

联合研究 | 公司点评 | 寒武纪-U (688256.SH)

调整定增募资金额，新品进展值得期待

报告要点

寒武纪公告定增方案调整公告、定增预案修订稿及定增审核问询函回复等一系列公告，定增募集资金总额从不超过 49.8 亿下修调整为不超过 39.9 亿元。公司定增下修募资总额，股权稀释减少，顺利完成概率有望提升。公司新一代产品提升方向初现，竞争力提升值得期待，且存货结转显示经营态势向好。

分析师及联系人



杨洋

SAC: S0490517070012
SFC: BUW100



宗建树

SAC: S0490520030004
SFC: BUX668



余庚宗

SAC: S0490516030002

寒武纪-U (688256.SH)

2025-07-25

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

调整定增募资金额，新品进展值得期待

事件描述

2025 年 7 月 18 日，寒武纪公告定增方案调整公告、定增预案修订稿及定增审核问询函回复等一系列公告，2025 年度像特定对象发行 A 股股票募集资金总额从不超过 49.8 亿下修调整为不超过 39.9 亿元。

事件评论

- **定增下修募资总额，股权稀释减少，顺利完成概率有望提升。**公司公告定增募集资金总额从不超过 49.8 亿下修调整为不超过 39.9 亿元，项目拟投资总额依然保持 49.8 亿元不变，不足部分由公司自筹资金解决。定增募资减少一方面对公司摊薄减少，同时通过监管审核要求相对更为容易，发行难度大幅降低，定增成功率有望提升。
- **公司新一代产品提升方向初现，竞争力提升值得期待。**在审核问询函回复中，公司公告了其第五代架构已经量产，新一代架构在研，本次募投项目拟研发的面向大模型的新一代智能处理器微架构、智能处理器指令集将面向大模型场景下智能芯片的性能迭代升级需求。芯片硬件层面：除性能提升外，在前一代基础上，新增优化对主流大模型关键操作的支持、增加原生 FB4 的支持（公司当前量产芯片原生支持 FB8），且新增设计支持多卡全互联交换的专用交换芯片，支持多卡直连通信；软件层面：在软件方面优化各类算子和适配大模型框架和各类计算机制。我们判断若定增完成产品升级，整体上在 AI 生态和 AI 性能上将有较大幅度提升，可更好满足用户需求。
- **存货结转显示经营态势向好。**参考公司此次审核问询函回复，公司自 2025 年 3 月末后，期后结转存货约 7.5 亿，参考公司 2024 年毛利率 56.71%，估算公司 2025 年 Q2 季度存货转化为营收态势良好，也为 2025Q2 净利润提供支撑。
- **模型能力提升和未来应用繁荣趋势下 AI 芯片中长期天花板进一步抬升，AI 算力芯片行业市值天花板进一步打开。**前期英伟达芯片恢复供应 H20 的行业压制预期逐渐消化，行业需求旺盛，公司在国产 AI 芯片竞争力突出，总量和份额双升逻辑不改，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、需求不及预期的风险；
- 2、产能供应不足的风险；
- 3、行业竞争加剧的风险。

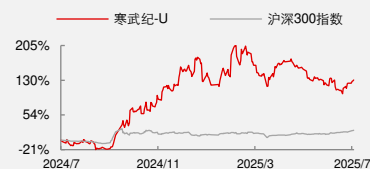
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	600.23
总股本(万股)	41,835
流通A股/B股(万股)	41,835/0
每股净资产(元)	13.96
近12月最高/最低价(元)	818.87/203.88

注：股价为 2025 年 7 月 24 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《寒武纪 2024 年报&2025Q1 点评：业绩进入爆发期，存货超预期支撑持续高增长》2025-04-21
- 《备货显著提升，AI 浪潮打开公司长期增长通道》2024-11-17
- 《寒武纪深度报告：云程发轫，厚积薄发》2024-09-01


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、需求不及预期的风险。当前全球范围内 AI 技术正处于快速变革迭代中，且商业模式仍在探索，是否能最终实现技术上的进一步突破和商业闭环存在不确定性，若生成式大模型发展速度放缓，则存在 AI 算力需求不及预期的风险。
- 2、产能供应不足的风险。由于寒武纪被美国列入实体清单，而高端 AI 芯片的生成又依赖于国内外先进芯片制程，美国的限制或导致公司高端 AI 芯片生产和供应上存在较大的不确定性，或存在无法批量供货的风险。
- 3、行业竞争加剧的风险。除海外英伟达等算力巨头，国内科技大厂和互联网平台以及各类智算芯片创业公司均加大对 AI 芯片研发的投入，行业竞争格局变化较快，激励竞争中或存在竞争加剧，格局恶化的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1174	4809	6609	9509	货币资金	1986	3771	4831	6518
营业成本	508	2104	3154	4414	交易性金融资产	760	760	760	760
毛利	666	2704	3454	5094	应收账款	305	1242	1707	2456
%营业收入	57%	56%	52%	54%	存货	1774	953	1428	1999
营业税金及附加	3	12	17	24	预付账款	774	1410	2113	2957
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	201	294	347	432
销售费用	70	96	132	190	流动资产合计	5800	8429	11186	15123
%营业收入	6%	2%	2%	2%	长期股权投资	247	247	247	247
管理费用	181	192	264	361	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	15%	4%	4%	4%	固定资产合计	231	216	169	109
研发费用	1216	1491	1652	2187	无形资产	183	141	98	56
%营业收入	104%	31%	25%	23%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-19	-37	-72	-94	递延所得税资产	0	0	0	0
%营业收入	-2%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	257	308	300	292
加: 资产减值损失	-53	0	0	0	资产总计	6718	9341	12000	15827
信用减值损失	137	0	0	0	短期贷款	100	100	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	515	1929	2891	4046
投资收益	23	48	66	95	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-456	1190	1726	2711	应付职工薪酬	156	210	252	309
%营业收入	-39%	25%	26%	29%	应交税费	27	120	132	171
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	20	20	22	24
利润总额	-456	1190	1726	2711	流动负债合计	818	2379	3398	4650
%营业收入	-39%	25%	26%	29%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	1	36	86	136	应付债券	0	0	0	0
净利润	-457	1155	1640	2575	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-452	1143	1623	2550	其他非流动负债	469	397	397	397
少数股东损益	-5	12	16	26	负债合计	1287	2776	3795	5047
EPS (元)	-1.09	2.73	3.88	6.09	归属于母公司所有者权益	5423	6546	8169	10719
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	8	19	36	62
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	5430	6565	8205	10780
经营活动现金流净额	-1618	1946	1017	1605	负债及股东权益	6718	9341	12000	15827
取得投资收益收回现金	39	48	66	95	基本指标				
长期股权投资	-17	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-366	-50	-20	-10	每股收益	-1.09	2.73	3.88	6.09
其他	-68	-60	0	0	每股经营现金流	-3.88	4.65	2.43	3.84
投资活动现金流净额	-412	-62	46	85	市盈率	—	219.67	154.69	98.48
债券融资	0	0	0	0	市净率	50.66	38.36	30.74	23.43
股权融资	56	0	0	0	EV/EBITDA	-	194.93	139.07	89.41
银行贷款增加 (减少)	100	0	0	0	总资产收益率	-7.0%	14.4%	15.4%	18.5%
筹资成本	0	-3	-3	-3	净资产收益率	-8.3%	17.5%	19.9%	23.8%
其他	-108	-96	0	0	净利率	-38.5%	23.8%	24.6%	26.8%
筹资活动现金流净额	48	-100	-3	-3	资产负债率	19.2%	29.7%	31.6%	31.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1982	1785	1060	1687	总资产周转率	0.18	0.60	0.62	0.68

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。