

## 买入

2025年12月3日

## 推理应用加速落地，算力缺口亟待缓解

➤ **业绩回顾：**25Q3单季度，公司收入17.3亿元，大幅超过10亿-15亿的悲观预期，同环比分别为+1,333%/-2%。毛利率54.2%，同环比分别为+2pct/+1.6pct，环比下滑预计为阶梯价格的影响。归母净利润为5.7亿元，同环比分别为+391.5%/-17.0%，与研发费用占比提升有关。供应链方面，25Q3末公司存货37.3亿元，环比提升10.4亿元，预付款6.9亿元，环比减少1.4亿元，供应链表现稳健。25年10月完成定增融资40亿，为后续研发和供应链提供更多保障。

➤ **AI应用加速落地，大客户需求展望积极：**年初以来，全球大厂均在推动应用加速落地，文本对话、AI编程、图像、短视频等爆款应用层出不穷。字节跳动在应用落地全球领先，日均Token消耗量在25年10月达到30万亿级别，仅次于谷歌的40万亿。公司产品在客户侧的特定场景大模型训练与推理、智能视觉、语音处理、推荐系统等典型AI场景中表现优异，有望迎来订单的持续突破。

➤ **国产算力替代加速，供需缺口亟待缓解：**大国科技竞争，算力成为关键商品而受限制，国产算力有望填补算力限售带来的需求缺口。IDC预测，2025年中国智算市场规模将达到400亿美元(3,000亿人民币)，预计2029年将突破1,400亿美元(10,000亿人民币)。面对万亿级市场，我们认为国产供应链已经取得积极进展，国产芯片将在未来数年持续抢占市场。寒武纪凭借自身技术能力和先发优势，有望在新一轮国产算力投资周期中获得显著市场份额。

➤ **目标价1,683元，维持买入评级：**预计25-27年收入分别为68.2亿/151.4亿/243.0亿，同比增长481%/122%/61%；归母净利润16.8亿/51.3亿/88.8亿，同比增长NA/205%/73%。我们认为随着AI大模型的不断迭代发展，国产算力芯片将在客户侧不断拓展应用场景，公司作为国产算力龙头企业，将显著受益于国产芯片的渗透率提升。给予公司目标价1,683元，市值7,100亿元，对应2027年80倍PE，较现价有26%的上升空间，维持买入评级。

➤ **风险提示：**供应链波动，行业竞争加剧，客户自研芯片，产品迭代延迟

黄晨

+852-2532 1954

chen.huang@firstshanghai.com.hk

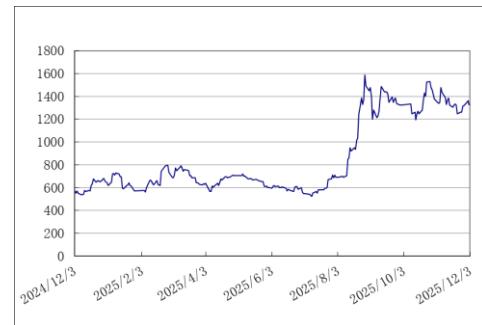
## 主要资料

行业	半导体
股价	1,332.3元
目标价	1,683.0元
上涨空间	(+26%)
股票代码	688256
已发行股本	4.22亿股
总市值	5,618.1亿元
52周高/低	1,595.88/515.14元
每股净资产	27.04元
主要股东	陈天石(28.35%)
	中科算源(15.57%)

## 表：盈利摘要

截止12月31日	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
营业额(百万人民币)	709	1,174	6,823	15,142	24,302
变动(%)	(2.7)	65.6	480.9	121.9	60.5
净利润(百万人民币)	(848)	(452)	1,681	5,127	8,877
每股盈余(人民币)	(2.0)	(1.1)	4.0	12.2	21.1
变动(%)	167.5	46.7	471.6	205.0	73.2
市盈率@1,332.3元(倍)	NA	NA	334.2	109.6	63.3
市盈率@1,332.3元(倍)	792.0	478.4	82.3	37.1	23.1

## 股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

## 主要财务报表

## 损益表

百万元人民币, 财务年度截至12月底

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>收入</b>	709	1,174	6,823	15,142	24,302	<b>盈利能力</b>					
毛利	491	666	3,753	8,328	13,366	毛利率	69.2%	56.7%	55.0%	55.0%	55.0%
销售费用	82	70	91	118	154	营业利润率	-123.5%	-38.8%	29.0%	39.8%	43.0%
管理费用	154	181	235	305	397	归母净利率	-119.6%	-38.5%	24.6%	33.9%	36.5%
研发费用	1,118	1,216	1,581	1,897	2,276						
其他收益	144	220	220	220	220						
财务费用	(45)	(19)	0	0	0	<b>营运表现</b>					
<b>营业利润</b>	(876)	(456)	1,978	6,031	10,444	SG&A/收入 (%)	33.2%	21.3%	4.8%	2.8%	2.3%
营业外收支	1	(0)	0	0	0	研发费用率	157.5%	103.5%	23.2%	12.5%	9.4%
<b>税前盈利</b>	(875)	(456)	1,978	6,031	10,444	实际税率 (%)	—	—	15.0%	15.0%	15.0%
所得税	3	1	297	905	1,567	库存周转天数	163.5	1,256.1	501.6	293.8	238.0
少数股东应占利润	(30)	(5)	0	0	0	应付账款天数	390.3	364.4	90.5	53.0	42.9
<b>归母净利润</b>	(848)	(452)	1,681	5,127	8,877	应收账款天数	326.8	93.4	101.7	101.7	101.7
<b>增长</b>											
收入 (%)	-2.7%	65.6%	480.9%	121.9%	60.5%						
营业利润 (%)	166.2%	48.0%	534.0%	205.0%	73.2%						
归母净利润 (%)	167.5%	46.7%	471.6%	205.0%	73.2%						

## 财务分析

百万元人民币, 财务年度截至12月底

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率	69.2%	56.7%	55.0%	55.0%	55.0%
营业利润率	-123.5%	-38.8%	29.0%	39.8%	43.0%
归母净利率	-119.6%	-38.5%	24.6%	33.9%	36.5%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	33.2%	21.3%	4.8%	2.8%	2.3%
研发费用率	157.5%	103.5%	23.2%	12.5%	9.4%
实际税率 (%)	—	—	15.0%	15.0%	15.0%
库存周转天数	163.5	1,256.1	501.6	293.8	238.0
应付账款天数	390.3	364.4	90.5	53.0	42.9
应收账款天数	326.8	93.4	101.7	101.7	101.7
<b>财务状况</b>					
总负债/总资产	0.11	0.19	0.12	0.09	0.07
收入/总资产	0.11	0.17	0.52	0.79	0.83

## 资产负债表

百万元人民币, 财务年度截至12月底

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>现金</b>	3,954	1,986	4,471	6,210	11,197
应收账款	644	305	1,927	4,278	6,865
存货	99	1,774	4,278	5,561	7,229
其他流动资产	950	1,735	1,429	1,891	2,447
<b>总流动资产</b>	5,648	5,800	12,105	17,940	27,739
固定资产	142	231	436	590	705
长期股权投资	230	247	247	247	247
其他固定资产	399	439	439	439	439
<b>总资产</b>	6,418	6,718	13,227	19,216	29,130
应付帐款	237	515	772	1,004	1,305
短期银行贷款	0	100	100	100	100
其他短期负债	226	203	203	203	203
<b>总短期负债</b>	463	818	1,075	1,307	1,608
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	225	469	469	469	469
<b>总负债</b>	689	1,287	1,545	1,776	2,077
少数股东权益	80	8	8	8	8
<b>股东权益</b>	5,650	5,423	11,674	17,432	27,045

## 现金流量表

百万元人民币, 财务年度截至12月底

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>净利润</b>	(878)	(457)	1,681	5,127	8,877
折旧	98	88	95	147	185
摊销	232	122	0	0	0
营运资金变化	(190)	(1,443)	(3,869)	(3,402)	(3,955)
其他	(143)	(72)	(132)	(168)	(180)
<b>营运现金流</b>	(596)	(1,618)	(1,961)	2,039	5,287
资本开支	(100)	(366)	(300)	(300)	(300)
其他投资活动	525	(46)	760	0	0
<b>投资活动现金流</b>	425	(412)	460	(300)	(300)
负债变化	0	100	0	0	0
股本变化	1,804	56	3,985	0	0
股息	0	(0)	0	0	0
其他融资活动	(147)	(108)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	1,657	48	3,985	0	0
<b>现金变化</b>	1,486	(1,982)	2,484	1,739	4,987
期初持有现金	2,467	3,954	1,972	4,456	6,195
<b>期末持有现金</b>	3,954	1,972	4,456	6,195	11,183

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。