

2025 年 02 月 27 日

朱吉翔

C0044@capitalcom.tw

A 股目标价(人民币)

1450.0

#### 公司基本资讯

|                 |                |
|-----------------|----------------|
| 产业别             | 电子             |
| A 股价(2026/2/26) | 1168.80        |
| 上证指数(2026/2/26) | 4146.63        |
| 股价 12 个月高/低     | 1595.88/520.67 |
| 总发行股数(百万)       | 421.69         |
| A 股数(百万)        | 418.35         |
| A 市值(亿元)        | 4889.68        |
| 主要股东            | 陈天石(28.35%)    |
| 每股净值(元)         | 26.82          |
| 股价/账面净值         | 43.57          |

|         | 一个月   | 三个月   | 一年   |
|---------|-------|-------|------|
| 股价涨跌(%) | -13.7 | -11.3 | 47.9 |

#### 近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
|------|------|----|

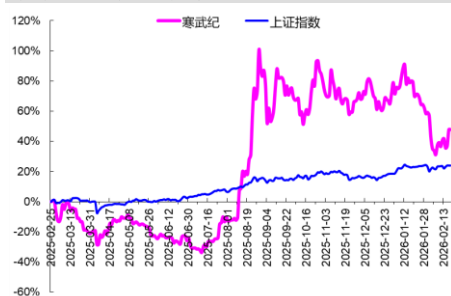
#### 产品组合

|            |      |
|------------|------|
| 云端智能芯片和加速卡 | 100% |
|------------|------|

#### 机构投资者占流通 A 股比例

|    |      |
|----|------|
| 基金 | 0.4% |
|----|------|

#### 股价相对大盘走势



## 寒武纪(688256.SH)

Buy 买入

中国AI需求高速增长，国产芯片龙头受益

#### 结论与建议：

全球最大的 AI 模型 API 聚合平台 OpenRouter 数据显示，2 月中国 AI 的模型调用量爆发式增长，首次超过美国。伴随字节 Seedance 2.0 的发布以及 Clawdbot（龙虾机器人）等 Agent 框架工具的火爆，中国 token 消耗量急剧攀升，算力推理需求高速增长。

。公司作为国内 AI 芯片领域的领军厂商之一，凭借其技术优势和产品性能，在国产算力需求全面爆发的背景下，市场份额有望进一步提升。当前股价对应 2027 年 PE 为 57 倍，PS 为 20 倍，考虑到国内推理需求高速增长并超预期，上调至“买入”评级。

■ **中国 AI 推理需求暴增，国产算力空间进一步提升：**全球最大的 AI 模型 API 聚合平台 OpenRouter 数据显示，2 月中国 AI 的模型调用量爆发式增长，首次超过美国。2025 年，美国模型是市场增长主要动力，其 Token 周调用量一度占据总量的近七成，而同期的中国模型占比则不到两成。而进入 2026 年 2 月，中国模型则开启了“狂飙”模式，2 月的第二周，中国模型便以 4.12 万亿 Token 的惊人调用量，正式超越了同期美国模型的 2.94 万亿 Token，实现了历史性赶超。我们认为伴随字节 Seedance 2.0 的发布以及 Clawdbot（龙虾机器人）等 Agent 框架工具的火爆，中国 token 消耗量急剧攀升，算力推理需求高速增长，未来有持续超预期可能。

■ **2025 年业绩高增，符合预期：**公司预计 2025 年实现收入 60-70 亿元，同比增长 411%-496%；实现净利润 18.5-21.5 亿元，同比扭亏为盈；实现扣除非经常性损益后的净利润为 16-19 亿元，同比扭亏。分季度来看，4Q25 公司实现营收 14 亿元-24 亿元，同比增 40%-141%，实现净利润 2.5 亿元-5.5 亿元，同比下降 11%和增长 100%。

■ **定增落地，定增价格 1195 元/股：**公司募集资金总额约 39.85 亿元用于大模型领域的芯片和软件技术研发项目，长期来看，有望提升公司在大模型市场的技术竞争力，形成面向大模型规模应用领域的算力软硬件技术能力矩阵，进一步巩固和提升市场地位。发行价格为 1195.02 元/股，发行对象共 13 家，包括广发基金、UBS AG、新华资产等，锁定期均为 6 个月。

■ **盈利预测：**综合判断，预计 2026-2027 年公司实现营收 158 亿元和 238 亿元，实现净利润 50 亿元和 84.9 亿元，同比分别增长 150%和 70%，EPS 分别 11.86 元和 20.14 元。目前股价对应 2027 年 PE 为 57 倍，PS 为 20 倍，上调至“买入”评级。

■ **风险提示：**下游需求不急预期，客户流失。

..... 接续下页 .....

| 年度截止 12 月 31 日  |       | 2023  | 2024    | 2025F  | 2026F | 2027F |
|-----------------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | 百万美元  | -848  | -452    | 2005   | 5007  | 8491  |
| 同比增减            | %     | -32.5 | -46.7   | -543.2 | 149.8 | 69.6  |
| 每股盈余 (EPS)      | 美元    | -2.01 | -1.07   | 4.75   | 11.87 | 20.14 |
| 同比增减            | %     | -32.5 | -46.7   | -543.2 | 149.8 | 69.6  |
| A 股市盈率(P/E)     |       | -572  | -1073.0 | 242.1  | 96.9  | 57.2  |
| 股利 (DPS)        | RMB 元 | 0.00  | 0.04    | 0.10   | 0.15  | 0.18  |
| 股息率 (Yield)     | %     | 0.00  | 0.00    | 0.01   | 0.01  | 0.02  |

【投资评等說明】

| 評等                 | 定義                          |
|--------------------|-----------------------------|
| 強力買進 (Strong Buy)  | 潛在上漲空間 $\geq 35\%$          |
| 買進 (Buy)           | $15\% \leq$ 潛在上漲空間 $< 35\%$ |
| 區間操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潛在上漲空間 $< 15\%$  |
| 中立 (Neutral)       | 無法由基本面給予投資評等                |
|                    | 預期近期股價將處於盤整                 |
|                    | 建議降低持股                      |

附一：合并损益表

| 百万元           | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 709  | 1174 | 6838  | 15832 | 23798 |
| 经营成本          | 219  | 508  | 3200  | 7615  | 11399 |
| 营业税金及附加       | 4    | 3    | 20    | 47    | 70    |
| 销售费用          | 82   | 70   | 81    | 68    | 69    |
| 管理费用          | 154  | 181  | 219   | 337   | 476   |
| 财务费用          | -45  | -19  | -96   | 169   | 87    |
| 资产减值损失        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 74   | 23   | 250   | 15    | 15    |
| 营业利润          | -876 | -456 | 2255  | 5990  | 10158 |
| 营业外收入         | 1    | 1    | 5     | 5     | 5     |
| 营业外支出         | 0    | 1    | 10    | 10    | 10    |
| 利润总额          | -875 | -456 | 2250  | 5985  | 10153 |
| 所得税           | 0    | 1    | 47    | 778   | 1421  |
| 少数股东损益        | -30  | -5   | 198   | 200   | 240   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | -848 | -452 | 2005  | 5007  | 8491  |

附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 3954 | 1986 | 2759  | 5095  | 6894  |
| 应收账款      | 644  | 305  | 350   | 403   | 463   |
| 存货        | 99   | 1774 | 1508  | 1206  | 905   |
| 流动资产合计    | 5648 | 5800 | 8004  | 12887 | 19073 |
| 长期股权投资    | 230  | 247  | 247   | 247   | 247   |
| 固定资产      | 142  | 231  | 185   | 139   | 97    |
| 在建工程      | 109  | 150  | 320   | 723   | 1728  |
| 非流动资产合计   | 771  | 917  | 963   | 1291  | 2414  |
| 资产总计      | 6418 | 6718 | 8968  | 14178 | 21487 |
| 流动负债合计    | 463  | 818  | 755   | 651   | 759   |
| 非流动负债合计   | 225  | 469  | 554   | 648   | 751   |
| 负债合计      | 689  | 1287 | 1309  | 1299  | 1511  |
| 少数股东权益    | 80   | 8    | 13    | 23    | 43    |
| 股东权益合计    | 5650 | 5423 | 7646  | 12856 | 19934 |
| 负债及股东权益合计 | 6418 | 6718 | 8968  | 14178 | 21487 |

附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2023 | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -596 | -1618 | 1365  | 3502  | 3139  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 425  | -412  | -720  | -2279 | -1638 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1657 | 48    | 128   | 1113  | 298   |
| 现金及现金等价物净增加额  | 1486 | -1982 | 773   | 2336  | 1799  |

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。