

集成电路

寒武纪（688256.SH）

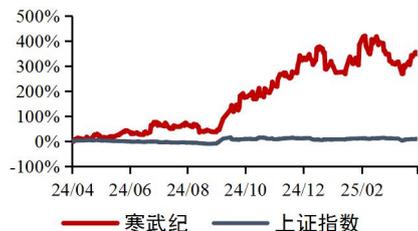
买入-A(首次)

国内领先的 AI 芯片供应商，2025Q1 扣非净利润迎拐点

2025 年 4 月 24 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 4 月 23 日

收盘价(元):	685.21
年内最高/最低(元):	818.87/138.50
流通 A 股/总股本(亿):	4.17/4.17
流通 A 股市值(亿):	2,860.46
总市值(亿):	2,860.46

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益(元):	0.85
摊薄每股收益(元):	0.85
每股净资产(元):	13.98
净资产收益率(%):	6.09

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

傅盛盛

执业登记编码：S0760523110003

邮箱：fushengsheng@sxzq.com

事件

➤ 近日，寒武纪发布 2024 年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 11.74 亿元，同比增长 65.56%；归母净利润-4.52 亿元，同比大幅减亏；扣非净利润-8.65 亿元，同比 2023 年的-10.43 亿元有所改善。2025Q1，公司实现营业收入 11.11 亿元，同比增长 4230.22%，环比+12.36%；实现归母净利润 3.55 亿元，同比扭亏，环比+30.61%；实现扣非净利润 2.76 亿元，同比扭亏。

点评

➤ **2024Q4 归母净利润扭亏为盈，2025Q1 扣非净利润迎来盈利拐点。**2024Q4，公司归母净利润 2.72 亿元，首次实现单季度盈利；2025Q1，公司扣非净利润 2.76 亿元，迎来盈利拐点。2025Q1 毛利率 55.99%，环比 2024Q4 的 56.99% 下滑一个百分点，同比 2024Q1 的 57.61% 下降 1.62pct。规模效应显现，费用率同比大幅下降。2025Q1 销售、管理和研发费用率分别为 1.29%、3.88%、24.53%，较 2024 年同期大幅下降。

➤ **存货增长明显，为后续业绩增长提供有力支撑。**2025Q1 公司存货 27.55 亿元，环比 2024 年报的 17.74 亿元增长明显。公司专注于智能芯片的设计和制造，将晶圆制造、封装测试等其余环节委托给晶圆代工厂、封测企业，公司存货主要为代工晶圆和库存商品，参考 2024 年年报，库存商品和委托加工物资（代工晶圆）合计占比 80.33%。在 AI 芯片供需紧张背景下，公司存货大幅增长为后续业绩增长提供有力支撑。

➤ **产品力得到客户广泛认可，有望持续受益 AI 产业趋势。**根据 Yole 测算，为了应对人工智能对算力的需求，全球 IDC GPU 市场规模有望从 2024 年的 856 亿美元增长到 2029 年的 1620 亿美元。在美加大出口管制背景下，国内互联网运营商等终端客户对 AI 芯片自主可控需求强烈。公司持续迭代产品，获得客户广泛认可。公司产品持续在互联网、运营商、金融等多个重点行业应用场景落地，在软件平台易用性、大规模商业场景部署的稳定性、人工智能应用场景的普适性方面获得了行业客户的广泛认可。

投资建议：

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.24/21.92/30.14 亿元；EPS 分别为 3.89/5.25/7.22 元；对应公司 2025 年 4 月 22 日收盘价 694.98 元，2025-2027 年 PE 分别为 178.7/132.4/96.3。寒武纪是国内领先的 AI 芯片供应商，有望持续受益 AI 产业发展浪潮和芯片自主可控趋势，首次覆盖，给予公司“买入”



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

-A”评级。

风险提示：

核心竞争力风险

公司所处行业为技术密集型行业。公司是目前行业内少数全面系统掌握了智能芯片及其基础系统软件研发和产品化核心技术的企业之一，公司掌握的核心技术具有一定技术壁垒，关键核心技术处于行业的领先水平。但随着人工智能应用及算法的逐步普及，人工智能芯片受到了多家集成电路龙头企业的重视，该领域也成为多家初创集成电路设计公司发力的重点。此外，研发项目的进程及结果的不确定性较高，公司将面临前期的研发投入难以收回、预计效益难以达到的风险。

客户集中度较高的风险

近三年，公司前五大客户的销售金额合计占营业收入比例分别为 84.94%、92.36%和 94.63%，客户集中度较高。若公司主要客户经营发生变动或者需求放缓，可能给公司业绩带来不利影响。此外，公司面临着新客户拓展的业务开发压力，如果新客户拓展情况未达到预期，亦会对公司经营业绩造成一定不利影响。

供应链稳定风险

公司采用 Fabless 模式经营，供应商包括 IP 授权厂商、服务器厂商、晶圆制造厂和封装测试厂等。由于集成电路整个产业链是专业化分工且技术门槛较高，加之公司及部分子公司已被列入“实体清单”，将对公司供应链的稳定造成一定风险。切换新供应商将产生一定成本，将可能对公司经营业绩产生不利影响。

行业风险

近年来，随着人工智能应用及算法的逐步普及，人工智能芯片受到了多家集成电路龙头企业的重视，该领域也成为多家初创集成电路设计公司发力的重点。总体来看，人工智能芯片技术仍处于发展阶段，技术迭代速度较快，技术发展路径尚在探索中，尚未形成具有绝对优势的架构和系统生态。随着越来越多的厂商推出人工智能芯片产品，该领域市场竞争日趋激烈。目前，英伟达在全球人工智能芯片领域中仍占有绝对优势。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	709	1,174	5,609	8,170	11,712
YoY(%)	-2.7	65.6	377.6	45.7	43.3
净利润(百万元)	-848	-452	1,624	2,192	3,014
YoY(%)	32.5	46.7	458.9	35.0	37.5
毛利率(%)	69.2	56.7	56.0	54.0	52.0
EPS(摊薄/元)	-2.03	-1.08	3.89	5.25	7.22
ROE(%)	-15.3	-8.4	23.5	24.2	24.8
P/E(倍)	-342.0	-641.4	178.7	132.4	96.3
P/B(倍)	51.4	53.5	41.2	31.4	23.7
净利率(%)	-119.6	-38.5	28.9	26.8	25.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5648	5800	7027	9216	12097
现金	3954	1986	860	1605	2629
应收票据及应收账款	644	314	932	1110	1232
预付账款	148	774	1095	1628	2276
存货	99	1774	3162	3671	4359
其他流动资产	803	951	978	1202	1601
非流动资产	771	917	1536	1762	2119
长期投资	230	247	314	381	448
固定资产	142	231	636	695	732
无形资产	150	183	143	156	236
其他非流动资产	249	257	443	531	704
资产总计	6418	6718	8563	10978	14216
流动负债	463	818	997	1153	1300
短期借款	0	100	100	100	100
应付票据及应付账款	237	515	633	733	766
其他流动负债	226	203	264	319	435
非流动负债	225	469	469	469	469
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	225	469	469	469	469
负债合计	689	1287	1466	1622	1770
少数股东权益	80	8	50	118	195
股本	417	417	417	417	417
资本公积	9577	9809	9809	9809	9809
留存收益	-4221	-4673	-3008	-748	2343
归属母公司股东权益	5650	5423	7046	9238	12252
负债和股东权益	6418	6718	8563	10978	14216

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-596	-1618	-495	1679	2109
净利润	-878	-457	1666	2260	3091
折旧摊销	264	178	277	518	680
财务费用	-45	-19	-9	-5	-28
投资损失	-74	-23	-115	-109	-108
营运资金变动	-190	-1443	-2314	-985	-1526
其他经营现金流	327	146	-0	-0	-0
投资活动现金流	425	-412	-628	-939	-1112
筹资活动现金流	1657	48	-4	5	28
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.03	-1.08	3.89	5.25	7.22
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.43	-3.88	-1.19	4.02	5.05
每股净资产(最新摊薄)	13.53	12.99	16.88	22.13	29.35

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	709	1174	5609	8170	11712
营业成本	219	508	2468	3758	5621
营业税金及附加	4	3	22	35	49
营业费用	82	70	67	98	141
管理费用	154	181	213	294	386
研发费用	1118	1216	1346	1879	2577
财务费用	-45	-19	-9	-5	-28
资产减值损失	-272	84	-112	-163	-234
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	74	23	115	109	108
营业利润	-876	-456	1790	2429	3323
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	-875	-456	1791	2430	3323
所得税	3	1	125	170	233
税后利润	-878	-457	1666	2260	3091
少数股东损益	-30	-5	42	68	77
归属母公司净利润	-848	-452	1624	2192	3014
EBITDA	-689	-315	2043	2926	3964

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.7	65.6	377.6	45.7	43.3
营业利润(%)	33.9	48.0	492.9	35.7	36.8
归属于母公司净利润(%)	32.5	46.7	458.9	35.0	37.5
获利能力					
毛利率(%)	69.2	56.7	56.0	54.0	52.0
净利率(%)	-119.6	-38.5	28.9	26.8	25.7
ROE(%)	-15.3	-8.4	23.5	24.2	24.8
ROIC(%)	-16.2	-8.2	21.6	22.8	23.8
偿债能力					
资产负债率(%)	10.7	19.2	17.1	14.8	12.4
流动比率	12.2	7.1	7.0	8.0	9.3
速动比率	11.5	3.8	2.6	3.2	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	1.0	2.5	9.0	8.0	10.0
应付账款周转率	0.9	1.4	4.3	5.5	7.5
估值比率					
P/E	-342.0	-641.4	178.7	132.4	96.3
P/B	51.4	53.5	41.2	31.4	23.7
EV/EBITDA	-414.6	-914.6	141.6	98.5	72.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

