



2025年10月20日

增持（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

方霁 S0630523060001

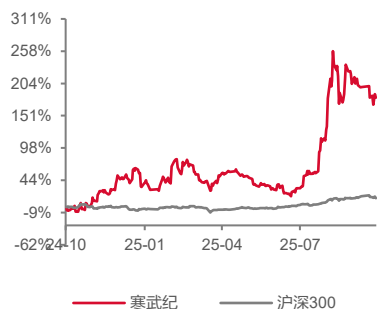
fangji@longone.com.cn

联系人

董经纬

djwei@longone.com.cn

数据日期	2025/10/20
收盘价	1,281.12
总股本(万股)	41,835
流通A股/B股(万股)	41,592/0
资产负债率(%)	10.12%
市净率(倍)	47.35
净资产收益率(加权)	25.21
12个月内最高/最低价	1,595.88/402.79



相关研究

1.寒武纪（688256）：二季度业绩同比大增，定增项目加码软硬件平台研发——公司简评报告

2.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）：业绩同比维持高增长态势，研发投入持续加码

——公司简评报告

投资要点

- **事件概述：**寒武纪发布2025年三季度报告。2025年前三季度公司实现营业收入46.07亿元（yoy+2386.38%），实现归母净利润16.05亿元（yoy+321.49%），实现扣非归母净利润14.19亿元（yoy+264.52%），综合毛利率55.29%（yoy+0.06pcts）。2025Q3，公司实现营业收入17.27亿元（yoy+1332.52%，qoq-2.40%），实现归母净利润5.67亿元（yoy+391.47%，qoq-17.00%），实现扣非归母净利润5.06亿元（yoy+299.68%，qoq-20.47%），综合毛利率54.24%（yoy-3.04pcts，qoq-1.64pcts）。
- **云端AI芯片加速放量，充分受益于算力需求爆发和国产渗透率加速提升的产业趋势。**2025年前三季度公司营收与归母净利润同比大幅增长，主要系以思元590为代表的云端产品大幅放量所致，后续思元690也有望受益于量价齐升的逻辑。目前，以阿里、腾讯、字节等为代表的国内云厂商不断加码AI相关的资本开支，且国产替代的诉求日益深刻，英伟达CEO黄仁勋近期发言称英伟达在中国市场的份额从95%降至0%，在中美科技摩擦的背景下，国产AI芯片迎来加速替代期。作为国内核心云端AI芯片供应商，公司产品不仅性能行业领先，且通过适配各类国产大模型（2025年9月29日，公司在DeepSeek-V3.2-Exp上线当天宣布了模型适配，并开源大模型推理引擎vLLM-MLU源代码）充分构建大模型软件生态，积极响应国家政策，带头打造国产算力供应链。
- **存货环比大幅增长，为未来产品交付奠定坚实基础。**2025年三季度末，公司存货37.29亿元，环比二季度末增长10.39亿元，在当前行业处于高景气周期，国内云厂商大幅增加算力基础设施投入，算力需求持续暴增的背景下，存货增长一方面是满足下游强劲预期需求下的主动备货，另一方面可以增强供应链韧性，确保稳定交付云端芯片产品，为推动后续收入增长打下基础。
- **研发费用持续上升，保持技术领先，不断提高产品市场竞争力。**三季度公司研发费用3.01亿元，同比增长42.24%，环比增长11.73%，研发费率17.43%，环比增加2.21个百分点。高研发投入是公司作为国产AI芯片龙头，在行业高速发展期强化技术护城河、构建生态壁垒的长期战略。硬件层面，公司的新一代智能处理器微架构和指令集正在研发中；软件层面，公司对基础系统软件平台在持续进行优化和迭代。
- **39.85亿元定增项目顺利完成，货币资金储备充沛，财务结构稳健。**2025年9月30日，公司发布“2025年度向特定对象发行A股股票发行情况报告书”，根据公告，截至9月26日，公司已募集资金人民币39.85亿元，扣除发行费用后实际募集资金净额为人民币39.53亿元，得益于此，公司三季度末货币资金51.78亿元，环比二季度末增长32.24亿元，不仅能确保公司日常生产经营的顺利进行，还为后续芯片与软件的研发提供了强大的资金保障。
- **投资建议：**公司思元590等云端系列产品有力拉动整体业绩上行，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68.60、138.65和226.55亿元（原预测值分别为86.88、165.98和255.34亿元）；归母净利润分别为23.36、48.39和77.91亿元（原预测值分别为30.56、63.04和99.24亿元）。当前市值对应2025、2026、2027年的PE分别为229、111、69倍，PS分别为78、39、24倍。盈利预测给予“增持”评级。
- **风险提示：**1）客户验证进展不及预期；2）国际贸易政策风险；3）市场竞争加剧。

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	6,859.65	13,864.65	22,654.95
同比增速(%)	1.11%	-2.70%	65.56%	484.07%	102.12%	63.40%
归母净利润(百万元)	-1,256.35	-848.44	-452.34	2,336.10	4,839.33	7,791.03
同比增速(%)	-52.3%	32.5%	46.7%	616.45%	107.15%	60.99%
毛利率(%)	65.76%	69.16%	56.71%	55.52%	56.60%	57.61%
每股盈利(元)	-3.00	-2.03	-1.08	5.58	11.57	18.62
ROE(%)	-25.9%	-15.0%	-8.3%	30.2%	38.5%	38.2%
PE(倍)	-	-	-	229.42	110.75	68.79
PS(倍)	735.16	755.52	456.34	78.13	38.66	23.66

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截至2025年10月20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	6,860	13,865	22,655
%同比增速	66%	484%	102%	63%
营业成本	508	3,050	6,017	9,603
毛利	666	3,809	7,848	13,052
%营业收入	57%	56%	57%	58%
税金及附加	3	21	43	72
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	70	69	139	227
%营业收入	6%	1%	1%	1%
管理费用	181	206	416	680
%营业收入	15%	3%	3%	3%
研发费用	1,216	1,441	3,050	5,437
%营业收入	104%	21%	22%	24%
财务费用	-19	3	4	6
%营业收入	-2%	0%	0%	0%
资产减值损失	-53	-100	-150	-180
信用减值损失	137	-40	-60	-100
其他收益	220	377	804	1,359
投资收益	23	27	55	91
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	1	2
营业利润	-456	2,336	4,847	7,802
%营业收入	-39%	34%	35%	34%
营业外收支	0	-3	-2	-2
利润总额	-456	2,334	4,845	7,800
%营业收入	-39%	34%	35%	34%
所得税费用	1	0	1	2
净利润	-457	2,334	4,844	7,799
%同比增速	48%	611%	108%	61%
归属于母公司的净利润	-452	2,336	4,839	7,791
%营业收入	-39%	34%	35%	34%
少数股东损益	-5	-2	5	8
EPS (元/股)	-1.08	5.58	11.57	18.62

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	-1.08	5.58	11.57	18.62
BVPS	12.96	18.50	30.07	48.69
PE	—	229.42	110.75	68.79
PEG	—	0.37	1.03	1.13
PB	98.84	69.25	42.61	26.31
EV/EBITDA	-1,009.96	201.50	104.37	66.14
ROE	-8%	30%	38%	38%
ROIC	-9%	30%	38%	38%

资产负债表

单位: (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,986	2,487	5,442	11,752
交易性金融资产	760	1,060	1,160	1,260
应收账款及应收票据	314	722	1,055	1,059
存货	1,774	3,289	4,764	6,238
预付账款	774	763	1,203	1,440
其他流动资产	191	88	137	185
流动资产合计	5,800	8,409	13,762	21,935
长期股权投资	247	247	262	282
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	231	295	373	545
无形资产	183	151	233	458
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	388	464	549
资产总计	6,718	9,490	15,093	23,768
短期借款	100	100	150	250
应付票据及应付账款	515	932	1,421	2,001
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	156	214	361	480
应交税费	27	34	69	113
其他流动负债	20	117	155	188
流动负债合计	818	1,397	2,156	3,032
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	348	348	348
负债合计	1,287	1,745	2,504	3,380
归属母公司所有者权益	5,423	7,740	12,579	20,370
少数股东权益	8	5	10	18
股东权益	5,430	7,745	12,589	20,388
负债及股东权益	6,718	9,490	15,093	23,768

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	1,393	3,439	6,850
投资	-90	-370	-135	-140
资本性支出	-366	-337	-420	-560
其他	44	-43	25	66
投资活动现金流净额	-412	-749	-530	-634
债权融资	100	1	50	100
股权融资	56	1	0	0
支付股利及利息	0	-3	-4	-6
其他	-108	-142	0	0
筹资活动现金流净额	48	-143	46	94
现金净流量	-1,982	500	2,955	6,310

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2025 年 10 月 20 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