

信义山证汇通天下

证券研究报告

集成电路

寒武纪 (688256.SH)

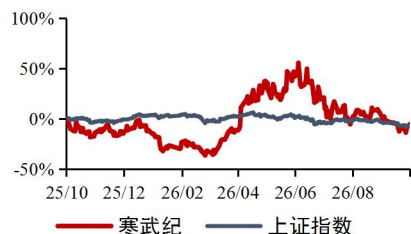
买入-A(首次)

毛利率提升, 存货过百亿

2026 年 10 月 27 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2026 年 10 月 26 日

收盘价 (元/股):	968.00
年内最高/最低 (元/股):	1,966.00/83.93
流通 A 股/总股本 (亿股):	6.29/6.29
流通 A 股市值 (亿元):	6,087.31
总市值 (亿元):	6,087.31

基础数据: 2026 年 9 月 30 日

基本每股收益(元/股):	5.91
摊薄每股收益(元/股):	5.91
每股净资产(元/股):	24.06
净资产收益率(%):	24.55

资料来源: 常闻

分析师:

陈玉卢

执业登记编码: S0760525050001

邮箱: chenylulu@sxzq.com

张天

执业登记编码: S0760523120001

邮箱: zhangtian@sxzq.com

事件描述

➤ 公司发布了 2026 年三季报, 2026Q3 实现营业总收入 95.26 亿元, yoy+106.76%, 实现归母净利润 37.15 亿元, yoy+131.49%。2026 单 Q3 实现营业总收入 35.31 亿元, yoy+104.47%, 环比+13.5%, 实现归母净利润 14.04 亿元, yoy+147.74%, 环比+8.16%。

事件点评

➤ **营收高增, 利润超预期。**公司 2026 年前三季度实现营业总收入 95.26 亿元, yoy+106.76%, 维持高增, 利润端, 实现归母净利润 37.15 亿元, yoy+131.49%, 利润端增速快于收入端增长。公司于 2026 年 7 月 29 日披露《2026 年限制性股票激励计划(草案)》, 设定了 2026 年至 2028 年连续三年的业绩考核目标, 营业收入目标值分别为: 2026 年营业收入值不低于 135 亿元, 2026-2027 年累计营业收入值不低于 405 亿元, 2026-2028 年累计营业收入值不低于 1000 亿元。随着市场的持续拓展与收入规模的不断扩大, 公司业绩有望保持增长。

➤ **毛利率提升, 研发费用提升。**公司 2026Q3 毛利率为 56.53%, 同比+1.24pct, 环比提升 1.28pct, 在存储和上游原材料涨价的背景下, 公司的毛利率依旧能够维持较高的水平, 说明公司向下游传导能力较强。研发费用: 公司前三季度研发费用为 12.25 亿元, 同比去年提升 3.82 亿元, 研发投入能够帮助公司不断迭代新品, 进一步巩固产品壁垒。

➤ **存货过百亿, 预付款激增。**公司 2026Q3 存货为 116.65 亿元, 同比去年增加 79.36 亿元, 预付款为 30.44 亿元, 同比去年增加 23.54 亿元, 2026Q3 存货和预付款合计 147.09 亿元, 在上游晶圆智造、封装测试、配套厂商产能紧张的背景下, 公司通过预付款锁定排期, 在存储紧缺和涨价的背景下, 大额存货能够帮助公司及时顺利完成产品交付。

投资建议

➤ 预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 155 亿、406 亿、589 亿元, yoy+138.6%、161.9%、45.1%, 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 53.84 亿元、146.97 亿元、210.13 亿元, 2026 年 10 月 26 日公司股价为 968 元, 对应的 2026-2028 年 PE 为 113.1 倍、41.4 倍、29 倍, 公司作为国产算力的优秀企业, 摆脱了早期亏损阶段, 从研发投入期转入商业化收获期; 公司产品矩阵完备, 能够更好匹配客户需求, 未来下游需求旺盛, 在地缘管制的背景下, 算力订单迎来大爆发, 公司订单能见度高, 看好公司未来的业绩增长,



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

首次覆盖，给与“买入-A”评级。

风险提示

- **地缘管制与供应链风险：**公司采用 Fabless 模式，晶圆制造、封测、部分 IP 依赖外部供应链，主体及下属子公司处于实体清单约束之下；若海外管制进一步升级、上游代工排期受限、关键物料供给收紧，将影响芯片流片、交付节奏，供应链切换存在成本与验证周期压力。
- **存货减值与营运资金压力：**公司为锁定上游晶圆、封测产能实施前置备货，存货、预付款规模显著抬升，资金占用高；若下游智算招标节奏放缓、客户订单推迟、芯片架构迭代，原材料与委外物资存在库龄拉长、大额存货跌价计提风险，侵蚀当期利润；备货持续消耗经营性现金流，若订单落地慢于备货节奏，资金周转压力上行。
- **客户集中度较高、订单兑现不及预期风险：**客户结构集中，收入高度依赖少数算力集群客户；智算项目受地方财政预算、招投标流程、国产化采购节奏影响，订单存在分批交付、延期、调整的可能；核心客户预算收缩或供应链多元化调整，将对营收产生较大冲击。
- **行业竞争与毛利率下行风险：**国产 AI 算力芯片赛道参与者持续增多，同业新品迭代、招标价格竞争加剧；产品结构、代工成本、报价策略变化均会带来毛利率波动；生态适配、工具链完善进度若不及竞品，份额拓展存在压力。
- **技术路线与研发失败风险：**AI 芯片架构、大模型算力需求迭代较快，若行业技术路线发生重大变化，现有芯片平台价值受损；新一代芯片研发投入高、验证周期长，存在流片、适配、定点不及预期的风险，持续高强度研发投入将压制盈利水平。
- **估值与筹码波动风险：**公司估值对国产算力招标、订单催化高度敏感；流通股东中存在大额自然人持仓，科创板流动性偏弱，若重要流通股东集中调仓减持，股价波动放大。
- **政策落地不及预期风险：**国产算力扶持、信创采购政策落地节奏、采购规模存在不确定性，国产化替代推进慢于预期将压制中长期需求。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,174	6,497	15,500	40,600	58,900
YoY(%)	65.6	453.2	138.6	161.9	45.1
净利润(百万元)	-452	2,059	5,384	14,697	21,013
YoY(%)	46.7	555.2	161.5	173.0	43.0
毛利率(%)	56.7	55.2	55.3	53.5	50.4
EPS(摊薄/元)	-0.72	3.27	8.56	23.37	33.41
ROE(%)	-8.4	17.4	32.6	47.7	41.1

P/E(倍)	-1345.7	295.6	113.1	41.4	29.0
P/B(倍)	112.3	51.4	36.7	19.8	11.9
净利率(%)	-38.5	31.7	34.7	36.2	35.7

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5800	12080	41397	82711	124089
现金	1986	1317	15748	34679	55076
应收票据及应收账款	314	671	3291	4434	8416
预付账款	774	745	4840	6673	12020
存货	1774	4944	14726	33251	45161
其他流动资产	951	4404	2792	3674	3416
非流动资产	917	1357	3461	9278	11597
长期投资	247	300	324	359	389
固定资产	231	373	2242	6459	7881
无形资产	183	189	61	44	26
其他非流动资产	257	496	834	2416	3301
资产总计	6718	13438	44859	91990	135686
流动负债	818	1333	27872	60796	84087
短期借款	100	0	23127	52573	70439
应付票据及应付账款	515	1116	4515	7983	13352
其他流动负债	203	217	230	240	297
非流动负债	469	261	365	313	339
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	469	261	365	313	339
负债合计	1287	1594	28237	61110	84426
少数股东权益	8	7	33	66	141
股本	417	422	629	629	629
资本公积	9809	11270	11063	11063	11063
留存收益	-4673	164	4222	14849	30363
归属母公司股东权益	5423	11836	16588	30814	51119
负债和股东权益	6718	13438	44859	91990	135686

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-1618	-498	-6853	-376	10076
净利润	-457	2058	5410	14730	21088
折旧摊销	178	262	516	1378	2589
财务费用	-19	11	449	1562	2410
投资损失	-23	-9	-16	-12	-14
营运资金变动	-1443	-3258	-13210	-18029	-15993
其他经营现金流	146	436	-3	-4	-4
投资活动现金流	-412	-4530	-851	-8054	-4453
筹资活动现金流	48	3986	-942	-2110	-3079

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	-0.72	3.27	8.56	23.37	33.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.57	-0.79	-10.90	-0.60	16.02
每股净资产(最新摊薄)	8.62	18.82	26.38	49.00	81.29

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1174	6497	15500	40600	58900
营业成本	508	2914	6935	18863	29238
营业税金及附加	3	26	50	147	202
营业费用	70	68	74	162	259
管理费用	181	198	233	568	707
研发费用	1216	1351	1860	4060	4712
财务费用	-19	11	449	1562	2410
资产减值损失	84	-189	-775	-812	-589
公允价值变动收益	-0	5	2	4	3
投资净收益	23	9	16	12	14
营业利润	-456	2061	5406	14727	21074
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	2	2
利润总额	-456	2059	5405	14726	21073
所得税	1	1	-6	-5	-14
税后利润	-457	2058	5410	14730	21088
少数股东损益	-5	-1	26	33	75
归属母公司净利润	-452	2059	5384	14697	21013
EBITDA	-332	2282	6366	17641	26043

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	65.6	453.2	138.6	161.9	45.1
营业利润(%)	48.0	552.3	162.2	172.4	43.1
归属于母公司净利润(%)	46.7	555.2	161.5	173.0	43.0
获利能力					
毛利率(%)	56.7	55.2	55.3	53.5	50.4
净利率(%)	-38.5	31.7	34.7	36.2	35.7
ROE(%)	-8.4	17.4	32.6	47.7	41.1
ROIC(%)	-8.5	16.7	14.6	19.4	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	19.2	11.9	62.9	66.4	62.2
流动比率	7.1	9.1	1.5	1.4	1.5
速动比率	3.8	4.7	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.6	0.5	0.6	0.5
应收账款周转率	2.5	13.2	7.8	10.5	9.2
应付账款周转率	1.4	3.6	2.5	3.0	2.7
估值比率					
P/E	-1345.7	295.6	113.1	41.4	29.0
P/B	112.3	51.4	36.7	19.8	11.9
EV/EBITDA	-1828.9	264.4	96.5	35.4	23.9

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

