

# 寒武纪-U (688256)

## 2024 年报&25Q1 季报点评: 第一大客户营收贡献高, 存货持续大增

买入 (维持)

2025 年 04 月 25 日

证券分析师 陈海进

执业证书: S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

研究助理 李雅文

执业证书: S0600125020002

liyw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	709.39	1,174.46	5,255.04	8,140.54	10,986.88
同比 (%)	(2.70)	65.56	347.44	54.91	34.97
归母净利润 (百万元)	(848.44)	(452.34)	1,313.01	2,212.81	3,056.45
同比 (%)	32.47	46.69	390.27	68.53	38.13
EPS-最新摊薄 (元/股)	(2.03)	(1.08)	3.15	5.30	7.32
P/E (现价&最新摊薄)	(340.46)	(638.60)	220.00	130.54	94.51

### 投资要点

- **业绩基本符合预期, Q1 净利率持续提升。** 24 年公司实现营收 11.7 亿元, yoy+66%, 25Q1 营收 11.1 亿元, yoy+4230%, qoq+12%。24 年实现归母净利润-4.5 亿元, yoy+47%, 25Q1 归母 3.6 亿元, yoy+257%, qoq+32%。盈利能力方面, 24Q4/25Q1 公司毛利率为 56.99%/55.99%, 公司净利率为 27.45%/31.96%, 在毛利率环比略降的情况下, 净利率实现较大幅度的提升, 或体现规模效应。
- **资产负债表再超预期, 25 年业绩可期。** 存货方面, 24Q2/24Q3/24Q4/25Q1 存货分别达到 2.4/10.2/17.7/27.6 亿元。货币资金方面, 24Q4/25Q1 货币资金分别达到 19.9/6.5 亿元。假设该产品毛利率对应 55.99% (以公司 25Q1 毛利率计算), 或对应 62.7 亿潜在营收贡献。展望全年, 我们认为公司营收有望逐季释放, 规模效应有望逐季增强。
- **第一大客户贡献较高, 占据客户资源优势。** 据公司 24 年年报, 前五大客户合计贡献 11.1 亿营收, 占总营收比重达到 94.6%。其中第一大客户为公司长期合作伙伴, 24 年贡献 9.3 亿营收, 占总营收比重达到 79%。主要由于公司的智能芯片产品竞争力不断提升, 在长期合作过程中得到客户认可, 因此该客户于 24 年增加采购。我们认为寒武纪占据客户资源优势, 有望支撑营收再上新台阶, 并且凭借技术优势和产品布局, 有望在新一轮增长周期中获得显著市场份额。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内 AI 芯片领军者, 随着 AI 芯片市场规模的快速增长, 公司有望依托不断扩展的产品布局和生态建设逐步抢占市场。基于公司 2024 年&25Q1 季度业绩公告, 我们上调 2025-2026 年归母净利润分别为 13.1/22.1 亿元 (前值: 2.1/4.1 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 30.6 亿元。维持“买入”评级。
- **风险提示:** AI 需求不及预期风险, 公司持续稳定经营风险, 客户集中度较高风险, 供应链稳定相关风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	691.96
一年最低/最高价	153.20/818.87
市净率(倍)	49.56
流通 A 股市值(百万元)	288,863.37
总市值(百万元)	288,863.37

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.96
资产负债率(% ,LF)	15.97
总股本(百万股)	417.46
流通 A 股(百万股)	417.46

### 相关研究

《寒武纪-U(688256): 寒武破晓, 算力腾飞》

2025-02-26

## 寒武纪-U 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>5,800</b>	<b>7,375</b>	<b>10,260</b>	<b>13,717</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,174</b>	<b>5,255</b>	<b>8,141</b>	<b>10,987</b>
货币资金及交易性金融资产	2,747	1,654	2,031	3,231	营业成本(含金融类)	508	2,234	3,583	4,945
经营性应收款项	1,088	1,438	1,708	1,988	税金及附加	3	13	19	24
存货	1,774	4,034	6,270	8,241	销售费用	70	84	90	97
合同资产	20	53	45	44	管理费用	181	200	228	253
其他流动资产	171	196	206	213	研发费用	1,216	1,682	2,117	2,582
<b>非流动资产</b>	<b>917</b>	<b>957</b>	<b>944</b>	<b>917</b>	财务费用	(19)	(46)	(18)	(28)
长期股权投资	247	247	247	247	加:其他收益	220	231	252	286
固定资产及使用权资产	247	196	164	137	投资净收益	23	32	37	44
在建工程	150	150	150	150	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	183	213	233	233	减值损失	84	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	3	2	2
长期待摊费用	15	15	15	15	<b>营业利润</b>	<b>(456)</b>	<b>1,353</b>	<b>2,415</b>	<b>3,446</b>
其他非流动资产	76	136	136	136	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6,718</b>	<b>8,331</b>	<b>11,204</b>	<b>14,634</b>	<b>利润总额</b>	<b>(456)</b>	<b>1,353</b>	<b>2,415</b>	<b>3,446</b>
<b>流动负债</b>	<b>818</b>	<b>1,114</b>	<b>1,323</b>	<b>1,435</b>	减:所得税	1	14	157	327
短期借款及一年内到期的非流动负债	113	109	109	109	<b>净利润</b>	<b>(457)</b>	<b>1,340</b>	<b>2,258</b>	<b>3,119</b>
经营性应付款项	515	776	995	1,099	减:少数股东损益	(5)	27	45	62
合同负债	1	3	4	5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(452)</b>	<b>1,313</b>	<b>2,213</b>	<b>3,056</b>
其他流动负债	190	227	216	222	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.08)	3.15	5.30	7.32
非流动负债	469	397	802	1,002	EBIT	(479)	1,308	2,397	3,418
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(270)	1,524	2,594	3,610
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	56.71	57.48	55.99	54.99
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	(38.51)	24.99	27.18	27.82
其他非流动负债	467	395	800	1,000	收入增长率(%)	65.56	347.44	54.91	34.97
<b>负债合计</b>	<b>1,287</b>	<b>1,511</b>	<b>2,126</b>	<b>2,437</b>	归母净利润增长率(%)	46.69	390.27	68.53	38.13
归属母公司股东权益	5,423	6,786	8,999	12,055					
少数股东权益	8	35	80	142					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,430</b>	<b>6,821</b>	<b>9,079</b>	<b>12,197</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,718</b>	<b>8,331</b>	<b>11,204</b>	<b>14,634</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1,618)	(841)	122	1,123	每股净资产(元)	12.99	16.26	21.56	28.88
投资活动现金流	(412)	(221)	(146)	(119)	最新发行在外股份(百万股)	417	417	417	417
筹资活动现金流	48	(30)	401	196	ROIC(%)	(8.50)	20.75	27.80	28.78
现金净增加额	(1,982)	(1,093)	377	1,200	ROE-摊薄(%)	(8.34)	19.35	24.59	25.35
折旧和摊销	209	216	198	192	资产负债率(%)	19.16	18.13	18.97	16.65
资本开支	(366)	(192)	(183)	(163)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(638.60)	220.00	130.54	94.51
营运资本变动	(1,264)	(2,367)	(2,299)	(2,146)	P/B(现价)	53.27	42.57	32.10	23.96

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>