

寒武纪 (688256)

2025Q1 季报点评:

反季节性创新高，强化算力扩张逻辑

报告正文

◆ 单季度业绩创新高，或转向新客户结构

2025年一季度公司实现收入 11.11 亿元（同比增速 4230.22%，环比增速 12.36%），归母净利润 3.55 亿元（同比增速 256.82%，环比增速 30.61%）。公司一季度取得历史最高单季度营收，并且打破了公司前三季度是淡季的历史传统，我们认为可能是由于公司客户结构改变所致。

据公司 2024 年报，由于公司积极助力人工智能应用落地，使得公司 2024 年的云端产品线收入较上年同期大幅增长。我们认为 2025Q1 的增长也是源于 AI 算力的驱动，且为公司带来了新的客户或业务增量，有别于历史，新客户或业务的付款周期可能大幅缩短，利于公司获得更充足的现金流进行备货。

◆ 供给充足，继续大额采购

公司在购买商品、接受劳务支付的现金继续高速增长，2025Q1 达 18.66 亿元（24Q3 为 11.28 亿元，24Q4 为 11.97 亿元）。公司存货水位随着采购增长而增加，达到 27.55 亿元（24Q3 为 10.15 亿元，24Q4 为 17.74 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。

◆ 投资建议

中美贸易争端激烈，海外算力芯片的获取难度上升，我国科技独立的逻辑进一步强化。公司作为 GPU 稀缺标的，以业绩说明国产算力正获得客户认可。预计 2025-2027 年分别实现归母净利润 12.93 亿元、24.18 亿元、36.10 亿元。当前股价对应 PE 分别为 216.21、115.60、77.42 倍。鉴于公司业绩处于加速增长阶段，收入和利润率有望继续超预期，维持公司“买入”评级。

投资评级

买入

维持评级

2025年04月18日

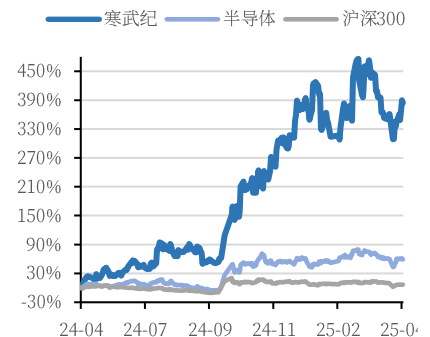
收盘价(元):

669.54

公司基本数据

总股本(百万股)	417.46
总市值(百万)	279,503.99
流通股本(百万股)	417.46
流通市值(百万)	279,503.99
12月最高/最低价(元)	818.87/130.02
资产负债率(%)	15.97
每股净资产(元)	13.96
市盈率(TTM)	2,153.28
市净率(PB)	47.96
净资产收益率(%)	6.10

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

积极备货传递成长信号 —2024-11-05

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

◆ 风险提示

下游需求不及预期；新品市场拓展速度不及预期；行业竞争加剧的风险；
高端芯片量产爬坡进度不及预期。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	709.39	1174.46	5023.43	7532.36	10167.83
增长率（%）	-2.70	65.56	327.72	49.94	34.99
归母净利润（百万元）	-848.44	-452.34	1292.75	2417.92	3610.41
增长率（%）	32.48	46.69	385.79	87.04	49.32
毛利率（%）	69.16	56.71	56.31	56.11	56.00
每股收益（元）	-2.03	-1.08	3.10	5.79	8.65
市盈率 PE	-329.43	-617.91	216.21	115.60	77.42
市净率 PB	49.47	51.54	41.62	30.60	21.93
净资产收益率 ROE（%）	-15.02	-8.34	19.25	26.47	28.33

资料来源：ifind，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3953.71	1986.49	3374.88	6475.91	10903.13	营业收入	709.39	1174.46	5023.43	7532.36	10167.83
应收票据及账款	683.57	334.03	1114.56	1464.86	1420.25	营业成本	218.80	508.41	2194.85	3306.14	4474.18
预付账款	147.90	774.38	1472.17	2207.44	2979.79	税金及附加	4.35	2.97	21.89	32.82	44.30
其他应收款	26.14	19.25	158.43	237.56	320.68	销售费用	82.07	70.06	75.35	75.32	101.68
存货	99.40	1773.97	1803.99	1358.69	1225.80	管理费用	153.56	180.53	200.94	225.97	254.20
其他流动资产	736.79	912.19	2558.56	3456.75	4400.24	研发费用	1117.51	1215.87	1255.86	1355.83	1423.50
流动资产总计	5647.52	5800.32	10482.59	15201.21	21249.89	财务费用	-44.77	-19.32	-7.28	-17.62	-31.03
长期股权投资	229.56	246.59	252.56	258.53	264.51	资产减值损失	-138.03	-52.92	-226.34	-339.38	-458.13
固定资产	182.61	247.14	164.72	78.38	-11.88	信用减值损失	-133.99	137.23	0.00	0.00	0.00
在建工程	109.16	150.23	125.19	100.15	75.11	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	149.93	182.76	42.27	-98.23	-238.73	投资收益	74.25	22.68	62.77	62.77	62.77
长期待摊费用	5.60	15.02	7.51	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.27	-0.08	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	93.66	75.75	75.75	75.75	75.75	资产处置收益	-0.41	1.28	0.15	0.15	0.15
非流动资产合计	770.52	917.50	668.00	414.59	164.77	其他收益	144.23	220.12	212.38	212.38	212.38
资产总计	6418.04	6717.81	11150.59	15615.80	21414.66	营业利润	-875.81	-455.75	1330.79	2489.82	3718.18
短期借款	0.00	100.09	0.00	0.00	0.00	营业外收入	1.31	0.72	1.22	1.22	1.22
应付票据及账款	237.23	514.64	2209.23	3327.81	4503.49	营业外支出	0.25	0.74	0.36	0.36	0.36
其他流动负债	225.95	203.40	1713.23	2568.08	3466.40	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	463.18	818.14	3922.47	5895.88	7969.89	利润总额	-874.74	-455.77	1331.65	2490.68	3719.04
长期借款	5.14	1.77	-5.01	-10.61	-14.81	所得税	3.34	1.16	-3.59	-6.71	-10.01
其他非流动负债	220.19	467.43	467.43	467.43	467.43	净利润	-878.08	-456.93	1335.23	2497.38	3729.05
非流动负债合计	225.33	469.20	462.42	456.82	452.62	少数股东损益	-29.64	-4.59	42.48	79.46	118.64
负债合计	688.51	1287.33	4384.88	6352.71	8422.51	归属母公司股东净利润	-848.44	-452.34	1292.75	2417.92	3610.41
股本	416.59	417.46	417.46	417.46	417.46	EBITDA	-589.27	-265.74	1579.82	2732.44	3943.81
资本公积	9577.34	9808.85	9808.85	9808.85	9808.85	NOPLAT	-1118.18	-889.95	1326.92	2478.71	3696.93
留存收益	-4344.09	-4803.65	-3510.90	-1092.97	2517.44	EPS(元)	-2.03	-1.08	3.10	5.79	8.65
归属母公司权益	5649.84	5422.66	6715.41	9133.33	12743.74						
少数股东权益	79.69	7.82	50.30	129.76	248.41						
股东权益合计	5729.53	5430.48	6765.71	9263.09	12992.15						
负债和股东权益合计	6418.04	6717.81	11150.59	15615.80	21414.66						
						主要财务比率					
						会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表						成长能力					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营收增长率	-2.70%	65.56%	327.72%	49.94%	34.99%
税后经营利润	-878.08	-456.93	1058.33	2220.48	3452.15	营业利润增长率	33.86%	47.96%	392.00%	87.09%	49.34%
折旧与摊销	330.23	209.35	255.46	259.39	255.80	EBIT增长率	33.11%	48.33%	378.76%	86.74%	49.13%
财务费用	-44.77	-19.32	-7.28	-17.62	-31.03	EBITDA增长率	41.53%	54.90%	694.50%	72.96%	44.33%
投资损失	-74.25	-22.68	-62.77	-62.77	-62.77	归母净利润增长率	32.48%	46.69%	385.79%	87.04%	49.32%
营运资金变动	-190.32	-1442.72	-89.46	355.83	452.54	经营现金流增长率	55.22%	-171.68%	188.40%	111.94%	43.26%
其他经营现金流	261.65	114.34	276.01	276.01	276.01	盈利能力					
经营性现金净流量	-595.54	-1617.96	1430.29	3031.31	4342.70	毛利率	69.16%	56.71%	56.31%	56.11%	56.00%
资本支出	126.95	118.81	0.00	0.00	-0.00	净利率	-123.78%	-38.91%	26.58%	33.16%	36.68%
长期投资	-84.98	-91.69	0.00	0.00	0.00	营业利润率	-123.46%	-38.80%	26.49%	33.05%	36.57%
其他投资现金流	636.59	-201.16	57.69	57.69	57.69	ROE	-15.02%	-8.34%	19.25%	26.47%	28.33%
投资性现金净流量	424.66	-411.65	57.69	57.69	57.69	ROA	-13.22%	-6.73%	11.59%	15.48%	16.86%
短期借款	0.00	100.09	-100.09	0.00	0.00	ROIC	-56.68%	-83.10%	46.67%	80.79%	136.43%
长期借款	-36.56	-3.37	-6.78	-5.59	-4.20	估值倍数					
普通股增加	15.78	0.86	0.00	0.00	0.00	P/E	-329.43	-617.91	216.21	115.60	77.42
资本公积增加	1703.07	231.51	0.00	0.00	0.00	P/S	394.01	237.98	55.64	37.11	27.49
其他筹资现金流	-25.39	-281.21	7.28	17.62	31.03	P/B	49.47	51.54	41.62	30.60	21.93
筹资性现金净流量	1656.90	47.89	-99.59	12.02	26.83	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
现金流量净额	1486.40	-1981.74	1388.39	3101.03	4427.22	EV/EBIT	-56.17	-572.75	208.29	110.42	72.95
						EV/EBITDA	-87.64	-1023.96	174.61	99.94	68.22
						EV/NOPLAT	-46.19	-305.75	207.89	110.17	72.77

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:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

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