

2026 年 09 月 01 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩高增彰显盈利弹性，国产算力需求共振打开成长空间

—寒武纪（688256.SH）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：庄宇 S1050525120003

✉ zhuangyu@cfsc.com.cn

分析师：何鹏程 S1050525070002

✉ hepc@cfsc.com.cn

联系人：石俊烨 S1050125060011

✉ shijy@cfsc.com.cn

寒武纪发布 2026 年半年报，2026 年上半年公司实现营业收入 59.96 亿元，同比增长 108.13%；实现归母净利润 23.11 亿元，同比增长 122.61%。

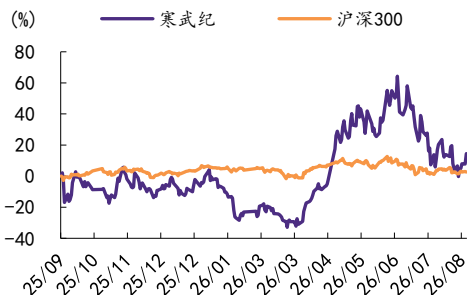
投资要点

基本数据

2026-09-01

当前股价（元）	1109
总市值（亿元）	6974
总股本（百万股）	629
流通股本（百万股）	629
52 周价格范围（元）	969.05-1868
日均成交额（百万元）	13811.94

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《寒武纪-U（688256）：AI 算力芯片技术领先，软硬件协同发展提升业绩弹性》2025-10-09

收入翻倍利润兑现，规模效应驱动盈利质量提升

2026 年上半年，公司实现营业收入 59.96 亿元，同比增长 108.13%；实现归母净利润 23.11 亿元，同比增长 122.61%；实现扣非归母净利润 21.66 亿元，同比增长 137.30%。上半年毛利总额 33.13 亿元，同比增长 105.62%，综合毛利率维持约 55.25% 的高位。费用端，销售费用、管理费用分别同比下降 6.68%、15.86%，研发费用 7.02 亿元，同比增长 29.63%。公司盈利高增的核心支撑来自云端产品线的规模化放量与金融、互联网头部客户的深度合作。

国内 CSP 巨头资本开支显著上调，国产卡采购明显加速

2026 年 8 月，国内互联网大厂陆续披露 2026 年二季度财报，AI 相关资本开支全面超预期。腾讯 2026 年二季度资本开支达 527.84 亿元，同比增长 176%、环比增长 65%，上半年合计 847.20 亿元，同比增长 82%，主要投向 AI 算力采购与数据中心等基础设施；管理层在业绩电话会上明确，第三季度将继续大幅增加算力采购。

阿里巴巴二季度资本开支 677 亿元，同比增长 75%，并公告新股配售募资约 800 亿港元，所得款项净额将 100% 投入 AI 全栈建设。

据工业和信息化部数据，2026 年上半年我国智能算力规模达 2185EFL0PS，同比增长 177%。在无法大规模采购海外高端算力卡的供给约束下，国内 CSP 的算力缺口只能由国产芯片承

接，采购明显加速。

寒武纪作为第三方 AI 芯片头部厂商，是互联网大厂国产化采购的核心受益标的，公司合同负债由年初的 61 万元增至 1.88 亿元，预收款项明显增多，在手需求可见度持续提升。

■ 国产芯片承载前沿模型大规模推理，主流 CSP 认可度跃升

2026 年 8 月，智谱正式发布并开源 GLM-5.3-Flash (320B-A18B)。该模型在正式发布前以匿名模型 0x-Alpha 形式在 OpenCode、OpenRouter 两大平台进行大规模测试，词元调用量高达 62T，创双平台调用量新高；测试期间全部线上流量由 10 万张国产芯片承载，这是智谱首次在大规模流量中采用国产芯片集群直接服务全球真实负载。经优化后，同一硬件上端到端服务性能提升 3 倍，硬件效率与单词元成本达到与主流英伟达 GPU 相当的水平，国产芯片首次被验证可以在大规模真实场景下满足前沿模型推理需求。

推理侧的场景边界同步打开。8 月 31 日，MiniMax 宣布 H3 Max 768P/480P 正式接入开放平台与 MiniMax Design：一段 5 秒、768p 的完整音视频生成时间不到 3 秒，生成速度开始快过播放速度，吞吐量约为原生 H3 的 35 倍，视频模型由此从生成一条视频的工具转变为可接入直播流、24 小时持续产出画面的内容引擎，单次生成需求转化为全天候推理负载，推动国产推理算力需求量级跃升。前沿模型大规模流量跑在国产芯片集群上、视频生成实时化催生持续性推理需求。目前，寒武纪推理软件平台已完成对 GLM、DeepSeek、Qwen、Kimi、MiniMax 等国内主流大模型的适配，卡位优势显著。

■ HBM 扩产落地货源改善，出货节奏约束解除在即

全球 HBM 供给端正出现明确的改善信号。根据首尔经济日报相关报道，三星电子 HBM4 量产良率自 2 月不足 60% 提升至约 80%，提前达成原定 2026 年底的良率目标，计划三季度 HBM4 相关收入提升至原先三倍以上，下半年 HBM4 占其 HBM 整体销售额比重有望超过 60%；SK 海力士 HBM4 良率同样达到约 80% 区间。两大存储巨头产能有望进一步释放，将显著缓解此前行业普遍面临的高端存储供给紧张局面。

对公司而言，供给端改善已在报表端先行体现。截至 2026 年 6 月末，公司存货账面价值 82.48 亿元，较上年末增长 66.83%，其中原材料与委托加工物资为主要增量；预付款项

29.14 亿元，较上年末增长 291.37%，主要系预付采购款增加所致，公司通过预付定金与应付票据结算锁定晶圆代工与关键物料产能。公司 AI 芯片出货节奏有望不再受制于 HBM 供应约束，备货先行指标与 HBM 产能释放形成共振，供应链瓶颈解除后，下半年收入放量路径清晰，AI 芯片出货进度有望加快。

■ 盈利预测

预测公司 2026-2028 年收入分别为 162.49、317.51、519.77 亿元，EPS 分别为 8.75、18.42、31.55 元，当前股价对应 PE 分别为 126.7、60.2、35.2 倍，我们看好公司作为国产 AI 芯片龙头充分受益于国产算力发展的浪潮，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

晶圆代工及关键原材料供应不及预期；互联网大厂资本开支不及预期；存货跌价等风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	6,497	16,249	31,751	51,977
增长率（%）	453.2%	150.1%	95.4%	63.7%
归母净利润（百万元）	2,059	5,503	11,584	19,838
增长率（%）		167.2%	110.5%	71.3%
摊薄每股收益（元）	4.88	8.75	18.42	31.55
ROE（%）	17.4%	31.7%	40.1%	40.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产：				
现金及现金等价物	1,317	6,931	15,831	34,188
应收款	687	1,558	2,697	3,987
存货	4,944	4,012	5,874	6,405
其他流动资产	5,133	5,171	5,214	5,353
流动资产合计	12,080	17,672	29,616	49,933
非流动资产：				
金融类资产	4,261	4,261	4,261	4,261
固定资产	373	368	376	250
在建工程	164	174	164	164
无形资产	189	215	240	257
长期股权投资	300	300	300	300
其他非流动资产	332	332	332	332
非流动资产合计	1,357	1,389	1,411	1,303
资产总计	13,438	19,061	31,028	51,237
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	1,116	1,204	1,567	1,922
其他流动负债	216	216	216	216
流动负债合计	1,333	1,465	1,870	2,280
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	261	261	261	261
非流动负债合计	261	261	261	261
负债合计	1,594	1,726	2,131	2,542
所有者权益				
股本	422	629	629	629
股东权益	11,843	17,335	28,896	48,695
负债和所有者权益	13,438	19,061	31,028	51,237

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2058	5503	11584	19838
少数股东权益	-1	0	0	0
折旧摊销	245	134	134	137
公允价值变动	5	2	2	2
营运资金变动	-2806	153	-2638	-1550
经营活动现金净流量	-498	5792	9082	18428
投资活动现金净流量	-4530	-6	3	125
筹资活动现金净流量	10642	-11	-23	-40
现金流量净额	5,614	5,775	9,062	18,514

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,497	16,249	31,751	51,977
营业成本	2,914	7,278	14,215	23,270
营业税金及附加	26	44	79	109
销售费用	68	162	318	520
管理费用	198	455	826	1,299
财务费用	11	-116	-266	-574
研发费用	1,351	2,925	4,763	6,965
费用合计	1,628	3,426	5,640	8,210
资产减值损失	-142	-97	-119	-108
公允价值变动	5	2	2	2
投资收益	9	0	0	0
营业利润	2,061	5,715	12,030	20,601
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	2	1	1	1
利润总额	2,059	5,714	12,029	20,600
所得税费用	1	211	445	762
净利润	2,058	5,503	11,584	19,838
少数股东损益	-1	0	0	0
归母净利润	2,059	5,503	11,584	19,838

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	453.2%	150.1%	95.4%	63.7%
归母净利润增长率		167.2%	110.5%	71.3%
盈利能力				
毛利率	55.2%	55.2%	55.2%	55.2%
四项费用/营收	25.1%	21.1%	17.8%	15.8%
净利率	31.7%	33.9%	36.5%	38.2%
ROE	17.4%	31.7%	40.1%	40.7%
偿债能力				
资产负债率	11.9%	9.1%	6.9%	5.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	9.5	10.4	11.8	13.0
存货周转率	0.6	1.8	2.4	3.6
每股数据(元/股)				
EPS	4.88	8.75	18.42	31.55
P/E	227.1	126.7	60.2	35.2
P/S	72.0	42.9	22.0	13.4
P/B	39.5	40.2	24.1	14.3

■ 电子通信组介绍

庄宇：清华大学硕士，金融学&工科复合背景。10 年科技行业研究经验。立足产业，做深入且前瞻的研究，主要覆盖 AI 硬件领域。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于半导体、PCB 行业。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，专注于光通信领域研究。

石俊烨：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

■ 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。