

公司研究

自主可控加强，寒武纪或迎来营收快速放量周期

——寒武纪-U(688256.SH)跟踪报告之二

增持（维持）

当前价：659.30 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002
021-52523849
kailiu@ebscn.com

分析师：孙啸

执业证书编号：S0930524030002
021-52523857
sunxiao@ebscn.com

分析师：颜燕妮

执业证书编号：S0930524030004
021-52523656
yanyanni@ebscn.com

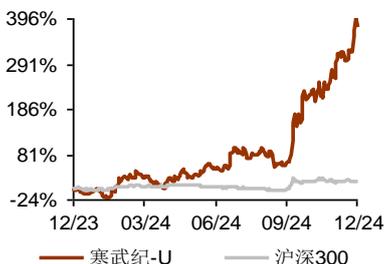
分析师：白明

执业证书编号：S0930524070017
021-52523683
baiyue@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.17
总市值(亿元)	2752.31
一年最低/最高(元)	95.85/700.00
近 3 月换手率	159.17%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	31.82	181.06	367.06
绝对	35.40	198.23	386.12

资料来源：Wind

相关研报

中国 AI 芯片巨头加速成长——寒武纪-U(688256.SH)跟踪报告之一 (2024-06-20)

要点

一、半导体管控继续升级，利好自主可控

美国半导体出口管制升级，新增 140 个实体清单企业

2024 年 12 月 2 日，美国商务部工业与安全局（BIS）公布了对华半导体出口管制措施新规，这些规则包括对 24 种半导体制造设备和 3 种用于开发或生产半导体的软件工具的新控制；对高带宽内存（HBM）的新控制；针对合规和转移问题的新规定；新增 140 个实体清单企业（中国境内 136 家，韩国 2 家，新加坡 1 家，日本 1 家）和 14 个实体列表，涵盖半导体相关工具制造商、半导体晶圆厂和投资公司；以及几项监管变化。这些规则 12 月 2 日起生效，某些控制措施的合规日期推迟到 2024 年 12 月 31 日。公众可以就临时最终规则提交意见。

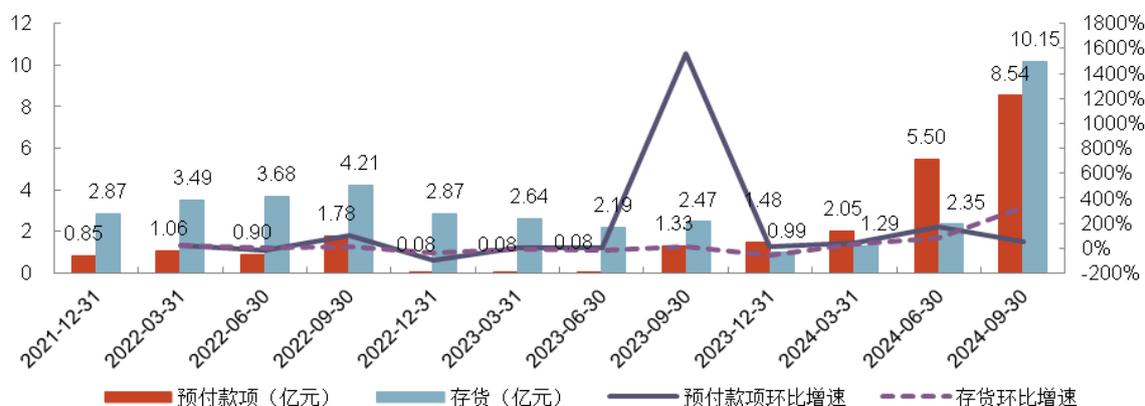
二、寒武纪-U：或迎来营收快速放量周期

寒武纪是我国稀缺的 AI 算力芯片厂商。寒武纪成立于 2016 年，自成立以来一直专注于人工智能芯片产品的研发与技术创新，致力于打造人工智能领域的核心处理器芯片。公司的主营业务是各类云服务器、边缘计算设备、终端设备中人工智能核心芯片的研发、设计和销售，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 以及上述产品的配套软件开发平台。随着人工智能市场需求潜力逐步释放，通用型人工智能芯片未来将成为该市场的主流产品。

公司 2024 年 Q3 单季度营收高速增长。2024 年前三季度，公司实现营业收入 1.9 亿元，同比增长 27%，实现归母净利润-7.2 亿元，亏损同比收窄 10%。2024Q3 单季度实现营业收入 1.21 亿元，同比增长 285%，实现归母净利润-1.94 亿元，亏损同比收窄 26%。第三季度营收同比高增主要由于公司继续拓展市场以及产品性能得到市场认可，出货量提升。公司 2024Q3 单季度研发投入占营收的比例同比减少了 574 个百分点，2024 年前三季度，研发投入占营收的比例同比减少 136 个百分点，这主要是由于公司营业收入同比增加，以及公司调整战略，陆续暂停部分预期毛利率较低的研发项目，从而使得研发费用较上年同期有所减少。

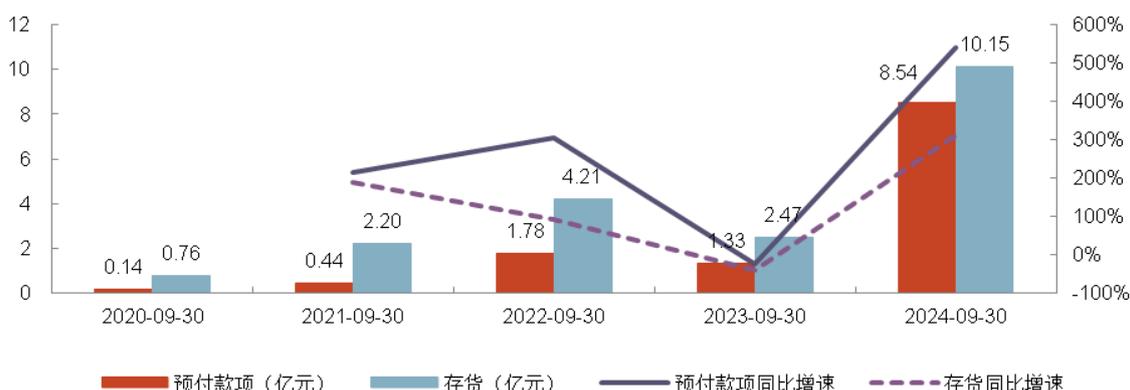
存货+预付账款大幅增长，或积极备货交付期。截至 2024 年三季度末，公司预付款项为 8.54 亿元，环比 2024Q2 末增长 3.04 亿元，同比 2023Q3 末增长约 7.21 亿元。截至 2024 年三季度末，存货为 10.15 亿元，环比 2024Q2 末增长约 7.80 亿元，同比 2023Q3 末增长约 7.68 亿元。2024Q3 末公司预付款项和存货均创公司上市以来历史新高，存货和预付款项的大幅增长，展现公司供应链持续好转，已有较好交付能力，释放积极信号。

图 1: 寒武纪预付款项和存货环比情况



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 2: 寒武纪预付款项和存货同比情况



资料来源: wind, 光大证券研究所

三、盈利预测及估值评级

美国半导体出口管制继续升级, 新增 140 个实体清单企业, 利好自主可控。互联网、运营商、智算中心驱动国产算力需求加速成长。寒武纪是我国稀缺的 AI 算力芯片厂商, 随着自主可控升级以及国产算力需求景气度持续向上, 互联网大厂等下游厂商的国产算力采购需求有望进一步增加, 公司营收有望迎来快速放量, 业绩有望扭亏为盈。预付账款与存货大幅增长展现公司供应链逐渐好转, 预期未来公司交付能力有望持续提升, 带来业绩持续向好。上调公司 24-26 年营收预测至 19/44/58 亿元, 较上次预测+4%/+65%/+75%; 上调公司 24-26 年归母净利润预测至-1.97/-0.02/3.76 亿元, 较上次预测亏损缩窄/亏损缩窄/+59%。考虑到 AI 芯片的设计难度以及未来发展空间, 公司为国内 AI 芯片龙头, 具备高度稀缺性和先发优势, 维持“增持”评级。

风险提示: 研发工作未达预期风险、AI 应用推广不及预期风险、持续亏损带来的持续经营风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	729	709	1,872	4,437	5,804
营业收入增长率	1.11%	-2.70%	163.83%	137.05%	30.81%
归母净利润 (百万元)	-1,257	-848	-197	-2	376
归母净利润增长率	NA	NA	NA	NA	18900%
EPS (元)	-3.14	-2.04	-0.47	-0.01	0.90
ROE (归属母公司) (摊薄)	-25.88%	-15.02%	-3.61%	-0.04%	6.45%
P/E	NA	NA	NA	NA	731
P/B	54.4	48.6	50.4	50.4	47.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-12-24, 注: 2022、2023、2024 年及之后总股本分别为 4.01/4.17/4.17 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	729	709	1,872	4,437	5,804
营业成本	250	219	651	1,515	1,938
折旧和摊销	285	250	175	222	270
税金及附加	3	4	8	20	26
销售费用	83	82	131	266	290
管理费用	297	154	318	621	696
研发费用	1,523	1,118	2,152	2,973	3,598
财务费用	-52	-45	-202	27	137
投资收益	91	74	90	90	90
营业利润	-1,324	-876	-203	-8	368
利润总额	-1,323	-875	-201	-7	369
所得税	2	3	1	0	-1
净利润	-1,325	-878	-202	-7	371
少数股东损益	-68	-30	-5	-5	-5
归属母公司净利润	-1,257	-848	-197	-2	376
EPS(元)	-3.14	-2.04	-0.47	-0.01	0.90

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-1,330	-596	-815	-1,905	691
净利润	-1,257	-848	-197	-2	376
折旧摊销	285	250	175	222	270
净营运资金增加	-1,494	-757	1,698	5,510	-1,555
其他	1,135	760	-2,491	-7,635	1,601
投资活动产生现金流	777	425	-64	-180	-210
净资本支出	-284	-100	-230	-270	-300
长期投资变化	222	230	0	0	0
其他资产变化	839	295	166	90	90
融资活动现金流	99	1,657	202	4,133	-2,033
股本变化	1	16	0	0	0
债务净变化	10	-28	0	4,160	-1,896
无息负债变化	-188	-114	658	1,146	51
净现金流	-454	1,486	-677	2,048	-1,552

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	65.8%	69.2%	65.2%	65.9%	66.6%
EBITDA 率	-90.6%	-45.1%	-55.0%	3.4%	11.8%
EBIT 率	-131.3%	-82.4%	-64.4%	-1.6%	7.2%
税前净利润率	-181.4%	-123.3%	-10.7%	-0.2%	6.4%
归母净利润率	-172.4%	-119.6%	-10.5%	0.0%	6.5%
ROA	-23.0%	-13.7%	-2.9%	-0.1%	3.5%
ROE (摊薄)	-25.9%	-15.0%	-3.6%	0.0%	6.4%
经营性 ROIC	-40.2%	-39.9%	-37.5%	-0.8%	5.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	14%	11%	20%	55%	45%
流动比率	7.85	12.19	5.44	1.77	2.15
速动比率	7.32	11.98	5.15	1.53	1.81
归母权益/有息债务	77.13	160.62	155.02	1.30	2.53
有形资产/有息债务	86.80	178.03	189.35	2.84	4.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	5,770	6,418	6,875	12,174	10,699
货币资金	2,467	3,954	3,276	5,324	3,772
交易性金融资产	0	700	700	700	700
应收账款	766	644	1,684	3,549	3,482
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	30	26	75	177	232
存货	287	99	326	1,515	1,551
其他流动资产	651	37	42	55	62
流动资产合计	4,255	5,648	6,130	11,382	9,877
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	222	230	230	230	230
固定资产	233	142	168	190	198
在建工程	26	109	82	61	46
无形资产	291	150	208	256	295
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7	13	13	13	13
非流动资产合计	1,515	771	745	792	822
总负债	831	689	1,347	6,653	4,808
短期借款	0	0	0	4,160	2,264
应付账款	230	237	456	1,060	969
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	542	463	1,127	6,433	4,588
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	247	220	220	220	220
非流动负债合计	288	225	220	220	220
股东权益	4,940	5,730	5,528	5,520	5,891
股本	401	417	417	417	417
公积金	7,874	9,577	9,577	9,577	9,615
未分配利润	-3,372	-4,221	-4,418	-4,420	-4,082
归属母公司权益	4,855	5,650	5,453	5,451	5,826
少数股东权益	85	80	75	70	65

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	11.35%	11.57%	7.00%	6.00%	5.00%
管理费用率	40.69%	21.65%	17.00%	14.00%	12.00%
财务费用率	-7.12%	-6.31%	-10.81%	0.61%	2.36%
研发费用率	208.92%	157.53%	115.00%	67.00%	62.00%
所得税率	0%	0%	0%	0%	0%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-3.32	-1.43	-1.96	-4.57	1.66
每股净资产	12.11	13.56	13.09	13.08	13.99
每股销售收入	1.82	1.70	4.49	10.65	13.93

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	NA	NA	NA	NA	731
PB	54.4	48.6	50.4	50.4	47.1
EV/EBITDA	NA	NA	NA	1829.7	403.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP