

2025 年 10 月 09 日



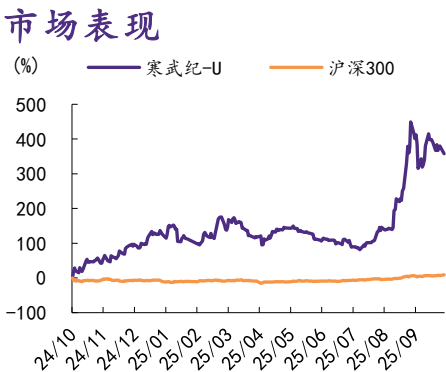
华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

AI 算力芯片技术领先，软硬件协同发展提升业绩弹性

—寒武纪-U（688256.SH）公司动态研究报告 买入(首次) 投资要点

分析师：何鹏程 S1050525070002
hepc@cfsc.com.cn
联系人：石俊烨 S1050125060011
shijy@cfsc.com.cn

基本数据	2025-09-30
当前股价（元）	1325
总市值（亿元）	5543
总股本（百万股）	418
流通股本（百万股）	418
52 周价格范围（元）	333-1587.91
日均成交额（百万元）	6663.66



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《寒武纪-U（688256）：产业线多维发展，芯片技术创新突破居领先地位》2024-08-04

公司业绩表现亮眼，AI 算力芯片获下游客户认可

2025 年上半年，公司实现营收 28.81 亿元，同比增长 4347.82%；实现归母净利润 10.38 亿元，同比增长 295.82%；实现扣非归母净利润 9.13 亿元，同比增长 249.88%。

2025 年第二季度，公司实现营收 17.69 亿元，同比增长 4425.01%；实现归母净利润 6.83 亿元，同比增长 324.97%；实现扣非归母净利润 6.37 亿元，同比增长 283.07%。公司业绩提升主要原因系公司凭借 AI 算力芯片的技术优势，持续深化与大模型、互联网等前沿领域头部企业的技术合作以及公司积极推进 AI 应用的加速落地，进一步拓展收入规模。

AI-Capex 推动算力需求持续上行，AI 算力国产化是大势所趋

自 2022 年 OpenAI 发布 ChatGPT 以来，AI 大模型成为推动人类社会加速迈入强人工智能时代的关键技术。全球领先的科技巨头持续加大在 AI 算力硬件上的投资，陆续宣布重量级的 AI 基础设施投入计划。AI-Capex 成为市场跟踪算力产业链景气度的重要指标。

海外方面，北美四大 CSP 厂商纷纷上修 Capex，预计 2025 年全年 capex 有望达到 3510~3570 亿美元。

国内方面，阿里、腾讯以及字节等 CSP 大厂也纷纷提升 Capex 用于算力基础建设。例如，阿里在云栖大会上宣布除了未来三年 3800 亿元的 Capex 计划之外，还计划追加更多投资，建设云和 AI 硬件。

全球对于 AI 算力需求总体呈现爆发式增长。根据 IDC 的数据显示，2028 年全球 AI 算力服务器市场规模有望达到 2227 亿美元，2025-2028 年 CAGR 为 11.96%。智能芯片作为算力基础设施的核心，迎来了前所未有的发展机遇。

从政策端来看，海外 AI 算力芯片受到地缘政治因素扰动，供给情况存在较大的不确定性。例如，2025 年 4 月，特供”中国市场的英伟达 H20 被美国政府列入出口管制。因此，国产自研 AI 算力芯片是大势所趋。

■ 中芯国际产能、工艺双升，晶圆制造环节“堵点”逐步打通

国产算力芯片发展绕不开晶圆制造环节。目前，中芯国际在产能和工艺方面发展迅猛。截止 2024 年，中芯国际具备 8 英寸标准逻辑月产能 94.8 万片。2025 年上半年，中芯国际进一步扩充产能，新增 2 万片 12 英寸标准逻辑月产能。展望未来三到五年，预计中芯国际将持续以每年 5 万片 12 英寸左右的节奏来扩产。同时，中芯国际的产能利用率也在逐步提升，2025 年 Q2，产能利用率达到 92.5%，环比增长 2.9 个百分点。此外，中芯国际目前正在不断地优化 28 纳米、40 纳米、65 纳米以及 90 纳米制程的工艺。在地缘政治博弈严重的当下，我们认为中国 AI 相关企业的 Capex 将深度挂钩国产芯片供给。未来，随着国产晶圆代工厂商的产能持续扩充以及工艺的不断优化，百度旗下昆仑、寒武纪、华为等头部厂商 AI 芯片量产难的问题将逐步得到解决。

■ AI 芯片性能领先，软硬件协同发展提升未来业绩弹性

近期，寒武纪募资 39.85 亿元。公司拟用募集资金投资 20.54 亿元，用于面向大模型芯片平台项目的建设，以增强公司在面向大模型的 AI 芯片技术和产品综合实力；拟用募集资金投资 14.52 亿元，用于面向大模型软件平台项目的建设。

AI 硬件方面，公司团队先后研制的智能处理器及芯片产品，包括用于终端场景的寒武纪 1A、寒武纪 1H、寒武纪 1M 系列智能处理器；基于思元 100、思元 270、思元 290 和思元 370 芯片的云端智能加速卡系列产品；基于思元 220 芯片的边缘智能加速卡。目前公司产品广泛服务于大模型算法公司、服务器厂商、人工智能应用公司，辐射云计算、能源、教育、金融、电信、医疗、互联网等行业的智能化升级。

AI 软件方面，智能芯片的大规模商用需要兼顾易用性和可编程性，离不开软件平台的深度赋能。例如，英伟达对其软件平台（CUDA）长期持续的迭代升级，助力英伟达芯片快速拓展应用领域和持续优化用户体验，提高用户粘性，奠定英伟达在人工智能市场中的领先地位。公司目前已初步具备软件平台的开放服务能力。未来，公司通过对面向大模型的平台的技术创新研究，进一步构建覆盖大模型技术开发到应用部署的全流程开放服务能力。良好的软件生态能够帮助开发者快速了解和使用公司产品，将已有的模型高效便捷地迁移到公司产品上，使得公司产品高效便捷地被各行各业的开发者使用。

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。同时，公司的产品受到下游云计算、互联网等优质客户

的认可。我们认为随着未来公司软硬件的协同发展，公司的 AI 算力芯片有望迎来更多订单，公司业绩有望持续提升。

盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 64.60、96.89、140.50 亿元，EPS 分别为 5.25、8.05、12.17 元，当前股价对应 PE 分别为 252.5、164.5、108.9 倍，我们认为随着未来公司软硬件的协同发展，公司的 AI 算力芯片有望迎来更多订单，公司业绩有望持续提升，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

AI 需求不及预期风险，公司募投项目进展不及预期，客户集中度较高风险，供应链稳定相关风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	1,174	6,460	9,689	14,050
增长率（%）	65.6%	450.0%	50.0%	45.0%
归母净利润（百万元）	-452	2,195	3,370	5,090
增长率（%）			53.5%	51.1%
摊薄每股收益（元）	-1.08	5.25	8.05	12.17
ROE（%）	-8.3%	28.7%	30.5%	31.4%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	1,986	4,779	8,149	13,484
应收款	333	336	398	423
存货	1,774	1,801	1,797	1,749
其他流动资产	1,707	1,665	1,923	2,165
流动资产合计	5,800	8,581	12,267	17,821
非流动资产：				
金融类资产	760	760	760	760
固定资产	231	234	236	232
在建工程	150	150	150	150
无形资产	183	174	164	156
长期股权投资	247	247	247	247
其他非流动资产	106	106	106	106
非流动资产合计	917	911	904	892
资产总计	6,718	9,492	13,171	18,713
流动负债：				
短期借款	100	100	100	100
应付账款、票据	515	1,073	1,347	1,749
其他流动负债	203	203	203	203
流动负债合计	818	1,375	1,650	2,051
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	469	469	469	469
非流动负债合计	469	469	469	469
负债合计	1,287	1,845	2,119	2,520
所有者权益				
股本	417	418	418	418
股东权益	5,430	7,648	11,051	16,193
负债和所有者权益	6,718	9,492	13,171	18,713

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-457	2217	3404	5141
少数股东权益	-5	22	34	51
折旧摊销	171	86	87	87
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-1327	570	-42	182
经营活动现金净流量	-1618	2895	3483	5461
投资活动现金净流量	-412	-3	-2	4
筹资活动现金净流量	4823	0	0	0
现金流量净额	2,793	2,892	3,481	5,465

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,174	6,460	9,689	14,050
营业成本	508	2,778	4,070	5,760
营业税金及附加	3	19	29	42
销售费用	70	90	136	140
管理费用	181	194	242	281
财务费用	-19	2	2	2
研发费用	1,216	1,292	1,938	2,810
费用合计	1,447	1,578	2,318	3,233
资产减值损失	-53	-95	-95	-95
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	23	48	48	48
营业利润	-456	2,221	3,410	5,151
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	1	0	0	0
利润总额	-456	2,222	3,410	5,152
所得税费用	1	4	7	10
净利润	-457	2,217	3,404	5,141
少数股东损益	-5	22	34	51
归母净利润	-452	2,195	3,370	5,090

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	65.6%	450.0%	50.0%	45.0%
归母净利润增长率			53.5%	51.1%
盈利能力				
毛利率	56.7%	57.0%	58.0%	59.0%
四项费用/营收	123.2%	24.4%	23.9%	23.0%
净利率	-38.9%	34.3%	35.1%	36.6%
ROE	-8.3%	28.7%	30.5%	31.4%
偿债能力				
资产负债率	19.2%	19.4%	16.1%	13.5%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.5	19.2	24.3	33.2
存货周转率	0.3	1.6	2.3	3.3
每股数据(元/股)				
EPS	-1.08	5.25	8.05	12.17
P/E	-1222.8	252.5	164.5	108.9
P/S	471.0	85.8	57.2	39.5
P/B	102.0	72.8	50.5	34.5

■ 电子通信组介绍

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、模拟 IC、量子计算、光通信。

石俊烨：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

■ 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。