



2026年03月18日

增持（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

方霁 S0630523060001

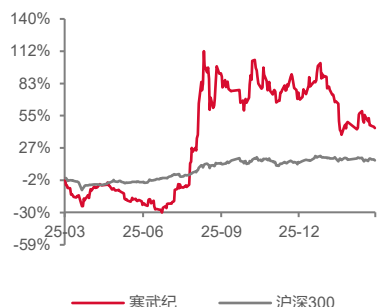
fangji@longone.com.cn

联系人

董经纬

djwei@longone.com.cn

| | |
|-------------|-----------------|
| 数据日期 | 2026/03/18 |
| 收盘价 | 1,066.00 |
| 总股本(万股) | 42,169 |
| 流通A股/B股(万股) | 41,835/0 |
| 资产负债率(%) | 11.87% |
| 市净率(倍) | 37.96 |
| 净资产收益率(加权) | 26.96 |
| 12个月内最高/最低价 | 1,595.88/520.67 |



相关研究

《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》2025.10.20

《寒武纪（688256）：二季度业绩同环比大增，定增项目加码软硬件平台研发——公司简评报告》2025.08.28

寒武纪（688256）：全年业绩高增，关注下一代思元芯片商业化落地

——公司简评报告

投资要点

- 事件概述：**寒武纪发布2025年年度报告。2025年公司实现营业收入64.97亿元（yoy+453.20%），实现归母净利润20.59亿元（yoy+555.24%），实现扣非归母净利润17.70亿元（yoy+304.63%），综合毛利率55.15%（yoy-1.56pcts）。2025Q4，公司实现营业收入18.90亿元（yoy+91.05%，qoq+9.44%），实现归母净利润4.55亿元（yoy+67.03%，qoq-19.76%），实现扣非归母净利润3.51亿元（yoy+14151.25%，qoq-30.67%），综合毛利率54.81%（yoy-2.18pcts，qoq+0.57pcts）。同时，公司拟A股每股派发现金红利1.5元（含税），每股转增0.49股，以此计算合计拟派发现金红利6.32亿元（含税），占2025年归母净利润的30.71%，转股后总股本为6.28亿股。
- 公司云端产品线性能国内领先，有望得益于国内AI基础设施建设加速落地和算力芯片国产化率提升的行业浪潮。**2025年公司营收大幅增长，净利润扭亏为盈，毛利率保持稳健，主要系新一代思元系列芯片商业化落地，订单量大幅增长。当前算力需求暴增，多模态、AI Agent逐渐渗透落地，AI已从模型训练进入产业端应用新阶段，而AI Agent背后需要大量推理算力支撑，因此Token消耗呈大幅攀升，根据字节火山引擎数据，截至2025年12月，豆包大模型日均Token使用量突破50万亿，相比2025年9月的30万亿以上增长近翻倍，同比2024年12月的4万亿已增长十倍以上。Token消耗量的快速增长需求大量AI基础设施建设支持，目前国内头部CSP资本开支仍持续上行，腾讯、百度2025年前三季度CapEx分别同比增长48.24%、74.13%，阿里2026财年前二财季CapEx同比增长136.94%，算力芯片是AI基建的核心之一，且当前算力芯片国产化率不断提升，公司思元系列云端AI芯片性能国内领先，头部CSP厂商认可度较高，随着新一代高价值量思元芯片商业化落地，将充分受益于国内AI基建和AI芯片国产化的大趋势，公司业绩有望进一步上行。
- 公司高度重视大模型软件生态建设，对于主流模型做到了Day0适配。**公司基础软件平台Cambricon NeuWare让用户与开发者能够跨越不同的公司硬件和应用场景，降低上手难度，提升开发效率，快速迁移与部署AI应用。训练软件平台通过持续迭代升级软件平台并在客户侧实现应用；推理软件平台持续提升系统级协同优化水平，保持与主流技术生态的兼容与衔接，稳固平台入口与用户基础。2025年9月29日，公司Day0适配DeepSeek-V3.2-Exp；2025年12月15日，公司Day0适配商汤日日新Seko系列模型；2026年2月12日，公司Day0适配智谱最新开源旗舰模型GLM-5。公司通过“模型适配速度”与“框架兼容广度”形成协同优势，模型侧紧跟社区演进与主流开源模型体系更新，建立快速响应机制，框架侧兼顾新兴与主流技术路线，持续完善对主流推理与生成式模型框架的兼容与版本跟进。
- 研发费用同比继续增长，持续筑造技术护城河；存货大幅增长，保障稳定的供应链与交付能力。**2025Q4公司研发费用5.08亿元，环比增长68.80%，单季度研发费率26.88%，环比上升9.45个百分点，公司保持高研发投入，一方面可以保持产品性能竞争力，完善软件生态，另一方面有望深化国产替代壁垒，积极响应自主可控的战略需求。截至2025年底，公司存货账面价值为49.44亿元，占期末资产总额的比例为36.79%，环比2025Q3末增长了12.15亿元，主要系原材料增长所致，体现了公司当下为了应对各类不确定性提前备货，保障供应链稳定，同时也间接反映了公司在手订单增长，以满足订单交付。
- 投资建议：**公司云端思元系列产品规模化商业落地带动业绩与盈利能力上行，得益于产品性能国内领先及CSP国产化诉求上升，后续业绩有望持续增长。我们预计公司2026、2027、2028年营业收入分别为145.40、236.24和340.13亿元（2026、2027年原预测值分别为

138.65、226.55亿元); 归母净利润分别为49.21、87.68和138.75亿元(2026、2027年原预测值分别为48.39、77.91亿元)。当前市值对应2026、2027、2028年的PE分别为91、51、32倍, PS分别为31、19、13倍。盈利预测给予“增持”评级。

➤ **风险提示:** 1) 客户导入不及预期; 2) 地缘政治风险; 3) 上游原材料涨价风险。

盈利预测与估值简表

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|---------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入(百万元) | 709.39 | 1,174.46 | 6,497.20 | 14,540.37 | 23,623.68 | 34,012.94 |
| 同比增速(%) | -2.70% | 65.56% | 453.21% | 123.79% | 62.47% | 43.98% |
| 归母净利润(百万元) | -848.44 | -452.34 | 2,059.23 | 4,920.61 | 8,768.11 | 13,875.45 |
| 同比增速(%) | 32.5% | 46.7% | 555.2% | 138.95% | 78.19% | 58.25% |
| 毛利率(%) | 69.16% | 56.71% | 55.15% | 55.97% | 56.66% | 57.87% |
| 每股盈利(元) | -2.01 | -1.07 | 4.88 | 11.67 | 20.79 | 32.90 |
| ROE(%) | -15.0% | -8.3% | 17.4% | 32.3% | 41.1% | 44.9% |
| PE(倍) | - | - | 218.29 | 91.35 | 51.27 | 32.40 |
| PS(倍) | 633.67 | 382.74 | 69.19 | 30.92 | 19.03 | 13.22 |

资料来源: 携宁, 东海证券研究所 (数据截至2026年3月18日)

附录：三大报表预测值

利润表

| 单位: (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 6,497 | 14,540 | 23,624 | 34,013 |
| %同比增速 | 453% | 124% | 62% | 44% |
| 营业成本 | 2,914 | 6,402 | 10,239 | 14,329 |
| 毛利 | 3,583 | 8,139 | 13,385 | 19,683 |
| %营业收入 | 55% | 56% | 57% | 58% |
| 税金及附加 | 26 | 58 | 94 | 136 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 销售费用 | 68 | 145 | 236 | 340 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 管理费用 | 198 | 436 | 709 | 1,020 |
| %营业收入 | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 研发费用 | 1,351 | 3,199 | 4,961 | 6,803 |
| %营业收入 | 21% | 22% | 21% | 20% |
| 财务费用 | 11 | -33 | -110 | -253 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | -1% |
| 资产减值损失 | -142 | -150 | -200 | -250 |
| 信用减值损失 | -48 | -60 | -60 | -60 |
| 其他收益 | 307 | 727 | 1,417 | 2,381 |
| 投资收益 | 9 | 73 | 118 | 170 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2,061 | 4,922 | 8,770 | 13,878 |
| %营业收入 | 32% | 34% | 37% | 41% |
| 营业外收支 | -2 | -2 | -2 | -3 |
| 利润总额 | 2,059 | 4,921 | 8,768 | 13,875 |
| %营业收入 | 32% | 34% | 37% | 41% |
| 所得税费用 | 1 | 2 | 4 | 7 |
| 净利润 | 2,058 | 4,918 | 8,764 | 13,869 |
| %同比增速 | 551% | 139% | 78% | 58% |
| 归属于母公司的净利润 | 2,059 | 4,921 | 8,768 | 13,875 |
| %营业收入 | 32% | 34% | 37% | 41% |
| 少数股东损益 | -1 | -2 | -4 | -7 |
| EPS (元/股) | 4.88 | 11.67 | 20.79 | 32.90 |

主要财务比率

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| EPS | 4.88 | 11.67 | 20.79 | 32.90 |
| BVPS | 28.07 | 36.16 | 50.56 | 73.36 |
| PE | 218.29 | 91.35 | 51.27 | 32.40 |
| PEG | 0.39 | 0.66 | 0.66 | 0.56 |
| PB | 37.98 | 29.48 | 21.08 | 14.53 |
| EV/EBITDA | 242.54 | 84.54 | 48.99 | 31.19 |
| ROE | 17% | 32% | 41% | 45% |
| ROIC | 17% | 32% | 41% | 44% |

资产负债表

| 单位: (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 1,317 | 4,416 | 10,121 | 19,607 |
| 交易性金融资产 | 4,261 | 4,361 | 4,461 | 4,561 |
| 应收账款及应收票据 | 671 | 950 | 1,192 | 1,237 |
| 存货 | 4,944 | 5,185 | 5,338 | 5,371 |
| 预付账款 | 745 | 960 | 1,229 | 1,433 |
| 其他流动资产 | 143 | 180 | 217 | 253 |
| 流动资产合计 | 12,080 | 16,052 | 22,559 | 32,461 |
| 长期股权投资 | 300 | 320 | 340 | 360 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产合计 | 373 | 402 | 423 | 539 |
| 无形资产 | 189 | 185 | 278 | 405 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 495 | 513 | 518 | 552 |
| 资产总计 | 13,438 | 17,472 | 24,117 | 34,318 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1,116 | 1,512 | 1,849 | 2,189 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付职工薪酬 | 172 | 384 | 614 | 860 |
| 应交税费 | 28 | 44 | 47 | 51 |
| 其他流动负债 | 16 | 19 | 22 | 25 |
| 流动负债合计 | 1,333 | 1,958 | 2,532 | 3,125 |
| 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 | 261 | 262 | 263 | 264 |
| 负债合计 | 1,594 | 2,221 | 2,795 | 3,389 |
| 归属母公司所有者权益 | 11,836 | 15,246 | 21,321 | 30,935 |
| 少数股东权益 | 7 | 5 | 0 | -7 |
| 股东权益 | 11,843 | 15,251 | 21,322 | 30,928 |
| 负债及股东权益 | 13,438 | 17,472 | 24,117 | 34,318 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流净额 | -498 | 5,077 | 8,832 | 14,139 |
| 投资 | -3,963 | -140 | -140 | -140 |
| 资本性支出 | -569 | -372 | -372 | -373 |
| 其他 | 1 | 43 | 78 | 120 |
| 投资活动现金流净额 | -4,530 | -469 | -434 | -392 |
| 债权融资 | -100 | 1 | 1 | 1 |
| 股权融资 | 4,137 | 1 | 0 | 0 |
| 支付股利及利息 | -4 | -1,511 | -2,693 | -4,262 |
| 其他 | -47 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 3,986 | -1,510 | -2,692 | -4,261 |
| 现金净流量 | -1,043 | 3,099 | 5,705 | 9,485 |

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2026 年 3 月 18 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中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](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](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089