.15 亿元 (24Q2 为 2.35 亿元，23Q3 为 2.47 亿元)。我们认为，公司积极备货或能说明产品得到客户认可，且需求旺盛，有望保障公司业绩快速增长。

投资评级

买入
首次评级

2024年11月01日

收盘价(元): 411.01

公司基本数据

总股本(百万股)	417.46
总市值(百万)	171,578.90
流通股本(百万股)	417.46
流通市值(百万)	171,578.90
12月最高/最低价(元)	503.33/95.85
资产负债率(%)	15.56
每股净资产(元)	12.31
市盈率(TTM)	-224.23
市净率(PB)	33.39
净资产收益率(%)	-3.78

股价走势图



作者

刘牧野 分析师
SAC 执业证书: S0640522040001
邮箱: liumy@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

◆ 业务拆分

公司智能计算集群系统业务是将公司自研的加速卡或训练整机产品与合作伙伴提供的服务器设备、网络设备与存储设备结合，并配备公司的集群管理软件组成的数据中心集群，其核心算力来源是公司自研的云端智能芯片。由于该业务价值量大，所以在公司营收占比较大。由于国产 AI 算力芯片距离英伟达差距还很明显，寒武纪业务驱动主要由国产替代的需求产生，不是典型的市场化需求。保守估计公司在 2024 及 2025 年主要以消化 2024 年存货为主，按照 60% 毛利率测算，当前存货对应 $10.15/(1-60\%)=25.4$ 亿收入。继续谨慎假设 2026 年收入增长 10%。由于公司业务模式的原因，云端智能芯片和边缘智能芯片在收入结构中占比较低，且因为基数小，涨跌幅波动较大。保守给予未来三年年均 10% 增长。

营业收入 (亿元)	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
云端智能芯片及加速卡	0.8	2.19	0.91	1.00	1.10	1.21
边缘端智能芯片及加速卡	1.75	0.38	0.11	0.12	0.13	0.14
智能计算集群系统	4.56	4.59	6.05	14.09	23.24	34.86
其他	0.1	0.13	0.02	0.00	0.00	0.00
合计	7.21	7.29	7.09	15.20	24.47	36.21

◆ 投资建议

预计公司 2024-2026 年分别实现收入 15.20 亿元、25.47 亿元、36.21 亿元。当前股价对应 PS 分别为 37.20、70.12、47.38 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

下游需求不稳定的风险、研发投入减少，研发进度不及预期的风险、国际贸易环境变化的风险、行业竞争加剧的风险、公司股价近期快速拉升，后市回撤较大的风险

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	729.03	709.39	1520.09	2446.81	3621.14
增长率 (%)	1.11	-2.70	114.28	60.96	47.99
归母净利润 (百万元)	-1256.56	-848.44	-540.53	-325.50	-163.93
增长率 (%)	-52.32	32.48	36.29	39.78	49.64
毛利率 (%)	65.76	69.16	69.15	69.42	69.57
每股收益 (元)	-3.01	-2.03	-1.29	-0.78	-0.39
市盈率 PE	-136.55	-202.23	-317.43	-527.13	-1046.69
市净率 PB	35.34	30.37	33.58	35.87	37.14
净资产收益率 ROE (%)	-25.88	-15.02	-10.58	-6.80	-3.55

资料来源：ifind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。 分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637