

2025年08月28日

增持（下调）

报告原因：业绩点评

证券分析师

方霁 S0630523060001

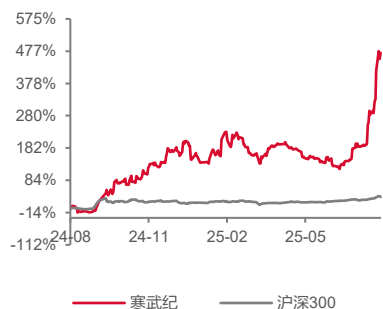
fangji@longone.com.cn

联系人

董经纬

djwei@longone.com.cn

数据日期	2025/08/27
收盘价	1,372.10
总股本(万股)	41,835
流通A股/B股(万股)	41,592/0
资产负债率(%)	19.68%
市净率(倍)	84.88
净资产收益率(加权)	17.31
12个月内最高/最低价	1,464.98/203.88



相关研究

1. 寒武纪（688256）：云边端共铸国产算力脊梁，软硬件同迎寒武破晓时代——公司深度报告

寒武纪（688256）：二季度业绩同环比大增，定增项目加码软硬件平台研发

——公司简评报告

投资要点

- **事件概述：**寒武纪发布2025年半年度报告。2025上半年公司实现营业收入28.81亿元（yoy+4347.82%），实现归母净利润10.38亿元（同比实现扭亏为盈），实现扣非归母净利润9.13亿元（同比实现扭亏为盈），综合毛利率55.93%（yoy-6.80pcts）。2025Q2，公司实现营业收入17.69亿元（yoy+4425.01%，qoq+59.19%），实现归母净利润6.83亿元（yoy+324.97%，qoq+92.03%），实现扣非归母净利润6.37亿元（yoy+283.07%，qoq+130.68%），综合毛利率55.88%（yoy-10.20pcts，qoq-0.11pcts）。
- **二季度营收与归母净利润取得同环比延续强劲增长态势，主要系公司云端产品线大幅放量产生收入所致。**2025上半年，公司云端思元系列芯片持续出货，面向数据中心等场景，适用于大模型等多样化的AI训练和推理任务，产品与研发能力已达国际先进水平，思元590以及后续690系列有望在未来持续为公司业绩爆发提供强劲动能。目前公司产品持续在运营商、金融、互联等多个重点行业规模化部署并通过了客户验证，同时新一代智能处理器微架构和指令集正在研发中。此外，在软件层面，公司对基础系统软件平台也进行了优化和迭代。训练软件平台方面，进一步扩展了对DeepSeek系列、Qwen系列、Hunyuan系列模型的支持，重点优化了通信计算并行方面的性能，提高了混合专家模型训练的整体吞吐。在强化学习领域，新增了对主流强化学习框架和Qwen模型的支持，其验证精度和整体性能均已达到主流竞品同等水平。推理软件平台方面，继早期实现大规模专家并行优化和单原子性能优化等关键突破后，近期在此基础上进一步创新，显著降低通信延时并提升通信计算并行效率。以DeepSeek-R1-671B大语言模型为代表的推理性能提升显著，各项性能指标均达到业界领先水平。开源生态影响力显著提升。公司紧跟市场需求，在年初快速支持DeepSeek模型后，在Qwen3发布当天也实现了全系列支持，持续保持技术前瞻性。在推理引擎适配与优化方面，适配了vLLM最新版本，成功优化主机端延迟。
- **环比2025年一季度末，二季度末公司存货与预付账款保持稳定，货币资金与交易性金融资产环比增长显著，全年业绩大增基础稳固。**截至2025年二季度末，公司存货26.90亿元（环比减少0.65亿元），预付账款8.28亿元（环比减少1.45亿元），为未来几个季度的业绩兑现储备动能，同时二季度公司货币资金19.53亿元（环比增加13.01亿元），交易性金融资产15.13亿元（环比增加9.92亿元），充分缓解了一季度末的资金问题，同时2025年四季度末产品或将集中交付，有望为公司实现全年业绩的跨越式增长奠定坚实基础。
- **公司拟通过定增募集39.85亿元资金投资软硬件平台项目，有望为公司研发实力增长和产品迭代升级提供坚实动力。**上半年，公司拟向特定对象发行A股股票，定增申报稿于7月正式发布，定增将采取竞价发行方式，发行股票数量不超过2091.75万股（含），募集资金总额不超过39.85亿元（含），扣除发行费用后的净额拟投资于“面向大模型的芯片平台项目”（拟投资总额29亿元）、“面向大模型的软件平台项目”（拟投资总额16亿元）以及补充流动资金。本次定增有望给公司软硬件的研发提供扎实的资金基础，持续迭代核心技术，加速推动智能芯片升级，提高芯片能效，进一步增强公司技术优势及产品竞争力。
- **在国内外政策和产业催化下，国产云端芯片渗透率提升已成大势所趋，公司作为国内AI芯片龙头企业，有望充分受益于这一浪潮。**8月21日，DeepSeek发布V3.1版本大模型，采用混合推理架构，上下文扩展为128k，同时宣布使用了UE8M0 FP8 Scale的参数精度，是针对即将发布的下一代国产芯片设计。此外，虽然目前英伟达H20已解禁，但是受“后门”安全问题、以及英伟达停产H20且或即将推出新的B30A的影响下，国产AI芯片有望持续受

益于替代逻辑，根据TrendForce，2025年国内AI Server市场中国本土芯片供应商占比有望升至40%，随着大模型应用深化和算力基础设施建设推进，公司业绩增长动能有望持续释放。

- **投资建议：**公司业绩受益于云端产品落地大幅增长，且增长动能饱满，受益于产品性能领先及国产替代浪潮，后续业绩将持续爆发。我们预计公司2025、2026、2027年营业收入分别为86.88、165.98和255.34亿元（原预测值分别为84.43、161.71、251.05亿元）；归母净利润分别为30.56、63.04和99.24亿元（原预测值分别为15.95、38.60、69.13亿元）。当前市值对应2025、2026、2027年的PE分别为188、91、58倍，PS分别为66、35、22倍。盈利预测给予“增持”评级。
- **风险提示：**1）客户落地进展不及预期；2）国际贸易政策风险；3）产品研发不及预期。

盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	729.03	709.39	1,174.46	8,687.84	16,598.42	25,533.60
同比增速(%)	1.11%	-2.70%	65.56%	639.73%	91.05%	53.83%
归母净利润(百万元)	-1,256.35	-848.44	-452.34	3,056.44	6,303.97	9,923.88
同比增速(%)	-52.3%	32.5%	46.7%	775.70%	106.25%	57.42%
毛利率(%)	65.76%	69.16%	56.71%	57.52%	60.38%	62.82%
每股盈利(元)	-3.00	-2.03	-1.08	7.31	15.07	23.72
ROE(%)	-25.9%	-15.0%	-8.3%	36.1%	42.7%	40.2%
PE(倍)	-	-	-	187.81	91.06	57.84
PS(倍)	787.37	809.18	488.75	66.07	34.58	22.48

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截至2025年8月27日）

附录：三大报表预测值

利润表

单位: (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,174	8,688	16,598	25,534
%同比增速	66%	640%	91%	54%
营业成本	508	3,690	6,577	9,493
毛利	666	4,997	10,021	16,041
%营业收入	57%	58%	60%	63%
税金及附加	3	26	51	82
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	70	104	216	383
%营业收入	6%	1%	1%	2%
管理费用	181	313	548	766
%营业收入	15%	4%	3%	3%
研发费用	1,216	1,824	3,652	6,128
%营业收入	104%	21%	22%	24%
财务费用	-19	3	4	7
%营业收入	-2%	0%	0%	0%
资产减值损失	-53	-80	-120	-150
信用减值损失	137	-80	-100	-150
其他收益	220	478	963	1,532
投资收益	23	9	17	26
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	2	3
营业利润	-456	3,054	6,312	9,936
%营业收入	-39%	35%	38%	39%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-456	3,054	6,312	9,936
%营业收入	-39%	35%	38%	39%
所得税费用	1	1	1	2
净利润	-457	3,053	6,310	9,934
%同比增速	48%	768%	107%	57%
归属于母公司的净利润	-452	3,056	6,304	9,924
%营业收入	-39%	35%	38%	39%
少数股东损益	-5	-3	6	10
EPS (元/股)	-1.08	7.31	15.07	23.72

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	-1.08	7.31	15.07	23.72
BVPS	12.96	20.22	35.29	59.01
PE	—	187.81	91.06	57.84
PEG	—	0.24	0.86	1.01
PB	105.86	67.86	38.88	23.25
EV/EBITDA	-1,009.96	169.60	86.76	55.89
ROE	-8%	36%	43%	40%
ROIC	-9%	36%	42%	40%

资产负债表

单位: (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,986	1,653	4,652	10,779
交易性金融资产	760	1,760	1,560	1,360
应收账款及应收票据	314	1,440	2,725	4,138
存货	1,774	2,790	4,550	6,242
预付账款	774	1,476	2,631	3,797
其他流动资产	191	181	231	281
流动资产合计	5,800	9,301	16,348	26,598
长期股权投资	247	257	272	292
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	231	340	458	666
无形资产	183	132	215	441
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	257	477	528	578
资产总计	6,718	10,507	17,821	28,574
短期借款	100	100	150	250
应付票据及应付账款	515	615	1,005	1,318
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	156	258	395	475
应交税费	27	43	83	128
其他流动负债	20	621	1,009	1,291
流动负债合计	818	1,638	2,642	3,461
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	469	404	404	404
负债合计	1,287	2,042	3,046	3,865
归属母公司所有者权益	5,423	8,460	14,764	24,688
少数股东权益	8	5	11	21
股东权益	5,430	8,465	14,775	24,709
负债及股东权益	6,718	10,507	17,821	28,574

现金流量表

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	-1,618	1,352	3,250	6,451
投资	-90	-1,130	195	190
资本性支出	-366	-379	-478	-607
其他	44	-88	-13	1
投资活动现金流净额	-412	-1,597	-297	-417
债权融资	100	7	50	100
股权融资	56	1	0	0
支付股利及利息	0	-3	-4	-7
其他	-108	-92	0	0
筹资活动现金流净额	48	-88	46	93
现金净流量	-1,982	-334	2,999	6,127

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2025 年 8 月 27 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089