

寒武纪-U (688256. SH)

一季度业绩同环比高增，积极备货保障下游供应

优于大市

核心观点

2025 营收同比增长 4230.22%，归母净利润同比扭亏为盈。公司发布 2025 年第一季度报告，实现营收 11.11 亿元 (YoY +4230.22%)，归母净利润 3.55 亿元，同比扭亏为盈，扣非归母净利润 2.76 亿元，综合毛利率约为 55.99%。公司收入大幅增长主要受益于持续拓展市场，积极助力人工智能应用落地。在 AI 产业化趋势的浪潮下，国产算力需求旺盛且国产替代加速，公司产品获得市场认可。公司期末存货达 27.55 亿元，较年初 17.74 亿元增长 55.3%；预付款项达 9.73 亿元，较年初 7.74 亿元增长 25.7%。存货和预付款的持续增长，印证了公司积极备货应对旺盛的下游需求，为后续订单交付提供保障。

2024 年营收同比增长 65.56%，利润端亏损同比收窄 46.69%。公司 2024 年实现营收 11.74 亿元 (YoY +65.56%)，归母净利润 -4.52 亿元，公司综合毛利率为 56.71%，研发费用维持高位达到 12.16 亿元。分产品来看，云端产品线增长强劲，实现营收 11.66 亿元，同比增长 1187.78%，毛利率为 56.69%，已成为公司业绩增长的核心驱动力。边缘产品线实现收入 654 万元，IP 授权及软件业务收入 41 万元。公司产品在互联网、运营商、金融等多个重点行业应用场景持续落地，产品力获得客户广泛认可。

产品多行业应用场景落地，软件生态持续更新迭代。在互联网及运营商领域，公司的产品力得到了客户的广泛认可；金融领域与银行、保险、基金公司探索业务；交通领域参与多地车路云一体化项目、智慧停车、智慧高速业务；轨道行业推进铁路服务智能化升级，公司智能芯片产品为传统产业实现智能化转型提供硬件支持。软件方面，公司持续推进训练软件平台的研发和改进，在大规模分布式训练软件平台投入研发，迭代更新了 Megatron、TransformerEngine 等业界主流的分布式训练组件，使训练软件平台能够支撑主流的大模型分布式训练需求，降低新模型的适配周期。生态方面，提供 Pytorch 2.1/2.3/2.4/2.5 支持，适配 FSDP、SDPA、Inductor、MLU Graph 等重要功能，支撑多个训练和推理的重点业务落地，并实现了快速跟进社区版本的长效机制，可在社区版本发布后快速实现 MLU 适配版本的发布。

投资建议：我们看好公司人工智能处理器芯片的核心竞争力，公司积极备货以满足下游旺盛需求，未来业绩有望逐步兑现。我们预计 2025-2027 年公司营收增长至 50.24/72.81/101.9 亿元，归母净利润 11.19/21.20/33.27 亿元，当前股价对应 PE 分别为 263/139/88 倍，给予“优于大市”评级。

风险提示：公司尚未实现盈利且存在毛利率波动风险；客户集中度且上游供应链存在不稳定风险；行业竞争加剧风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	709	1,174	5,024	7,281	10,190
(+/-%)	-2.7%	65.6%	327.7%	44.9%	40.0%
净利润 (百万元)	-848	-452	1119	2120	3327
(+/-%)	32.5%	46.7%	347.4%	89.5%	56.9%
每股收益 (元)	-2.04	-1.08	2.68	5.08	7.97
EBIT Margin	-122.2%	-68.4%	22.4%	29.3%	32.7%
净资产收益率 (ROE)	-15.0%	-8.3%	17.1%	24.5%	27.8%
市盈率 (PE)	-345.5	-649.3	262.5	138.5	88.3
EV/EBITDA	-476.3	-466.5	256.9	136.5	89.6
市净率 (PB)	51.88	54.17	44.90	33.91	24.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

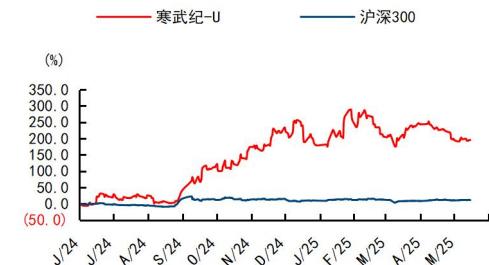
证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	604.90 元
总市值/流通市值	252520/252520 百万元
52 周最高价/最低价	818.87/187.50 元
近 3 个月日均成交额	3496.04 百万元

市场走势



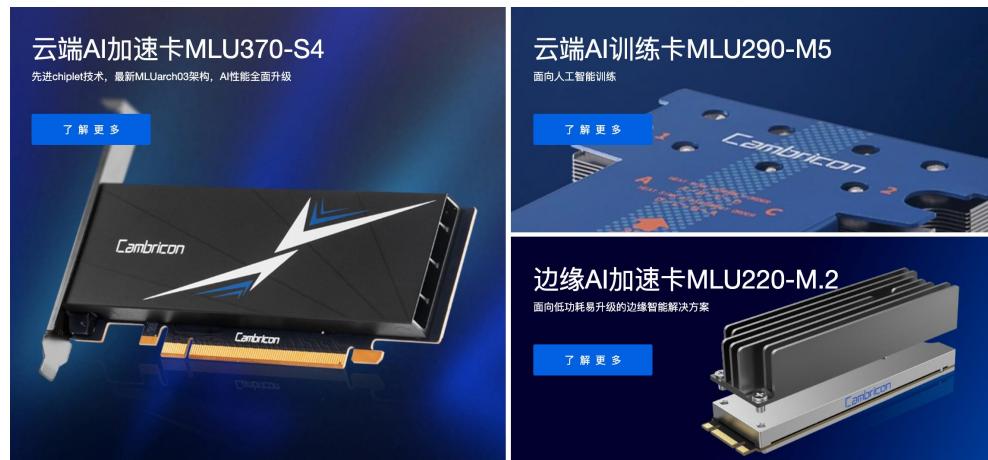
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

深耕云端智能处理器，领航国产算力新纪元

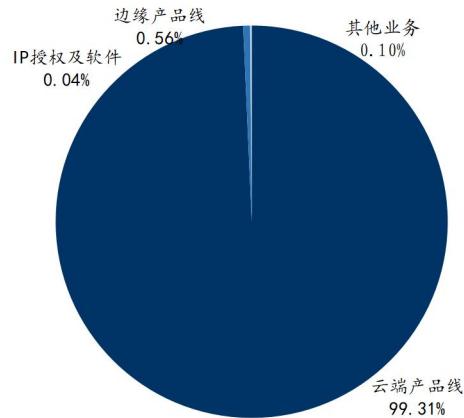
全栈自研 AI 芯片核心技术，国产智能芯片领军企业。公司以自主指令集（MLUv）与统一软件平台 Cambricon Neuware 为核心，已构建“云边端一体化+软硬协同”的技术架构。公司依托智能处理器指令集、微架构设计、编译器工具链等底层技术全栈自研能力，形成高壁垒的智能计算平台解决方案，核心技术对集成电路设计范式与 AI 产业生态均具突破性创新价值。终端 IP 产品（1A/1H/1M）适配 0.5–8TOPS 灵活算力，赋能手机、IoT 设备 AI 本地化；边缘端思元 220 填补低时延场景空白，支撑智能制造、智慧能源等新兴需求；云端思元系列覆盖 30–128TOPS 单卡算力，协同浪潮、新华三打造千 TOPS 级服务器集群；公司凭借全场景产品线及先发生态优势，有望持续受益 AI 产业化浪潮，卡位国产算力领军地位。

图1：寒武纪 AI 训练加速卡主要产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

云端产品线大幅增长，成为核心营收支柱。根据公司年报显示，2024 年公司集成电路业务实现收入 11.74 亿元，营收占比 99.83%，其他业务收入 0.01 亿元，占比 0.17%。在集成电路业务中，云端智能芯片及加速卡贡献营收 11.66 亿元，占总营收的 99.31%，产品矩阵覆盖视觉、语音、自然语言处理等多模态场景，全面支撑 AI 训练与推理任务，为云计算及数据中心提供高性能算力底座；边缘智能芯片及加速卡营收 654.2 万元，占比约 0.56%，通过与 AI 技术深度融合，加速智能制造、智能零售、智慧城市等场景的智能化转型。IP 授权及软件业务实现营收 41.24 万元，其他业务贡献营收 114.42 万元。

图2: 寒武纪 2024 年主要业务结构


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

前十大股东持股占比 64.50%，陈天石为公司实际控制人。截至 2025 年一季度末，公司第一大股东为陈天石，持有公司股份 28.63%。公司 2023 年股票激励计划，涉及激励对象 715 人，占员工总数的 56.52%。首次授予限制性股票的考核目标，2024 年营业收入值不低于 11 亿元，2024-2025 年累计营业收入值不低于 26 亿元，2024-2026 年累计营业收入值不低于 46 亿元，体现公司对未来营收增长的充足信心。

表1: 寒武纪前十大股东明细 (截至 2025 年一季报)

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)
1	陈天石	119,530,650	28.63	744.6759
2	北京中科算源资产管理有限公司	65,669,721	15.73	409.1224
3	北京艾溪科技中心(有限合伙)	30,645,870	7.34	190.9238
4	香港中央结算有限公司	15,425,299	3.70	96.0996
5	华夏上证科创板 50 成份交易型开放式指数证券投资基金	11,185,847	2.68	69.6878
6	易方达上证科创板 50 成份交易型开放式指数证券投资基金	7,906,348	1.89	49.2565
7	章建平	6,086,272	1.46	37.9175
8	北京艾加溪科技中心(有限合伙)	5,387,868	1.29	33.5664
9	上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	3,822,242	0.92	23.8126
10	华夏国证半导体芯片交易型开放式指数证券投资基金	3,590,492	0.86	22.3688
合计		269,250,609	64.50	1,677.4313

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司管理层兼具顶尖技术研发与产业资源整合能力。创始人陈天石博士作为中科院计算所原博导，主导构建智能芯片底层技术体系，带领团队实现全球首款终端智能处理器 IP 突破，2016 年 3 月创立公司寒武纪。技术骨干刘少礼博士深度参与云端芯片研发，具备体系架构研发沉淀。此外核心技术人员还包括，公司产品部高级总监陈帅、后端部高级总监刘毅、芯片部高级总监张尧等。

表2: 公司高管及重要人员概况

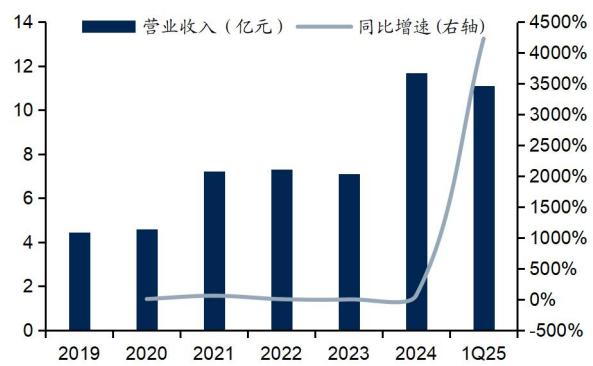
序号	高管姓名	高管职位	高管简历
1	陈天石	董事长, 总经理	中国科学技术大学计算机软件与理论专业博士学历。2010 年 7 月至 2019 年 9 月就职于中国科学院计算技术研究所，历任助理研究员、副研究员及硕士生导师、研究员及博士生导师。2016 年 3 月创立公司寒武纪。
2	刘少礼	董事, 副总经理	中科院计算所计算机系统结构博士学历。2014 年至 2019 年就职于中科院计算所并任副研究员。2016 年作为公司创始团队成员加入公司。
3	王在	董事, 副总经理, 中国科学技术大学计算机应用技术博士学历	2011 年至 2015 年就职于郑州商品交易所并任核心交

		首席运营官	易系统工程师, 2015 年至 2016 年就职于中原银行并任信息科技部电子银行系统主管, 2016 年至 2018 年就职于中科院计算所从事科研工作。2016 年作为公司创始团队成员加入公司。
4	叶淏尹	董事、副总经理, 财务负责人, 董事会秘书	北京大学西方经济学硕士学历。2012 年至 2016 年就职于中国高新投资集团公司并任投资经理、高级投资经理, 2016 年至 2019 年就职于国投创业投资管理有限公司并任投资副总裁, 2019 年加入公司。
5	陈帅	副总经理, 产品部高级总监	中国科学院计算技术研究所计算机系统结构博士学历。2014 年至 2015 年, 任中国科学院计算技术研究所工程师。2015 年至 2016 年, 任多伦多大学电子和计算机工程系博士后。2016 年至今, 就职于中科寒武纪科技股份有限公司, 现任公司副总经理, 产品部高级总监。
6	刘毅	副总经理, 后端部高级总监	北京大学微电子与固体电子学硕士学历。2010 年至 2012 年, 就职于龙芯中科技术股份有限公司, 任工程师。2012 年至 2016 年, 就职于上海英伟达半导体(科技)有限公司任高级工程师。2016 年至今, 就职于中科寒武纪科技股份有限公司, 现任公司副总经理, 后端部高级总监。
7	张尧	副总经理, 芯片部高级总监	中国科学院计算技术研究所计算机系统结构硕士研究生学历。2012 年至 2014 年任中国科学院计算技术研究所微处理器中心助理工程师。2014 年至 2015 年任龙芯中科技术股份有限公司高级工程师。2015 年至 2016 年任北京小米松果电子有限公司高级工程师。2016 年至今, 就职于中科寒武纪科技股份有限公司, 现任公司副总经理, 芯片部高级总监。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

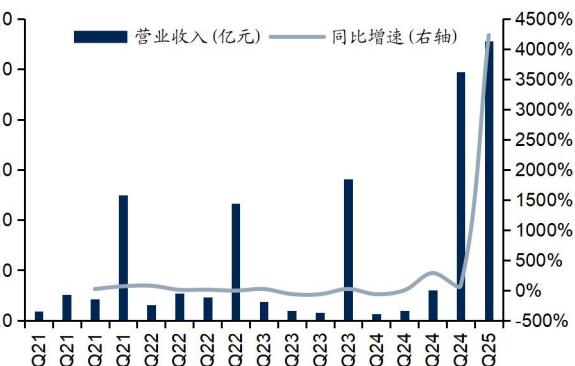
2019–2024 年收入 CAGR 为 21.4%，2025 一季度同比增长 4230.22%。公司自 2017 年以来, 除 2023 年受宏观经济和库存周期等因素影响, 其余年份均保持较高增速。从季节性来看, 公司下半年营收普遍高于上半年。2024 年四季度公司营收环比大幅提升 720.6%, 达到 9.89 亿元; 2025 年一季度公司营收进一步环比增长 12.36%, 达到 11.11 亿元。

图3: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



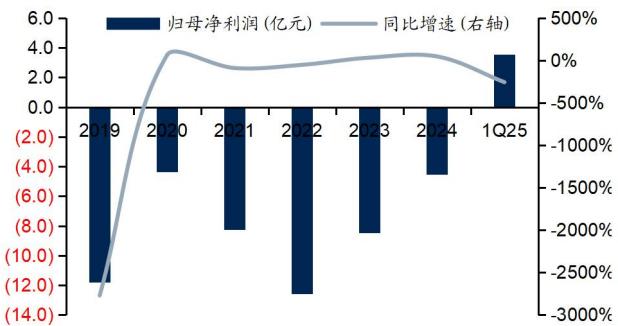
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)

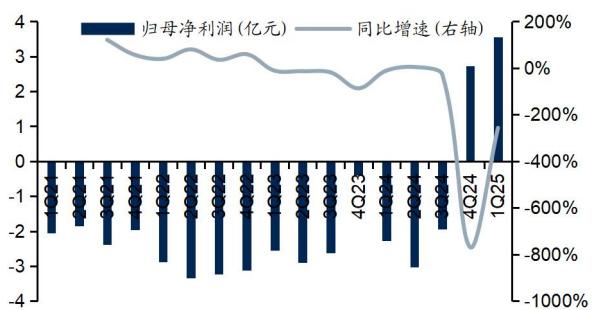


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

高研发投入导致利润暂时亏损, 2025 一季度同比增长 256.82%。2024 年公司归母净利润亏损 4.52 亿元, 一季度至四季度归母净利润分别为 -2.27 亿元、 -3.03 亿元、 -1.94 亿元、 2.72 亿元, 同期研发费用分别为 1.70 亿元、 2.78 亿元、 2.12 亿元、 5.57 亿元。公司所处技术壁垒较高的人工智能芯片行业, 依托于智能芯片产品及其配套软件平台的技术领先优势, 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, 未来伴随公司新产品的推出和放量, 经营杠杆效用体现, 有望实现扭亏为盈。

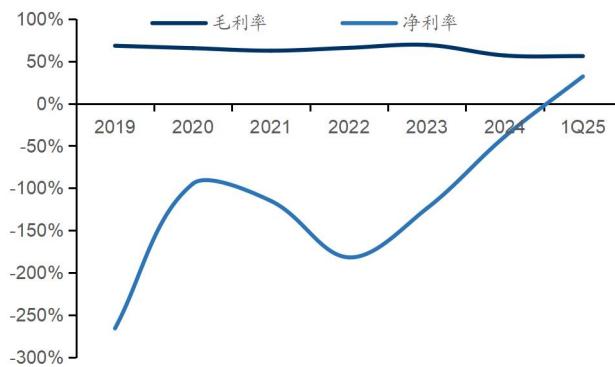
图5: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

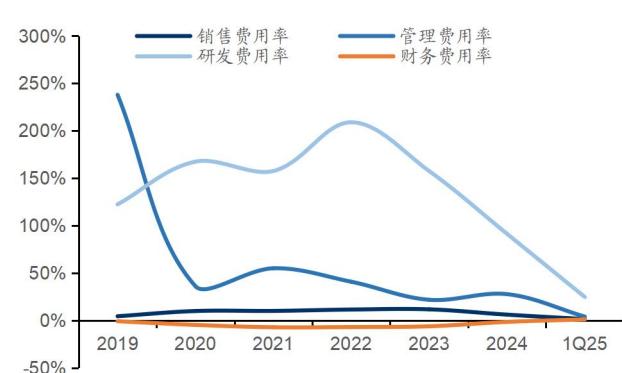
图6: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

云端产品放量迎来利润拐点，毛利率维持较高水平。公司芯片产品收入均保持在80%以上，2024年公司云端产品收入占比达99.1%，其余边缘端产品与半导体IP授权分别占比为0.56%和0.04%。分产品的毛利率来看，云端产品、边缘产品与半导体IP授权的毛利率分别为56.7%、51.5%和100.0%。半导体IP授权是公司将芯片研发中积累的自用IP授权给客户使用，IP研发过程中的支出已费用化，因此具有毛利率较高的特点。2024年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为6.0%、15.4%、-1.64%。研发费用方面达到12.16亿元，同比增长8.8%，占总营收的103.5%。截至2024年底，公司研发人员741人，占公司总人数的75.6%，硕博比例达到78.9%。

图7: 公司毛利率和净利率 (%)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费率 (%)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司是国内领先的人工智能芯片企业，专注于云、边、端全系列智能芯片及配套开发软件的研发，产品涵盖云端智能芯片、加速卡、训练整机、边缘智能芯片及终端智能处理器 IP，广泛应用于互联网、金融、交通、能源等复杂 AI 场景。寒武纪以软硬件协同、训练推理融合和统一生态为核心优势，持续推动国产 AI 芯片自主可控。公司技术创新能力突出，已发布多代“思元”系列云端芯片，最新一代思元 590 对标国际先进水平，并于 2024 年实现量产出货。公司已成为国产智算芯片领域的核心供应商，市场地位稳固。公司盈利预测假设条件如下：

云端产品线：2024 年公司云端产品线实现收入 11.66 亿元，同比增长 1187.8%，毛利率为 56.7%。一季度公司存货和预付款的持续增长，印证了公司积极备货以应对旺盛的下游需求，为后续订单的交付提供保障。我们预计 2025-2027 年云端产品线收入同比增长 330%/45%/40% 至 50.15/72.71/101.8 亿元，毛利率维持 56.0%。

边缘端产品线：2024 年公司边缘端产品线实现收入 654 万元，同比下滑 39.6%，毛利率为 51.5%。我们预计 2025-2027 年边缘端产品线保持稳定，维持 5% 的同比增速，毛利率保持在 50% 水平。

IP 授权及软件业务：2024 年公司 IP 授权及软件业务实现收入 41.2 万元，毛利率为 100%。我们预计 2025-2027 年 IP 授权与软件业务保持稳定，维持 5% 同比增速，毛利率保持在 100% 水平。

表3：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
云端产品线						
收入（百万元）	219.45	90.57	1166.28	5015.00	7271.75	10180.44
增速	173.5%	-58.7%	1187.8%	330.0%	45.0%	40.0%
成本（百万元）	80.16	35.66	505.12	2206.60	3199.57	4479.40
毛利率	63.5%	60.6%	56.7%	56.0%	56.0%	56.0%
边缘端产品线						
收入（百万元）	37.84	10.82	6.54	6.87	7.21	7.57
增速	-78.4%	-71.4%	-39.6%	5.0%	5.0%	5.0%
成本（百万元）	26.07	4.78	3.17	3.43	3.61	3.79
毛利率	31.1%	55.9%	51.5%	50.0%	50.0%	50.0%
IP 授权及软件						
收入（百万元）	1.14	0.23	0.41	0.43	0.45	0.48
增速	-83.4%	-79.5%	-8.5%	5.0%	5.0%	5.0%
成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务						
收入（百万元）	12.10	3.23	1.23	1.27	1.30	1.34
增速	280.0%	-73.3%	-61.8%	2.8%	2.8%	2.8%
成本（百万元）	7.75	1.74	0.10	0.11	0.11	0.11
毛利率	35.9%	46.3%	92.0%	91.7%	91.8%	91.8%
合计						
收入（百万元）	270.52	104.85	1174.47	5023.57	7280.72	10189.84
增速	1.9%	-61.2%	1020.1%	327.7%	44.9%	40.0%
成本（百万元）	113.99	42.17	508.39	2210.14	3203.28	4483.29
毛利率	57.9%	59.8%	56.7%	56.0%	56.0%	56.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年公司营业收入分别为50.24/72.81/101.9亿元，同比增加327.7%/44.9%/40.0%，毛利率分别为56%/56%/56%。

未来3年业绩预测

销售费率：随着AIGC的产业趋势推进和公司收入增长，我们认为销售费率将逐步下降，假设2025-2027年销售费率分别为1.53%/1.16%/0.92%。

管理费率：随着AIGC的产业趋势推进和公司收入增长，我们认为管理费率将保持稳定，假设2025-2027年管理费率分别为4.31%/3.57%/3.06%。

研发费率：随着AIGC的产业趋势推进和公司收入增长，我们认为研发费率将保持稳定，假设2025-2027年研发费率分别为27.13%/21.39%/18.85%。

表4：公司未来3年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	709	1,174	5,024	7,281	10,190
YoY	-2.7%	65.6%	327.7%	44.9%	40.0%
销售费用	82	70	77	85	93
管理费用	154	181	224	267	319
研发费用	1118	1216	1363	1557	1921
财务费用	(45)	(19)	61	157	246
营业利润	(876)	(456)	1126	2135	3352
利润总额	(875)	(456)	1127	2136	3353
归母净利润	-848	-452	1119	2120	3327
YoY	32.5%	46.7%	347.4%	89.5%	56.9%
EPS（元）	-2.04	-1.08	2.68	5.08	7.97
ROE（%）	-15%	-8%	17%	24%	28%

综上所述，我们预计2025-2027年公司营业收入同比增长327.7%/44.9%/40.0%至50.24/72.81/101.9亿元，对应归母净利润11.19/21.20/33.27亿元。

盈利预测的情景分析

对盈利预测进行情景分析，以前述假设为中性预测，乐观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别提高5%；悲观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别降低5%。

表5：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	709	1,174	5,216	7,677	10,898
(+/-%)	-2.7%	65.6%	344.1%	47.2%	42.0%
净利润(百万元)	-848	-452	1361	2506	3930
(+/-%)	32.5%	46.7%	401.0%	84.1%	56.8%
摊薄EPS	-2.04	-1.08	3.26	6.00	9.41
中性预测					
营业收入(百万元)	709	1,174	5,024	7,281	10,190
(+/-%)	-2.7%	65.6%	327.7%	44.9%	40.0%
净利润(百万元)	-848	-452	1119	2120	3327
(+/-%)	32.5%	46.7%	347.4%	89.5%	56.9%
摊薄EPS(元)	-2.04	-1.08	2.68	5.08	7.97
悲观预测					

营业收入(百万元)	709	1,174	4,831	6,893	9,510
(+/-%)	-2.7%	65.6%	311.3%	42.7%	38.0%
净利润(百万元)	-848	-452	891	1765	2783
(+/-%)	32.5%	46.7%	297.1%	98.0%	57.7%
摊薄 EPS	-2.04	-1.08	2.14	4.23	6.67
总股本(百万股)	417	417	417	417	417

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司人工智能处理器芯片的核心竞争力，公司积极备货以满足下游旺盛需求，未来业绩有望逐步兑现。我们预计 2025-2027 年公司营业收入同比增长 327.7%/44.9%/40.0% 至 50.24/72.81/101.9 亿元，对应归母净利润 11.19/21.20/33.27 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

市场风险

市场竞争加剧风险：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。公司将把握人工智能前沿发展路线，推动技术和产品的迭代优化，以适应更多商业客户对智能计算的差异化需求，同时抓住人工智能技术开始进入各行业领域的战略机遇期，加大市场拓展力度，以应对行业风险。

经营风险

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。由于集成电路整个行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。但公司的核心技术来自于寒武纪的自主研发，拥有自主知识产权，公司将基于产业政策与产业链上下游长期、广泛、良好的合作。

客户集中度较高风险：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。公司将把握人工智能前沿发展路线，推动技术和产品的迭代优化，同时抓住人工智能技术开始进入各行业领域的战略机遇期，加大市场拓展力度。

财务风险

尚未盈利的风险：截至 2024 年 12 月 31 日，公司经审计的母公司报表未分配利润为 -277,837.24 万元，母公司报表可供股东分配的利润为负值。人工智能芯片行业呈现高投入、长周期的特征。芯片行业需要持续大量研发投入，唯有通过技术突破建立竞争壁垒，方能在人工智能芯片市场占据先机。2024 年公司继续保持高质量的研发投入，研发投入占营业收入的比例为 91.30%。公司将持续拓展市场份额、加速场景落地、聚焦技术创新、持续构建生态和品牌，提升公司的核心竞争力。

研发投入相关的财务风险：公司一直保持着较高的研发投入，报告期内公司

研发投入为 107,231.44 万元，占报告期内营业收入的比例为 91.30%。为保持技术先进性和市场竞争力，公司 will 持续保持高强度的研发投入，可能将对公司的经营成果产生较大影响。

大额股份支付的风险：为进一步建立、健全公司长效激励机制，有效地将股东利益、公司利益和员工利益相结合，使各方共同关注公司的长远发展，公司持续实施股权激励计划。2024 年公司发生股份支付费用 17,922.04 万元，公司前期实施且处于等待期的限制性股票在未来几年将持续摊销。同时，若未来公司发布实施新股权激励计划，将可能持续产生大额股份支付费用。

毛利率波动风险：2024 年公司的综合毛利率有所下降，一方面受产品组合、公司拓展新业务、产品售价、原材料及封装测试成本、生产工艺水平等多种因素的影响；另一方面受所在行业的影响，芯片行业的综合毛利将与国家政策调整、市场竞争程度、全球供应链稳定等情况高度相关。若前述因素发生变动，公司毛利率可能存在一定波动，进而影响经营成果和业绩表现。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3954	1986	2803	500	500	营业收入	709	1174	5024	7281	10190
应收款项	670	333	3885	4858	5857	营业成本	219	508	2210	3203	4483
存货净额	99	1774	4999	7622	13027	营业税金及附加	4	3	22	32	38
其他流动资产	224	946	3497	4412	7160	销售费用	82	70	77	85	93
流动资产合计	5648	5800	15952	18167	27326	管理费用	154	181	224	267	319
固定资产	251	382	722	1120	1524	研发费用	1118	1216	1363	1557	1921
无形资产及其他	150	183	175	168	161	财务费用	(45)	(19)	61	157	246
其他长期资产	140	106	106	106	106	投资收益	74	23	63	165	281
长期股权投资	230	247	285	306	332	资产减值及公允价值变动	(138)	(53)	(129)	(107)	(96)
资产总计	6418	6718	17241	19868	29450	其他收入	10	359	126	97	78
短期借款及交易性金融负债	35	113	5245	3581	7910	营业利润	(876)	(456)	1126	2135	3352
应付款项	237	515	3366	4875	6304	营业外净收支	1	(0)	1	1	0
其他流动负债	191	191	1612	2197	2564	利润总额	(875)	(456)	1127	2136	3353
流动负债合计	463	818	10223	10653	16778	所得税费用	3	1	(3)	(5)	(9)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(30)	(5)	11	22	34
其他长期负债	225	469	457	513	609	归属于母公司净利润	(848)	(452)	1119	2120	3327
长期负债合计	225	469	457	513	609	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	689	1287	10680	11165	17386	净利润	(878)	(457)	1130	2142	3361
少数股东权益	80	8	19	41	74	资产减值准备	(42)	(219)	87	66	82
股东权益	5650	5423	6542	8662	11989	折旧摊销	250	171	57	97	138
负债和股东权益总计	6418	6718	17241	19868	29450	公允价值变动损失	138	53	129	107	96
						财务费用	(45)	(19)	61	157	246
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1241	(1724)	(4981)	(2294)	(7178)
每股收益	(2.04)	(1.08)	2.68	5.08	7.97	其它	(1260)	578	(147)	(223)	(329)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(596)	(1618)	(3664)	51	(3582)
每股净资产	13.56	12.99	15.67	20.75	28.72	资本开支	(100)	(366)	(606)	(660)	(713)
ROIC	8%	11%	33%	34%	35%	其它投资现金流	525	(46)	(46)	(29)	(33)
ROE	-15%	-8%	17%	24%	28%	投资活动现金流	425	(412)	(652)	(689)	(747)
毛利率	69%	57%	56%	56%	56%	权益性融资	0	56	0	0	0
EBIT Margin	-122%	-68%	22%	29%	33%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-87%	-54%	24%	31%	34%	支付股利、利息	0	(0)	0	0	0
收入增长	-3%	66%	328%	45%	40%	其它融资现金流	1657	(8)	5132	(1664)	4329
净利润增长率	32%	47%	347%	89%	57%	融资活动现金流	1657	48	5132	(1664)	4329
资产负债率	12%	19%	62%	56%	59%	现金净变动	1486	(1982)	816	(2303)	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2467	3954	1972	2788	485
P/E	(345.5)	(649.3)	262.5	138.5	88.3	货币资金的期末余额	3954	1972	2788	485	485
P/B	51.9	54.2	44.9	33.9	24.5	企业自由现金流	0	(2725)	(4399)	(715)	(4409)
EV/EBITDA	(476.3)	(466.5)	256.9	136.5	89.6	权益自由现金流	0	(2733)	673	(2537)	(327)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032