

➤ **事件：**公司 2025 年 4 月 18 日发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 11.74 亿元，同比增长 65.56%；归母净利润亏损 4.52 亿元，上年同期亏损 8.48 亿元；2025 年一季度实现营业收入 11.11 亿元，同比增长 4230.22%；归母净利润为 3.55 亿元，上年同期为亏损 2.27 亿元。

➤ **收入持续大幅提升，存货等关键指标验证 AI 芯片业务高景气度延续。1) 收入持续高增：**2024 年公司云端产品线业务收入 11.66 亿元，同比增加 1187.78%。2024 年公司持续拓展市场，积极助力人工智能应用落地，使得报告期内云端产品线收入较上年同期大幅增长。2025 年一季度公司持续拓展市场，积极助力人工智能应用落地，收入较上年同期大幅增长。**2) 存货及预付账款端：**公司 2025 年一季度末存货 27.55 亿元，较 2024 年年末的 17.74 亿元大幅提升；2025 年一季度末预付账款 9.73 亿元，较 2024 年年末的 7.74 亿元同样大幅提升。2024 年底公司存货 17.74 亿元，2023 年年底约为 1 亿元；2024 年末预付账款 7.74 亿元，2023 年底约为 1.48 亿元。存货、预付账款持续大幅增加，验证公司需求端景气度以及自身供应链韧性，AI 芯片业务高景气度有望延续。

➤ **多个细分领域取得重要突破，持续投入研发保持自身核心竞争力。1) 多个细分领域市场突破：**在互联网及运营商领域，公司的产品的性能和稳定性获得了客户的广泛认可；在金融领域，公司不仅为传统人工智能应用提供算力支持，还全面开展大模型的适配优化工作，助力银行、保险公司及基金公司等客户将大模型应用于实际业务场景；在交通领域，公司参与多地车路云一体化项目、智慧停车和智慧高速业务，推动交通数字化发展，在轨道行业与关键客户在智慧货检、语音购票等方面深入合作，实现铁路服务的智能化升级。**2) 持续投入研发保持自身核心竞争力：**公司投入研发大规模分布式训练软件平台，迭代更新了 Megatron、Transformer Engine 等业界主流分布式训练组件，使训练软件平台能够满足主流大模型的分布式训练需求，有效降低新模型的适配周期。在生态建设方面，训练软件平台支持 Pytorch 多个版本，适配多种重要功能，实现对多个训练和推理重点业务的支撑，并建立了快速跟进社区版本的长效机制。同时，增加了对多种主流模型训练的支持，优化热点算子性能，全面支持基于 ROCE 网卡的分布式通信功能，提升了多机分布式训练性能。

➤ **投资建议：**公司是国产 AI 芯片龙头，积极研发新一代智能处理器微架构和指令集，推动智能芯片及加速卡在互联网、运营商、金融、能源等多个重点行业持续落地。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 12.71/22.66/31.97 亿元，对应 PE 分别为 220X、123X、87X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧的风险；下游需求释放不及预期；海外政策波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,174	5,035	8,038	10,754
增长率 (%)	65.6	328.7	59.6	33.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	-452	1,271	2,266	3,197
增长率 (%)	46.7	380.9	78.3	41.1
每股收益 (元)	-1.08	3.04	5.43	7.66
PE	/	220	123	87
PB	51.5	41.8	32.6	25.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

669.54 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lwwei_yj@mszq.com

分析师 郭新宇

执业证书：S0100518120001

邮箱：guoxinyu@mszq.com

相关研究

1.寒武纪-U (688256.SH) 2024 年三季报点评：单季度收入大幅提升，国产 AI 算力龙头潜力可期-2024/11/02

2.寒武纪-U (688256.SH) 2024 年半年报点评：持续研发奠定发展基础，生态逐步完善助力加速成长-2024/09/02

3.寒武纪-U (688256.SH) 首次覆盖报告：预期差较大的国产 AI 芯片引领者-2024/05/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,174	5,035	8,038	10,754
营业成本	508	1,996	3,041	4,002
营业税金及附加	3	18	30	40
销售费用	70	252	362	430
管理费用	181	352	522	645
研发费用	1,216	1,561	2,331	2,903
EBIT	-479	1,303	2,307	3,260
财务费用	-19	-13	-21	-23
资产减值损失	-53	-55	-67	-88
投资收益	23	50	80	108
营业利润	-456	1,313	2,342	3,304
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	-456	1,314	2,343	3,305
所得税	1	4	7	10
净利润	-457	1,310	2,336	3,295
归属于母公司净利润	-452	1,271	2,266	3,197
EBITDA	-270	1,514	2,857	3,922

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,986	2,717	2,970	3,865
应收账款及票据	314	1,324	2,114	2,828
预付款项	774	2,995	4,562	6,003
存货	1,774	1,039	1,600	2,105
其他流动资产	951	578	830	1,053
流动资产合计	5,800	8,653	12,076	15,854
长期股权投资	247	247	247	247
固定资产	231	372	441	453
无形资产	183	333	241	362
非流动资产合计	917	1,236	1,152	1,245
资产合计	6,718	9,889	13,228	17,099
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	515	1,969	3,000	3,947
其他流动负债	203	662	1,023	1,325
流动负债合计	818	2,731	4,123	5,372
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	469	418	410	416
非流动负债合计	469	418	410	416
负债合计	1,287	3,149	4,533	5,789
股本	417	417	417	417
少数股东权益	8	47	117	216
股东权益合计	5,430	6,741	8,695	11,311
负债和股东权益合计	6,718	9,889	13,228	17,099

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	65.56	328.72	59.63	33.79
EBIT 增长率	51.19	371.85	76.96	41.35
净利润增长率	46.69	380.93	78.30	41.09
盈利能力 (%)				
毛利率	56.71	60.35	62.16	62.78
净利率	-38.51	25.24	28.19	29.73
总资产收益率 ROA	-6.73	12.85	17.13	18.69
净资产收益率 ROE	-8.34	18.98	26.41	28.81
偿债能力				
流动比率	7.09	3.17	2.93	2.95
速动比率	3.76	1.55	1.30	1.32
现金比率	2.43	0.99	0.72	0.72
资产负债率 (%)	19.16	31.84	34.27	33.85
经营效率				
应收账款周转天数	94.66	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	1273.58	200.00	200.00	200.00
总资产周转率	0.18	0.61	0.70	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	-1.08	3.04	5.43	7.66
每股净资产	12.99	16.03	20.55	26.58
每股经营现金流	-3.88	1.21	2.47	5.32
每股股利	0.00	0.91	1.63	2.30
估值分析				
PE	/	220	123	87
PB	51.5	41.8	32.6	25.2
EV/EBITDA	/	184.21	97.65	71.12
股息收益率 (%)	0.00	0.14	0.24	0.34

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-457	1,310	2,336	3,295
折旧和摊销	209	211	550	662
营运资金变动	-1,264	-1,079	-1,933	-1,840
经营活动现金流	-1,618	506	1,032	2,220
资本开支	-366	-426	-438	-714
投资	-90	760	0	0
投资活动现金流	-412	324	-358	-607
股权募资	56	0	0	0
债务募资	100	0	0	0
筹资活动现金流	48	-100	-422	-719
现金净流量	-1,982	731	253	895

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048