

# 寒武纪-U (688256.SH)

## 时代的主角，利润率大超预期

寒武纪发布 2025 年中报。25H1 公司实现营收 28.81 亿(同比+4348%)，实现归母净利润 10.38 亿(同比+296%)，扣非后归母净利润 9.13 亿(同比+250%)。其中 25Q2 单季度实现营收 17.69 亿(同比+4425%)，归母净利润 6.83 亿(同比+325%)，扣非后归母净利润 6.37 亿(同比+283%)。营收与利润表现均超预期。

**多项财务指标表现亮眼，存货数据预计 25Q3 显著提升，合同负债大幅增长。** 毛利率方面，25Q2 单季度公司实现毛利率 55.88%，环比 25Q1 略降 0.11pct，表明公司在收入放量阶段毛利率基本保持稳定，后续盈利水平有望得到保证。费用方面，25Q2 单季度公司销售费用 0.14 亿(同比+6%)，管理费用 0.55 亿(同比-37%)，研发费用 2.69 亿(同比-3%)，费用控制情况良好。现金流方面，25Q2 单季度公司收现为 32.77 亿(24Q2 仅 0.81 亿)，经营性净现金流流入 23.11 亿，现金流情况表现良好。资产负债表方面，25H1 末存货余额为 26.90 亿(较 25Q1 末下降 2%)，我们认为主要由于晶圆厂 25Q2 良率有所波动导致公司存货余额下滑，25Q3 有望得到显著修复。25Q2 末公司合同负债余额达到 5.43 亿(25Q1 末仅 142 万)，综合多项财务指标预计公司后续收入增长势头强劲。

**AI 浪潮叠加芯片国产化率提升，看好公司后续供需两旺。** 8 月 26 日，国务院发布《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，要求到 2027 年，率先实现人工智能与 6 大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 70%。到 2030 年，我国人工智能全面赋能高质量发展，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 90%。我们预计本轮 AI 浪潮持续性大超预期，将显著带动算力需求提升，且之前根据每日新闻报道，国家互联网信息办公室于 2025 年 7 月 31 日约谈了英伟达公司，要求英伟达公司就对华销售的 H20 算力漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料，我们判断后续我国算力需求国产卡份额将持续提升。**寒武纪类似上一轮“互联网+”时代的东方财富，维持“买入”评级。** 我们在报告中表示寒武纪类似于 2013-2015 年的东方财富，东方财富 2015 年营收较 2013 年提升 10.8 倍，市值峰值较 2014 年初提升 15.88 倍，东方财富成为 2013-2015 年互联网金融浪潮下的主角。看好寒武纪成为本轮 AI 浪潮主角，预计 2025-2027 年营收为 85.22/170.36/255.50 亿，归母净利润为 29.12/59.55/91.53 亿，对应 EPS6.96/14.23/21.88 元，维持“买入”评级。

**风险提示：** 产能供给不及预期、下游客户需求不及预期、行业竞争加剧等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	709	1,174	8,522	17,036	25,550
增长率 yoy (%)	-2.7	65.6	625.6	99.9	50.0
归母净利润(百万元)	-848	-452	2,912	5,955	9,153
增长率 yoy (%)	32.5	46.7	743.8	104.5	53.7
EPS 最新摊薄(元/股)	-2.03	-1.08	6.96	14.23	21.88
净资产收益率(%)	-15.0	-8.3	35.0	41.7	39.1
P/E(倍)	—	—	190.9	93.4	60.7
P/B(倍)	98.4	102.5	66.9	39.0	23.7

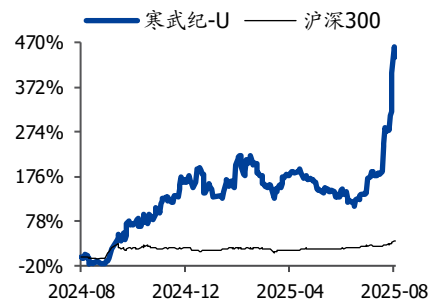
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 26 日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
08 月 26 日收盘价(元)	1,329.00
总市值(百万元)	555,987.45
总股本(百万股)	418.35
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	9.78

### 股价走势



### 作者

分析师	刘高畅
执业证书编号:	S0680518090001
邮箱:	liugaochang@gszq.com
分析师	赵伟博
执业证书编号:	S0680523080002
邮箱:	zhaoweibo@gszq.com

### 相关研究

- 《寒武纪-U (688256.SH): 时代的主角，业绩迎爆发拐点》 2025-04-19
- 《寒武纪-U (688256.SH): 国产算力核心，时代的主角》 2024-11-05

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	5648	5800	13665	25303	39916
现金	3954	1986	5797	10578	18424
应收票据及应收账款	644	314	4758	9512	14265
其他应收款	26	19	24	47	71
预付账款	148	774	738	1442	2111
存货	99	1774	1230	2403	3518
其他流动资产	776	932	1117	1322	1527
<b>非流动资产</b>	771	917	1018	1048	1173
长期投资	230	247	247	247	247
固定资产	142	231	269	300	425
无形资产	150	183	183	183	183
其他非流动资产	249	257	319	319	319
<b>资产总计</b>	6418	6718	14682	26351	41089
<b>流动负债</b>	463	818	5933	11587	17079
短期借款	0	100	100	100	100
应付票据及应付账款	237	515	3076	6006	8795
其他流动负债	226	203	2757	5480	8184
<b>非流动负债</b>	225	469	397	397	397
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	225	469	397	397	397
<b>负债合计</b>	689	1287	6330	11984	17476
少数股东权益	80	8	37	97	190
股本	417	417	417	417	417
资本公积	9577	9809	9809	9809	9809
留存收益	-4221	-4673	-1761	4194	13347
归属母公司股东权益	5650	5423	8315	14270	23423
<b>负债和股东权益</b>	6418	6718	14682	26351	41089

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	-596	-1618	4176	4992	8056
净利润	-878	-457	2942	6015	9245
折旧摊销	330	209	137	145	50
财务费用	3	1	0	0	0
投资损失	-74	-23	-23	-23	-23
营运资金变动	-249	-1264	1121	-1144	-1215
其他经营现金流	272	-85	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	425	-412	-273	-211	-211
资本支出	-100	-366	-173	-173	-173
长期投资	-85	-90	-60	-60	-60
其他投资现金流	610	44	-39	23	23
<b>筹资活动现金流</b>	1657	48	-92	0	0
短期借款	0	100	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	16	1	0	0	0
资本公积增加	1703	232	0	0	0
其他筹资现金流	-62	-285	-92	0	0
<b>现金净增加额</b>	1486	-1982	3811	4781	7846

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	709	1174	8522	17036	25550
营业成本	219	508	3691	7208	10555
营业税金及附加	4	3	22	43	65
营业费用	82	70	170	341	511
管理费用	154	181	102	204	307
研发费用	1118	1216	1704	3407	5110
财务费用	-45	-19	0	0	0
资产减值损失	-138	-53	0	0	0
其他收益	144	220	341	681	1022
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	74	23	23	23	23
资产处置收益	0	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	-876	-456	3198	6538	10049
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	-875	-456	3198	6538	10049
所得税	3	1	256	523	804
<b>净利润</b>	-878	-457	2942	6015	9245
少数股东损益	-30	-5	29	60	92
<b>归属母公司净利润</b>	-848	-452	2912	5955	9153
EBITDA	-652	-270	3334	6683	10099
EPS (元/股)	-2.03	-1.08	6.96	14.23	21.88

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-2.7	65.6	625.6	99.9	50.0
营业利润(%)	33.9	48.0	801.6	104.5	53.7
归属母公司净利润(%)	32.5	46.7	743.8	104.5	53.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	69.2	56.7	56.7	57.7	58.7
净利率(%)	-119.6	-38.5	34.2	35.0	35.8
ROE(%)	-15.0	-8.3	35.0	41.7	39.1
ROIC(%)	-17.1	-8.7	34.7	41.5	39.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	10.7	19.2	43.1	45.5	42.5
净负债比率(%)	-68.3	-34.5	-68.0	-72.8	-77.5
流动比率	12.2	7.1	2.3	2.2	2.3
速动比率	11.5	3.8	1.9	1.8	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.2	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.0	2.5	3.4	2.4	2.2
应付账款周转率	0.9	1.4	2.1	1.6	1.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-2.03	-1.08	6.96	14.23	21.88
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.42	-3.87	9.98	11.93	19.26
每股净资产(最新摊薄)	13.51	12.96	19.88	34.11	55.99
<b>估值比率</b>					
P/E	—	—	190.9	93.4	60.7
P/B	98.4	102.5	66.9	39.0	23.7
EV/EBITDA	-80.2	-1010.0	165.0	81.6	53.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月26日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com