

寒武纪-U (688256.SH)

优于大市

存货环比持续增长保障交付，定增落地助力新平台研发

核心观点

前三季度营收同比增长 2386.38%，归母净利润同比增长 321.49%。公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 46.07 亿元 (YoY +2386.38%)，实现归母净利润 16.05 亿元，2024 年同期为-7.24 亿元，实现扭亏为盈。其中，公司单三季度实现营收 17.27 亿元 (YoY +1332.52%，QoQ -2.40%)，实现归母净利润 5.67 亿元 (同比扭亏为盈，QoQ -17.00%)。收入利润大幅增长，主要因公司持续拓展市场，积极助力人工智能应用落地。前三季度公司确认的非经常性损益为 1.86 亿元，主要为政府补助等。

2025 年营收预计 50 至 70 亿元，存货环比持续增长保障未来交付。公司结合实际情况，预计 2025 年全年实现营业收入 50 至 70 亿元。盈利能力方面，公司前三季度综合毛利率达到 55.29%，净利率为 34.81%，其中单三季度毛利率为 54.24%，维持在较高水平。为应对旺盛的下游需求，公司积极备货，截至三季度末，公司存货达到 37.29 亿元，较二季度末增加约 10.4 亿元，为未来收入的持续增长提供了有力保障。预付款项为 6.9 亿元，较中报时的 8.3 亿元有所下滑。费用方面，公司持续加大研发投入，单三季度研发投入为 2.58 亿元 (不含股份支付)，同比增长 22.05%。

定增落地助力新平台研发，Day0 适配 DeepSeek-V3.2-Exp。公司完成 2025 年度定增项目，实际发行人民币普通股 333.49 万股，增发价格为 1195.02 元，募资金额为人民币 39.85 亿元。本次定增中 20.54 亿元用于面向大模型的芯片平台项目，14.52 亿元用于面向大模型的软件平台项目，4.79 亿元用于补充流动资金。其中，芯片平台包含 4 类：面向大模型训练的芯片、面向大语言模型推理的芯片、面向多模态推理的芯片和面向大模型需求的交换芯片；软件平台包含 3 类：灵活编译系统、训练平台以及推理平台。9 月 29 日，DeepSeek-V3.2-Exp 发布，公司实现 Day 0 适配 DeepSeek-V3.2-Exp，并同步开源大模型推理引擎 vLLM-MLU 源代码。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，达到了业界领先的计算效率水平。

投资建议：我们看好公司人工智能处理器芯片的核心竞争力，公司积极备货以满足下游旺盛需求，未来业绩有望逐步兑现。伴随 AI 产业趋势发展，以及地缘政治风险下国产替代需求的提升，公司产品销量持续向好，我们上修 2025-2027 年营收至 67.73/121.85/201.00 亿元 (前值 50.24/72.81/101.9 亿元)，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司尚未实现盈利且存在毛利率波动风险；客户集中度且上游供应链存在不稳定风险；行业竞争加剧风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	709	1,174	6,773	12,185	20,100
(+/-%)	-2.7%	65.6%	476.7%	79.9%	65.0%
净利润(百万元)	-848	-452	2090	4690	8540
(+/-%)	32.5%	46.7%	562.0%	124.4%	82.1%
每股收益(元)	-2.04	-1.08	5.00	11.21	20.41
EBIT Margin	-122.2%	-68.4%	31.7%	39.7%	44.1%
净资产收益率 (ROE)	-15.0%	-8.3%	27.8%	38.4%	41.2%
市盈率 (PE)	-629.0	-1182.3	256.5	114.3	62.8
EV/EBITDA	-866.3	-847.8	249.4	112.1	63.3
市净率 (PB)	94.46	98.63	71.34	43.92	25.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

证券分析师：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

S0980525080004

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

1281.12 元

总市值/流通市值

540229/535957 百万元

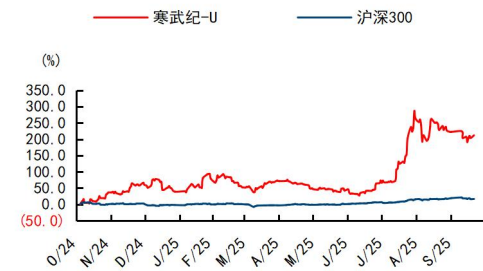
52 周最高价/最低价

1595.88/402.79 元

近 3 个月日均成交额

13814.32 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《寒武纪-U (688256.SH)——季度业绩同比环比高增，积极备货保障下游供应》——2025-06-16

盈利预测的假设前提

公司是国内领先的人工智能芯片企业，专注于云、边、端全系列智能芯片及配套开发软件的研发，产品涵盖云端智能芯片、加速卡、训练整机、边缘智能芯片及终端智能处理器 IP，广泛应用于互联网、金融、交通、能源等复杂 AI 场景。寒武纪以软硬件协同、训练推理融合和统一生态为核心优势，持续推动国产 AI 芯片自主可控。公司技术创新能力突出，已发布多代“思元”系列云端芯片，最新一代思元 590 对标国际先进水平，并于 2024 年实现量产出货。公司已成为国产智算芯片领域的核心供应商，市场地位稳固。公司盈利预测假设条件如下：

云端产品线：2024 年公司云端产品线实现收入 11.66 亿元，同比增长 1187.8%，毛利率为 56.7%。三季度公司存货持续增长，印证了公司积极备货以应对旺盛的下游需求，为后续订单的交付提供保障。我们预计 2025-2027 年云端产品线收入同比增长 480%/80%/65%至 67.64/121.76/200.90 亿元，毛利率维持 56.0%。

边缘端产品线：2024 年公司边缘端产品线实现收入 654 万元，同比下滑 39.6%，毛利率为 51.5%。我们预计 2025-2027 年边缘端产品线保持稳定，维持 5%的同比增速，毛利率保持在 50%水平。

IP 授权及软件业务：2024 年公司 IP 授权及软件业务实现收入 41.2 万元，毛利率为 100%。我们预计 2025-2027 年 IP 授权与软件业务保持稳定，维持 5%同比增速，毛利率保持在 100%水平。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
云端产品线						
收入（百万元）	677.96	695.10	1166.28	6764.42	12175.95	20090.31
增速	26.5%	2.5%	1187.8%	480.0%	80.0%	65.0%
成本（百万元）	215.80	212.29	505.12	2976.34	5357.42	8839.74
毛利率	68.2%	69.5%	56.7%	56.0%	56.0%	56.0%
边缘端产品线						
收入（百万元）	37.84	10.82	6.54	6.87	7.21	7.57
增速	-78.4%	-71.4%	-39.6%	5.0%	5.0%	5.0%
成本（百万元）	26.07	4.78	3.17	3.43	3.61	3.79
毛利率	31.1%	55.9%	51.5%	50.0%	50.0%	50.0%
IP 授权及软件						
收入（百万元）	1.14	0.23	0.41	0.43	0.45	0.48
增速	-83.4%	-79.5%	-8.5%	5.0%	5.0%	5.0%
成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务						
收入（百万元）	12.10	3.23	1.23	1.27	1.30	1.34
增速	280.0%	-73.3%	-61.8%	2.8%	2.8%	2.8%
成本（百万元）	7.75	1.74	0.10	0.11	0.11	0.11
毛利率	35.9%	46.3%	92.0%	91.7%	91.8%	91.8%
合计						
收入（百万元）	729.03	709.39	1174.47	6772.99	12184.92	20099.70
增速	1.1%	-2.7%	65.6%	476.7%	79.9%	65.0%
成本（百万元）	249.62	218.80	508.39	2979.88	5361.13	8843.63
毛利率	65.8%	69.2%	56.7%	56.0%	56.0%	56.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年公司营业收入分别为 67.73/121.85/201.00 亿元，同比增加 476.7%/79.9%/65.0%，毛利率分别为 56%/56%/56%。

未来 3 年业绩预测

销售费率：随着 AIGC 的产业趋势推进和公司收入增长，我们认为销售费率将逐步下降，假设 2025-2027 年销售费率分别为 0.94%/0.70%/0.46%。

管理费率：随着 AIGC 的产业趋势推进和公司收入增长，我们认为管理费率将保持稳定，假设 2025-2027 年管理费率分别为 3.00%/2.13%/1.55%。

研发费率：随着 AIGC 的产业趋势推进和公司收入增长，我们认为研发费率将保持稳定，假设 2025-2027 年研发费率分别为 20.04%/13.00%/9.60%。

表2：公司未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	709.39	1174.47	6772.99	12184.92	20099.70
YoY	-2.7%	65.6%	476.7%	79.9%	65.0%
销售费用	82	70	64	85	93
管理费用	154	181	210	267	319
研发费用	1118	1216	1358	1584	1930
财务费用	(45)	(19)	101	274	515
营业利润	(875)	(456)	2106	4726	8604
利润总额	(876)	(456)	2105	4725	8604
归母净利润	(848)	(452)	2090	4690	8540
YoY	32.5%	46.7%	562.0%	124.4%	82.1%
EPS（元）	-2.04	-1.08	5.00	11.21	20.41
ROE（%）	-15.0%	-8.3%	27.8%	38.4%	41.2%

综上所述，我们预计 2025-2027 年公司营业收入同比增长 476.7%/79.9%/65.0%至 67.73/121.85/201.00 亿元，对应归母净利润 20.90/46.90/85.40 亿元。

盈利预测的情景分析

对盈利预测进行情景分析，以前述假设为中性预测，乐观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别提高 5%；悲观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别降低 5%。

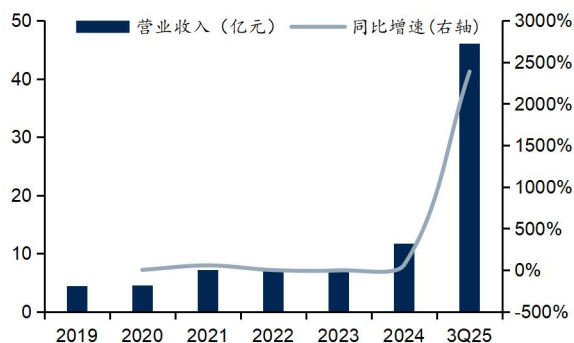
表3：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	709	1,174	7,053	12,970	21,816
(+/-%)	-2.7%	65.6%	500.5%	83.9%	68.2%
净利润(百万元)	-848	-452	2415	5386	9894
(+/-%)	32.5%	46.7%	633.8%	123.0%	83.7%
摊薄 EPS	-2.04	-1.08	5.77	12.87	23.65
中性预测					
营业收入(百万元)	709	1,174	6,773	12,185	20,100
(+/-%)	-2.7%	65.6%	476.7%	79.9%	65.0%
净利润(百万元)	-848	-452	2090	4690	8540
(+/-%)	32.5%	46.7%	562.0%	124.4%	82.1%
摊薄 EPS(元)	-2.04	-1.08	5.00	11.21	20.41
悲观预测					
营业收入(百万元)	709	1,174	6,493	11,422	18,470
(+/-%)	-2.7%	65.6%	452.9%	75.9%	61.7%
净利润(百万元)	-848	-452	1784	4051	7320

(+/-%)	32.5%	46.7%	494.4%	127.1%	80.7%
摊薄 EPS	-2.04	-1.08	4.26	9.68	17.50
总股本（百万股）	417	417	418	418	418

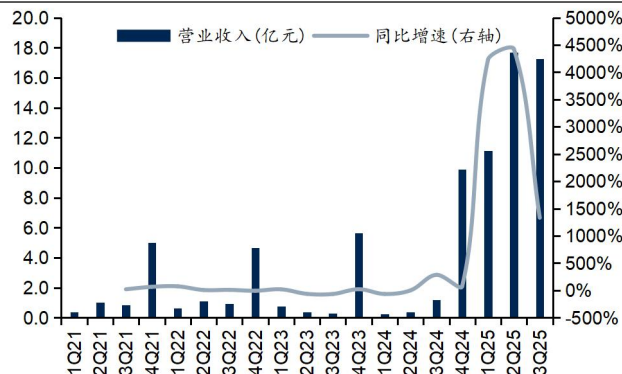
资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



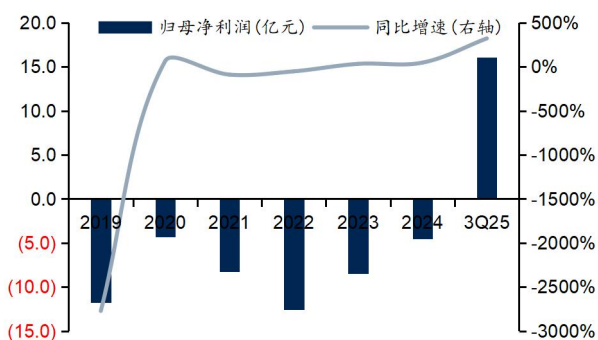
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



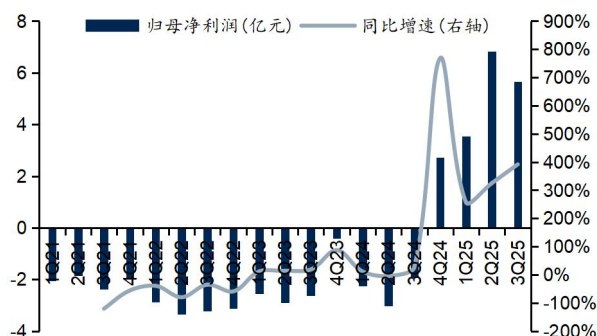
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



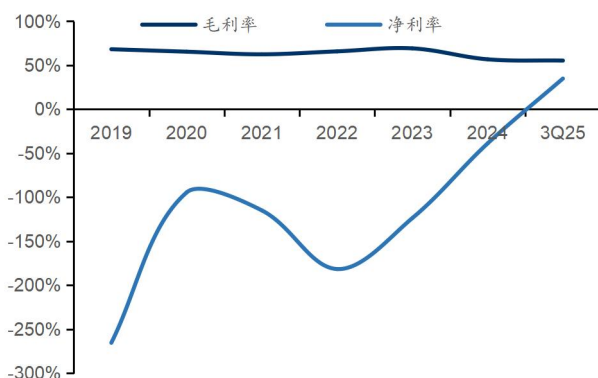
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度归母净利润及增速（亿元，%）



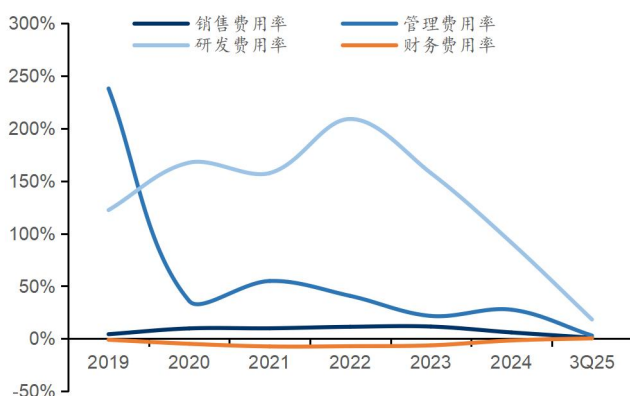
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3954	1986	2803	500	500	营业收入	709	1174	6773	12185	20100
应收款项	670	333	5238	8130	11553	营业成本	219	508	2980	5361	8844
存货净额	99	1774	6742	12857	25956	营业税金及附加	4	3	16	45	57
其他流动资产	224	946	4715	7383	14123	销售费用	82	70	64	85	93
流动资产合计	5648	5800	20265	29646	52915	管理费用	154	181	210	267	319
固定资产	251	382	811	1345	1919	研发费用	1118	1216	1358	1584	1930
无形资产及其他	150	183	175	168	161	财务费用	(45)	(19)	101	274	515
其他长期资产	140	106	106	106	106	投资收益	74	23	63	165	281
长期股权投资	230	247	285	306	332	资产减值及公允价值变动	(138)	(53)	(129)	(107)	(96)
资产总计	6418	6718	21644	31572	55433	其他收入	10	359	126	97	78
短期借款及交易性金融负债	35	113	7016	6999	16464	营业利润	(876)	(456)	2105	4725	8604
应付款项	237	515	4539	8224	12561	营业外净收支	1	(0)	1	1	0
其他流动负债	191	191	2090	3557	4894	利润总额	(875)	(456)	2106	4726	8604
流动负债合计	463	818	13645	18780	33918	所得税费用	3	1	(5)	(12)	(22)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(30)	(5)	21	48	87
其他长期负债	225	469	457	513	609	归属于母公司净利润	(848)	(452)	2090	4690	8540
长期负债合计	225	469	457	513	609	现金流量表（百万元）					
负债合计	689	1287	14102	19293	34527	净利润	(878)	(457)	2111	4738	8626
少数股东权益	80	8	29	77	163	资产减值准备	(42)	(219)	103	88	115
股东权益	5650	5423	7512	12203	20742	折旧摊销	250	171	60	108	159
负债和股东权益总计	6418	6718	21644	31572	55433	公允价值变动损失	138	53	129	107	96
关键财务与估值指标						财务费用	(45)	(19)	101	274	515
每股收益	(2.04)	(1.08)	5.00	11.21	20.41	营运资本变动	1241	(1724)	(7626)	(6380)	(17376)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(1260)	578	(204)	(363)	(631)
每股净资产	13.56	12.99	17.96	29.17	49.58	经营活动现金流	(596)	(1618)	(5326)	(1428)	(8494)
ROIC	8%	11%	39%	41%	40%	资本开支	(100)	(366)	(715)	(829)	(937)
ROE	-15%	-8%	28%	38%	41%	其它投资现金流	525	(46)	(46)	(29)	(33)
毛利率	69%	57%	56%	56%	56%	投资活动现金流	425	(412)	(761)	(858)	(970)
EBIT Margin	-122%	-68%	32%	40%	44%	权益性融资	0	56	0	0	0
EBITDA Margin	-87%	-54%	33%	41%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-3%	66%	477%	80%	65%	支付股利、利息	0	(0)	0	0	0
净利润增长率	32%	47%	562%	124%	82%	其它融资现金流	1657	(8)	6903	(16)	9464
资产负债率	12%	19%	65%	61%	63%	融资活动现金流	1657	48	6903	(16)	9464
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	1486	(1982)	816	(2303)	0
P/E	(629.0)	(1182.3)	256.5	114.3	62.8	货币资金的期初余额	2467	3954	1972	2788	485
P/B	94.5	98.6	71.3	43.9	25.8	货币资金的期末余额	3954	1972	2788	485	485
EV/EBITDA	(866.3)	(847.8)	249.4	112.1	63.3	企业自由现金流	0	(2725)	(6130)	(2246)	(9274)
						权益自由现金流	0	(2733)	673	(2537)	(327)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032