

弘信电子(300657)

报告日期：2026 年 07 月 27 日

深化“Token 工厂”战略，打造推理交付新范式

——弘信电子深度报告

投资要点

□ 核心看点一：布局 Token 工厂，以“五层协同”打造 Token 规模化生产体系

2026 年 5 月，公司于无锡落地 Token 工厂，首批计划部署 4 台华为昇腾 384 卡超节点服务器，以“五层协同”打造 Token 规模化生产体系。①能源层，项目通过“算电协同”调度机制，充分利用西部绿色能源压降 Token 产出的能源成本，保障业务的高可靠性供给；②芯片层，坚持异构兼容与国产适配，剥离中间溢价并提升交付弹性；③算力层，以平台化调度提升有效利用率与交付稳定性；④模型层，以 HonMaaS 为载体，推动“可用模型”到“可用服务”；⑤应用层，将 Token 精准转化为可交付的行业能力，形成完整的价值闭环。2025 年 8 月，公司建设遂弘庆阳绿色智能数字基础设施项目，总投资预计 128 亿元，拟分期阶段性建设，项目建成后预计部署运营算力不少于 40000PFlops。

□ 核心看点二：物理 AI 星辰大海，探索柔性电子和算力在具身智能领域的应用

在“软能力”上，遂弘华创提供普惠算力调度、MaaS 平台底座、仿真与数据生产能力，以及训练场运营与生态组织能力。同时，公司搭建 Token 工厂，聚焦国产大模型训练优化，适配本土具身智能场景的算法迭代需求，推动“国芯、国模、国用”的国产化具身智能生态落地。在“硬实力”上，FPC 以其独特的柔性和可弯曲性，在机器人关节连接、传感器布局以及电池连接等关键部位得到应用，为具身智能系统提供敏锐的“物理触觉”，公司成功为小米铁蛋机器人提供全套电路板解决方案。此外，公司成立 AI 机器人公司遂屿星眸，战略投资 200 亿估值通用机器人标的。

□ 核心看点三：AI 硬件创新潮来临，FPC 业务扭亏为盈

一方面，随着端侧 AI 设备的规模化放量，公司高附加值的高频高速 FPC 产品实现前瞻性卡位，在 AI 手机、AI PC、AI 眼镜、AI 服务器等领域的应用实现突破。另一方面，FPC 行业集中度加速提升，公司龙头地位优势凸显，市场份额有望进一步提升。2025 年公司 FPC 业务实现营收 38.9 亿元，同比逆势增长 25.48%，市场份额进一步提升，毛利率同比+7.22Pcts。在 FPC 业务连续亏损四个年度后，首次实现年度全面扭亏为盈，重回增长趋势。

□ 盈利预测与估值

公司是国内领先的柔性电子制造企业，2023 年前瞻布局算力赛道，形成“FPC 基本盘+高景气算力”双轮驱动的业务格局。当前公司核心成长逻辑清晰，业绩有望进入加速兑现期。预计实现归母净利润 3.77 亿元、6.25 亿元、8.85 亿元，对应 EPS 为 0.78 元、1.30 元、1.84 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

□ 风险提示

算力行业政策变动风险，算力项目建设进度与规模不及预期，算力业务订单不足风险，市场竞争风险，下游市场需求不及预期风险。

投资评级：买入(首次)

分析师：杨占魁

执业证书号：S1230526030001

yangzhankui02@stocke.com.cn

分析师：张煜暄

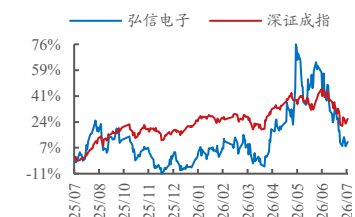
执业证书号：S1230526050004

zhangyuxuan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 32.74
总市值(百万元)	15,784.79
总股本(百万股)	482.13

股票走势图



相关报告

1 《重回高增长的国产 FPC 龙头》 2019.04.01

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7312.75	8566.73	10173.20	12179.42
(+/-) (%)	24.47%	17.15%	18.75%	19.72%
归母净利润	147.23	376.71	625.00	885.21
(+/-) (%)	159.13%	155.87%	65.91%	41.63%
每股收益(元)	0.31	0.78	1.30	1.84
P/E	107.21	41.90	25.26	17.83

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 深耕 FPC 行业二十余年，开拓算力第二增长曲线	5
2 核心看点一：布局 Token 工厂，以“五层协同”打造 Token 规模化生产体系	9
2.1 Agentic AI 渗透率提升带动 Token 消耗量级跨越，算力紧缺或持续	9
2.2 Token 工厂——把推理产出从“基本可用”变成“规模可交付”	13
2.3 公司打造 Token 工厂，首批计划部署 4 台华为昇腾 384 卡超节点服务器	15
2.4 持续布局多元异构绿色算力产业，拟于庆阳新建 40000P 算力	19
3 核心看点二：物理 AI 星辰大海，公司积极探索柔性电子和算力在具身智能领域的应用	22
4 核心看点三：AI 硬件创新潮来临，FPC 业务扭亏为盈	25
5 盈利预测与投资建议	29
6 风险提示	31

图表目录

图 1: 公司业务全景图.....	5
图 2: 公司股权结构图（截至 2026 年 7 月 16 日）.....	6
图 3: 2016-2026Q1 公司营收情况.....	7
图 4: 2016-2026Q1 公司归母净利润情况.....	7
图 5: 2017-2025 公司营收结构.....	7
图 6: 2017-2025 公司毛利结构.....	7
图 7: 2017-2025 公司分业务毛利率情况.....	8
图 8: 2016-2026Q1 公司整体毛利率情况.....	8
图 9: 2016-2026Q1 公司费用率情况.....	8
图 10: 2016-2026Q1 公司整体归母净利率情况.....	8
图 11: Chatbot 与 Agentic AI 思考流程的差异.....	9
图 12: Agentic AI 的 Token 消耗量级达到 Chatbot 的数倍乃至数十倍.....	10
图 13: 2026 年 3 月我国日均 Token 消耗量超 140 万亿.....	10
图 14: 2026 年 3 月豆包大模型日均 Tokens 使用量突破 120 万亿.....	10
图 15: 大模型 Token 调用量快速增长.....	10
图 16: 截至 2026 年 5 月, Anthropic 的年化 ARR 已超过 440 亿美元.....	11
图 17: 预计 2025 年-2030 年全球 Token 消耗量 CAGR 为 3418%.....	12
图 18: H100 GPU 租赁价格持续上涨.....	13
图 19: 与算力租赁“二房东”的模式不同, Token 工厂的商业模式更类似于发电厂.....	14
图 20: 以“五层协同”打造 Token 规模化生产体系.....	16
图 21: 公司全资子公司安联通作为英伟达中国区双料（GPU+网络）Elite 级别合作伙伴.....	17
图 22: 2025 年公司算力业务营业收入同比增长 40.25%.....	21
图 23: 2025 年算力资源综合服务营收占比同比提升 11.90Pcts.....	21
图 24: 物理 AI 解析.....	22
图 25: 物理 AI 机器人技术构成要素.....	23
图 26: 常熟市人民政府与燧弘华创正式签署“物理 AI Mall”共建合作框架协议.....	24
图 27: 2025 年至 2030 年全球 FPC 市场规模年均复合增长率为 3.8%（单位：亿美元）.....	25
图 28: 2020-2025E 中国国产折叠屏手机出货量（万台）.....	26
图 29: 全球 AI PC 出货量（千台）.....	26
图 30: 全球 AI PC 出货量占比.....	26
图 31: 全球智能眼镜出货量情况.....	27
图 32: 中国智能眼镜出货量情况.....	27
图 33: 2025 年公司 FPC 业务实现逆势增长.....	28
图 34: 2025 年公司 FPC 业务毛利率显著提升.....	28
表 1: 公司历史沿革.....	5
表 2: 公司主要产品/服务（截至 2026 年 6 月）.....	6
表 3: Token 工厂与传统数据中心、算力中心的对比.....	13
表 4: 电力成本是 Token 工厂最大的单项支出.....	14
表 5: 国内运营商、互联网大厂切入 Token 工厂加速落地（截至 2026 年 6 月）.....	15
表 6: 公司算力业务相关重要进展情况（截至 2026 年 7 月）.....	19
表 7: 2024-2028E 公司营收拆分表（单位：百万元）.....	29

表 8: 可比公司估值表 (2026 年 7 月 24 日)	30
表附录: 三大报表预测值.....	32

1 深耕 FPC 行业二十余年，开拓算力第二增长曲线

深耕 FPC 行业二十余年，开拓算力第二增长曲线。公司是专业从事印制电路板（包括柔性电路板和软硬结合板）及背光模组研发、设计、制造和销售的高新技术企业，所处行业为电子制造业，位于消费电子、车载电子的中上游。自成立以来，公司产品通过显示模组、触控模组、指纹识别模组、显示屏等间接或直接用于智能手机、平板电脑及车载、工控等领域，公司主要客户包括京东方、深天马、TCL 科技、维信诺等行业龙头厂商，同时公司在向汽车电子领域进一步拓展。经过 20 年的成长和运营，公司已成为国内技术领先、实力雄厚、产量产值居前、综合实力一流的知名 FPC 制造企业。

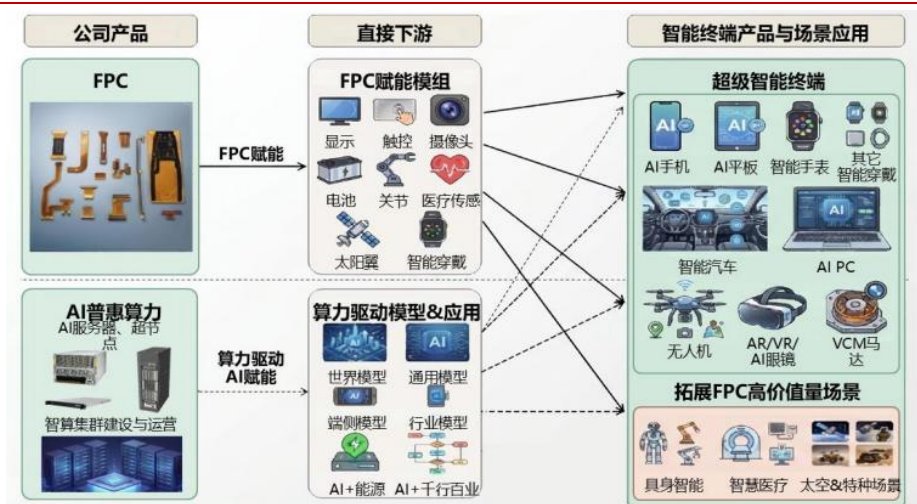
同时，2023 年公司开始布局算力服务器生产销售、算力资源服务等算力相关业务，着力推动公司的产业结构升级，优化公司的业务发展和布局。公司的战略定位是打造成为算力硬件及整体解决方案提供商。公司积极开展“人工智能+”行动，加快构建以“高端算力服务器制造+绿色智算中心+AI 城市大模型算力底座+赋能千行百业”为核心的完整商业闭环和产业链生态。

表1：公司历史沿革

时间点	重要里程碑事件
2003 年	在火炬高新区注册成立，注册资本 150 万元，厂房位于枋湖工业区
2005 年	成立全行业首家企业技术研发中心——厦门市柔性印制电路板工程技术研究中心
2008 年	入选国家第二批创新型试点企业
2016 年	入选国家智能制造试点示范项目（挠性印制电路板智能工厂），为全行业首家
2017 年	A 股上市，启动全国布局
2020 年	入选国家企业技术中心
2023 年	成立 AI 事业部，甘肃天水工厂与庆阳智算中心成立，介入 AI 算力产业
2024 年	收购安联通 100% 股权，安联通成为公司全资子公司，强化 AI 算力产业链布局，补齐英伟达生态渠道能力
2025 年	打造 Token 工厂，首批将部署 4 台华为昇腾 384 卡超节点服务器
2026 年	公司控股子公司燧弘绿色与庆阳市签署《燧弘庆阳绿色智能数字基础设施项目投资框架协议》，共建燧弘庆阳绿色智能数字基础设施项目，总投资预计 128 亿元。

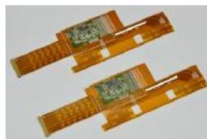
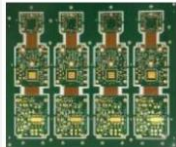
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图1：公司业务全景图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

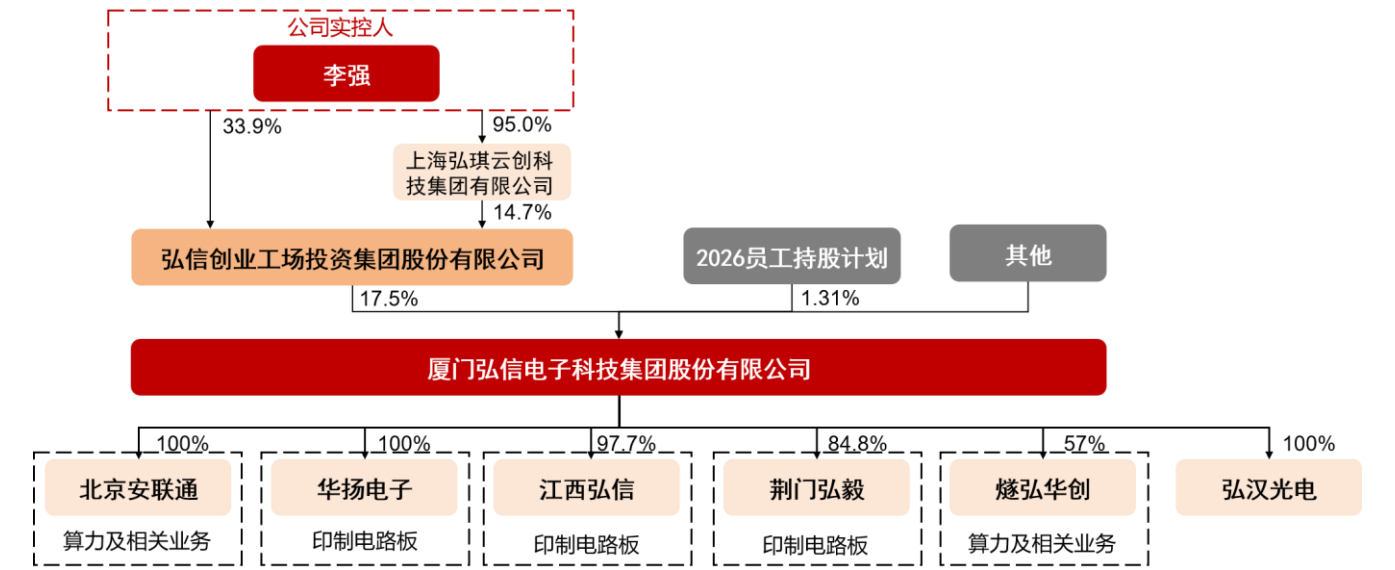
表2： 公司主要产品/服务（截至 2026 年 6 月）

产品分类	产品 / 服务	产品 / 业务描述	产品图片	主要应用领域	
印制电路板	FPC	作为 PCB 的一种重要类别，FPC 具有配线密度高、重量轻、厚度薄、可折叠弯曲、三维布线等其他类型电路板无法比拟的优势，更符合下游行业中电子产品智能化、便携化发展趋势，被广泛运用于现代电子产品中		智能手机、平板电脑的显示模组、触控模组等、车载电子设备、工控医疗设备等	
	软硬结合板	软硬结合板是指硬板和 FPC 的结合，FPC 部分可以弯曲，硬板部分可以承载重的器件，形成三维的电路板。相比于普通 PCB 或者 FPC，其性能更强，稳定性也更高，同时也将设计的范围限制在一个组件内，优化可用空间		智能手机高像素摄像头模组、TWS 耳机、汽车倒车雷达影像系统等	
	背光模组	液晶显示器面板的关键零组件之一，功能在于供应充足的亮度与分布均匀的光源，使其能正常显示影像，又称“背光板”		智能手机、平板电脑、车载电子显示屏等	
算力及相关业务	算力设备销售	AI 算力服务器是专门针对人工智能应用优化设计的高性能计算平台，搭载 GPU/FPGA/ASIC 等高速处理器，实现大规模并行计算，高效运行机器学习、深度学习和其他 AI 工作任务，满足高强度 AI 模型训练和实时推理需求。除算力服务器销售以外，还包括网卡、交换机、光模块等算力设备组件销售		深度学习、机器学习、高性能计算、医疗健康、智能安防、金融科技、电子商务、自动驾驶与智能交通、游戏娱乐、零售物流、教育等	
	算力资源服务	公司通过自有智算中心和租赁第三方智算中心等方式开展算力资源服务业务			
	算力技术服务	提供组网服务、运维服务、设备改装及模型调试服务、IDC 技术服务、算力调度平台服务等算力中心相关技术服务			

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

李强先生为公司实际控制人。截至 2026 年 7 月 16 日，弘信创业持有公司 17.46% 股权，为公司控股股东。李强直接持有弘信创业 33.90% 股权，并通过上海弘琪云创科技集团有限公司控制弘信创业 14.00% 股权，合计控制弘信创业 47.89% 股权，间接持有公司 8.36% 股权，为公司实际控制人。

图2： 公司股权结构图（截至 2026 年 7 月 16 日）



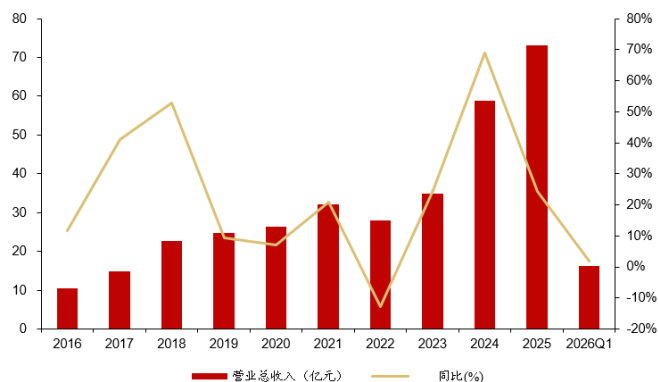
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

整体营收增长由单一消费电子驱动切换为“FPC 基本盘+高景气算力”双轮驱动模式。

2016 至 2021 年营收由 10.48 亿元攀升至 32.03 亿元，核心驱动为智能手机、可穿戴设备需求扩容，公司 FPC 产能持续扩张、背光模组业务同步放量，双消费电子板块共同托底收入规模；2022-2023 年营收先回落至 27.92 亿元再小幅修复至 34.78 亿元，下行主因是智能手机创新乏力、OLED 屏幕渗透持续挤压背光模组市场空间，叠加疫情扰动下游消费电子需求疲软，FPC 行业价格内卷、产能利用率走低，传统两大主业收入增长乏力，算力业务尚未贡献较大收入体量。2024-2025 年公司营收跃升至 58.75 亿元、73.13 亿元，实现高速增长，核心拐点来自 AI 算力业务放量，公司收购安联通、落地 AI 服务器产线，算力设备销售与算力租赁服务收入持续爆发，成为第一增长引擎，同时 FPC 业务向 AIPC、服务器、车载高端软板转型实现稳健增收，公司主动收缩低毛利背光模组订单优化收入结构，整体营收增长由单一消费电子驱动切换为“FPC 基本盘+高景气算力”双轮驱动模式。

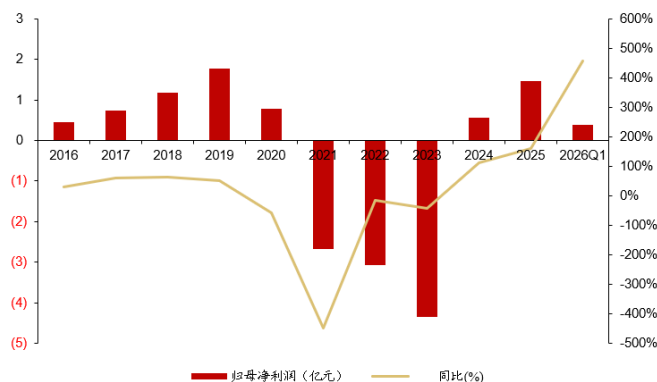
2025 年，公司实现营收 73.13 亿元，同比+24.47%，其中印制电路板（FPC）营收 38.86 亿元、占总收入 53.14%，同比+25.48%，依托 AI 手机、AIPC、服务器软板需求复苏及高端产品占比提升实现稳定增收，基本盘稳健。算力及相关业务营收 27.88 亿元、占比升至 38.13%，同比+40.25%，已成为第二增长曲线，板块内部高毛利算力资源服务收入同比大增 229.62%，持续优化收入盈利结构。背光模组业务营收 5.55 亿元、占比 7.59%，同比-21.03%，整体收入结构向高景气、高附加值赛道倾斜。

图3： 2016-2026Q1 公司营收情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图4： 2016-2026Q1 公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5： 2017-2025 公司营收结构

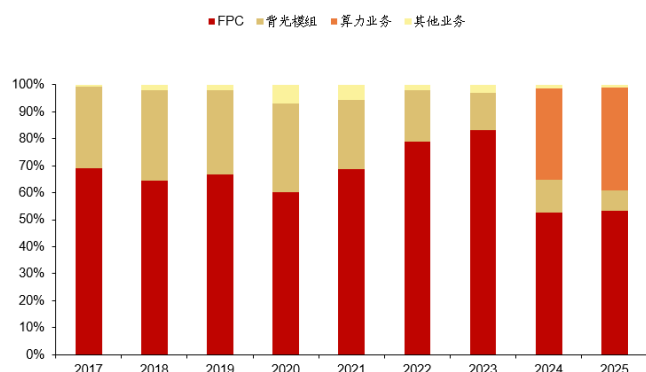
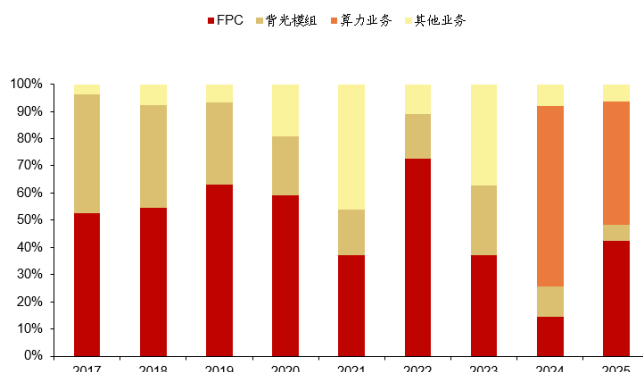


图6： 2017-2025 公司毛利结构

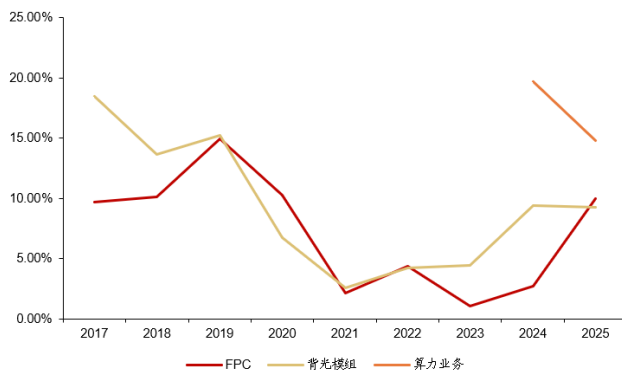


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

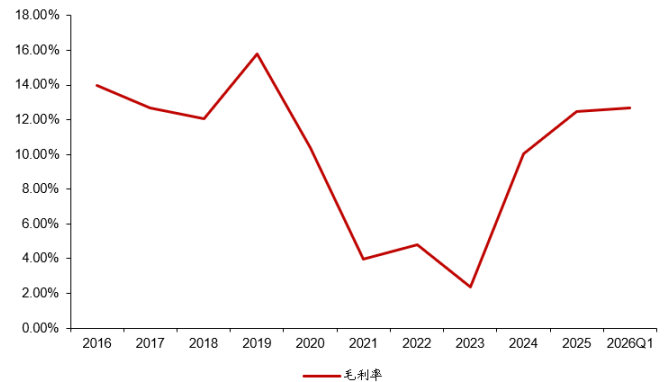
毛利率方面，2016-2021 年，消费电子需求稳定，公司 FPC、背光模组业务毛利率保持平稳。2022-2023 年毛利率有所下滑，手机行业竞争加剧、原材料涨价、产能利用率走低拖累 FPC，OLED 替代导致背光模组单价持续下跌，算力业绩尚未产生较大贡献。2024-2025 年毛利率明显修复，FPC 转向 AIPC、服务器高端软板，产品溢价提升，背光模组收缩低端订单优化盈利，算力业务开始贡献业绩，整体综合毛利率随高毛利算力业务营收占比提升持续改善。

图7： 2017-2025 公司分业务毛利率情况



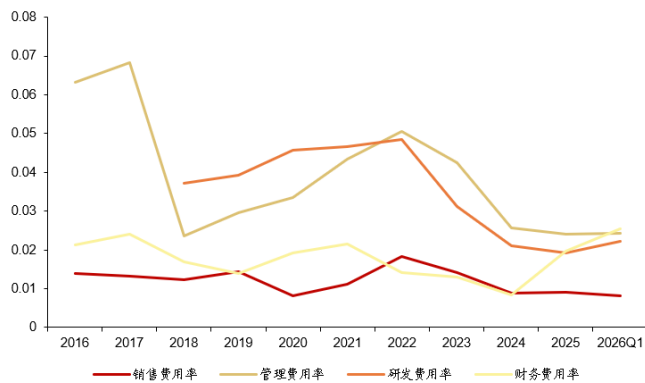
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图8： 2016-2026Q1 公司整体毛利率情况



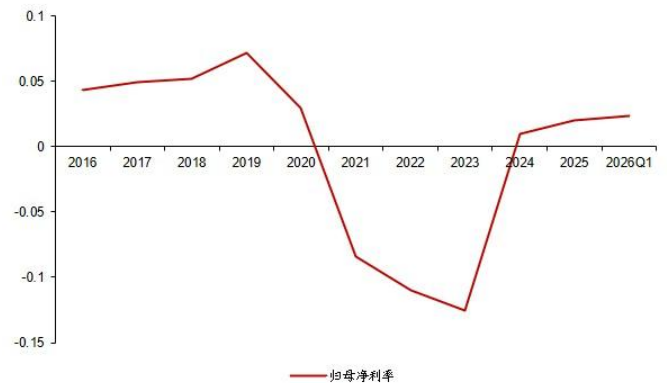
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图9： 2016-2026Q1 公司费用率情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图10： 2016-2026Q1 公司整体归母净利率情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 核心看点一：布局 Token 工厂，以“五层协同”打造 Token 规模化生产体系

2.1 Agentic AI 渗透率提升带动 Token 消耗量级跨越，算力紧缺或持续

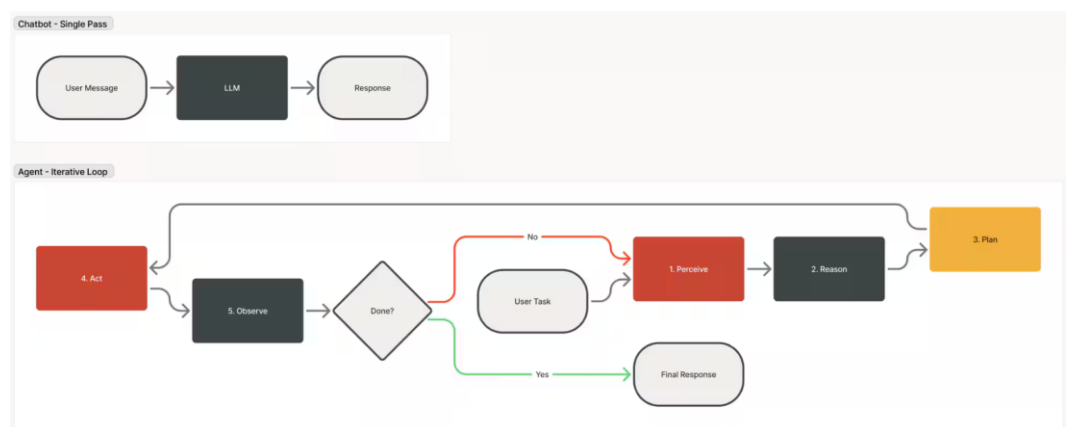
（一）从 Chatbot 到 Agent，实现 Token 消耗量级跨越

（1）长上下文持续累积，导致基础 Token 消耗大幅攀升。传统 Chatbot 以单次问答、简短咨询为核心场景，仅需留存少量近期对话上下文，无需承载复杂前置信息，Token 消耗基数极低。而 Agentic AI 全程依赖完整上下文支撑自主运行，每一步行动均需搭载海量前置信息，产生持续 Token 消耗。一方面，Agent 启动时需加载庞大的系统指令、工具说明及调用规则等基础配置，初始 Token 消耗远高于普通 Chatbot。另一方面，Agent 任务具备连续完整性，不会单次交互后终止逻辑，需将任务推进中产生的中间数据、执行日志、操作记录及多轮复盘修正数据，持续作为模型背景上下文输入。随着任务推进，上下文不断叠加，形成滚动式 Token 增量消耗。

（2）高价值复杂长程任务，进一步拉大与 Chatbot 的全链条 Token 消耗差距。二者应用场景存在本质差异，任务复杂度、执行时长、链路长度的差距，持续放大 Token 消耗差值。传统 Chatbot 多用于常识解答、文本改写、基础咨询等轻量化单次任务，链路短、无需迭代，Token 消耗稳定可控。而 Agentic AI 的核心价值是承接高价值、高复杂度工作，这类任务普遍周期长、流程完整、可拆解，催生了长程执行、多智能体协同的需求，大幅拉长任务链路与运行时长，最终让 Token 消耗数倍于传统 Chatbot。

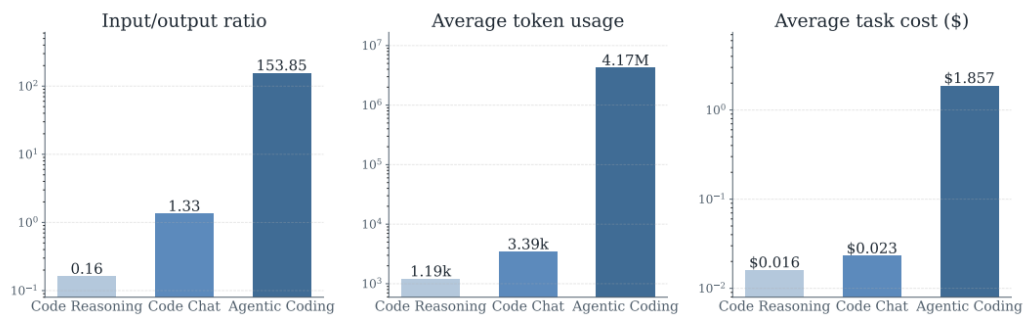
（3）交错思维链循环机制，催生迭代式增量 Token 消耗。传统 Chatbot 采用“输入-单次推理-输出”的线性思维模式，单轮交互仅一次推理生成，无迭代循环，Token 消耗仅集中于单次内容输出。而 Agentic AI 依托交错思维链与高频工具调用能力，搭建了循环推理逻辑，将复杂任务拆解为“推理规划-工具调用-反馈接收-反思优化”的闭环流程。Agent 不会一次性完成全部推理，而是分步迭代推进：基于现有上下文规划方案、执行工具操作、接收环境反馈、复盘校验结果，按需调整规划并开启新循环。每一轮推理、调用、反馈、反思都会产生新增 Token 消耗，且本轮生成内容会纳入后续上下文，支撑下一轮迭代。这种循环迭代的核心机制，让 Agentic AI 的 Token 消耗摆脱了单次线性模式，呈现持续增量增长的特点，最终消耗量级达到 Chatbot 的数倍乃至数十倍。

图11：Chatbot 与 Agentic AI 思考流程的差异



资料来源：Developers Blog，浙商证券研究所

图12: Agentic AI 的 Token 消耗量级达到 Chatbot 的数倍乃至数十倍

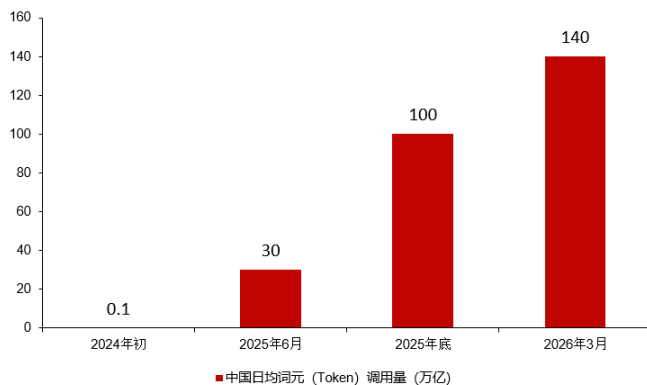


资料来源:《How Do AI Agents Spend Your Money? Analyzing and Predicting Token Consumption in Agentic Coding Tasks》, 浙商证券研究所

(二) 从 C 端到 B 端, 打开长期增长空间

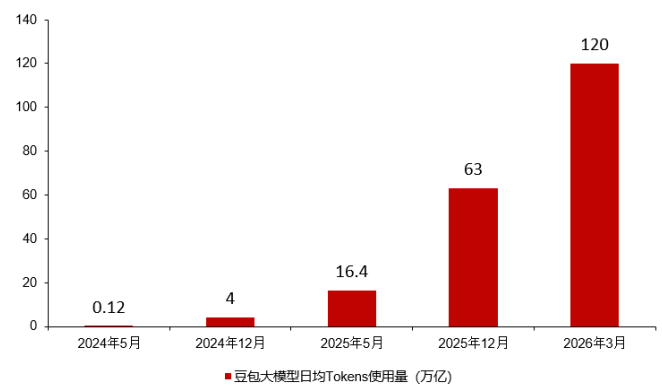
(1) C 端: 存量深耕, 使用频次与场景持续扩容。 C 端用户是 Token 调用的稳定基本盘, 整体保持稳健增长。随着 AI 逐步演进, 个人端应用从基础对话拓展至多模态创作、学习辅助、生活决策等多元场景, 下沉用户持续渗透、使用频次稳步提升。同时, 长文本、多轮深度交互普及, 带动单用户单次 Token 消耗持续增长。据国家数据局, 2024 年年初, 我国日均 Token 消耗量约 1000 亿; 而到了 2025 年 6 月底, 则已突破 30 万亿; 2025 年年末, 该数据升至 100 万亿; 2026 年 3 月, 又再度越过 140 万亿, 两年间增长超过千倍。

图13: 2026 年 3 月我国日均 Token 消耗量超 140 万亿



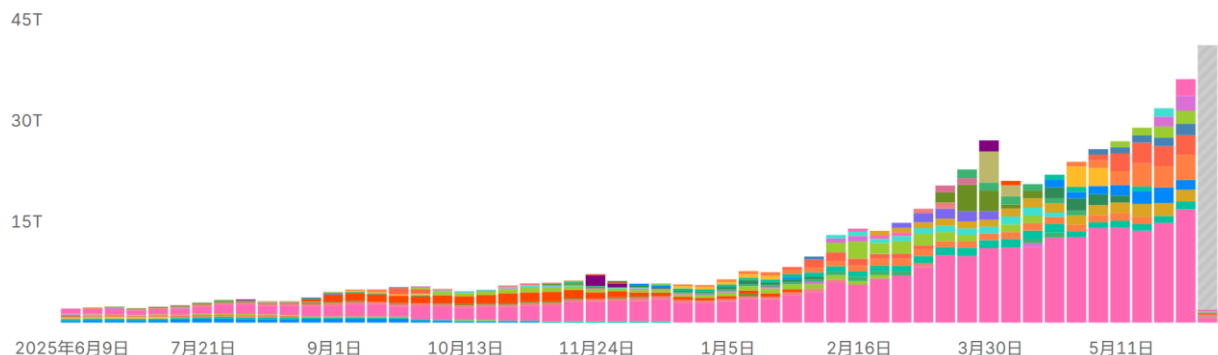
资料来源: 国家数据局, 浙商证券研究所

图14: 2026 年 3 月豆包大模型日均 Tokens 使用量突破 120 万亿



资料来源: 火山引擎, 浙商证券研究所

图15: 大模型 Token 调用量快速增长



资料来源: OpenRouter, 浙商证券研究所

（2）B端：后续增量核心，规模化落地后有望开启高增长周期

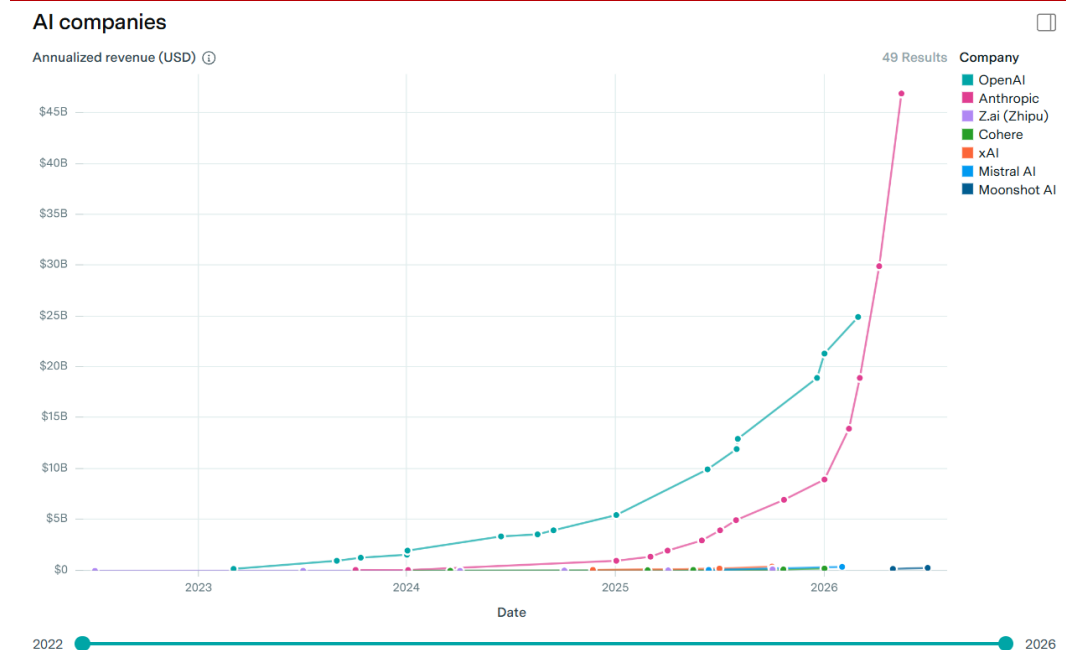
企业端是未来 Token 调用量增长的核心增量市场，也是行业长期增长的核心支柱。相较于个人用户，企业场景具备调用频次高、单次消耗大、需求稳定、付费意愿强的特点，而目前国内企业 AI 渗透率仍处于低位，增长空间广阔。

①从细分行业落地场景来看，各领域数字化转型均持续拉动 Token 需求。互联网、科技企业主要依托 AI 赋能产品迭代、智能客服、内容审核、算法优化；制造业通过 AI 质检、智能排产、设备运维实现产业升级，产生持续推理算力需求；金融、政务、教育、医疗等行业，依托大模型实现智能风控、政务答疑、智慧教学、辅助诊断等场景落地，高频且稳定的推理需求持续扩容。

②从付费结构来看，企业端市场具备更强付费意愿。个人用户普遍采用平台月度/年度订阅套餐模式，Token 消耗受限于平台隐性额度上限，单用户价值存在一定天花板。而企业级 AI Agent 深度接入核心业务场景后，Token 消耗将能够跟随企业业务流量、经营规模实现线性同步增长。随着未来企业 AI 部署渗透率持续提升，叠加多智能体协同、长时记忆架构等技术的落地普及，Agentic AI 的核心增长与收入驱动力或将全面转向企业级场景。同时，MaaS 模式有望大幅降低中小微企业 AI 落地门槛，无需自主训练模型，通过 API 调用即可快速接入 AI 能力，进一步加速企业端 Token 调用量规模化爆发。

据华尔街见闻，截至 2026 年 5 月，Anthropic 的年化 ARR 已超过 440 亿美元，较 2025 年底的约 90 亿美元增长接近五倍。其增长的核心驱动力来自企业端需求的爆发，据 Semi Analysis 报告显示，年消费超过 100 万美元的企业客户从两年前的十几家扩大至逾千家，年消费超过 10 万美元的客户数量在过去一年增长了 7 倍。在市场份额层面，Anthropic 在企业 AI 支出中相对 OpenAI 的占比，从 2025 年初的约 10% 升至 2026 年 2 月的逾 65%。

图16：截至 2026 年 5 月，Anthropic 的年化 ARR 已超过 440 亿美元



资料来源：EPOCH AI，浙商证券研究所

据 IDC 预计，全球活跃 Agent 的数量将从 2025 年的约 2860 万，快速攀升至 2030 年的 22.16 亿，年复合增长率 139%。随着 Agent 处理的任务越来越复杂，所需推理深度与调用链路不断加长，底层 Token 消耗也将呈现数量级的跃迁。预计全球年度 Token 消耗将从 2025 年的 0.0005 Peta Tokens 增长至 2030 年的 152,667 Peta Tokens，年复合增长率高达 3418%。

图17： 预计 2025 年-2030 年全球 Token 消耗量 CAGR 为 3418%



资料来源：IDC，浙商证券研究所

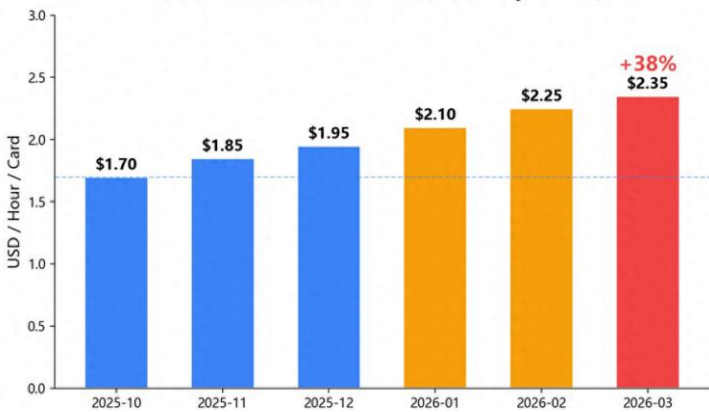
Token 的指数级增长，直接转化为 AI 算力的刚性增量需求，算力供需紧张格局持续加剧。

从需求端来看，上文提到，当前 AI 应用已从消费端渗透至工业、金融、办公、制造等全产业链场景，AI Agent 渗透率逐步提升，推动 Token 消耗呈指数级增长。而 AI 大模型的训练与推理、AI Agent 的多步骤任务调度与工具调用，均需要海量算力持续支撑，模型参数规模扩容、多模态场景复杂度提升、实时交互需求增加，进一步放大了算力消耗强度。算力需求从“阶段性峰值”转变为“常态化高位”，智能算力、通用算力缺口持续扩大。

供给端，芯片管制叠加产能瓶颈，高端算力自主供给承压。美国持续升级高端 AI 芯片对华出口管制，H100、H200、GB200、B300 等原生高端训练 / 推理芯片全面禁入，仅放行性能大幅缩水的特供降级芯片，且采购额度、交付、集群组网全面受限。叠加全球 EUV 光刻机、CoWoS 先进封装、HBM 高带宽内存、电力散热全产业链产能刚性瓶颈、巨头长协锁死产能等影响，国内企业直接批量采购高端 GPU、自主购置服务器建设专属算力集群的路径或基本封闭，现货采购无稳定货源、交付周期无保障、综合成本极高。同时国产 AI 芯片在单卡算力、集群生态、HBM 配套、推理吞吐适配上或仍处于技术爬坡阶段，客观上或仍有差距，短期或无法填补高端算力缺口。

云厂商集体上调算力服务价格，算力紧缺逻辑持续验证。国内方面，据人民邮电报，近期腾讯云 Tencent HY2.0 Instruct 模型输入价上涨 463%后再次整体提价 5%，阿里云平头哥真武 810E 等算力卡产品上调 5%-34%，百度智能云相关服务上调 5%-30%，科大讯飞智算平台 AI 推理服务涨价 8%，商汤科技 SenseCore 大模型训练费用平均上浮 12%，智谱 2 月以来 3 次提价。海外方面，据 The Information，Anthropic 调整了旗下企业级产品 Claude Enterprise 订阅模式，从每月每用户最高 200 美元的固定费用，转变为按照实际算力消耗收费。此外，用户每月还需要固定缴纳 20 美元。

图18: H100 GPU 租赁价格持续上涨



资料来源: SemiAnalysis, 浙商证券研究所

2.2 Token 工厂——把推理产出从“基本可用”变成“规模可交付”

上文提到，Token 需求的增长不仅来自调用次数增加，还来自任务结构变化：从文本问答扩展到 Agent 多轮调用、检索增强生成、代码执行、多模态生成等更复杂链路。此类链路往往对系统提出更高要求：（1）更低时延（尤其是多轮交互/工具调用场景）；（2）更高并发与更稳定的长时间运行；（3）更可控的成本结构与资源利用效率。在这一背景下，企业最现实的问题不再是“能不能用 AI”，而是能不能以可负担的成本稳定用起来。行业竞争从“模型军备竞赛”转向 Token 产能与效率竞赛，亟需通过全栈技术优化+算电协同调度+国产算力替代，打造高效 Token 工厂，以更低成本、更高效率稳定产出高质量 Token。这正是 Token 工厂要解决的产业痛点：把推理产出从“基本可用”变成“规模可交付”。

Token 工厂产业链自上而下对应分为上游算力基建、中游 Token 分发与传输、下游 Agent 应用生态三大核心环节。据乐晴智库，上游算力基础设施是 Token 工厂的核心资产，约占产业链价值量的 40%以上，其效率与成本决定 Token 的竞争力。中游提供算力调度、跨境网络传输、CDN 加速等服务，确保 Token 稳定地交付至下游应用。Token 工厂下游是 Token 的终端消费环节，通过 AI Agent 技术将 Token（如文本、图像、代码等智能输出）转化为实际生产力，覆盖企业服务、个人和工业生产等全领域。

表3: Token 工厂与传统数据中心、算力中心的对比

	传统数据中心	算力中心	Token 工厂
本质定位	资源仓库	算力枢纽	智能生产线
核心产出	计算能力、存储空间、网络带宽	算力资源(FLOPS)	Token(智能服务单位)
优化目标	高可用性、资源利用率	峰值算力、调度效率	Token 吞吐量、单位功耗产出、成本
架构逻辑	通用 IT 基础设施	高性能计算集群	算-电-热-网深度协同
能源策略	依赖电网、采购绿电	高密度供电、部分绿电	自建微电网、捆绑核电/地热、液冷标配
商业模式	出租资源（机柜、服务器）	出租算力（按卡时、按核时）	出售 Token（按百万 Token 计费）

资料来源: 融中咨询, 浙商证券研究所

从成本结构来看，据融中咨询，电力成本是 Token 工厂最大的单项支出，占比过半且持续上升。控制 Token 成本的核心在于提升“每瓦 Token 产出效率”，而非单纯压降电价。自建微电网、捆绑核电、液冷普及是主要降本手段。

表4：电力成本是 Token 工厂最大的单项支出

成本项	占比（估算）	关键驱动因素	优化路径
电力成本	50-70%	电价、PUE、算电协同效率	自建微电网、捆绑核电/地热、柔性负载调度
芯片折旧	15-25%	GPU/ASIC 采购成本、使用寿命	提升集群利用率（MFU）、延长芯片服役周期
液冷散热	5-10%	散热系统建设与运维	浸没式液冷、余热回收
网络互联	5-8%	光模块、交换机带宽租赁	CPO 技术、自研高速网络（如中科光 scaleFabric）
运维人力	3-5%	自动化程度、人力成本	AI 运维、智能调度系统
其他（土地、建筑等）	2-5%	选址、基建	向能源富集区迁移

资料来源：融中咨询，浙商证券研究所

在商业模式上，与算力租赁“二房东”的模式不同，Token 工厂更类似于发电厂，发电卖电，按用量收钱。不租卡，而是直接把算力转换成 Token 卖给客户，比拼的不是“有多少张卡”，而是固定电力功率下，每瓦产出多少高性能 Token，衡量的核心指标是产能利用率和生产成本。

图19：与算力租赁“二房东”的模式不同，Token 工厂的商业模式更类似于发电厂



资料来源：同花顺 iFind，浙商证券研究所

Token 工厂领域已经涌现独角兽公司，据财联社，2022 年成立的 Fireworks AI 据估在 2026 年 2 月达到 3.15 亿美金年化收入、毛利率约 50% 左右，上一轮融资估值为 40 亿美金。该公司的核心业务是为开发者提供运行和定制开源大模型的平台，通过云端 GPU 集群搭建基础设施，以 API 形式提供服务，被业界视为 Token 工厂商业模式的标杆，其按 Token 计费、支持模型微调的服务模式，正是国内 Token 工厂建设的重要参照对象。

国内运营商、互联网大厂积极布局 Token 工厂。截至 2026 年 6 月，国内 Token 工厂迎来集中商业化落地，包括三大运营商，百度、阿里等互联网云厂商，弘信电子、硅基流动等专业算力厂商加速落地应用。行业整体或将逐步完成从售卖算力时长到按 Token 按量计费、叠加业务分成的商业模式革新，边际成本持续降低、盈利弹性显著增强，相关服务也从通用 AI 场景逐步渗透至能源、金融、车载等多个垂直领域。

表5：国内运营商、互联网大厂切入 Token 工厂加速落地（截至 2026 年 6 月）

序号	公司	产品/核心布局
1	中国移动（北京 / 湖北 / 河南 / 广东等多地分公司）	试点上线个人词元（Token）套餐：北京移动针对已有云电脑用户推出 5.99 元次包和 24.99 元包月套餐，包月可获得 1000 万 Token 额度，适配已有云服务用户的扩展需求；广东移动率先面向个人市场推出 40 元/月体验版和 100 元/月标准版智算包；江苏移动推出“龙虾 AI Token 套餐”；上海移动则打出低价牌，1 元可购 40 万 Tokens，支持话费支付。
2	中国电信	个人及家庭用户套餐分三档：月费 9.9 元、29.9 元和 49.9 元，分别对应 1000 万、4000 万和 8000 万 Token。面向开发者和中小企业的套餐则为月费 39.9 元、159.9 元和 299.9 元，最高月供 1.5 亿 Tokens。
3	中国联通	侧重政企客户，联通云联合元景推出 Token Plan 个人版与团队版双轨产品，应用场景覆盖个人生产力、内容创作、学生学习、企业研发、政企办公及行业数字化。团队版价格上探至 1398 元/月。
4	百度	百度千帆正式上线 Token 福利包，采用“固定预算订阅 + 灵活账号分发”机制，将 AI 能力以可统一管理、灵活分发的权益包形式提供给企业用户，Token 单价最高可低至当前市场价的 50%。
5	阿里巴巴（阿里云）	Token Plan 团队版是阿里云百炼面向企业推出的大模型订阅服务，以 Credits 统一计量，覆盖千问、DeepSeek、Kimi 等十余款主流模型，支持文本与图像生成。它提供标准、高级、尊享三档坐席套餐（198-1398 元/月），配套团队管理后台，可实现成员管理、席位分配、用量监控与预算控制。
6	硅基流动	上线 DeepSeek R1 & V3 企业级服务，提供专属实例、算力纳管、私有版 MaaS、基于华为昇腾 910B 的一体机四种企业级服务模式供客户选择。
7	弘信电子	以华为昇腾 384 超节点算力集群为首期基础设施，弘信电子将在无锡建立一座大规模 Token 工厂。
8	趋境科技	提出 Token 即服务的产业理念，并建设高效能人工智能 Token 生产服务平台 ATaaS。相较于传统 MaaS 侧重模型调用与管理，ATaaS 更聚焦企业级生产场景中的推理效能交付，帮助企业获得可规模化、可运营的高品质 Token 生产能力。
9	是石科技	打造的 HAI 统一计算平台展现出强大的实力。该平台整合了超算与智算资源，实现了跨 10 余个智算中心和 2 个国家级超算中心/训练场的万兆级算力（10000PFlops）智能调度，能够轻松支持千卡级并行训练任务，为大规模 AI 模型的训练提供了坚实的算力保障。
10	润建股份	发布曲尺 AI 平台生态战略，首次系统披露其“AI 中台”定位及生态布局。不同于强调模型参数规模的技术平台，曲尺更像一个为产业场景服务的“能力中台”——它不试图复刻大模型路径，而是通过标准化工具、组件化智能体与协同协议，构建出一套可迁移、可共建、可落地的行业 AI 系统。

资料来源：南方都市报，IT 产业网，虎嗅网，阿里云，IT 之家，财联社，东方财富网，新华网，36 氪，浙商证券研究所

2.3 公司打造 Token 工厂，首批计划部署 4 台华为昇腾 384 卡超节点服务器

打造 Token 工厂，首批计划部署 4 台华为昇腾 384 卡超节点服务器。据无锡日报，2026 年 5 月，国内 AI 算力龙头企业弘信电子联手无锡高新区，以华为超节点算力集群为首期基础设施，建立一座大规模 Token 工厂。Token 工厂首批计划部署 4 台华为昇腾 384 卡超节点服务器。据公司公告，截至 2026 年 5 月，已有 2 台 910C384 超节点服务器发往无锡，产品已陆续到货。华为昇腾超节点代表当前国产 AI 算力的高端水平，其单套算力达 215 PFLOPS，约为英伟达旗舰产品 GB200 NVL72 超节点的 1.2 倍，具备高算力密度和高速互联能力，可高效支撑大模型训练与推理等核心场景。

公司此次打造的 Token 工厂，其核心在于构建起“能源-芯片-算力-模型-应用”五层协同的规模化生产体系，推动算力价值逻辑从“资源堆叠”向“智力产出”的深刻变革。

图20: 以“五层协同”打造 Token 规模化生产体系



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

L1 能源层：绿电直连+算电协同，度电成本压低至 0.25-0.4 元

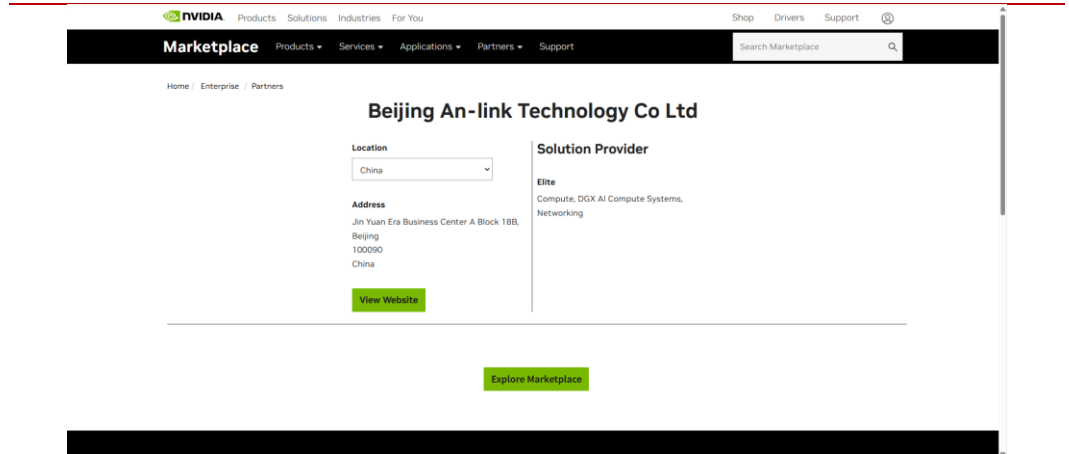
能源层，公司通过“算电协同”调度机制，充分利用西部绿色能源压降 Token 产出的能源成本，保障业务的高可靠性供给。能源是 Token 成本中占比最高（约 70%）的刚性项。公司在甘肃（庆阳、天水、定西）、新疆等国家枢纽及关键能源算力节点布局绿色算力，通过“算力中心与绿电基地”的物理级绑定，确保电力供应的长期稳定与成本自主权。相较于国际基准智算节点 1.2-1.8 元/度的工业电价，国内算力洼地依托绿电直供可将度电成本压低至 0.25-0.4 元。通过算电联动及能源利润反哺，西部节点的 Token 生成成本较海外节点展现出较强的竞争优势。此外，依托 2026 年政府工作报告中关于算电协同的国家战略支持，智算中心通过深度参与电力调峰，进一步夯实成本领先优势。

L2 芯片层：左手英伟达，右手国产算力

芯片层，公司坚持异构兼容与国产适配，剥离中间溢价并提升交付弹性。在 AI 推理场景中，不同芯片架构在算力密度、能效比、软件生态与供应链确定性方面各有优势。公司针对高频、大规模的推理场景，通过引入基于 ASIC/NPU 架构的专用芯片替代通用 GPU，利用其专为深度学习算法优化的架构优势，在大幅提升单位能效比（Performance per Watt）的同时，显著压低单次推理的计算边际成本，打造兼顾英伟达算力与国产算力的多元异构绿色算力底座。

（1）公司旗下安联通是 NVIDIA Compute 和 Networking 双 Elite 精英级合作伙伴，成为 NVIDIA GPU 算力领域最高级别、具备最佳产品技术和用户服务能力的合作伙伴，能够直接获得原厂技术支持，剥离中间分销溢价，有效控制硬件初期投入。

图21： 公司全资子公司安联通作为英伟达中国区双料（GPU+网络）Elite 级别合作伙伴



资料来源：NVIDIA，浙商证券研究所

（2）公司控股股东参股燧原科技，子公司燧弘华创已成为华为计算 APN 钻石级部件伙伴。公司母公司层面有管理专项基金产品参与了燧原的部分股权投资，公司也是燧原科技重要的战略合作伙伴，联合推动 AI 算力芯片及 AI 算力服务器的国产化落地，持续深化合作。子公司燧弘华创已成为华为计算 APN 钻石级部件伙伴，后续双方将深化认证合作，合力打造自主创新、安全高效的国产数字技术底座，提升算力供给能力与安全防护水平。

（3）与英特尔共建联合实验室，打造多元算力引擎引领 AIDC 产业升级。2026 年 4 月，燧弘华创-英特尔联合实验室正式揭牌并全面启动建设，依托联合实验室，双方聚焦五大方向精准攻坚，全面匹配下一代 AIDC 产业发展需求：多元算力平台适配与联合优化、定制化 AI 服务器联合研发、前沿超节点技术预研、AI 应用生态优化与验证、先进液冷技术研发集成。

L3 算力层：以平台化调度提升有效利用率与交付稳定性，资源空转率降至 15%以内

算力层，以平台化调度提升有效利用率与交付稳定性。推理服务的核心不仅是“峰值性能”，更是“在真实负载下稳定输出”。因此，算力层更需要平台化能力：统一纳管、弹性调度、故障隔离、容量规划与全生命周期运维。弘信电子围绕智算平台化方向推进异构资源的统一调度与交付能力建设。依托自研智算云平台实现算力池化，将资源空转率从行业平均的 60%大幅降至 15%以内，释放硬件有效产出能力。融合容芯致远 AGC（以 GPU 为核心的 AI 计算体系）架构，将系统中 GPU 与 CPU 的配比提升至最高 32:1，打破传统“内存墙”与“通信墙”。搭载华为昇腾推理卡的燧弘算力服务器 SH-SF-43H01 服务器采用无主板设计，形成“数据不出域、部署更敏捷、交付更可控”的本地化开箱即用 AI 服务新模式，实现算力密度与传输效率的突破。

L4 模型层：以 HonMaaS 为载体，推动“可用模型”到“可用服务”

模型落地的难点往往不在“有没有模型”，而在“模型能否稳定运行、可控运维、可管理迭代”。HonMaaS = Hongxin Model as a Service，是弘信电子旗下算力平台主体燧弘华创自研的全栈式大模型服务平台，是弘信“Token 工厂”战略里模型层核心载体。承担承上启下核心作用，统一调度异构算力（华为昇腾、燧原国产卡、英伟达 GPU 集群），并对大模型做全链路推理优化，最后对外输出标准化 API、开箱即用模型服务，统一计量、结算 Token 产出。

HonMaaS 平台原生适配通义千问 Qwen3.6、智谱、GPT-4o 等主流大模型与智能体框架，为企业搭建开放兼容、弹性拓展的全栈 AI 基础设施。依托 HonMaaS 统一模型管理平台，企业可实现多模型集中管控、统一运维与智能调度，有效破解多模型运维繁琐、落地成本高、数据风控难等痛点，助快速落地 AI 应用。从金融合规风控、法律文书撰写、医疗病历分析与辅助诊疗，到教育定制化教学、制造行业工艺优化，全行业场景均可依托 HonMaaS 获得稳定、强劲的 AI 能力加持，让前沿 AI 技术转化为低成本、可落地、易管控的产业核心生产力。

DeepSeek-V4 模型发布后，燧弘华创 AI 模型服务平台 HonMaaS 第一时间完成 DeepSeek-V4 全系列模型深度适配与无缝集成。基于 DeepSeek-V4 模型，可实现推理延迟降低 40%，单节点每秒可稳定产出 2000Tokens。公司通过“芯模双向协同”机制，以“算子——框架驱动——硬件”一体化联调方式，与模型厂商共同优化底层算子，确保模型高效运行与稳定交付。

L5 应用层：把 Token 变成“可交付的行业能力”，同时战略投资恒星 AI、武汉敏芯

Token 工厂的终点不是产出 Token 本身，而是把 Token 转化为行业结果：效率提升、流程重构、成本下降、体验升级。弘信电子面向医疗、视频生成、智能体等高需求场景，以“平台能力标准化+场景能力产品化”的方式把推理产出交付到业务流程中，形成价值闭环。

在 AI 视频领域，公司战略投资恒星 AI，持续深化对恒星 AI 的战略投资与全面业务协同。针对影视级 AI 渲染对高频次、大体量算力的严苛需求，弘信电子充分发挥其“能源-芯片-算力-模型-应用”的全栈生态优势，为恒星 AI 提供一整套全周期赋能方案。在资本层面，燧弘华创通过大比例战略投资支持，助力恒星 AI 大模型的持续快速迭代。在算力供给上，燧弘华创通过其全国智算网络，为恒星 AI 提供具竞争力的绿色算力支持与专项资源保障。在技术落地上，作为“Token 工厂”的连接枢纽，燧弘 HonMaaS 平台正为恒星 AI 提供基于标准 API 的 Token 服务，不仅显著简化模型调用的逻辑链路，更通过面向应用场景的优化调度，将大规模分布式算力转化为高可用、极低延迟的 Token 流，极大释放应用层的研发与运维生产力。

在医疗领域，由燧弘华创联合泰达生物研发的“羲和一号”端边诊疗一体机，内置的“羲和一号”大模型由北三院、北大 AI 学院与泰达生物子公司博雅全健联合研发，基于北三院百万级真实病案数据训练，拥有千亿级参数规模。通过“Token 工厂”提供的边缘推理能力，诊室端可实现秒级预问诊与精准分诊，在确保隐私数据不出域的前提下，大幅缓解医疗资源的供需矛盾。

在光芯片领域，公司战略投资武汉敏芯，其为全球硅光光源芯片核心供应商。2026 年 3 月，燧弘华创出资 1,020 万元认购嘉兴沃赋筑航股权投资合伙企业（有限合伙）5.88% 合伙份额，沃赋筑航投资于单一投资标的武汉敏芯半导体股份有限公司。武汉敏芯深耕光通信激光器、探测器芯片研发制造，产品覆盖 2.5G 至 50G 全系列速率，广泛应用于数据中心、算力网络、5G 通信等核心场景。公司已实现高功率 CW 激光器芯片、高速探测器芯片批量交付，是全球硅光光源芯片核心供应商，技术实力与市场份额稳居行业前列。2026 年 6 月，武汉敏芯未来城研发生产基地正式开工建设，计划 2027 年 7 月竣工、同年 10 月投产，该基地将聚焦硅光光源芯片与 AI 领域高端光芯片的研发及规模化生产，打造集研发、制造、总部办公于一体的现代化光芯片产业平台，建成后预计年产值达 60 亿元。

展望后续，公司贯彻“应用是算力的最终出口”这一理念，在保持算力公共服务平台中立性的同时，公司将通过战略业务合作、产业基金赋能等多种合规方式，增强与头部基础大模型厂商及高算力消耗赛道（如 AI 视频生成、情感陪伴、具身智能等）的粘性。

2.4 持续布局多元异构绿色算力产业，拟于庆阳新建 40000P 算力

构建涵盖“高端算力服务器制造+绿色智算中心+AI 城市大模型算力底座+赋能千行百业”的完整商业闭环和产业链生态。公司在 2023 年布局 AI 智能硬件研发和生产制造与 AI 算力资源服务两大业务，并开始向市场交付算力服务器产品。2024 年，公司将业务重点聚焦到大规模算力落地上，通过在庆阳的多元异构绿色算力大底座大规模落地，真正在甘肃省构建涵盖“高端算力服务器制造+绿色智算中心+AI 城市大模型算力底座+赋能千行百业”的完整商业闭环和产业链生态，为我国人工智能产业发展和“东数西算”国家战略作出新的贡献。2025 年，公司在硬件侧敏锐捕捉大模型集群化训练趋势，前瞻布局并成功研发“燧弘国产超节点”系统，推动算力业务交付形态从单台服务器向大规模集群模式转型。

绿色智算中心：持续在甘肃及东部地区等地布局多元异构绿色算力产业，拟于庆阳新建 40000P 算力。庆阳市具备得天独厚的风光资源和完善的绿电交易体系，是国家“东数西算”八大枢纽之一，是公司算力业务发展和战略聚焦的核心区域。公司作为“东数西算”国家战略的核心践行者，围绕“算力+能源”构建绿色算力大底座，将持续在甘肃及东部地区等地布局多元异构绿色算力产业。AI 业务已从初期的基础设施建设阶段全面转入规模化运营阶段。公司成功构建了以“庆阳”为核心，辐射北京、上海、唐山、厦门等多节点的全国多元异构算力网络布局。2025 年 8 月，公司控股子公司燧弘绿色与庆阳市签署《燧弘庆阳绿色智能数字基础设施项目投资框架协议》，共建燧弘庆阳绿色智能数字基础设施项目，项目总规划建设用地约 500 亩，总投资预计 128 亿元，拟分期阶段性建设。项目建成后可容纳高功率 20kW 机柜 2500 个以上，部署运营算力不少于 40000P Flops。

高性能 AI 设备：为客户提供 AI 算力服务器、算力 POD、算力移动集装箱等高性能 AI 设备产品。公司积极整合战略合作伙伴高效 AI 算力芯片、算力加速板卡、PCB 和 FPC 制造、网络交换机、液冷系统等算力服务器核心技术，在甘肃天水、四川南充打造国产化、全链条的 AI 高性能算力服务器生产制造基地，为客户提供 AI 算力服务器、算力 POD、算力移动集装箱等高性能 AI 设备产品，为正在快速发展的人工智能产业提供关键的核心硬件支撑。公司在水生产制造基地打造“5G+”全联接、柔性智能 AI 算力服务器灯塔工厂，通过自主研发的智能制造管理系统，搭载业界领先的自动化与数字化设备，实现生产过程的智能化、柔性化和协同化，规划高性能 AI 算力服务器年产能逾 10 万台。2025 年，公司在硬件侧敏锐捕捉大模型集群化训练趋势，前瞻布局并成功研发“燧弘国产超节点”系统，推动算力业务交付形态从单台服务器向大规模集群模式转型。

软件与平台侧：2025 年，公司自主研发的“燧弘智算云平台”正式上线，具备算力调度、模型推理、智能体开发及 AI 应用部署的四大核心入口能力，实现了从“卖硬算力”向“卖服务”的价值延伸。

算力租赁：2024 年 3 月，首都在线向子公司燧弘绿色采购算力资源服务，3 年内采购服务费总额约 3 亿元，首期订单金额不低于 2000 万元；2025 年 5 月，控股子公司厦门燧弘与 B 公司签《技术服务合同》，B 公司以购买服务方式采购算力服务，含税金额 1.765 亿元，服务期 60 个月。

表6：公司算力业务相关重要进展情况（截至 2026 年 7 月）

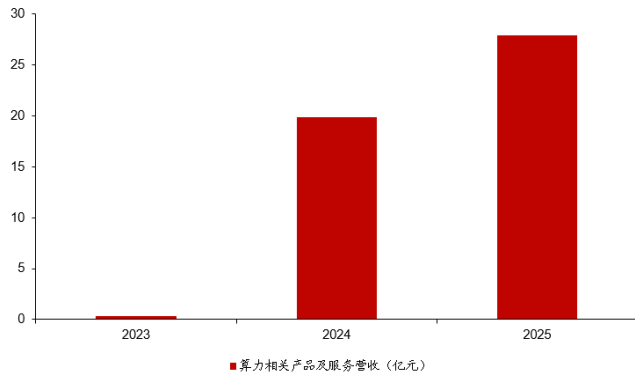
时间	合作方	合作内容
2023 年 4 月	上海燧原科技	结合燧原科技原始创新的硬件开发技术和高算力、高能效比的人工智能训练推理能力，打造适合人工智能应用与训练基础能力的国产化算力平台，共同推进“东数西算”、大数据、人工智能等领域的业务落地。
2023 年 6 月	摩尔线程	打造自主可控的 AI 人工智能软硬件基础设施，并最终升级为在算力系统领域的全方位战略协同。
2023 年 7 月	中国移动通信集团甘肃有限公司	为中国移动提供国产服务器、交换机、路由器等产品，合作期内预计采购金额达到 4.8 亿元。
2023 年 9 月	庆阳市人民政府、美图公司、上海燧原科技、中国电信甘肃分公司、中电万维	①拟选址国家数据中心集群（甘肃·庆阳）“东数西算”产业园区，拟建设算力规模约 2000P Flops； ②在厦门市翔安区建设市级智算中心，算力规模 300P Flops。
2023 年 9 月	庆阳市人民政府、万兴科技、上海燧原科技、中国移动甘肃有限公司	①拟选址甘肃庆阳“东数西算”产业园区建设智算中心，拟规划算力规模超 3000P Flops； ②在长沙建设智算中心，拟规划算力规模 200P Flops。
2023 年 7 月	天水市人民政府	计划斥资 10 亿元投建高性能 AI 算力服务器智造项目，拟建设年产 10 万台 AI 算力服务器智能制造基地。
2023 年 10 月	中京电投能源集团	与中京电投合作建设天水智算中心，采购总额约 10 亿元高端算力服务器。
2023 年 10 月	上海燧原科技	正式向燧原科技下发 9152 片芯片采购订单，计划于 2023 年底前完成全部芯片的交付。
2023 年 10 月	庆阳市人民政府	首期拟投资规模不少于 1 亿元，政府提供合作机架规模不少于 2500 个；公司及生态合作企业建设智算中心，协同 2 年内达到 10000P Flops 混合算力上线运行。
2023 年 11 月	庆阳市人民政府、阿里云计算有限公司	阿里云助力弘信电子在甘肃庆阳智算中心的规划、设计、建设、总包及运营，推动燧弘品牌服务器在阿里云生态的适配应用。
2023 年 12 月	中国电信甘肃分公司（庆阳智算中心）	中标 2023 年甘肃公司智算中心（庆阳节点）建设工程硬件设备（标段 1 GPU 服务器），中标数量 13 台，合计金额 4157.27 万元。
2024 年 2 月	北京安联通科技有限公司	公司签署股权收购意向协议，拟以现金方式收购安联通 100% 股权，收购后补全了公司在英伟达算力生态的渠道与技术布局。
2024 年 3 月	北京首都在线科技股份有限公司	首都在线向子公司燧弘绿色采购算力资源服务，3 年内采购服务费总额约 3 亿元，首期订单金额不低于 2000 万元。
2024 年 5 月	庆阳市京合云计算科技有限公司	京合云向子公司燧弘人工分三期采购算力服务器产品，预计总采购金额 15 亿元人民币。
2024 年 7 月	翼健（上海）信息科技有限公司	协议签署后 3 年内，双方力争算力业务合作规模达到 10 亿元，在 2025 年 6 月 30 日前力争完成 5 亿元的采购规模。
2025 年 5 月	B 公司	控股子公司厦门燧弘与 B 公司签《技术服务合同》，B 公司以购买服务方式采购算力服务，含税金额 1.765 亿元，服务期 60 个月
2025 年 5 月	X 公司	控股子公司燧弘人工与 X 公司签《硬件采购合同》，X 公司采购算力设备，含税总金额 3.85 亿元
2025 年 5 月	Y 公司	控股子公司燧弘绿色与 Y 公司签《服务协议》，服务期 60 个月，含税总金额 1.83552 亿元
2025 年 8 月	庆阳市人民政府	控股子公司燧弘绿色与庆阳市签《燧弘庆阳绿色智能数字基础设施项目投资框架协议》，总投资预计 128 亿元，规划 500 亩，部署算力不少于 4 万 PFlops
2025 年 11 月	中贝通信	与中贝通信签《算力综合服务框架协议》，弘信电子及其子公司向中贝通信采购高性能算力资源服务，合作金额 10 亿元，期限 60 个月
2026 年 3 月	苏州吴越弘创（常熟国资）、常熟国家大学科技园智算未来城办公室	控股子公司上海燧弘华创引入弘创基金 2 亿元战略投资（持股 5%）；同步与常熟智算办签《投资协议书》，2026 年底在常熟建成国芯国模适配改制基地并投产，2026-2030 年固投不低于 5.5 亿元
2026 年 5 月	华为	向华为采购 4 台华为昇腾 910C384 超节点服务器，2 台已发往无锡陆续到货；
2026 年 6 月	无锡市新吴区科产源质投资合伙企业（无锡国资）	控股子公司无锡燧弘华创以 30 亿元投前估值引入无锡科产 5 亿元战略投资，交易完成后无锡科产持股 14.29%；以无锡作为智算集群、算力服务业务核心运营、研发及结算中心
2026 年 7 月	常熟市人民政府	控股子公司江苏燧弘华创与常熟市政府签“物理 AI Mall”共建合作框架协议；同期联合发起“天地一体化物理 AI 运控网联盟”

资料来源：公司公告，巨潮资讯网，公司公众号，浙商证券研究所

2025 年，公司算力业务营业收入 27.9 亿元，同比增长 40.25%。公司算力业务营业收入的结构进一步优化，其中，算力设备营业收入 22.1 亿元，较上年同期增长 21.95%；算力资

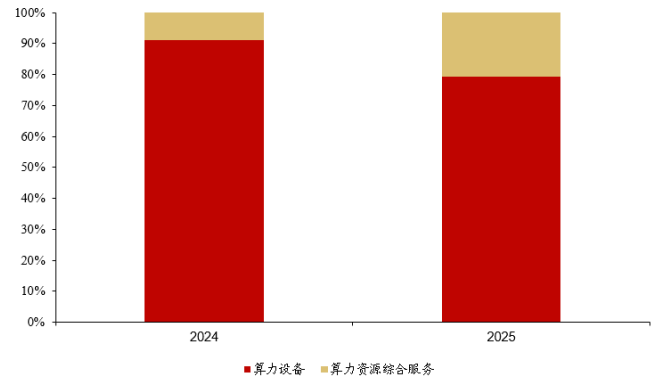
源综合服务营业收入 5.8 亿元，较上年同期增长 229.62%，算力资源综合服务营业收入占算力及相关业务营业收入已达 20.72%，较上年同期提升了 11.90Pcts。截至 2025 年，公司已累计签约算力订单 51.60 亿元，已结算 12.8 亿元。

图22： 2025 年公司算力业务营业收入同比增长 40.25%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图23： 2025 年算力资源综合服务营收占比同比提升 11.90Pcts



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

后续，公司将引入软件工程中的“DevOps（端到端打穿）”理念，将绿色能源获取、AI 服务器制造、算力集群建设、Token 工厂与 MaaS 平台搭建以及 AI 应用生态培育进行深度整合、价值贯穿。公司将充分利用西部战略节点极具优势的绿电资源，积极探索和布局“算电融合”与“绿电直连”的前沿技术路径。依托不断迭代的自研燧弘云平台，通过底层算子调优与异构算力池化调度，进一步将单 Token 的生产成本压降至行业极具竞争力的水平，为客户提供高性价比的智能算力服务。公司战略重心将从依靠自身重资产投入的模式，逐步向以“技术服务+Token 运营+生态服务”为主的轻资产运营模式跃升。公司计划以东部核心城市为先导样板，联合地方国资、金融机构等多元资本作为算力资产的主要持有方，公司则专注于输出 MaaS 平台能力与算力招商运营服务。通过向市场提供绿色普惠算力，吸引上下游 AI 企业集聚，构建“云创算谷”生态池，实现从“提供算力”到“生态赋能”的商业模式进阶。

3 核心看点二：物理 AI 星辰大海，公司积极探索柔性电子和算力在具身智能领域的应用

物理 AI 是指嵌入或控制各类物理硬件的 AI 系统，包括机器人、自动驾驶车辆、无人机以及智能制造系统，这些系统能够与现实世界进行交互并对其产生实际作用。物理 AI 在现有生成式人工智能的基础上，增加了对空间关系以及我们所处的三维世界物理行为的理解。物理 AI 依托传感器对环境进行感知，接收图像、视频、文本、语音或真实世界传感器数据等多模态输入，并将其转化为自主机器可执行的洞察或操作指令，做出实时决策，并执行具有现实影响的操作。

图24：物理 AI 解析



由AI驱动机器打通了数字智能与多种应用形态，使物理智能得以在多样化能力场景与复杂环境中得到有效发挥。



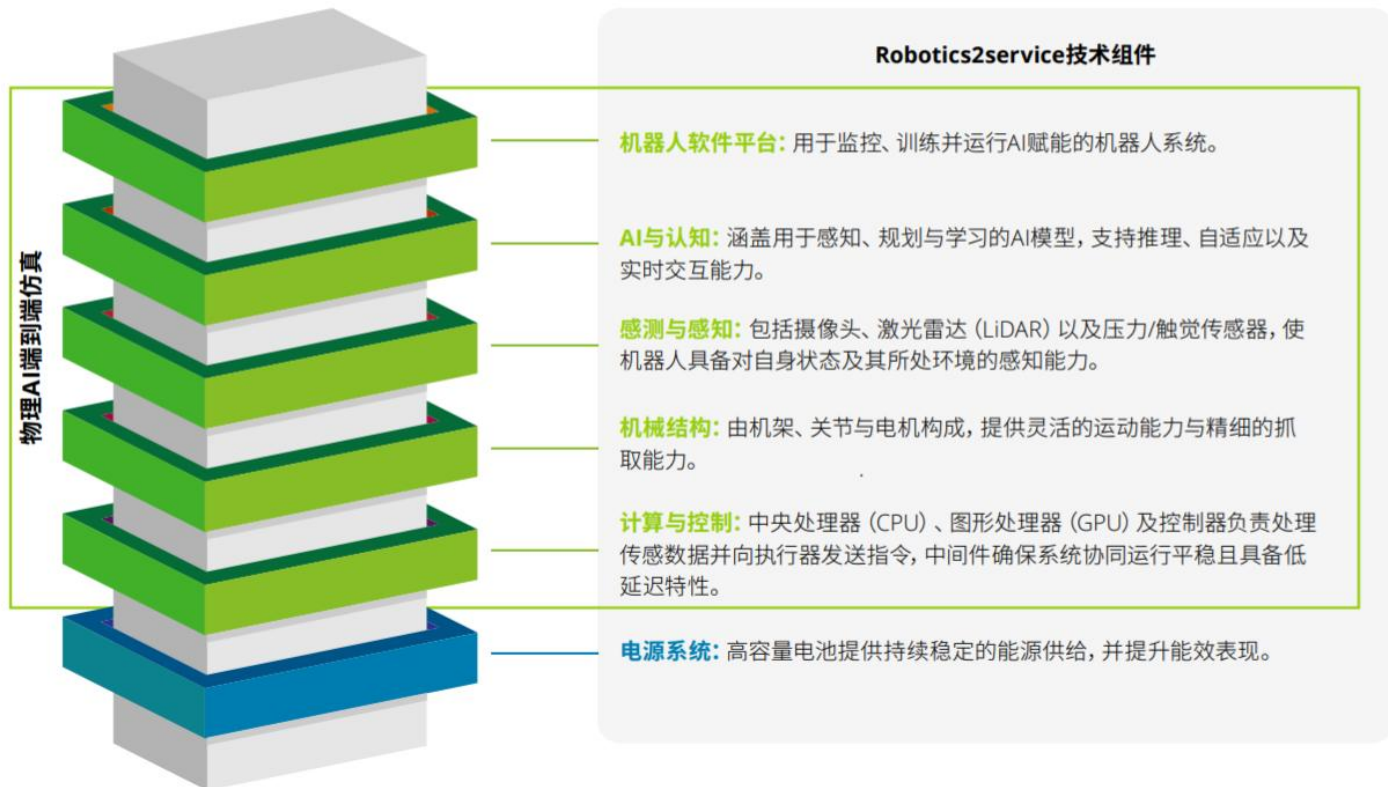
资料来源：德勤，浙商证券研究所

机器人是物理 AI 的重要验证场景，离不开具有极高密度的真实场景，更离不开强大的底层算力与硬件支撑。物理 AI 与机器人并非单一技术，而是一个高度集成的技术体系。

①平台层：用于训练 AI 模型，并在实际部署前对工作流程进行模拟的数字孪生环境。②AI 与认知层：系统的“大脑”，负责推理与决策，并控制与物理世界的自适应交互，包括环境理解以及任务与运动规划。③感知与感测层：系统的“眼睛、耳朵与触觉”，由摄像头、力矩传感器及声波探测器构成，通过多源数据融合构建物理世界的实时模型。④机械结构层：即机器人的“身体”，包括机械臂、人形机器人及自主移动机器人，决定其物理能力与自由度。模块化设计与高级计划与排程（APS）能力，使生产具备更高灵活性，并可在不同任务间快速切换。⑤计算与控制层：边缘计算将 AI “大脑”与机械“身体”连接起来。

低延迟处理能力确保系统运行平稳、精准且安全，这在人机协作场景中尤为关键。⑥动力与执行层：这是一个常被低估的制约因素。物理 AI 属于高能耗技术，其规模化应用依赖于高效的电池管理与稳定的供电体系。

图25：物理 AI 机器人技术构成要素



资料来源：德勤，浙商证券研究所

公司积极探索柔性电子和算力在具身智能的应用，旗下控股子公司燧弘华创具备国内少有的“软硬结合”的算力全栈能力支撑：

在“软能力”上，燧弘华创提供普惠算力调度、MaaS（模型即服务）平台底座、仿真与数据生产能力，以及训练场运营与生态组织能力。同时，公司搭建 Token 工厂，聚焦国产大模型训练优化，适配本土具身智能场景的算法迭代需求，推动“国芯、国模、国用”的国产化具身智能生态落地。

2026 年 7 月 11 日，常熟市人民政府与燧弘华创正式签署“物理 AI Mall”共建合作框架协议，公司将在常熟建设高性能边缘算力及高质量数据群，满足物理 AI 世界高频交互对算力时效性和大规模数据存储的刚需，助力物理 AI 企业在常熟聚集发展。

同日，由燧弘华创联合发起的“天地一体化物理 AI 运控网联盟”也宣告启动。该联盟是国内聚焦太空算力商业化落地的产业协同组织，弘信电子集团、永达集团、自变量机器人、华付技术、和而泰、钺昌科技等产业链生态伙伴成为创始成员，致力于构建覆盖“卫星感知—天地通信—智能计算—模型训练—行业应用”的产业协同体系。作为核心牵头单位之一，公司将结合自身在柔性电子领域的前沿沉淀，积极助力卫星实现轻量化、小型化与高度集成化发展，为探索具有中国特色的星载算力解决方案提供技术支持，助推物理 AI 从数字世界走向真实世界，赋能千行百业智能化升级。

图26：常熟市人民政府与燧弘华创正式签署“物理 AI Mall”共建合作框架协议



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

此外，公司成立 AI 机器人公司并投资百亿估值通用机器人标的，加码具身智能赛道。2026 年 2 月，公司旗下上海燧弘华创科技有限公司、杭州北冥星眸科技有限公司成立厦门燧屿星眸科技有限公司，其经营范围包含：人工智能应用软件开发；人工智能基础软件开发；人工智能硬件销售；智能机器人销售等。2026 年 5 月，公司联合厦门大学电子科学与技术学院、厦门市电子信息产业商会、冠捷科技、万久科技及翔安区属国企共同打造。该中心将打造具身智能机器人训练场，依托厦门先进的制造业集群，为机器人提供真实的工业应用场景，通过高精度虚拟仿真环境有效降低技术试错成本，同时联合中国工业互联网研究院设立测评中心，推动认证数据资产化交易，精准解决机器人“大脑发育”与数据合规应用的行业痛点。2026 年 6 月，公司控股子公司江苏燧弘华创将与舟山云创智月（云创智月系公司控股股东弘信创业工场投资集团股份有限公司控制的企业）共同投资 A 公司，A 公司主要从事通用机器人相关的研发、生产、销售等业务。按 A 公司 200 亿元的投前估值，燧弘华创预计出资人民币 5000 万元、云创智月预计出资 2.8 亿元。

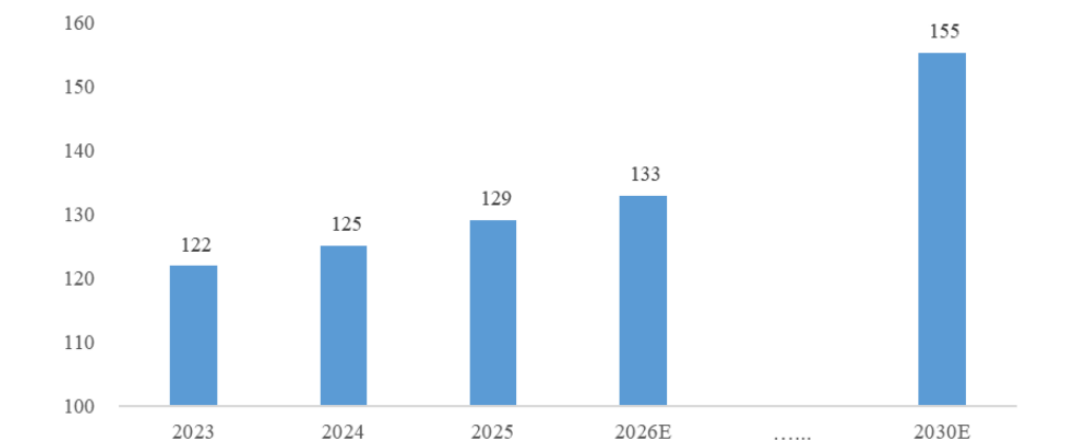
在“硬实力”上，公司在柔性电子等方向的技术优势，为具身智能系统提供敏锐的“物理触觉”。FPC 以其独特的柔性和可弯曲性，在机器人关节连接、传感器布局以及电池连接等关键部位得到应用。高密多层超薄 FPC 凭借耐折弯、低功耗特性适用于人形机器人的高精度运动控制模块，柔性压力传感器则可用于机器人触觉反馈系统。公司积极探索 AI 眼镜、具身智能等新领域的应用，重点布局电子皮肤、灵巧手传感器及高频软硬结合板等核心部件。为支撑这一战略，公司将加大对研究院的研发投入，强化研发人才引进与培育，推动产品从传统软板向 AI 服务器等更广阔的算力硬件延展。截至 2025 年 8 月，公司成功为小米铁蛋机器人提供全套电路板解决方案。

此外，FPC 核心优势在于三维动态适应能力、超薄高集成设计以及抗机械应力特性，能完美匹配机器人的运动灵活性、重量和空间限制需求。类脑机器人采用 FPC 脉冲神经网络，实现传感器-处理器的毫秒级反射弧；植入式 FPC 可实现脑控机器人双向信号交互，癫痫预警响应速度达 0.1 秒。高柔性、高集成的 FPC 有望从“可选”变为“刚需”，公司在长期的客户服务过程中，对此亦沉淀了一定的技术储备和行业发展探索

4 核心看点三：AI 硬件创新潮来临，FPC 业务扭亏为盈

FPC 是以挠性覆铜板为基材制成的一种具有高度可靠性、绝佳可挠性的印刷电路板。作为 PCB 的一种重要类别，FPC 具有配线密度高、重量轻、厚度薄、可折叠弯曲、三维布线等优势，被广泛运用于智能电子、新能源、储能、汽车、工控、医疗、仪器仪表等领域。根据 Prismark 数据，2025 年全球 FPC 市场规模预计达到 129 亿美元，同比增长 3.2%，至 2030 年全球 FPC 市场规模预计将达到 155 亿美元，2025 年至 2030 年年均复合增长率为 3.8%。

图27： 2025 年至 2030 年全球 FPC 市场规模年均复合增长率为 3.8%（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，Prismark，浙商证券研究所

当前，AI 手机、折叠屏、车载电子、可穿戴终端持续迭代升级，拉动 FPC 需求显著增长。行业核心增长逻辑来自终端创新催生的大规模换机需求，叠加各类新兴应用领域带来的增量空间。随着端侧 AI 设备的规模化放量，公司高附加值的高频高速 FPC 产品实现前瞻性卡位，在 AI 手机、AI PC、AI 眼镜、AI 服务器等领域的应用实现突破。

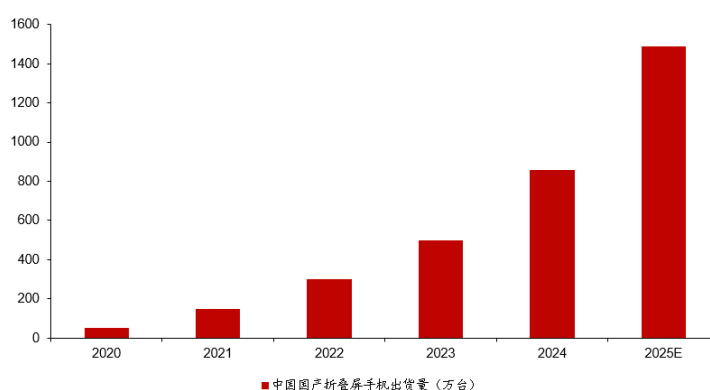
AI 手机驱动硬件重构，进一步提升 FPC 工艺要求。AI 大模型在智能手机端的规模化应用，引发了硬件规格的全面重构。以 DeepSeek 为代表的新一代开源模型大幅降低了端侧推理的算力门槛，推动 AI 手机进入全面换机周期。为了适配 NPU 的高并发数据吞吐与瞬时功耗，旗舰机型的主板 FPC 层数普遍出现“通胀”现象，从传统的 4-6 层跃升至 10-12 层，以增设独立的接地屏蔽层和加厚电源层，确保电源完整性与信号纯净度。同时，为满足类载板（SLP）技术的高密度互连需求，线宽线距（L/S）全面迈入 15μm/15μm 的 mSAP（改良半加成法）工艺时代。此外，由于 AI 常驻推理产生的持续性热功耗，FPC 被赋予了散热通道的新职能，集成石墨烯散热层与超薄均热板的高导热 FPC 方案成为主流，显著提升了单机产品的价值量。

据国际数据公司（IDC）预测，2025 年中国 AI 手机市场出货量将达 1.18 亿台，同比增长 59.8%。根据 Canalys 数据，2024 年，中国市场 AI 手机渗透率已达 22%，预计在 2025 年将突破 40%。AI 手机硬件性能升级将有效支撑更大规模模型的端侧部署，推动手机 AI 任务本地化处理能力持续增强，这对 FPC 产品的性能提出了更高的要求。公司始终保持对高端 FPC 产品的研发和生产制造的高投入，凭借在技术水平、产品品质、交付能力及综合服务能力方面优势，获得国内头部手机品牌的一致认可，公司对终端客户的直供比例及中高端手机的相关市场份额进一步提升。

折叠屏手机渗透率持续提升，高端软硬结合板应用加速普及。机身厚度的毫米级博弈将内部堆叠空间压缩至极限，迫使 FPC 需在精密转轴区域的极小弯折半径下，承受百万次以上的动态卷绕测试并保持信号零失效。这种极限物理挑战直接推动了高阶多层刚挠结合板（Rigid-Flex）技术的广泛应用。刚挠结合板通过“刚柔一体”设计，有效消除了传统连接器的体积占用，在单一模组中完美平衡了高密度贴装与极致动态弯折，成为折叠屏不可或缺的“骨架”，同时，屏幕尺寸扩大与折叠次数增加进一步拉动了单机价值量倍增。

据 IDC 数据，2025 年中国折叠屏手机市场出货量约 1001 万台，同比+9.2%，市场规模的持续增长不仅扩容了高端 FPC 市场，更构建了极高的工艺良率与可靠性壁垒，使得具备量产经验的头部企业获得了显著的竞争护城河。**公司前瞻布局折叠屏的技术和研发，产品已经配套多个品牌多款折叠机型，目前正打样或量产的折叠机品牌客户包括但不限于 H 公司、荣耀、小米、OPPO、VIVO 等。**

图28： 2020-2025E 中国国产折叠屏手机出货量（万台）



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

AI PC 架构革命加速，高频高速 FPC 成为连接中枢。由于端侧模型推理需要频繁访问内存，新一代 LPDDR5X 及 LPDDR6 内存标准要求传输介质具备极高的信号完整性，以支持超过 10Gbps 的数据速率。FPC 因其轻薄、可三维布线的特性，在 AI 笔记本电脑中正加速替代传统线束，特别是在电池管理系统（BMS）、屏幕连接及高频信号传输模块中，成为解决空间受限与高速传输矛盾的最佳方案。这一趋势推动了 FPC 向高频高速化发展，对低损耗材料的应用提出了更高要求。根据 Gartner 预测，2025 年全球 AI PC 出货量预计为 7779.2 万台，同比+103.9%，出货量占比将从 2024 年的 15.6% 增长至 31%，标志着 PC 行业进入了新一轮的硬件升级周期。

图29： 全球 AI PC 出货量（千台）

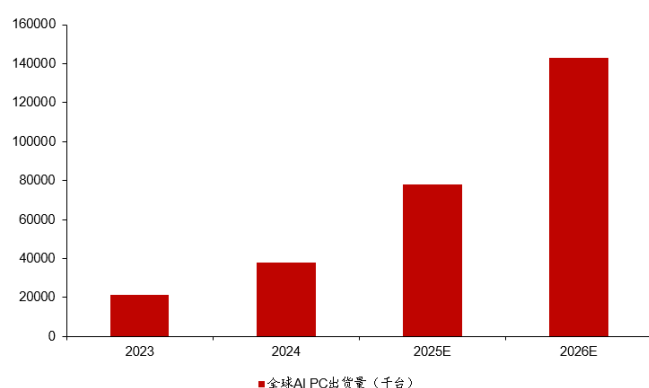
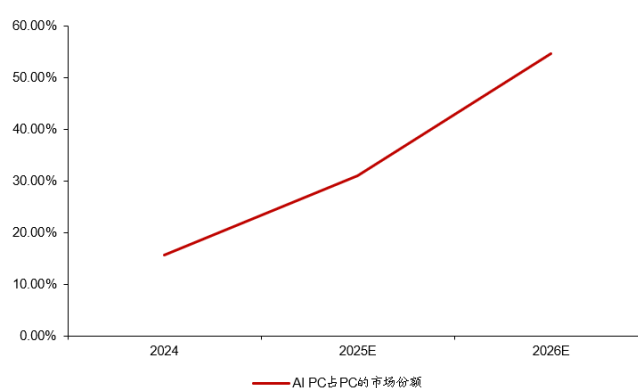


图30： 全球 AI PC 出货量占比

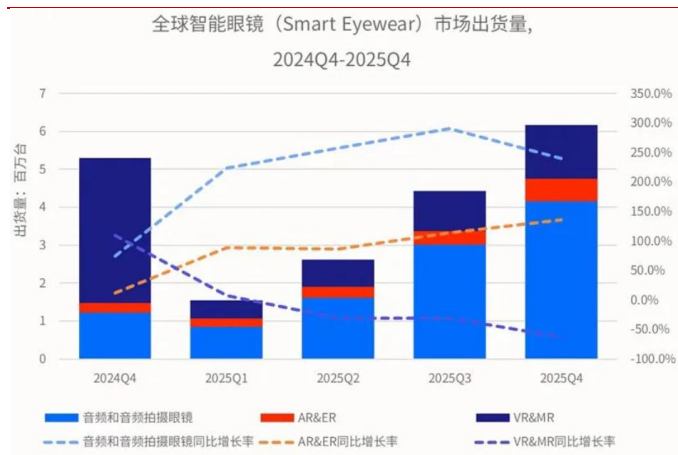


资料来源：Gartner，浙商证券研究所

资料来源：Gartner，浙商证券研究所

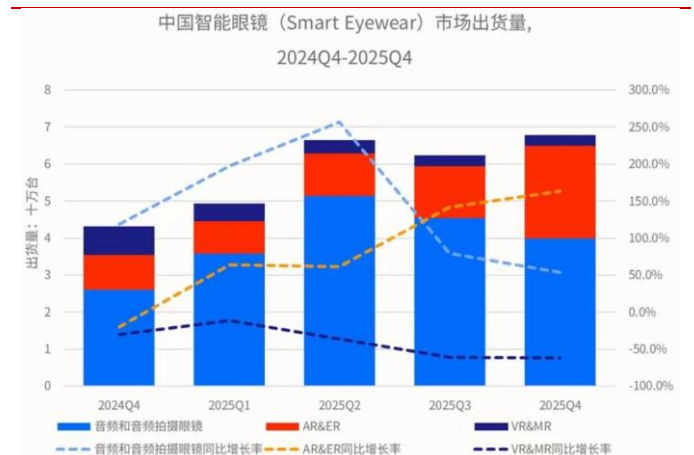
AI 眼镜作为集成视觉、听觉、语音等感知交互的端侧硬件，FPC 或从“连接件”升级为智能穿戴的“电子神经网络”。AI 眼镜在极受限的镜腿空间内，连接摄像头、麦克风阵列与主板的 FPC 需达到微型化的极致并承受频繁折叠，构建了极高的技术壁垒。2025 年 AI 智能眼镜市场将进入到新品密集发布期，AI 智能眼镜全球销量有望迎来明显增加。IDC 预计 2025 年全球 AI 眼镜市场出货量为 1280 万副，同比增长 26%，中国 AI 眼镜市场出货量为 280 万副，同比增长 107%。2025 年，公司在 AI 眼镜、AIPC 的 FPC 应用方案在与知名客户的合作中均取得了突破性进展并进行供货，有望成为新的增长点。

图31：全球智能眼镜出货量情况



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图32：中国智能眼镜出货量情况



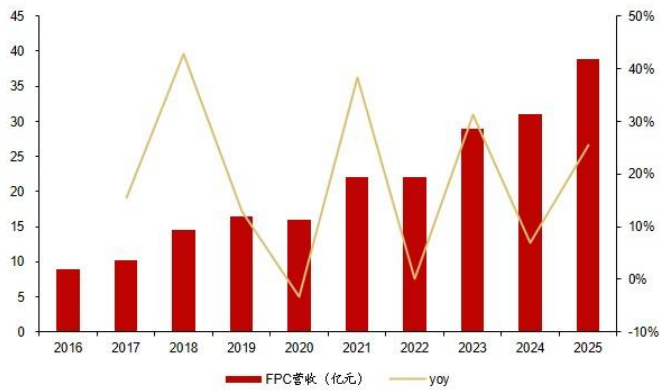
资料来源：IDC，浙商证券研究所

AI 服务器用 FPC 的技术突破，当前主要集中在高密度互连（HDI）、多层软硬结合板设计以及散热优化，FPC 方案能满足最新能效标准，这些技术进入量产阶段，将直接推动 AI 服务器算力密度与能源效率的提升，未来将有机会进一步突破热管理和空间限制。2025 年，公司的液冷漏液监测 FPC 应用方案顺利取得某头部 AI 算力服务器散热客户的订单，已经量产并出货，未来双方将进一步达成深度战略合作。

FPC 行业集中度加速提升，公司龙头地位优势凸显，市场份额有望进一步提升。国内柔性电路板（FPC）行业呈现“强者恒强，弱者退场”的鲜明分化，整体处于结构性调整阶段。在行业需求分化和技术创新升级的双重驱动下，头部企业业绩亮眼，扩张加速；尾部企业在政策与市场压力下被迫出清，同时由于行业内玩家部分兼具 PCB 和 FPC 业务，而 PCB 受益于 AI 景气正急剧扩张，减少了 FPC 业务的投入，使得行业整体也受益于 AI 景气度外溢。加速推动 FPC 行业集中度的提升，头部企业将更聚焦于 AI 驱动创新、深化国产替代，形成新的产业、技术和资金壁垒。受益于多年以来深厚的行业沉淀，公司凭借在产业布局、生产技术、产品创新和综合客户服务能力优势，承接行业出清带来的市场份额，在 FPC 行业的市场地位和核心竞争力进一步凸显。

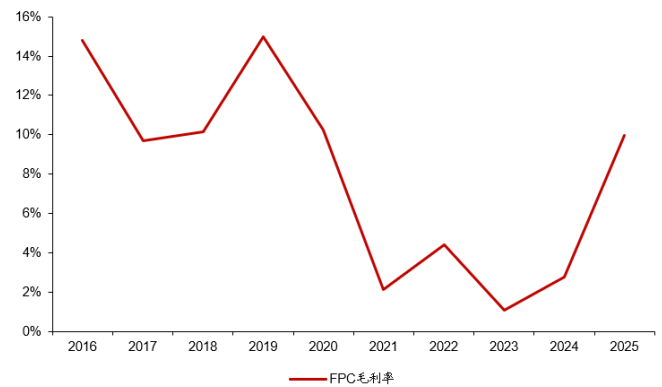
2025 年公司 FPC 业务逆势增长，毛利率显著提升，业务整体实现扭亏为盈。根据 IDC 报告，2025 年全年中国智能手机市场出货量约 2.84 亿台，同比下降 0.6%，上半年伊始，“国补”叠加春节销售旺季推动市场增长明显。下半年随着部分市场需求提前释放，多地“国补”资金提前用尽以及成本持续上升等因素影响，市场继续保持同比下滑。但公司 FPC 业务实现逆势增长，实现营收 38.9 亿元，同比+25.48%，市场份额进一步提升，毛利率 9.97%，同比+7.22Pcts。在 FPC 业务连续亏损四个年度后，首次实现年度全面扭亏为盈，迎来关键业务转折点，重回增长趋势。

图33： 2025 年公司 FPC 业务实现逆势增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图34： 2025 年公司 FPC 业务毛利率显著提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

展望后续，公司 FPC 业务将全面拥抱“物理 AI”时代，与 AI 算力业务在顶层战略上实现融合。面对国内存量市场的激烈竞争，公司将“市场突围”的核心锚点锁定在海外高端市场与 AI 增量赛道，借 AI 终端硬件升级之势，积极推动业务从“国内内卷”向“全球配置”转型；一方面，公司将积极推动业务出海，利用在折叠屏、AI 手机等高端制程上的先发优势，积极拓展海外市场；另一方面，紧盯 AI 眼镜、具身智能等新物种，重点布局电子皮肤、灵巧手传感器及高频软硬结合板等核心部件。为支撑这一战略，公司将加大对研究院的研发投入，强化研发人才引进与培育，推动产品从传统软板向 AI 服务器等更广阔的算力硬件延展。

5 盈利预测与投资建议

我们预计 2026E-2028E 公司实现营收 85.67 亿元、101.73 亿元、121.79 亿元，同比 +17.15%、+18.75%、+19.72%。其中：

印制电路板：一方面，公司将积极推动业务出海，利用在折叠屏、AI 手机等高端制程上的先发优势，积极拓展海外市场；另一方面，紧盯 AI 眼镜、具身智能等新物种，重点布局电子皮肤、灵巧手传感器及高频软硬结合板等核心部件。预计 2026E-2028E 印制电路板业务实现营收 40.80 亿元、42.43 亿元、43.92 亿元，同比+5.00%、+4.00%、+3.50%。

算力相关产品及服务：根据 IDC 数据，2025 年中国智能算力规模（基于 FP16 计算）达到约 1,037 EFlops，同比增长 43%，预计 2028 年将达到 2,782 EFlops，2025 年-2028 年年均复合增长率达 39%。公司在无锡落地 Token 工厂，首批将部署 4 台华为昇腾 384 卡超节点服务器。同时推进庆阳 128 亿元绿色智能数字基础设施项目建设，建成后部署算力不低于 40000P。持续完善以庆阳为核心，辐射北京、上海、唐山、厦门、无锡、常熟等多地的全国多元异构算力网络。预计 2026E-2028E 算力业务实现营收 39.03 亿元、53.87 亿元、72.72 亿元，同比+40.00%、+38.00%、+35.00%。

背光板：预计 2026E-2028E 背光板业务实现营收 5.00 亿元、4.60 亿元、4.32 亿元。

表7： 2024-2028E 公司营收拆分表（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5875.10	7312.75	8566.73	10173.20	12179.42
yoy	68.91%	24.47%	17.15%	18.75%	19.72%
营业成本	5285.18	6402.14	7428.19	8548.14	10069.65
毛利	589.91	910.61	1138.54	1625.06	2109.77
毛利率	10.04%	12.45%	13.29%	15.97%	17.32%
其中：印制电路板					
收入	3,096.72	3,885.69	4,079.98	4,243.18	4,391.69
yoy	6.95%	25.48%	5.00%	4.00%	3.50%
成本	3,011.47	3,498.14	3,671.98	3,797.64	3,908.60
毛利	85.25	387.55	408.00	445.53	483.09
毛利率	2.75%	9.97%	10.00%	10.50%	11.00%
算力相关产品及服务					
收入	1,987.87	2,788.08	3,903.31	5,386.57	7,271.86
yoy	5303.30%	40.25%	40.00%	38.00%	35.00%
成本	1,595.78	2,374.51	3,278.78	4,309.25	5,744.77
毛利	392.10	413.57	624.53	1,077.31	1,527.09
毛利率	19.72%	14.83%	16.00%	20.00%	21.00%
背光板					
收入	703.28	555.37	499.83	459.85	432.25
yoy	46.73%	-21.03%	-10.00%	-8.00%	-6.00%
成本	636.89	503.85	452.35	416.16	391.19
毛利	66.39	51.51	47.48	43.69	41.06
毛利率	9.44%	9.28%	9.50%	9.50%	9.50%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们预计 2026E-2028E 公司实现营收 85.67 亿元、101.73 亿元、121.79 亿元，同比 +17.15%、+18.75%、+19.72%；预计实现归母净利润 3.77 亿元、6.25 亿元、8.85 亿元，同比 +155.87%、+65.91%、+41.63%，对应 EPS 为 0.78 元、1.30 元、1.84 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

表8：可比公司估值表（2026 年 7 月 24 日）

股票代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	预估归母净利润（亿元）			PE（倍）		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002384	东山精密	199.18	3,648.20	70.65	152.65	268.47	51.64	23.90	13.59
002938	鹏鼎控股	88.39	2,048.47	54.40	76.26	103.79	37.66	26.86	19.74
603228	景旺电子	74.60	736.11	20.02	29.61	40.36	36.78	24.86	18.24
301123	奕东电子	67.91	159.34	2.57	4.13	5.93	62.07	38.57	26.86
平均值							47.03	28.55	19.61
300657	弘信电子	31.80	153.32	3.77	6.25	8.85	40.70	24.53	17.32

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 风险提示

1、算力行业政策变动风险。算力产业作为国家数字经济战略及新基建的核心领域，其发展与产业政策导向紧密相关。若未来我国在算力产业规划、算力设施布局规划、数据中心能效标准、关键芯片进出口管制或低碳监管等方面出台更严格的限制性政策，可能导致下游客户投资节奏放缓、技术路线变更或成本结构上升。公司将面临市场需求波动、供应链重构及经营成本增加等多重压力，进而对业务增速、毛利率及经营业绩产生不利影响。

2、算力项目建设进度与规模不及预期风险。庆阳总投资 128 亿元绿色算力项目规划落地 40000P 算力、无锡 Token 工厂规划部署昇腾超节点集群等项目均涉及大面积土建、绿电配套、液冷机房、高压供电等配套工程。项目建设受地方土地审批、能源配套管线施工、环评能评批复、基建施工周期、区域电力调度政策等多重外部因素制约；若土地交付延迟、绿电并网周期拉长、机房建设、设备安装调试出现工期延误，将直接导致算力集群投产时间晚于规划，落地节奏放缓，算力业务收入兑现延后。

3、算力业务订单不足风险。公司自 2023 年布局算力业务以来，算力业务规模持续增长。公司算力业务增长依赖包括 AI 企业、互联网巨头等下游客户的算力扩容需求，若宏观经济波动、行业政策变化导致该等企业 IT 预算及算力投资收缩、算力行业投资周期下行，可能引发公司算力业务订单延迟交付或削减，尤其是大客户单笔重大订单的变动将对公司短期营收产生冲击。同时，算力市场竞争加剧可能迫使公司降低售价以获取订单及维持份额，进一步压缩公司利润空间。此外，若公司市场拓展及新客户获取不及预期亦将对公司经营构成不利影响。

4、市场竞争风险。在国内外竞争日益激烈的局面下，行业内企业可能通过压低价格等手段引发恶性竞争局面，如果应对措施不当，公司盈利能力可能面临下行的风险。

5、下游市场需求不及预期风险。公司产品目前大部分配套于消费电子产品，而消费电子产品的市场需求受国家宏观经济和国民收入水平的影响较大。受国际形势紧张以及缺乏引领潮流的新世代产品等因素影响，国内消费电子需求不振，并进一步将压力向上游电子元器件行业传导。如未来外部紧张局势未有效缓和，或者影响市场需求的因素发生显著变化，智能手机等消费电子产品的出货量及价格将受到较大影响。公司算力业务受客户需求变化、市场环境变化、行业政策变化等影响，若上述情况产生不利影响，将影响公司的算力业务。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,721	6,251	7,169	9,088
现金	947	1,324	1,759	3,841
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2,580	3,349	3,691	3,233
其它应收款	89	107	134	156
预付账款	47	72	80	92
存货	795	1,110	1,187	1,409
其他	263	290	319	357
非流动资产	3,380	3,389	3,706	3,765
金融资产类	26	26	26	26
长期投资	6	6	6	6
固定资产	2,623	2,657	3,009	3,102
无形资产	127	103	79	55
在建工程	42	29	21	14
其他	556	568	565	562
资产总计	8,101	9,640	10,875	12,853
流动负债	4,848	6,063	6,376	7,075
短期借款	1,456	1,456	1,456	1,456
应付款项	2,173	3,067	3,319	3,910
预收账款	0	82	49	68
其他	1,218	1,459	1,552	1,641
非流动负债	1,613	1,394	1,394	1,394
长期借款	420	420	420	420
其他	1,193	974	974	974
负债合计	6,461	7,458	7,770	8,470
少数股东权益	309	479	776	1,170
归属母公司股东权	1,331	1,703	2,328	3,214
负债和股东权益	8,101	9,640	10,875	12,853

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	76	1,019	1,331	2,780
净利润	198	546	922	1,278
折旧摊销	478	406	483	541
财务费用	143	67	67	67
投资损失	0	13	17	20
营运资金变动	(879)	(13)	(170)	863
其它	137	0	11	11
投资活动现金流	(690)	(431)	(828)	(631)
资本支出	(545)	(411)	(811)	(611)
长期投资	(145)	0	0	0
其他	0	(20)	(17)	(20)
筹资活动现金流	1,010	(210)	(67)	(67)
短期借款	689	0	0	0
长期借款	223	0	0	0
其他	99	(210)	(67)	(67)
现金净增加额	396	377	435	2,082

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,313	8,567	10,173	12,179
营业成本	6,402	7,428	8,548	10,070
营业税金及附加	36	44	51	62
营业费用	66	84	96	116
管理费用	176	206	224	256
研发费用	140	163	183	207
财务费用	144	48	40	32
资产减值损失	(132)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(11)	(13)	(17)	(20)
其他经营收益	45	73	83	97
营业利润	227	651	1,093	1,513
营业外收支	(11)	(8)	(8)	(9)
利润总额	216	643	1,085	1,504
所得税	18	96	163	226
净利润	198	546	922	1,278
少数股东损益	51	170	297	393
归属母公司净利润	147	377	625	885
EBITDA	890	1,097	1,609	2,077
EPS（最新摊薄）	0.31	0.78	1.30	1.84

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	24.47%	17.15%	18.75%	19.72%
营业利润	24.68%	187.00%	67.87%	38.37%
归属母公司净利润	159.13%	155.87%	65.91%	41.63%
获利能力				
毛利率	12.45%	13.29%	15.97%	17.32%
净利率	2.01%	4.40%	6.14%	7.27%
ROE	11.06%	22.11%	26.84%	27.55%
ROIC	8.59%	11.70%	16.10%	18.08%
偿债能力				
资产负债率	79.76%	77.36%	71.45%	65.90%
净负债比率	110.74%	69.41%	34.77%	-22.88%
流动比率	0.97	1.03	1.12	1.28
速动比率	0.77	0.82	0.91	1.05
营运能力				
总资产周转率	0.99	0.97	0.99	1.03
应收账款周转率	3.27	2.90	2.90	3.54
应付账款周转率	3.34	3.32	3.09	3.22
每股指标(元)				
每股收益	0.31	0.78	1.30	1.84
每股经营现金	0.16	2.11	2.76	5.77
每股净资产	2.76	3.53	4.83	6.67
估值比率				
P/E	107.21	41.90	25.26	17.83
P/B	11.86	9.27	6.78	4.91
EV/EBITDA	17.03	15.77	10.48	7.12

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn