

2025 年 4 月 22 日 星期二

【公司评论】

黄晨

+852 2532 1954

chen.huang@firstshanghai.com.hk

行业	半导体
股价	695.00 元人民币

A 股市值 2,901 亿元人民币

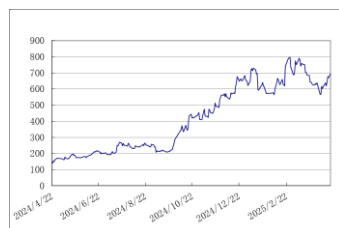
已发行股本 4.17 亿股

52 周高/低 818.87 元人民币

/130.02 元人民币

每股净现值 13.98 元人民币

股价表现



寒武纪 (688256): 25Q1 环比持续增长, 存货预付积极增加保障交付能力

事件:

2025 年 4 月 18 日, 寒武纪发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年, 公司实现营业收入 11.7 亿元, 同比增长 65.6%, 实现归母净利润亏损 4.5 亿元, 扣非归母净利润亏损 8.7 亿元, 同比实现减亏。2025 年一季度, 公司实现收入 11.1 亿元, 同比增长 4230.2%, 环比增长 12.4%, 实现归母净利润 3.6 亿元, 同比增长 256.8%, 环比增长 30.8%, 实现扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比扭亏, 环比高速增长。

收入环比增长验证需求高景气, 存货预付款增加展现供应链韧性

1) **收入端**: 2025 年一季度, 公司收入实现环比增长, 验证了公司在互联网和其他行业客户端市场拓展取得成效, 公司产品的需求和出货有持续性。2) **存货端**: 2025 年一季度, 公司存货 27.6 亿元, 较 2024 年末的 17.7 亿元环比大幅提升 55.3%。3) **预付款端**: 2025 年一季度公司预付款 9.7 亿元, 环比 2024 年末的 7.7 亿元环比大幅增长 25.7%。存货和预付款大幅增长, 为公司未来的产品交付提供保障, 进一步展现了客户端需求的旺盛和国产芯片供应链的韧性。

应用持续落地, 国产芯片需求强劲

2025 年开年以来, 以 DeepSeek 为代表的公司推动大模型训练和推理大幅降本, 促进 AI 在各行各业不断应用落地, 带动 AI 芯片需求保持强劲。随着 AI 芯片需求重心从训练往推理演进, 国产芯片落地场景进一步拓宽, 市场空间扩大。

- ✓ **互联网客户**: 公司产品已经在包括字节、阿里、百度、腾讯等互联网大厂进行广泛测试, 2024 年底开始在部分客户中迎来批量出货。随着大模型应用持续落地, 公司在互联网公司推理服务器市场有望迎来新机遇。据不完全统计, 包括字节、阿里、腾讯在内的互联网厂商有数十万台的 AI 服务器需求, 短中期市场空间可达千亿元人民币。
- ✓ **行业客户**: 公司配合各个行业客户进行细分场景落地。**金融领域**, 除为传统人工智能应用提供算力支持, 公司产品还助力银行、保险、基金公司将大模型应用于实际业务场景。**交通领域**, 公司参与多地车路云一体化、智慧停车、智慧高速项目, 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。此外, 公司还配合传统产业智能化转型, 助力**智慧矿山**、**智慧粮仓**项目的落地。

美国限制 AI 芯片出口助力公司业务腾飞

美国政府层层收紧对中国高端算力芯片供应。2025 年 1 月 13 日, 美国商务部发布了关于《人工智能扩散的临时最终规则》, 对 AI 芯片出口到其核心“朋友圈”以外的国家进一步收紧。2025 年 4 月 16 日, 英伟达公告称, 因美国出口限制, 认列了向一些地区和国家出口 H20 芯片产生相关支出约 55 亿美元, 间接证实了美国对 H20 及类似性能芯片 (如 AMD MI308) 的出口管制。我们认为相关禁令显著利好以寒武纪为代表的国产芯片公司, 在下游客户难以获取海外竞争对手先进算力芯片的情况下, 国产替代成为必然的选择。

芯片国产化供应链成为后续关注点

2025 年 1 月 15 日，美国商务部 BIS 发布《先进计算集成电路额外尽职调查措施》，限制台积电、三星等晶圆代工厂对客户 16nm/14nm 以下制程芯片流片的管制，核心目的是限制中国芯片设计公司获取海外先进代工产能来生产高算力芯片。在美国对海外先进代工产能持续收紧的背景下，国产算力供应链，包括晶圆代工厂、先进封装厂，成为支撑国产算力芯片量产落地的保障。建议持续关注国产供应链在产能、良率以及更先进制程上的突破。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、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它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)