

业绩高增延续，自身壁垒有望不断强化

2025 年 10 月 19 日

► **事件概述：**2025 年 10 月 17 日，公司发布 2025 年第三季度报告，2025Q3 实现营业总收入 17.27 亿元，同比增长 1332.52%；归母净利润 5.67 亿元，同比大幅改善。

► **单季度业绩大幅改善，存货等指标向好说明产业链供应的韧性较强。**1) **业绩高速增长：**2025 年 1-9 月，公司实现营业总收入 46.07 亿元，同比增长 2386.38%；归母净利润 16.05 亿元，同比大幅改善。公司持续拓展市场，积极助力人工智能应用落地，推动收入较上年同期大幅增长。同时，公司仍将研发作为投入重点，前三季度研发费用 8.43 亿元，同比增长约 28%。2) **存货大幅增加：**截至三季度末，存货约 37 亿元，较上季度末增加约 10 亿元。作为国内 AI 芯片龙头，存货持续增加说明公司芯片等产业链供应的韧性较强。

► **定增成功发行，自身壁垒有望不断强化，国产化大机遇下有望充分受益。**1) 根据寒武纪发布的《2025 年度向特定对象发行 A 股股票发行情况报告书》，截至 2025 年 9 月 26 日 15 时止，公司本次向特定对象发行 A 股股票实际已发行人民币普通股 333.49 万股，每股发行价格人民币 1195.02 元，募集资金总额为人民币 39.85 亿元。2) 通过本次发行募集资金投资项目的实施，公司在大模型领域的芯片和软件技术综合竞争实力将得到显著提升，并形成面向大模型规模应用领域的算力软硬件技术能力矩阵，有利于根据不同客户的需求快速构建不同芯片和软件组合的最佳解决方案。3) 2025 年 9 月 29 日，寒武纪已同步实现对深度求索公司最新模型 DeepSeek-V3.2-Exp 的适配，并开源大模型推理引擎 vLLM-MLU 源代码。大模型软件生态建设方面，寒武纪支持以 DeepSeek 为代表的各主流开源大模型。芯片和算法的联合创新方面，以软硬件协同的方式，对 DeepSeek 系列模型进行了深入的软硬件协同性能优化，达成了业界领先的算力利用率水平。针对 DeepSeek-V3.2-Exp 新模型架构，寒武纪通过 Triton 算子开发实现了快速适配，利用 BangC 融合算子开发实现了极致性能优化，并基于计算与通信的并行策略次达成了业界领先的计算效率水平。依托 DeepSeek-V3.2-Exp 带来的全新 DeepSeek Sparse Attention 机制，叠加公司芯片的计算效率，可大幅降低长序列场景下的训推成本，共同为客户提供极具竞争力的硬件解决方案，有望充分受益于 AI 算力国产化的重要机遇。

► **投资建议：**公司是国产 AI 芯片龙头，积极研发新一代智能处理器微架构和指令集，推动智能芯片及加速卡在互联网、运营商、金融、能源等多个重点行业持续落地。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 19.93/35.63/50.47 亿元，对应 PE 分别为 262X、147X、103X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**政策落地不及预期；AI 技术路线变化具有不确定性；同业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,174	6,359	9,537	11,853
增长率 (%)	65.6	441.4	50.0	24.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	-452	1,993	3,563	5,047
增长率 (%)	46.7	540.6	78.8	41.7
每股收益 (元)	-1.08	4.76	8.52	12.06
PE	/	262	147	103
PB	96.3	45.3	36.0	28.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 17 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

1,247.68 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei_yj@glms.com.cn

分析师 郭新宇

执业证书：S0100518120001

邮箱：guoxinyu@glms.com.cn

相关研究

1.寒武纪-U (688256.SH) 2025 年半年报点评：国产 AI 算力龙头，2025Q2 业绩延续高增态势-2025/08/28

2.寒武纪-U (688256.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩超预期，存货关键指标预示国产 AI 芯片拐点有望到来-2025/04/19

3.寒武纪-U (688256.SH) 2024 年三季度点评：单季度收入大幅提升，国产 AI 算力龙头潜力可期-2024/11/02

4.寒武纪-U (688256.SH) 2024 年半年报点评：持续研发奠定发展基础，生态逐步完善助力加速成长-2024/09/02

5.寒武纪-U (688256.SH) 首次覆盖报告：预期差较大的国产 AI 芯片引领者-2024/05/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,174	6,359	9,537	11,853
营业成本	508	2,521	3,447	3,906
营业税金及附加	3	23	35	44
销售费用	70	191	286	356
管理费用	181	254	286	356
研发费用	1,216	1,666	2,289	2,608
EBIT	-479	2,120	3,724	5,243
财务费用	-19	-13	-52	-69
资产减值损失	-53	-138	-189	-214
投资收益	23	64	95	119
营业利润	-456	2,060	3,683	5,217
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	-456	2,061	3,684	5,218
所得税	1	6	11	16
净利润	-457	2,055	3,673	5,203
归属于母公司净利润	-452	1,993	3,563	5,047
EBITDA	-270	2,397	4,111	5,725

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,986	5,831	7,506	10,891
应收账款及票据	314	669	1,003	1,247
预付款项	774	882	1,207	1,367
存货	1,774	2,625	3,589	4,067
其他流动资产	951	1,726	1,746	1,754
流动资产合计	5,800	11,734	15,051	19,326
长期股权投资	247	247	247	247
固定资产	231	372	441	453
无形资产	183	233	283	333
非流动资产合计	917	1,130	1,187	1,210
资产合计	6,718	12,864	16,238	20,536
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	515	691	945	1,070
其他流动负债	203	103	157	188
流动负债合计	818	894	1,201	1,358
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	469	368	360	366
非流动负债合计	469	368	360	366
负债合计	1,287	1,262	1,561	1,725
股本	417	418	418	418
少数股东权益	8	69	180	336
股东权益合计	5,430	11,602	14,677	18,811
负债和股东权益合计	6,718	12,864	16,238	20,536

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	65.56	441.42	49.98	24.29
EBIT 增长率	51.19	542.22	75.61	40.81
净利润增长率	46.69	540.58	78.76	41.66
盈利能力 (%)				
毛利率	56.71	60.35	63.85	67.04
净利率	-38.51	31.34	37.36	42.58
总资产收益率 ROA	-6.73	15.49	21.94	24.58
净资产收益率 ROE	-8.34	17.28	24.57	27.32
偿债能力				
流动比率	7.09	13.13	12.53	14.23
速动比率	3.76	9.00	8.38	10.09
现金比率	2.43	6.52	6.25	8.02
资产负债率 (%)	19.16	9.81	9.61	8.40
经营效率				
应收账款周转天数	94.66	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	1273.58	400.00	400.00	400.00
总资产周转率	0.18	0.65	0.66	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	-1.08	4.76	8.52	12.06
每股净资产	12.96	27.57	34.65	44.16
每股经营现金流	-3.87	2.46	6.30	11.56
每股股利	0.00	1.43	2.55	3.62
估值分析				
PE	/	262	147	103
PB	96.3	45.3	36.0	28.3
EV/EBITDA	/	215.64	125.75	90.28
股息收益率 (%)	0.00	0.11	0.20	0.29

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-457	2,055	3,673	5,203
折旧和摊销	209	277	387	482
营运资金变动	-1,264	-1,409	-1,566	-999
经营活动现金流	-1,618	1,029	2,634	4,838
资本开支	-366	-392	-416	-464
投资	-90	-770	0	0
投资活动现金流	-412	-1,152	-321	-345
股权募资	56	4,137	0	0
债务募资	100	0	0	0
筹资活动现金流	48	3,968	-638	-1,108
现金净流量	-1,982	3,845	1,675	3,385

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048