

寒武纪(688256)

报告日期: 2025 年 10 月 19 日

供给延续增长，存货创新高

——寒武纪 2025 三季度点评

投资要点

❑ **寒武纪发布 2025 年三季报**，前三季度实现营业收入 46.07 亿元，同比增长 2386.38%；归母净利润 16.05 亿元，同比增 321.49%；扣非后归母净利润 14.19 亿元，同比增长 264.52%。

单 Q3：营业收入 17.27 亿元，同比增长 1332.52%；归母净利润 5.67 亿元，同比增长 391.47%；扣非后归母净利润 5.06 亿元，同比增长 299.68 %。

❑ 存货高增，供给进一步提升

存货创新高，达到 37.29 亿元，环比增长 38.62%，单 Q3 收入环比基本持平下，供给在 Q3 进一步放量。预付款项 6.90 亿元，维持在高位。存货+预付款项合计 44.19 亿元，环比增长 25.60%。考虑到下游大厂等资本开支保持高增长，AI 应用持续打开，以及算力国产化趋势，我们认为供给端增长仍是影响寒武纪业绩的主因，看好 Q4 及后续季度收入放量情况。单 Q3 研发费用 3.01 亿元，同比增长 42.24%；销售、管理费用分别为 0.15、0.40 亿元，同比分别减少 2.16%、54.84%。

❑ 国产算力大势所趋，重申寒武纪优势

网信办约谈就 H20 芯片安全问题约谈英伟达，或反映出国产算力产业链逐步完善，且未来使用国产算力为大势所趋。智算芯片由于规模效应及生态壁垒，长期看格局或将相对集中：根据 Bernstein Research 数据，英伟达 2024 年中国 AI 芯片市场中占据 66% 的市场份额。未来算力实现国产化后，我们预计国产 AI 芯片也将呈现集中格局，寒武纪作为独立的智算芯片提供商，或更受大厂青睐，优势凸显。

❑ 盈利预测与估值

我们预计公司 25-27 年分别实现收入 75.3 亿、134.6 亿、205.6 亿，同比增速为 541%、79%、53%；归属母公司股东的净利润为 18.3 亿、28.2 亿、46.5 亿。对应 25-27 年 PE 估值分别为 285、185、112 倍，**维持“买入”评级**。

❑ 风险提示

产品研发不及预期、下游需求不及预期、晶圆厂产能释放不及预期、生态适配不及预期、贸易政策风险等。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,174	7,529	13,459	20,555
(+/-) (%)	65.56%	541.09%	78.75%	52.73%
归母净利润	-452	1,832	2,820	4,652
(+/-) (%)	46.69%	505.02%	53.93%	64.97%
每股收益(元)	-1.08	4.38	6.74	11.12
P/E	/	284.91	185.09	112.19

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：童非
执业证书号：S1230524050005
tongfei01@stocke.com.cn

分析师：王凌涛
执业证书号：S1230523120008
wanglingtao@stocke.com.cn

分析师：厉秋迪
执业证书号：S1230523020001
liqiudi@stocke.com.cn

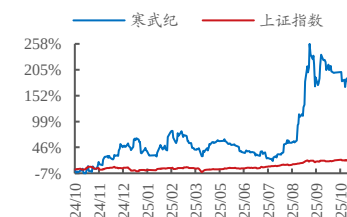
分析师：安子超
执业证书号：S1230524080001
anzichao@stocke.com.cn

分析师：张致远
执业证书号：S1230525080001
zhangzhiyuan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 1,247.68
总市值(百万元)	521,967.21
总股本(百万股)	418.35

股票走势图



相关报告

- 《业绩超预期，关注下一代国产芯片研发进程》 2025.08.28
- 《需求满载，关注供给》 2025.08.11
- 《定增加码研发，步入收获之年》 2025.06.24

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,800	8,964	12,824	19,052
现金	1,986	739	2,021	4,433
交易性金融资产	760	760	760	760
应收账款	314	1,787	1,872	3,693
其它应收款	19	377	329	704
预付账款	774	1,016	1,817	2,775
存货	1,774	1,850	3,919	4,872
其他	172	2,435	2,106	1,815
非流动资产	917	963	975	987
金融资产类	9	9	9	9
长期投资	247	247	247	247
固定资产	231	277	289	301
无形资产	183	183	183	183
在建工程	150	150	150	150
其他	97	97	97	97
资产总计	6,718	9,927	13,799	20,039
流动负债	818	2,155	3,134	4,616
短期借款	100	124	126	128
应付款项	515	1,368	1,997	3,142
预收账款	0	0	0	0
其他	203	663	1,011	1,346
非流动负债	469	469	469	469
长期借款	0	0	0	0
其他	469	469	469	469
负债合计	1,287	2,624	3,603	5,085
少数股东权益	8	68	141	247
归属母公司股东权益	5,423	7,235	10,055	14,707
负债和股东权益	6,718	9,927	13,799	20,039

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1,618)	795	1,272	2,396
净利润	(457)	1,892	2,893	4,759
折旧摊销	209	8	3	3
财务费用	1	5	5	6
投资损失	(23)	(38)	(40)	(41)
营运资金变动	(1,264)	(1,261)	(1,870)	(2,774)
其它	(85)	189	282	444
投资活动现金流	(412)	(2,042)	13	20
资本支出	(366)	(80)	(27)	(21)
长期投资	(90)	0	0	0
其他	44	(1,962)	40	41
筹资活动现金流	48	(1)	(3)	(4)
短期借款	100	24	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	(52)	(25)	(5)	(6)
现金净增加额	(1,982)	(1,248)	1,282	2,412

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,174	7,529	13,459	20,555
营业成本	508	3,388	6,056	9,250
营业税金及附加	3	33	58	77
营业费用	70	98	202	308
管理费用	181	226	471	822
研发费用	1,216	1,882	3,365	4,522
财务费用	(19)	(15)	(2)	(15)
资产减值损失	(53)	(168)	(162)	(327)
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	23	38	40	41
其他经营收益	220	226	336	411
营业利润	(456)	1,991	3,403	5,598
营业外收支	(0)	0	0	1
利润总额	(456)	1,992	3,404	5,599
所得税	1	100	511	840
净利润	(457)	1,892	2,893	4,759
少数股东损益	(5)	60	73	106
归属母公司净利润	(452)	1,832	2,820	4,652
EBITDA	(270)	2,157	3,767	6,116
EPS (最新摊薄)	(1.08)	4.38	6.74	11.12

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	65.56%	541.09%	78.75%	52.73%
营业利润	47.96%	536.96%	70.89%	64.49%
归属母公司净利润	46.69%	505.02%	53.93%	64.97%
获利能力				
毛利率	56.71%	55.00%	55.00%	55.00%
净利率	-38.51%	24.33%	20.95%	22.63%
ROE	-8.34%	25.32%	28.05%	31.63%
ROIC	-8.67%	27.44%	30.96%	34.42%
偿债能力				
资产负债率	19.16%	26.44%	26.11%	25.37%
净负债比率	-34.48%	-8.22%	-18.44%	-28.69%
流动比率	7.09	4.16	4.09	4.13
速动比率	3.76	1.70	1.59	2.08
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.90	1.13	1.21
应收账款周转率	2.48	7.27	7.49	7.53
应付账款周转率	1.35	3.60	3.60	3.60
每股指标(元)				
每股收益	-1.08	4.38	6.74	11.12
每股经营现金	-3.87	1.90	3.04	5.73
每股净资产	12.96	17.29	24.03	35.16
估值比率				
P/E	—	284.91	185.09	112.19
P/B	96.26	72.15	51.91	35.49
EV/EBITDA	—	241.74	138.05	84.64

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>