

半导体

超配

中性

低配

AI 加速卡行业持续发展

股票名称	代码	评级	目标价
海光信息	688041 CH	买入	RMB500.00
联发科	2454 TT	买入	TWD10,369.00

- 中国国产 GPU 市占率持续加速；全球 ASIC 行业有望快速增长。
- 我们看好海光信息 CPU+DCU 双轮驱动增长；我们看好联发科 ASIC 业务长期收入和利润潜力。
- 首次覆盖海光信息技术和联发科。

我们看好 2026-2030 年国产 GPU 在中国大陆 GPU 市场中渗透率提升进程。根据弗若斯特沙利文预测，中国的 AI 芯片市场规模有望到 2029 年达到 13,367.92 亿元，2025-29 年期间年均复合增长率为 53.7%。第一梯队华为、平头哥、昆仑芯等持续侵蚀海外 GPU 厂商在中国市场份额。全球 ASIC 行业方面，我们认为 ASIC 正逐步走向 AI 算力体系的中心。根据半导体行业观察，2Q26，亚马逊 Trainium、谷歌 ASIC 持续获得外部客户订单。

我们看好海光信息 CPU+ DCU 双轮战略；我们认为联发科在全球 ASIC 行业中市占率 2026-2030 年稳步提升。海光 DCU 采用 GPGPU 路线，主要部署在服务器集群和数据中心，与其他行业友商定位不同。我们看好海光 DCU 从单卡适配走向万卡集群验证的过程。我们预计海光 DCU 收入 2026/2027 年分别达到 18.2 亿/29.4 亿元，高于市场一致预期 18 亿/28 亿元（根据 Wind 一致预期）。我们认为联发科能够提升市占率的核心逻辑在于其一联发科高性价比优势契合 CSPs 客户 ASIC 自研趋势。其二我们认为联发科享有 SerDes IP 优势，帮助谷歌 ASIC 芯片提升互联带宽上限。我们预计联发科 ASIC 收入将在 2026/2027 年达到 37 亿美元/158 亿美元，高于市场一致预期 32 亿美元/130 亿美元（根据 Wind 一致预期）。

我们认为海光信息和联发科存在价值向上重估的潜力。针对海光信息，我们认为公司短期增长主要来自 CPU 业务、国产服务器替代和行业客户需求；中长期增长来自 DCU 产品在 AI 数据中心放量。我们预计公司 2025-28 年净利润 CAGR 是 68%，给予公司 108 倍 2028 年 P/E 估值。针对联发科，我们采用分部估值方法。针对联发科的传统消费电子（包括手机）业务，我们认为采用过去 10 年的平均 PE 估值（16 倍 PE）是合理的。针对 ASIC 业务，考虑到 2026-30 年联发科 ASIC 业务净利润 CAGR（225%）高于海外 ASIC/GPU 公司的净利润 CAGR(36%)，我们认为对联发科 2030E ASIC 净利润给予 25 倍 P/E 是合理的。风险：先进制程及 AI 产品研发导入可能不及预期；GPU 或 ASIC 产品放量可能不及预期；汇率及全球贸易政策风险。

研究团队

王国哈, 分析师

证书编号: S1680524080001

电话: +86 21 6015 6827

电邮地址: ghwang@huaxingsec.com

目录

投资概述.....3

中国国产 GPU 正加速5

我们认为 ASIC 在全球 AI 加速器行业的市占率有望 2026-30 年持续提升.....7

投资概述

中国国产 GPU 市场规模持续扩大

随着中国 GPU 企业在技术上的不断突破，AI 计算加速芯片的市场规模预计将实现快速增长。根据弗若斯特沙利文预测，到 2029 年，中国的 AI 芯片市场规模将从 2024 年的 1,425.37 亿元激增至 13,367.92 亿元，2025 年至 2029 年期间年均复合增长率为 53.7%。从细分市场上看，GPU 的市场增长速度最快，其市场份额预计将从 2024 年的 69.9% 上升至 2029 年的 77.3%。

中国 GPU 第一梯队集中在华为，阿里巴巴平头哥，昆仑芯等。根据 IDC，中国本土的 GPU 和 AI 芯片厂商 2025 年向本土的 AI 服务器市场交付了 165 万张 AI 加速卡，在 2025 年中国云端 AI 加速器市场占超过 41% 份额。其中在国产 AI 加速卡出货量方面，华为以 81.2 万块的出货量排名第一（市场份额约 49.2%），紧随其后的是阿里巴巴旗下的芯片公司平头哥出货量 26.5 万块（市场份额约 16%），百度昆仑芯与寒武纪则并列出货量第三位（市场份额约 7%），各自出货约 11.6 万块；海光信息、沐曦股份、天数智芯、清微智能 4 家厂商分别赢得了 5%、4%、3%、2% 的市场份额。

我们认为 ASIC 在全球 AI 加速器行业的市占率有望 2026-30 年持续提升

我们认为 ASIC 正在从 AI 算力体系边缘走向中心。根据半导体行业观察，2026 年 6 月 18 日亚马逊确认洽谈将 Trainium 芯片向外部数据中心出售，到 6 月 24 日 OpenAI 与博通联合发布首款自研推理芯片 Jalapeño，谷歌在 2026 年 5 月与黑石集团成立 50 亿美元合资公司将 TPU 商业化。我们认为 ASIC 算力提升以及 ASIC 集群的总拥有成本优势是核心原因。SemiAnalysis 的数据显示，在大规模推理部署中，ASIC 相比通用 GPU 的总拥有成本（TCO）优势达 40% 至 65%。根据 Artificial Analysis 的数据，基于 TPU 的谷歌 Gemini 3.1 Pro 每百万 Token 混合价格约 1.74 美元，比同级别的 Opus 4.7（4.10 美元）和 GPT-5.5（4.35 美元）便宜近 60%。

当前，谷歌 ASIC 或持续采用多供应商战略，主要外部客户是 Anthropic、Meta 和 Midjourney。根据《半导体行业观察》，博通继续主导面向高性能训练的 TPU v8AX “Sunfish”，而联发科则已获得面向推理场景的 TPU v8x “Zebrafish” 设计合作，其中我们认为博通具备较强 IP 壁垒和训练效率优势，联发科的性价比方案则有望直接受益于谷歌 ASIC 订单多元化。**微软 ASIC 在争取 Anthropic 和 OpenAI。**根据半导体行业观察，微软基于台积电 3nm 工艺打造的 Maia 200 已在数据中心投入运行，搭载 216GB HBM3e 内存，FP4 峰值性能超过 10 petaflops。2026 年 5 月，Anthropic 正在与微软洽谈租用基于 Maia 200 的 Azure 服务器，一旦达成将成为微软芯片的首个客户。**亚马逊 Trainium 也在客户上有一定进展。Meta 的 ASIC 计划出现一定波折。**根据半导体行业观察，2025 年 9 月，Meta 斥资超 20 亿美元收购了 RISC-V 芯片初创公司 Rivos，意图加速其自研 AI 芯片（MTIA）项目。然而 Rivos 的整合进程受到 Meta 现有员工与 Rivos 团队之间在薪酬和战略路线上严重冲突，双方围绕未来芯片应依赖 Meta 现有 IP 还是 Rivos 技术展开斗争，导致多个项目延期。

选股

海光信息技术（688041 CH，买入，目标价 500.00 元）：我们看好海光信息在国产 x86 服务器 CPU 市场中的稀缺性，以及 CPU + DCU 组合方案在信创、政企、金融、电信、科研和智算中心等场景中的长期渗透潜力。我们预计海光 CPU 收入 2026/2027 年达到 214 亿/313 亿元，高于市场一致预期 200 亿/300 亿元（根据 Wind 一致预期）。公司 DCU 具备差异化优势。我们预计海光 DCU 收入 2026/2027 年分别达到 18.2 亿/29.4 亿元，高于市场一致预期 18 亿/28 亿元（根据 Wind 一致预期）。我们预测海光信息有望从 2025 年的 143.8 亿元增长至 2028 年的 478.1 亿元；归母净利润有望从 22.8 亿元增长至 107.5 亿元，对应 CAGR 约是 68%，相应我们给予公司 108 倍 2028 年 P/E 估值。我们预计公司 2028 年 EPS 为 4.64 元，对应目标价 500 元。

联发科（2454TT，买入，目标价 10369 新台币）：得益于成本和技术优势，我们认为联发科在全球 ASIC 行业中市占率 2026-2030 年稳步提升：核心逻辑在于其一联发科高性价比优势契合 CSPs 客户 ASIC 自研趋势。我们预计联发科 ASIC 收入将在 2026/2027 年达到 37 亿美元/158 亿美元，高于市场一致预期 32 亿美元/130 亿美元（根据 Wind 一致预期）。我们看好联发科持续迭代具备差异化竞争力的手机 SoC 及边缘 AI 芯片，进一步巩固全球市占率。我们预计联发科智能手机 SoC

收入将在 2026/2027 年达到 99 亿美元/103 亿美元，高于市场一致预期 98 亿美元/100 亿美元（根据 Wind 一致预期）。

我们认为联发科存在价值向上重估的潜力。我们首次覆盖联发科，给予“买入”评级。我们采用分部估值方法。针对联发科的传统消费电子（包括手机）业务，我们认为采用过去 10 年的平均 PE 估值（16 倍 PE）是合理的。针对 ASIC 业务，我们给与联发科 2030E ASIC 净利润给予 25 倍 P/E。

风险提示

先进制程及 AI 产品研发导入可能不及预期；GPU 或 ASIC 产品放量可能不及预期；汇率及全球贸易政策风险。

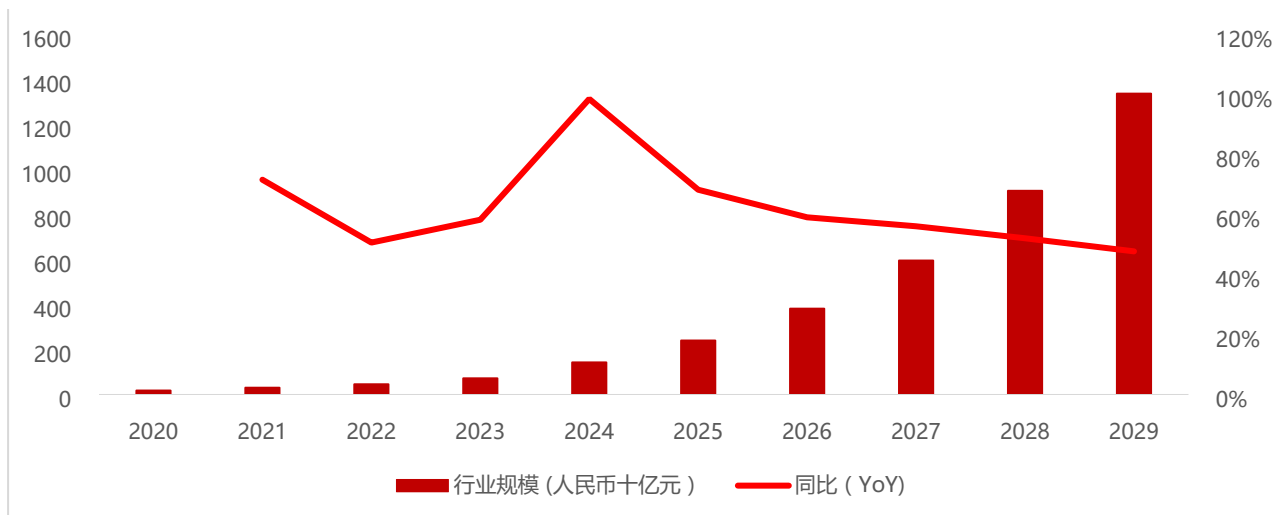
中国国产 GPU 正加速

中国国产 GPU 市场规模持续扩大。随着中国 GPU 企业在技术上的不断突破，AI 计算加速芯片的市场规模预计将实现快速增长。根据弗若斯特沙利文预测，到 2029 年，中国的 AI 芯片市场规模将从 2024 年的 1,425.37 亿元激增至 13,367.92 亿元，2025 年至 2029 年期间年均复合增长率为 53.7%。从细分市场上看，GPU 的市场增长速度最快，其市场份额预计将从 2024 年的 69.9% 上升至 2029 年的 77.3%。

中国 GPU 第一梯队集中在华为，阿里巴巴平头哥，昆仑芯等。根据 IDC，中国本土的 GPU 和 AI 芯片厂商 2025 年向本土的 AI 服务器市场交付了 165 万张 AI 加速卡，在 2025 年中国云端 AI 加速器市场占超过 41% 份额。其中在国产 AI 加速卡出货量方面，华为以 81.2 万块的出货量排名第一（市场份额约 49.2%），紧随其后的是阿里巴巴旗下的芯片公司平头哥出货量 26.5 万块（市场份额约 16%），百度昆仑芯与寒武纪则并列出货量第三位（市场份额约 7%），各自出货约 11.6 万块；海光信息、沐曦股份、天数智芯、清微智能 4 家厂商分别赢得了 5%、4%、3%、2% 的市场份额

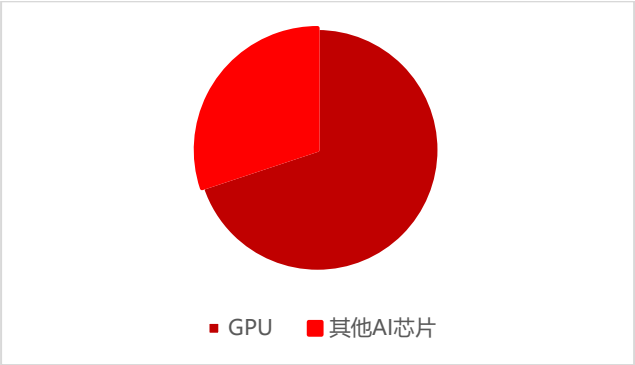
具体产品路线上，国产 GPU 均推出路线图。根据半导体行业观察，2026 年 1 月 26 日，天数智芯在公布的四代芯片架构路线图中提到，将于 2027 年超越英伟达 Rubin 架构。具体包括：2025 年，天数天枢架构超越 Hopper；2026 年，天数天璇架构对标 Blackwell；2026 年，天数天玑架构超越 Blackwell；2027 年，天数天权架构超越 Rubin；2027 年之后将转向突破性计算芯片架构设计。

图表 1：2020-29 中国 AI 计算加速芯片市场规模



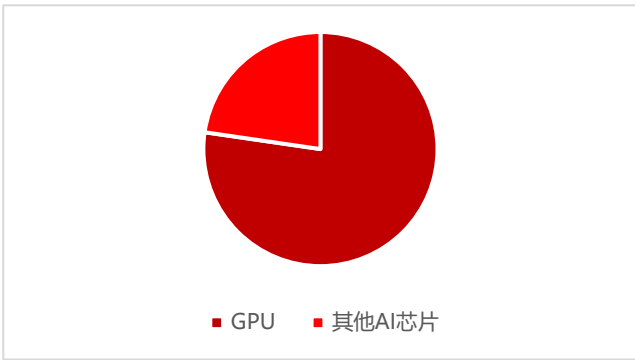
资料来源：弗若斯特沙利文，华兴证券整理

图表 2：2024 年 GPU 和其他 AI 芯片市占率



资料来源：弗若斯特沙利文，华兴证券整理

图表 3：2029 年 GPU 和其他 AI 芯片市占率



资料来源：弗若斯特沙利文，华兴证券整理

图表 4：2025 年中国 AI 加速卡市场出货量排名

厂商	2025 年出货量	市场份额
英伟达 (NVIDIA)	约 220 万张	55%
华为(Huawei)	约 81.2 万张	20%
阿里平头哥 (T-Head)	约 26.5 万张	7%
AMD	约 16 万张	4%
百度昆仑芯 (Kunlunxin)	约 11.6 万张	3%
寒武纪 (Cambricon)	约 11.6 万张	3%
海光信息 (Hygon)	约 8.3 万张	2%
沐曦股份 (MetaX)	约 6.6 万张	1.70%
天数智芯 (Iluvrat CoreX)	约 5.0 万张	1.30%
其他国产厂商	约 14.2 万张	3.60%

资料来源：IDC，华兴证券整理

我们认为 ASIC 在全球 AI 加速器行业的市占率有望 2026-30 年持续提升

我们认为 ASIC 正在从 AI 算力体系边缘走向中心。根据半导体行业观察，2026 年 6 月 18 日亚马逊确认洽谈将 Trainium 芯片向外部数据中心出售，到 6 月 24 日 OpenAI 与博通联合发布首款自研推理芯片 Jalapeño，谷歌在 2026 年 5 月与黑石集团成立 50 亿美元合资公司将 TPU 商业化。我们认为 ASIC 算力提升以及 ASIC 集群的总拥有成本优势是核心原因。SemiAnalysis 的数据显示，在大规模推理部署中，ASIC 相比通用 GPU 的总拥有成本（TCO）优势达 40%至 65%。根据 Artificial Analysis 的数据，基于 TPU 的谷歌 Gemini 3.1 Pro 每百万 Token 混合价格约 1.74 美元，比同级别的 Opus 4.7（4.10 美元）和 GPT-5.5（4.35 美元）便宜近 60%。

谷歌 ASIC 或持续采用多供应商战略，主要外部客户是 Anthropic、Meta 和 Midjourney。根据《半导体行业观察》，博通继续主导面向高性能训练的 TPU v8AX “Sunfish”，而联发科则已获得面向推理场景的 TPU v8x “Zebrafish” 设计合作，其中我们认为博通具备较强 IP 壁垒和训练效率优势，联发科的性价比方案则有望直接受益于谷歌 ASIC 订单多元化。

微软 ASIC 在争取 Anthropic 和 OpenAI。根据半导体行业观察，微软基于台积电 3nm 工艺打造的 Maia 200 已在数据中心投入运行，搭载 216GB HBM3e 内存，FP4 峰值性能超过 10 petaflops。2026 年 5 月，Anthropic 正在与微软洽谈租用基于 Maia 200 的 Azure 服务器，一旦达成将成为微软芯片的首个客户。

亚马逊 Trainium 也在客户上有一定进展。2026 年 6 月 18 日，亚马逊 AI 业务负责人 Peter DeSantis 在接受采访时证实，AWS 正在洽谈向其他公司的数据中心出售其定制的 Trainium 芯片。根据半导体行业观察，亚马逊 CEO Andy Jassy 在 2026 年 4 月致股东信中表示如果芯片业务作为独立实体，将今年生产的芯片卖给 AWS 和外部公司，年收入将达到约 500 亿美元。Trainium3 芯片在发布后迅速处于“基本售罄”状态，并获得了超过 2250 亿美元的收入承诺。其核心客户包括 OpenAI、Anthropic 和 Uber，其中 Anthropic 已承诺部署超过 100 万颗 Trainium 芯片，签约高达 5GW 的芯片容量。

Meta 的 ASIC 计划出现一定波折。根据半导体行业观察，2025 年 9 月，Meta 斥资超 20 亿美元收购了 RISC-V 芯片初创公司 Rivos，意图加速其自研 AI 芯片（MTIA）项目。然而 Rivos 的整合进程受到 Meta 现有员工与 Rivos 团队之间在薪酬和战略路线上严重冲突，双方围绕未来芯片应依赖 Meta 现有 IP 还是 Rivos 技术展开斗争，导致多个项目延期。

图表 5：行业内 ASIC 供应商和主要客户

Company	Achip	Global Unichip	Broadcom	Marvel	MediaTek
AWS - Annapurna	Trainium3 (3nm)			Trainium2/Trainium2.5	
谷歌		Axion CPU (3nm)	TPU 3/TPU4 TPU 5/TPU 6 TPU 6 extention		TPU7 V7E
Microsoft		Maia 100 (5nm) Maia 200 (3nm)		Maia 200	Azure IoT
Meta			MTIAv1 MTIA v2 MTIA v3 Custom		
Apple			Networking Chip		
Sony	TV ASIC	DSC ASIC			ps5 South Bridge
Tesla	D1/Dojo (7nm)				
Li Auto	ADAS (5nm)				
Intel - Habana	Gaudi1(16nm) Gaudi 2/Goya 2(7nm) Gaudi 3/Goya 3(5nm)				
Alibaba - T Head			Generation 1		

资料来源：芝能智芯，半导体行业联盟，华兴证券整理

图表 6：谷歌主要产品

产品	官方定位	主要用途	核心参数 / 特点	对联发科 ASIC 业务的意义
TPU v5e	成本效率型 TPU 产品	训练与推理，偏性价比	谷歌 将 TPU v5e 定位为同时支持训练和推理的产品。 单芯片 BF16 性能为 197 TFLOPS，Int8 性能为 393 TOPS， 配备 16GB HBM，Pod 规模最高支持 256 颗芯片， 并采用 2D torus 互联。	TPU v5e 代表 谷歌 偏成本效率的 TPU 路线， 重点在于降低云端 AI 计算的总拥有成本， 并支持规模化部署。
	高性能训练型 TPU	大模型训练	TPU v5p 单芯片 BF16 / FP8 性能为 459 TFLOPS， 配备 95GiB HBM，HBM 带宽为 2,575GiB/s， Pod 规模最高支持 8,960 颗芯片，并采用 3D torus 互联。	TPU v5p 反映出大模型训练集群对算力、 HBM 容量、内存带宽和芯片互联能力的 要求明显提高。
TPU v5p			TPU v6e 单芯片 BF16 性能为 918 TFLOPS， Int8 性能为 1,836 TOPS，配备 32GB HBM，HBM 带宽为 1,638GiB/s，Pod 规模最高支持 256 颗芯片。谷歌表示 v6e 适合 transformer、text-to-image、CNN 等 AI workload。	TPU v6e 说明 谷歌 TPU 路线继续向 更高算力和更高能效演进。
TPU v6e / Trillium	第六代 TPU，兼顾性能与效率	训练、微调和推理		
Ironwood / TPU7x	谷歌 Cloud TPU 定价页面中的较新高端 TPU 产品	AI workload，包括大规模训练和推理基础设施	谷歌 Cloud 定价页面已经列出 Ironwood， 其 on-demand chip-hour 价格高于 Trillium、TPU v5p 和 TPU v5e，说明其属于价值量更高的新一代 TPU 基础设施。	从价格层面看，新一代 TPU 的单芯片价值量 明显高于前代；如果联发科参与相关定制 ASIC 供应链，对收入弹性可能更明显。
	第八代 training-oriented TPU	大规模预训练和 embedding-heavy workloads	谷歌 将 TPU 8t 定位为面向 massive-scale pre-training 的训练型芯片。其支持更大规模的 3D torus 系统， single superpod 可达 9,600 颗芯片，并支持 SparseCore、native FP4 和 Virgo Network。	如果联发科参与相关 ASIC 项目， TPU 8t 这类训练型芯片可能意味着 更高设计复杂度、更高单项目价值量和更强技术壁垒。
TPU 8t			谷歌 将 TPU 8i 定位为面向 post-training 和 high-concurrency reasoning 的推理型芯片， 重点强调更大的片上 SRAM、KV Cache 优化和低延迟 serving 网络架构。	TPU 8i 更贴近 AI agent、reasoning 和推理 需求增长趋势，可能对应更持续的 AI ASIC 出货需求。
TPU 8i	第八代 inference-oriented TPU	高并发推理、reasoning 和模型 serving		

资料来源：芝能智芯，半导体行业联盟，华兴证券整理

海光信息技术 (688041 CH, 买入, 目标价: RMB500.00)

买入

持有

卖出

目标价: RMB500.00 当前股价: RMB298.28

股价上行/下行空间 +68%

52 周最高/最低价 (RMB) 395.17/135.05

市值 (US\$mn) N/A

当前发行数量(百万股) 2,322

三个月平均日交易额 (US\$mn) 1,908

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

曙光信息 31

海富天鼎 28

成都产业 11

按 2026 年 7 月 28 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	N/A	N/A
目标价 (RMB)	500.00	N/A	N/A
2026E EPS (RMB)	1.97	N/A	N/A
2027E EPS (RMB)	3.13	N/A	N/A
2028E EPS (RMB)	4.64	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	22,112 (+5%)	32,000 (+7%)
EPS (RMB)	1.88 (+5%)	2.90 (+8%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

CPU 为核心业务, DCU 在国内 AI 及高性能计算领域具备增长潜力; 首次覆盖给予“买入”评级

- 我们看好海光在国产 x86 服务器 CPU 市场中的稀缺性, 以及 CPU + DCU 组合方案在信创、政企、金融、电信、科研和智算中心场景中的长期渗透。
- 我们看好海光 CPU 业务受益于国产服务器替代、行业信创推进和客户供应链安全需求, 继续作为公司收入和利润的稳定基本盘。
- 首次覆盖给予海光信息“买入”评级; 目标价 500 元。

我们看好海光信息在中国国产 x86 服务器 CPU 市场中的稀缺性, 以及公司“CPU+DCU”解决方案在信创、政府与企业、金融、电信、科研及智算中心等场景中的长期渗透潜力。根据公司招股说明书及年报, 海光信息的主要产品包括两类高端处理器: CPU 和 DCU。其 CPU 主要用于服务器和工作站, DCU 则采用 GPGPU 架构, 主要部署于服务器集群和数据中心, 用于人工智能、大模型训练与推理、大数据处理、商业计算和科学计算等领域。我们认为, 海光的价值不仅应体现其在国产 x86 CPU 领域的稀缺性, 还应体现其“CPU+DCU”解决方案在国内异构计算平台中的长期增长潜力。我们预计海光 CPU 业务收入在 2026 和 2027 年分别达到 214 亿元和 313 亿元人民币, 高于 Wind 一致预期的 200 亿元和 300 亿元。

我们认为海光的 DCU 具有差异化优势。第一, 根据海光 2025 年年报, 其基于 GPGPU 的 DCU 面向服务器集群和数据中心, 而寒武纪主要聚焦于 NLP、模型训练等 AI 任务, 壁仞科技和摩尔线程则走通用 GPU 路线。第二, 海光已从单卡适配发展到万卡集群验证。我们预测海光 DCU 业务收入在 2026 和 2027 年分别达到 18.2 亿元和 29.4 亿元, 高于 Wind 一致预期的 18.0 亿元和 28.0 亿元。

首次覆盖给予海光信息“买入”评级; 目标价 500 元, 基于 2028 年 108 倍 P/E。短期来看, 我们预计增长主要由 CPU 业务、国产服务器替换和行业客户需求驱动; 中长期来看, 随着 DCU 产品逐步在智算中心、大模型训练与推理、科研计算及行业数据中心中得到采用, 公司收入结构有望从 CPU 单一驱动模式转向 CPU 和 DCU 双轮驱动模式。风险提示: 国产服务器及信创需求推进不及预期; DCU 产品迭代及客户导入进度不及预期; “CPU+DCU”解决方案落地不及预期; 外部环境变化风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	9,162	14,377	23,224	34,248	47,808
每股收益 (RMB)	0.83	0.98	1.97	3.13	4.64
市盈率 (x)	106.8	174.4	151.6	95.4	64.3
市净率 (x)	10.2	18.0	24.3	18.4	13.8
股本回报率 (%)	9.5	10.3	16.0	19.3	21.4

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

研究团队

王国略, 分析师

证书编号: S1680524080001

电话: +86 21 6015 6827

电邮地址: ghwang@huaxingsec.com

目录

为什么是“买入”评级？

.....

12

海光 DCU：通过服务器生态导入国产 AI 与高性能计算场景

.....

13

海光在中国 x86 服务器 CPU 市场中的份额参考

.....

18

财务预测

.....

22

估值

.....

24

风险提示

.....

25

为什么是“买入”评级？

我们预计公司 2026-2028 年收入和净利润有望保持稳步增长，其中 CPU 业务仍是公司收入和利润的基本盘，DCU 业务则有望受益于国产 AI 算力、智算中心建设和高性能计算需求，逐步打开第二增长曲线。我们首次覆盖海光信息，给予“买入”评级，目标价为 500 元。

为什么是现在？我们看好海光在国产 x86 服务器 CPU 市场中的稀缺性，以及 CPU + DCU 组合方案在信创、政企、金融、电信、科研和智算中心场景中的长期渗透。我们买入公司主要基于以下两个原因：

- **海光在国产 x86 服务器 CPU 市场具备稀缺性，CPU 业务有望继续作为公司稳定基本盘。**根据公司招股说明书和年度报告，海光 CPU 产品主要面向服务器、工作站等计算场景，下游覆盖电信、金融、互联网、政务、教育和能源等行业客户。相比 DCU 业务，CPU 产品商业化时间更长，客户基础更稳定，收入确认路径也更清晰。我们认为，在国产服务器替代、行业信创推进和客户供应链安全需求持续存在的背景下，海光 CPU 业务仍有望保持稳健增长。作为国产 x86 服务器 CPU 厂商，海光具备较强稀缺性，未来有望在政企、金融、电信、科研等行业场景中持续提升渗透率。我们预计海光 CPU 业务收入在 2026-2027 年分别达到 214 亿元和 313 亿元人民币，高于 Wind 一致预期的 200 亿元和 300 亿元。
- **DCU 具备差异化优势。**第一，根据海光信息 2025 年年报，其基于 GPGPU 架构的 DCU 面向服务器集群和数据中心，而寒武纪主要聚焦于 NLP、模型训练等 AI 任务，壁仞科技和摩尔线程则走通用 GPU 路线。第二，海光已从单卡适配发展到万卡集群验证。正如光子生态联盟人工智能委员会副主任胡晨在 2026 年 4 月 2 日海光信息技术大会上所指出的，海光 DCU 目前已为多个万亿参数级别的国内头部大模型提供软硬件协同优化。在由数万张海光 DCU 组成的集群上，海光团队通过算子调优、编译优化及计算通信融合等手段，实现了 10 万亿参数大模型的稳定运行，并在 MLPerf 等基准测试中达到世界级水平。我们认为，这标志着公司在软件栈、集群调度及大语言模型训练验证等方面取得了实质性进展。我们预测海光 DCU 业务收入在 2026-2027 年分别达到 18.2 亿元和 29.4 亿元，高于 Wind 一致预期的 18.0 亿元和 28.0 亿元。

我们认为公司催化剂主要包括：1) 国产服务器和行业信创项目推进节奏；2) 政企、金融、电信、科研等行业客户采购需求；3) DCU 产品在 AI、大模型训练推理、科学计算和智算中心场景中的客户导入进展；4) CPU + DCU 组合方案在整机厂商和行业客户中的规模化落地情况。

首次覆盖并给予买入评级：我们认为，其国产 x86 服务器 CPU 基本盘的稳步扩张是短期主要增长驱动力，而 DCU 产品在国内 AI 算力、智算中心及高性能计算场景中的逐步放量，将驱动中长期增长。我们预测海光信息收入将从 2025 年的 143.8 亿元增长至 2028 年的 478.1 亿元；归母净利润将从 2025 年的 22.8 亿元增长至 2028 年的 107.5 亿元，对应年均复合增长率（CAGR）约为 68%。基于 2025-2028 年期间 68% 每股盈利年均复合增长率，我们给予 2028E 108 倍市盈率（P/E），该倍数较海光自 2022 年 8 月以来的 24 个月远期市盈率高出 1 个标准差。我们看好公司在 A 股市场中作为稀缺国产 x86 服务器 CPU 厂商的定位。

海光 DCU：通过服务器生态导入国产 AI 与高性能计算场景

根据公司招股说明书及 2025 年年度报告，海光 DCU 属于 GPGPU 架构，主要面向服务器集群和数据中心部署，可用于人工智能、大模型训练及推理、大数据处理、商业计算等高并行计算场景。公司主要客户为服务器厂商，并已与国内头部服务器厂商建立长期稳定的商业和战略合作关系。

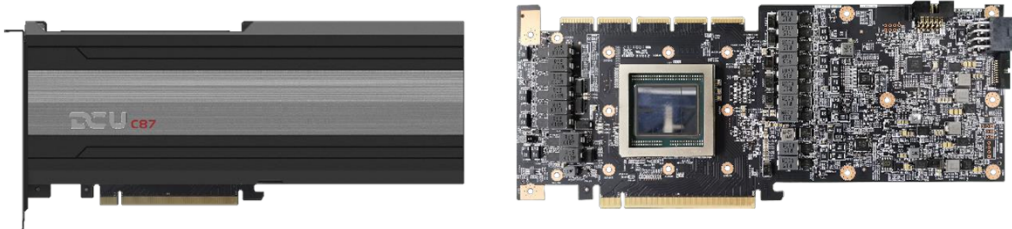
图表 7：海光主要产品

客户类型	海光 DCU（GPGPU）的应用场景
服务器 / 整机厂商	海光 DCU 类产品主要部署在服务器集群或数据中心，因此通常需要通过服务器厂商完成整机集成、适配、销售和交付。根据公司 2025 年年度报告，海光主要客户为服务器厂商，并已与国内头部服务器厂商建立长期稳定的商业和战略合作关系。
智算中心 / 数据中心客户	海光 DCU 为数据中心部署的应用程序提供高性能、高能效算力支撑。相比单独销售加速卡，海光 DCU 更适合通过整机和系统方案进入智算中心、云计算中心和行业数据中心，用于支撑高并行计算任务。
AI 与大模型相关客户	海光 DCU 可用于人工智能、大模型训练及推理等场景，因此 AI 模型训练、推理服务和国产智算平台相关客户是海光 DCU 的重要终端应用方向。
科研、商业计算与大数据客户	海光 DCU 基于 GPGPU 架构，具备通用并行计算能力，可用于大数据处理、商业计算、科学计算等场景。

资料来源：海光信息 2025 年年度报告，海光信息招股说明书，华兴证券整理

根据海光信息招股说明书，公司海光 DCU 为海光 8000 系列，其中海光 8100 为已披露具体规格和产品形态代表性产品。海光 8100 支持 FP64、FP32、FP16、INT8、INT4 等多种精度，配备 HBM2 内存，并支持 PCIe Gen4 和 DCU 芯片间高速互连，主要面向服务器集群、数据中心、人工智能、大数据处理及商业计算等高并行计算场景。

图表 8：海光 8100 DCU 产品形态及主要规格

产品图片及主要规格	
	
典型功耗 260–350W, 支持 FP64、FP32、FP16、INT8、INT4 60–64 个计算单元，最多 4096 个计算核心 4 个 HBM2 内存通道；最高内存带宽 1TB/s；最大内存容量 32GB； 支持 16 Lane PCIe Gen4 和 DCU 芯片间高速互连。	

资料来源：海光信息招股说明书，华兴证券整理

海光 DCU：GPGPU 路线与服务器生态形成差异化优势

国内 AI 加速卡厂商在产品路线和目标场景上存在显著差异。海光 DCU 走的是 GPGPU（通用计算 GPU）路线，主要部署于服务器集群和数据中心，覆盖人工智能、大模型训练与推理、大数据处理、商业计算及科学计算等应用场景。相比之下，寒武纪的 MLU370-X4 定位为云端 AI 加速卡，据其产品官网介绍，基于寒武纪 MLUarch03 架构，应用场景涵盖 OCR、语音处理、搜索推荐、自然语言处理及模型训练等 AI 工作负载，整体而言，其产品和软件生态更聚焦于 AI 模型训练、推理和部署。壁仞科技和摩尔线程则更接近通用 GPU 路线。壁仞科技招股书披露，其产品覆盖训练推理一体 GPU、智能计算推理 GPU 及图形渲染 GPU；摩尔线程官网显示，其 MTT S4000 采用第三代 MUSA 架构，不仅支持大语言模型训练、微调和推理，还支持图形渲染、视频编解码、8K HDR 显示等综合应用场景。

我们认为，海光 DCU 的差异化在于通用并行计算能力、基于服务器的导入路径，以及与自身 CPU 产品体系的协同效应，而非在单卡 AI 峰值性能上全面领先。据海光 2025 年年报，海光 DCU 主要部署于服务器集群或数据中心，可用于大数据处理、人工智能、大模型训练与推理、商业计算等领域，且拥有统一的底层硬件驱动平台，能够支持不同的 API 接口、编译器和常用库。同时，海光公开披露的产品体系包含 CPU 和 DCU 两类高端处理器。因此，我们认为海光与其他国内 AI 加速卡厂商的不同之处在于，它更像是面向国产服务器和数据中心场景的“CPU+DCU”解决方案提供商，而非简单地销售独立的 AI 加速卡。

图表 9：国产 AI 加速卡主要厂商技术路线对比

公司	主要产品路线	产品定位	海光相对优势	海光相对短板
海光信息	DCU / GPGPU 路线	面向服务器集群和数据中心的高端协处理器产品，可用于人工智能、大模型训练及推理、大数据处理、商业计算和科学计算等场景	海光 DCU 的核心优势在于通用并行计算能力较强，并且公司同时具备 CPU + DCU 双产品线，能够通过服务器厂商和数据中心生态导入客户。相比单一 AI 加速卡厂商，海光更容易形成国产异构算力平台。	官方披露的 DCU 具名客户和最新代际参数较少，后续仍需要验证深算系列在大模型训练、推理和主流 AI 框架中的适配效果。
寒武纪	MLU AI 加速器路线	面向云端 AI 训练和推理，产品主要围绕人工智能任务展开	相比寒武纪，海光 DCU 更偏 GPGPU 通用计算路线，不只覆盖 AI 训练推理，也能覆盖科学计算、商业计算和大数据处理等复合型负载。同时海光拥有 CPU 产品线，在服务器整机适配和数据中心导入方面具备协同优势。	寒武纪在 AI 专用加速器和训练推理生态上布局较早，市场对其 AI 芯片认知度较高；海光在纯 AI 大模型标杆案例和开发者生态上仍需进一步证明。
沐曦股份	通用 GPU 路线，覆盖训推一体、智算推理和图形渲染	面向 AI 训练推理、通用计算和图形渲染等场景	相比沐曦，海光的优势在于已有 CPU 业务和服务器客户基础，DCU 产品更容易与海光 CPU 形成整机和数据中心方案。对于已有国产服务器替代需求的客户，海光 CPU + DCU 的组合更容易形成系统级导入。	沐曦产品矩阵覆盖 AI、通用计算和图形渲染，产品边界更宽；海光 DCU 目前主要偏数据中心和协处理器场景，产品形态没有明显覆盖图形渲染市场。
摩尔线程	全功能 GPU / MUSA 架构路线	面向 AI 计算、图形渲染、多媒体处理和通用计算	相比摩尔线程，海光 DCU 更偏服务器集群和数据中心部署，定位更集中于高并行计算、HPC、AI 和商业计算场景。同时海光已有服务器 CPU 生态，可在国产化数据中心项目中形成 CPU + DCU 的组合方案。	摩尔线程强调全功能 GPU，覆盖图形显示、视频编解码和 AI 计算，应用场景更宽；海光 DCU 在图形和多媒体场景上并非主要定位。

资料来源：海光信息招股说明书、海光信息 2025 年年度报告、寒武纪官网、沐曦股份招股说明书、摩尔线程官网、摩尔线程招股说明书、华兴证券整理

图表 10：国产 AI 加速卡部署所需相关指标对比

公司	代表产品	功耗水平	显存配置	互联能力	产品部署形态	对部署成本和落地难度的影响
海光信息	海光 8100 DCU	260-350W	32GB HBM2，最高内存带宽 1TB/s	支持 DCU 芯片之间高速互连	面向服务器、工作站、服务器集群和数据中心的高端协处理器产品	功耗和 HBM 配置说明其定位为数据中心级加速卡；适合高并行计算任务，但部署时需要考虑服务器适配、散热和互联环境。
寒武纪	MLU370-X4	150W	24GB LPDDR5，307.2GB/s	未明确披露片间互联	云端智能加速卡，面向训练和推理场景	功耗较低，散热和单机部署压力相对较小；但显存容量和带宽低于部分 GPGPU/全功能 GPU 产品，适用场景更偏 AI 加速。
沐曦股份	曦云 C500	招股说明书未直接披露	64GB HBM2e	7 个高速 MetaXLink 接口，支持 2/4/8/16/32/64 卡等互连拓扑	面向云端人工智能训练与推理、通用计算、AI for Science 等计算任务	显存容量和多卡互联能力较突出，适合 AI 大模型训练集群；但官方未直接披露功耗和显存带宽，部署成本仍需结合具体整机方案判断。
摩尔线程	MTT S5000	450W	48GB GDDR6，768GB/s	MTLink；I/O 接口带宽 240GB/s	大模型智算加速卡，兼顾 AI 计算、图形渲染、多媒体处理	显存较大且具备多卡互联能力，适合大模型和全功能 GPU 场景；但 450W 功耗较高，对服务器散热、电源和机房部署条件要求更高。

资料来源：海光信息招股说明书、寒武纪官网、沐曦股份招股说明书、摩尔线程官网、华兴证券整理

软件生态提升海光 DCU 落地能力

海光 DCU 软件生态持续完善，有望强化其在国产数据中心场景中的落地能力。根据海光信息 2025 年度报告，公司 DCU 具备统一底层硬件驱动平台，可适配不同 API 接口、编译器和常见函数库，并服务于大数据处理等场景。我们认为，由于客户落地需要考虑原有模型、算子以及业务系统能否顺利迁移，我们认为国产 AI 加速卡的软件环境重要性不低于硬件参数。根据海光信息招股书，海光通过 DTK 软件栈提供底层开发、运行和迁移适配支持，我们认为这样做有助于降低客户在国产 DCU 平台适配成本，也使海光 DCU 更适合通过服务器整机和数据中心方案进入金融、电信、科研、互联网等行业客户。

NVLink 和 UALink 分别代表封闭高性能互联生态和开放加速器互联标准的发展方向。海光 CPU 主要面向服务器和数据中心，DCU 则面向 AI、大模型、大数据处理和商业计算等高并行计算任务，HSL 有望在海光自有生态内提升 CPU 与 DCU、DCU 与 DCU 之间协同效率，从而增强其在国产数据中心和智算中心项目中的系统级交付能力。对于行业客户来说，国产算力产品真正落地时不仅需要单卡性能，还需要多卡互联、服务器整机适配、软件迁移和集群管理能力。我们认为海光有望从单一芯片供应商向国产数据中心算力平台延伸，这也是其相较于部分单一 AI 加速卡厂商的核心竞争优势。

根据光合组织 2025 人工智能创新大会，海光信息发布了“双芯战略”，并推出 HSL 总线互联协议，围绕海光 CPU、海光 DCU 和 AI 软件栈建设国产算力生态。对于 AI 训练、大模型推理和高性能计算

等场景，单卡性能只是基础，真正进入数据中心后，还需要解决 DCU 与 DCU 之间、CPU 与 DCU 之间的数据交换和协同效率问题。我们认为 HSL 的核心意义在于补齐海光 DCU 从单卡部署向多卡、集群化部署演进过程中的互联能力。

图表 11：HSL、NVLink、UALink 技术定位比较

项目	海光 HSL	NVIDIA NVLink	UALink
技术属性	海光自有总线互联协议	NVIDIA 自有 GPU / NVLink Switch 互联体系	开放式 AI 加速器 scale-up 互联标准
服务对象	海光 CPU + DCU 双芯体系	NVIDIA GPU、Grace CPU、NVLink Switch、NVL 系统	多厂商 AI 加速器和交换芯片
生态开放程度	海光自有生态为主	NVIDIA 封闭生态	开放产业联盟标准
主要应用方向	支撑海光 DCU 集群化部署、CPU/DCU 协同和国产 AI 软件栈体系	支撑 NVIDIA GPU 在服务器、机架和 NVL 系统中的高带宽互联	支撑 AI computing pod 内多加速器低延迟、高带宽互联
官方公开参数	暂未披露完整带宽、链路数量、拓扑和支持卡数	Rubin 平台第六代 NVLink：3.6TB/s per GPU；Vera Rubin NVL72：72 GPU，260TB/s 机架级互联带宽	UALink 200G 1.0：200G per lane；最多支持 1,024 个 accelerators
意义	帮助海光从单卡 DCU 走向 CPU + DCU + 软件栈 + 集群互联的系统方案	已在 NVIDIA 数据中心 GPU 平台中规模应用 海外高端 GPU 互联标杆	标准已发布，产业链推进中 非 NVIDIA 阵营开放互联路线的重要参考

资料来源：NVIDIA 官网及 UALink Consortium 公开资料，华兴证券整理

客户选择海光的原因

我们认为客户采购海光 DCU 核心原因首先是国产化替代和供应安全需求。对于金融、电信、政务、科研和部分国企客户来说，海外 GPU 虽然性能和生态更成熟，但供应稳定性、出口限制和后续维护都有一定不确定性。因此在国产智算中心、行业数据中心和信创项目里，客户会有动力引入海光 DCU 这类国产算力卡。

从性能和硬件配置看，海光 DCU 的优势不适合简单写成单卡峰值算力领先，而更应理解为具备数据中心级协处理器所需的多精度计算、高带宽内存和多卡互联能力。根据海光信息招股说明书，公司海光 8100 支持 FP64、FP32、FP16、INT8、INT4 等多种精度，配备 HBM2 内存、PCIe Gen4 接口，并支持 DCU 芯片之间高速互连。我们理解，这类配置说明海光卡主要面向服务器、工作站和数据中心场景。对于客户来说，如果它能够满足部分 AI 推理、大数据处理、商业计算和科研计算任务，同时又能保证国产化供应和整机交付，那就有比较现实的采购基础。

同时，我们认为海光的软件生态同样具备核心优势和强吸引力。根据海光信息 2025 年年度报告，公司 DCU 具备统一底层硬件驱动平台，可以适配不同 API 接口、编译器和常见函数库。这个 DTK 软件栈的意义在于降低客户把原有模型、代码和业务系统迁移到国产 DCU 平台的难度。整体来看，客户购买海光卡的逻辑是“国产替代 + 可交付算力 + 软件适配 + 服务器生态”的综合实力。

海光在中国 x86 服务器 CPU 市场中的份额参考

海光 CPU 属于 x86/C86 路线，主要应用于服务器、工作站、个人工作站、工控设备等场景，其中 7000 系列定位高端通用服务器和先进计算系统，5000 系列定位通用服务器，3000 系列则更多面向个人工作站、工控设备等产品。

图表 12：海光 CPU 系列产品

产品系列	产品定位	主要规格 / 特点	主要应用场景
7000 系列	面向数据中心的旗舰级高性能处理器	集成 16-32 核心，支持 128 路 PCIe 通道、8 个 DDR4 内存通道；单颗 CPU 最大支持 2TB 内存容量；针对数据中心、云计算中心等场景进行功耗优化。	数据中心、云计算、大数据、数据库、分布式存储、人工智能等对计算能力、扩展能力和吞吐量要求较高的场景。
5000 系列	面向行业客户的主流中端处理器	集成 8-16 核心，支持 64 路 PCIe 通道、4 个 DDR4 内存通道；单颗 CPU 最大支持 1TB 内存容量。	云计算、边缘计算、分布式存储等场景，主要满足互联网、金融、电信、交通、能源等行业和企业客户的运算需求。
3000 系列	面向多场景的高性价比处理器	集成 4-8 核心，支持 32 路 PCIe 通道、2 个 DDR4 内存通道；最高加速频率达到 3.3GHz。	入门级服务器、工作站、工业控制等市场，主要面向中小企业客户和专业人员。

资料来源：海光信息官网、海光信息 2025 年年度报告、华兴证券整理

图表 13：2025H1 中国服务器 CPU 整体市场份额

厂商类别	市占率 (%)	说明
Intel	58	海外 x86 CPU 主要厂商
AMD	16	海外 x86 CPU 主要厂商
ARM 架构企业	19	主要为华为海思
其他 x86 企业	7	主要为海光信息

资料来源：上海兆芯集成电路股份有限公司上交所披露文件援引 IDC 统计、华兴证券整理

图表 14：中国 x86 服务器 CPU 环境下的主要厂商

厂商	国内市场定位	主要产品	相对优势	相对短板
Intel	中国服务器 CPU 市场主导厂商	Xeon 至强系列	服务器 CPU 生态成熟度最高，覆盖数据中心、AI、HPC、通用计算、网络和边缘等场景；服务器厂商、操作系统、数据库、中间件和行业软件适配最完整。	在国产化替代、供应安全和信创项目中，部分行业客户会有引入国产 CPU 的需求。
AMD	中国服务器 CPU 市场主要海外竞争者	EPYC 霄龙系列	EPYC 产品面向数据中心、云计算和 AI 负载，强调高核心数、能效和性价比，是 Intel 之外全球主要 x86 服务器 CPU 选择。	作为海外厂商，在国内信创、政企和国产化项目中同样面临供应安全和国产替代约束。
海光信息	国产 x86 服务器 CPU 核心厂商	海光 7000 / 5000 / 3000 系列 CPU	兼容 x86/C86 生态，客户从传统 x86 平台迁移时适配成本相对较低；同时具备 CPU + DCU 产品体系，更适合国产服务器和数据中心异构算力场景。	整体市场份额仍低于 Intel/AMD；公开资料中缺少连续披露的海光单独 x86 服务器 CPU 市占率和完整性能对标数据。
兆芯集成	国产 x86 CPU 厂商，覆盖桌面、办公及部分服务器场景	开先 KX 系列、开胜 KH 系列	同样具备 x86 兼容路线；开胜 KH-50000 系列披露采用 Chiplet 设计，最高 96 核，支持 DDR5 和 PCIe 5.0。	服务器和数据中心市场存在感相对弱于海光；市场认知更多偏国产化桌面、办公终端及部分行业服务器场景。

资料来源：海光信息官网、海光信息 2025 年年度报告、Intel 官网、AMD 官网、兆芯官网、华兴证券整理

海光在 CPU 领域采用什么战略？

战略层面，海光在 CPU 领域更聚焦在国产服务器 CPU 和行业计算场景。根据海光官网，公司 CPU 产品主要覆盖数据中心、云计算、边缘计算、分布式存储、工作站和工业控制等场景。相比 ARM、LoongArch 这些其他国产 CPU 路线，海光 CPU 比较重要的特点是**基于 x86/C86 生态，客户原来的一些操作系统、数据库、中间件和行业应用迁移成本相对会低一点**。对于金融、电信、政务、能源、教育这些长期用 x86 架构的行业客户来说，导入海光 CPU 的难度理论上会小于完全切换到另一套指令集体系，这也是海光后续在国产替代和信创项目里面能继续渗透的一个基础。

产品迭代方面，海光采用的是比较清楚的分层产品路线。根据海光官网，公司 CPU 产品主要分成 7000、5000、3000 三大系列。其中 7000 系列主要定位高端数据中心和云计算中心，面向数据库、大数据、分布式存储、人工智能等高算力场景；5000 系列更多定位行业主流服务器市场，覆盖云计算、边缘计算、分布式存储这些需求；3000 系列则偏入门级服务器、工作站和工业控制等场景。我们理解海光 CPU 的打法不是靠单一产品去打全部市场，而是通过高端数据中心、中端行业服务器和入门级工作站/工控市场的分层覆盖，逐步扩大国产 x86 服务器 CPU 的使用范围。

从竞争格局来看，海光现在的重点是在国产化替代、供应安全和行业客户信创需求里面提高份额。根据公开 IDC 口径，2025 年上半年中国服务器 CPU 整体市场中，Intel、AMD、ARM 架构企业和其他 x86 企业仍然占据主要份额，其中“其他 x86 企业”主要为海光信息因此后续如果金融、电信、政务、科研等行业客户继续推进国产服务器和数据中心建设，海光 CPU 有望依靠 x86/C86 兼容生态、服务器厂商合作基础，以及 CPU + DCU 的异构算力组合，在中国国产服务器 CPU 市场里持续提高存在感。

图表 15：兆芯与其他 CPU 对比

项目	Intel	AMD	兆芯集成	龙芯中科	飞 腾 信 息	申科中泰
产品名称	酷 睿 Ultra 9 285K	锐 龙 9 9950X3D	KX-7000 系 列	3A6000	D3000	威焱 831
发布时间	2024 年	2025 年	2023 年	2023 年	2024 年	2022 年
指令集	x86	x86	x86	LoongArch	ARM	SW-64
核心数	24	16	8	4	8	8
最高频率	5.7GHz	5.7GHz	3.7GHz	2.5GHz	2.5GHz	3.0GHz
最高内存类型	DDR5	DDR5	DDR5	DDR4	DDR5	DDR4
内存通道数	2	2	2	2	2	2
最高内存频率	6500MHz	5600MHz	4800MHz	3200MHz	未披露	3200MHz
集成显卡	集成	集成	集成	/	/	/
支持接口最高版本	PCIe5.0	PCIe5.0	PCIe4.0	HT3.0	PCIe5.0	PCIe4.0
PCIe 通道数	24	28	24	未披露	28	16
功耗（TDP）	125W	170W	80W	80W	60W	未披露

资料来源：上海兆芯集成电路股份有限公司上交所披露文件、华兴证券整理

图表 16：海光信息与其他家对比

项目	Intel	AMD	兆芯集成	海 光 信 息	华为海思	龙芯中科	飞腾信息	申科中泰
产品名称	Xeon 6980P	EPYC 9965	KH-50000	7480	鲲鹏 920-7260	3C6000/Q	S5000C-64	H8000
发布时间	2024 年	2024 年	2025 年 Q3	2023 年	2019 年	2025 年 人在草木 2024 年	2024 年	2024 年
指令集	x86	x86	x86	x86	ARM	LoongArch	ARM	SW-64
核心数	128	192	96	64	64	64	64	64
最高频率	3.9GHz	3.7GHz	3.0GHz	未披露	2.6GHz	2.2GHz	1GHz	2.2GHz
最高内存类型	DDR5	DDR5	DDR5	DDR5	DDR4	DDR4	DDR5	DDR4
内存通道数	12	12	12	未披露	8	8	8	8
最高内存频率	6500MHz	6500MHz	5200MHz	未披露	2933MHz	未披露	未披露	3200MHz
支持接口最高版本	PCIe5.0	PCIe5.0	PCIe5.0	PCIe5.0	PCIe4.0	PCIe4.0	PCIe5.0	PCIe4.0
PCIe 通道数	96	128	128	128	40	128	96	40

功耗（TDP）	500W	500W	450W	未披露	180W	300W	未披露	未披露
---------	------	------	------	-----	------	------	-----	-----

资料来源：海光信息官网、华兴证券整理

海光信息在中国国产 x86 服务器 CPU 市场中具有稀缺性。根据上海兆芯集成电路股份有限公司在上交所披露文件中引用的国际数据公司（IDC）季度统计数据，2025 年上半年，英特尔、AMD、ARM 架构厂商及其他 x86 厂商（主要为海光）在中国整体服务器 CPU 市场中的份额分别为 58%、16%、19%和 7%。

我们预计海光在中国国产 x86 服务器 CPU 市场中的份额将持续提升。如前所述，基于海光与客户的紧密关系以及其高性价比的 CPU 产品解决方案，我们对海光在 2026-2027 年期间持续提升 CPU 行业市场份额的能力持积极看法。海光在中国国产 x86 服务器 CPU 市场具备较强的稀缺性，公司已与服务器制造商及政府、企业、金融、电信、科研、能源等行业的客户建立了一定的合作基础。相比迁移至全新的指令集平台，x86/C86 生态在操作系统、数据库、中间件及行业应用兼容性方面具备更好的延续性，能够降低客户的迁移和系统适配成本。在服务器国产化、各行业信创推进以及客户供应链安全需求的支撑下，我们对海光 CPU 产品在 2026-2028E 期间持续渗透中国服务器市场持积极看法。

财务预测

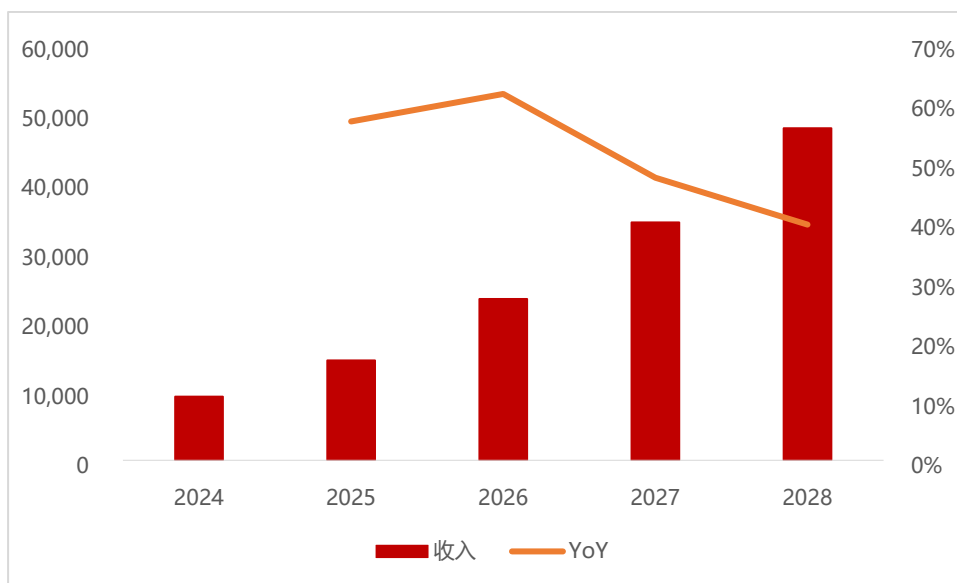
我们预计公司总收入到 2028 年达到 478.1 亿元

按产品划分，我们预计海光信息的收入增长主要来源于 7000 系列 CPU 的稳健增长以及 8000 系列/DCU 产品的逐步放量。7000 系列 CPU 主要面向服务器和数据中心场景，目前是公司收入和利润的主要来源。受益于服务器国产化、信创推进，以及金融、电信、政府与企业、科研、能源等行业客户对国产 x86 服务器 CPU 需求的上升，我们预计 7000 系列收入将继续保持稳健增长。

5000 系列和 3000 系列 CPU 主要面向中端服务器、工作站、边缘计算、工业控制及中小企业等场景。虽然收入规模相对较小，但能够补充公司在不同价位段和应用场景下的产品覆盖。我们预计这两类产品的收入增速总体低于 7000 系列，但在国产替代和行业客户需求的驱动下，仍将保持一定增长。

我们认为 8000 系列/DCU 业务具有更大的中长期增长潜力。海光 DCU 主要面向服务器集群和数据中心，可应用于人工智能、大模型训练与推理、大数据处理、商业计算及科学计算等高并行计算场景。随着国内 AI 算力、智算中心及高性能计算需求的提升，我们预计 8000 系列/DCU 的收入贡献将逐步上升。基于上述假设，我们预测公司 2025-2028E 收入年均复合增长率（CAGR）为 49%。

图表 17：公司总收入（百万元）



资料来源：海光信息官网、华兴证券整理

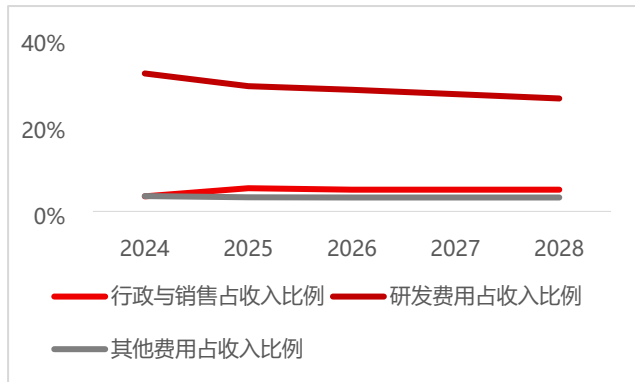
我们预计净利率有望在 2026-28 年逐步提升

我们预测公司毛利率将从 2025 年的 57.8% 提升至 2026-2028E 期间约 58.0% 的稳定水平。我们认为，海光 CPU 业务的毛利率具有较强的支撑，7000 系列 CPU 作为公司主要收入来源，将持续支撑整体盈利能力。虽然 8000 系列/DCU 业务仍处于放量和客户导入阶段，但其面向数据中心、人工智能、高性能计算及商业计算等高算力场景，产品价值较高，因此我们预计其将保持较好的产品盈利水平。

费用方面，公司仍需持续投入研发、软件生态建设、客户适配及产品迭代，因此我们预计研发费用及销售管理费用将继续增长。但随着收入规模扩大，我们预计费用率将逐步下降，经营杠杆效应将

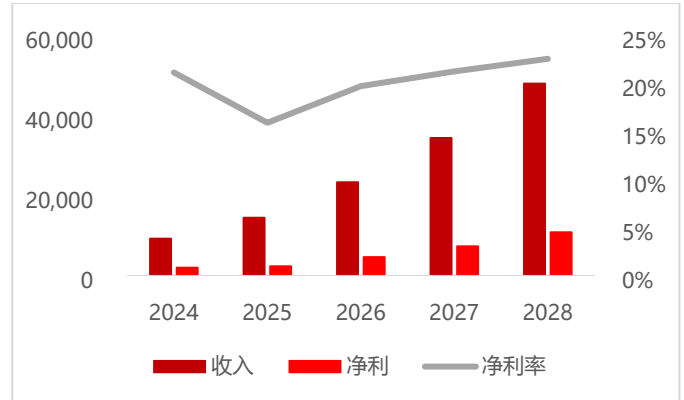
逐步显现。我们预计公司净利率将从 2025 年的 15.9% 提升至 2026E 的 19.7%，并进一步增至 2028E 的 22.5%。

图表 21：销售、管理和研发费用占收入比例（%）



资料来源：海光信息 2025 年年报，华兴证券预测

图表 22：总收入、归母净利润和净利率



资料来源：海光信息 2025 年年报，华兴证券预测

估值

根据 Wind 数据，海光信息的历史估值大致可分为三个阶段。第一阶段为 2022 年 8 月上市至 2023 年底，属于估值逐步扩张期，主要原因是市场开始关注国产 CPU、信创及科技自主可控等主题。作为 A 股市场中稀缺的国产 x86 服务器 CPU 厂商，海光受益于服务器国产化和行业信创推进的预期，带动平均估值逐步上行。第二阶段为 2024 年 1 月至 2024 年底，属于估值波动期，主要原因是市场对信创项目落地节奏、服务器采购需求及 DCU 产品放量节奏存在分歧，同时 AI 算力相关公司估值在上涨后也经历了回调。第三阶段为 2025 年至今，公司估值再次进入上行期，主要催化因素包括：1) 国内 AI 算力需求和智算中心建设升温，市场重新评估海光 DCU 业务的中长期增长潜力；2) 国产服务器及行业信创需求持续推进，CPU 基本盘业务的能见度提升；3) 市场对公司“CPU+DCU”解决方案的平台价值关注度提高，支撑估值修复。

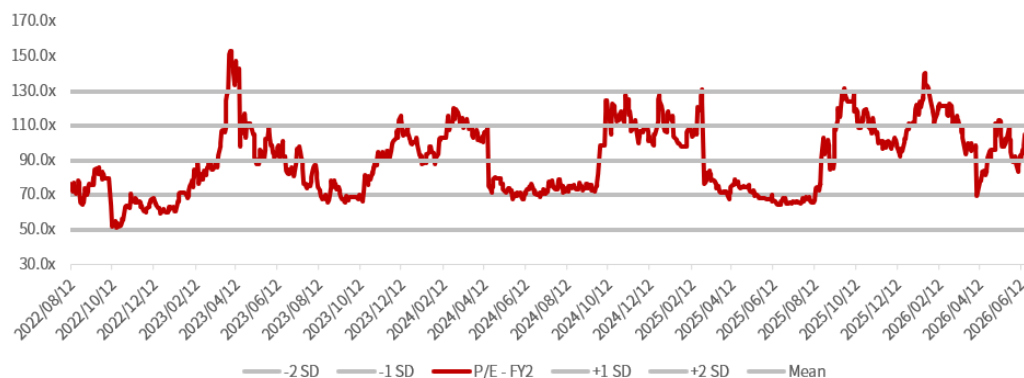
我们认为海光具备估值重估的潜力。我们采用市盈率（P/E）法对海光进行估值，因为我们认为公司具有清晰的盈利增长路径。海光的 CPU 业务仍是收入和盈利的核心驱动力，而 DCU 业务应受益于国内 AI 算力、AI 数据中心及高性能计算需求，逐步形成第二增长引擎。我们认为，市场的关注点已不仅限于短期 CPU 收入增长，更在于海光“CPU+DCU”一体化解决方案在国产服务器、AI 数据中心及行业数据中心等场景中的平台价值，该平台价值有望逐步转化为 EPS 增长，从而为股东创造价值。

我们选择 2028 年作为估值基准年，主要基于两点考虑。第一，海光 DCU 业务仍处于早期放量阶段，2025-2026 年主要以客户验证、生态适配和初步订单为主，我们预计 2027E-2028E 年收入和盈利贡献将更加明确。第二，相较于 2026E 或 2027E 盈利，2028E 盈利应能更好地反映公司 CPU 业务稳健增长、DCU 业务进入放量阶段后的中长期盈利能力。

我们给予 2028E 108 倍市盈率，该倍数较海光自 2022 年 8 月以来的 24 个月远期市盈率高出 1 个标准差，基于 2025-2028E 期间 68% 的 EPS 年均复合增长率，以及其在 A 股市场中作为稀缺国产 x86 服务器 CPU 厂商的定位。基于 108 倍 2028E 市盈率及我们预测的 2028E 每股收益（EPS）4.64 元，得出目标价 500.00 元。

我们基于以下考虑首次覆盖海光信息，给予“买入”评级：1) 海光是 A 股市场中稀缺的国产 x86 服务器 CPU 厂商，其 CPU 业务受益于服务器国产化、行业信创及客户供应链安全需求，具备坚实的业务基础。2) 公司同时拥有 CPU 和 DCU 两类高端处理器产品，与纯 CPU 或纯 AI 加速卡厂商不同，海光的“CPU+DCU”解决方案有望提升其在国产服务器、智算中心及行业数据中心项目中的平台价值。3) 其 DCU 业务有望受益于国内 AI 算力、智算中心及高性能计算需求，在 2026-2028E 期间贡献较高的收入和利润增长潜力。4) 在 A 股市场中，国产 AI 算力、科技自主可控及高端处理器领域的稀缺标的通常享有估值溢价。

图表 18：海光-公司 24 个月 PE 估值



资料来源：Wind，华兴证券整理

风险提示

- 国产服务器和信创需求推进节奏低于预期：海光 CPU 业务受益于国产服务器替代、行业信创推进和客户供应链安全需求。如果政企、金融、电信、科研等行业客户采购节奏放缓，或服务器市场需求恢复较慢，公司 CPU 业务增长可能受到一定影响。
- DCU 产品迭代和客户导入节奏低于预期：海光 DCU 主要面向 AI、大模型训练及推理、大数据处理、商业计算和科学计算等高并行计算场景。如果 DCU 产品迭代、软件生态适配、整机验证和客户导入进度慢于预期，可能影响 DCU 业务收入释放节奏。
- CPU + DCU 组合方案落地节奏低于预期：我们看好海光通过 CPU + DCU 组合方案进入信创、政企、金融、电信、科研和智算中心场景。但该类方案仍需要服务器整机适配、系统集成、软件迁移和客户验证。如果相关项目推进较慢，可能影响公司平台化价值释放。
- 外部环境变化风险：高端处理器业务需要持续投入研发、软件生态和客户适配。如果研发投入、封测成本、客户验证成本高于预期，或行业竞争、供应链和政策环境发生变化，可能对公司盈利能力和交付节奏产生一定影响。

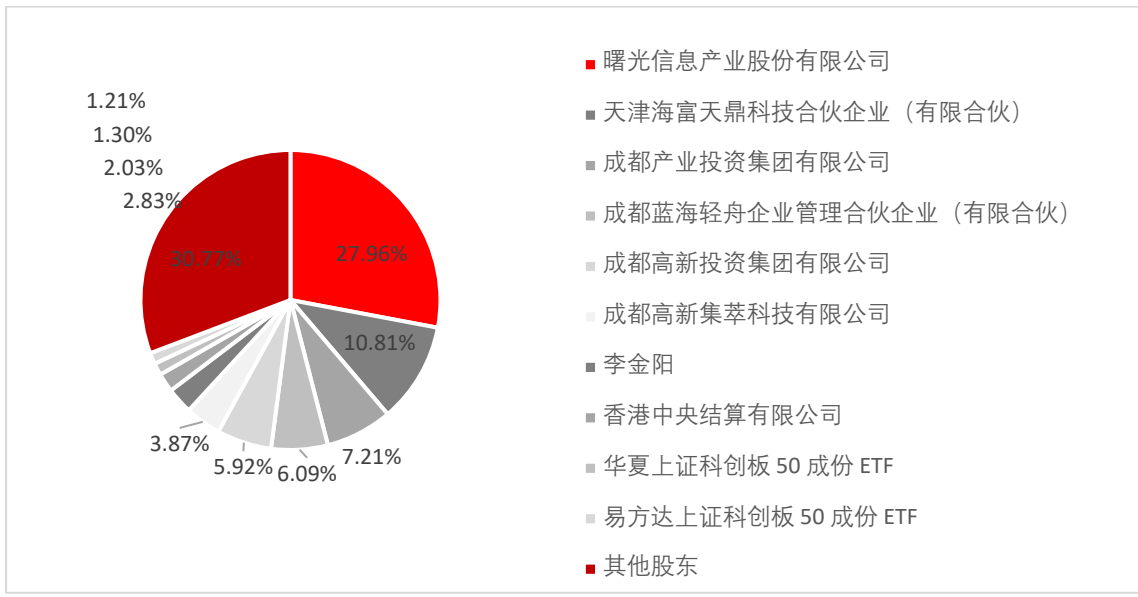
附录

公司背景

海光信息技术股份有限公司（688041 CH）成立于 2014 年 10 月，于 2022 年 8 月在科创板上市。公司主要从事高端处理器的研发、设计和销售，核心产品包括 CPU 和 DCU。其 CPU 主要用于服务器和 workstation 等通用计算场景，DCU 则采用 GPGPU 架构，主要用于人工智能训练与推理、科学计算、大数据处理及商业计算等并行计算场景。总体而言，CPU 业务是当前公司收入和利润的基石，DCU 业务则提供了未来更高的增长潜力。

在股东及管理层背景方面，截至 2025 年末，曙光信息产业股份有限公司（中科曙光）为公司第一大股东，持股比例为 27.96%。公司目前无控股股东和实际控制人，但中科曙光及地方产业资本的背景有助于公司在服务器生态建设、客户导入及产业链协同等方面的发展。管理层方面，沙超群现任公司董事、总经理，拥有工学硕士学位及教授级高级工程师背景；徐文超现任公司董事、副总经理、财务总监及董事会秘书，拥有管理学博士学位；李军长期担任中科曙光董事、总裁。总体来看，海光信息管理团队具备技术研发、服务器行业、财务管理和产业资源协调等方面的经验。

图表 19：海光-持股比例



资料来源：Wind，华兴证券整理

图表 20：公司高管介绍

姓名	职务	主要背景
沙超群	董事、总经理	北京理工大学工学硕士，教授级高级工程师；2019 年 12 月起任公司总经理，现任公司董事、总经理。
徐文超	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	中国科学院大学管理科学与工程博士，正高级经济师；2021 年 8 月加入公司。

历军	董事	北京交通大学产业经济学博士，教授级高级工程师； 2006 年 3 月至今任中科曙光董事、总裁。
苗立志	董事	北京大学工商管理专业硕士；现任公司董事。
刘新春	副总经理、核心技术人员	中国科学院电子学研究所信号与信息处理专业博士； 2016 年 2 月加入公司。
应志伟	副总经理、核心技术人员	同济大学人工智能与模式识别专业硕士；2018 年 1 月加入公司。
杨晓君	核心技术人员	公司核心技术人员之一，参与高端处理器相关研发工作。

资料来源：Wind，华兴证券整理

附：财务报表

年结: 12月
 利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
CPU收入（百万人民币）	13,286	21,407	31,311	43,255
GPU收入（百万人民币）	1,091	1,818	2,937	4,553
营业收入	14,377	23,224	34,248	47,808
营业成本	(6,063)	(9,754)	(14,384)	(20,079)
毛利润	8,314	13,470	19,864	27,729
管理及销售费用	(1,234)	(1,904)	(2,808)	(3,920)
息税前利润	3,605	5,763	8,509	12,078
息税折旧及摊销前利润	5,465	8,767	12,939	18,263
利息收入	233	233	233	233
利息支出	(506)	(506)	(506)	(506)
税前利润	3,596	5,754	8,500	12,070
所得税	(23)	(115)	(170)	(241)
净利润	2,279	4,565	7,256	10,754
基本每股收益 (RMB)	0.98	1.97	3.13	4.64

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	22,527	30,026	40,216	53,904
货币资金	17,332	24,831	35,021	48,709
应收账款	4,034	4,034	4,034	4,034
存货	33	33	33	33
其他流动资产	1,128	1,128	1,128	1,128
非流动资产	11,079	11,079	11,079	11,079
固定资产	779	779	779	779
无形资产	4,383	4,383	4,383	4,383
商誉	0	0	0	0
其他	864	864	864	864
资产	33,606	41,105	51,295	64,983
流动负债	6,108	6,108	6,108	6,108
短期借款	1,922	1,922	1,922	1,922
预收账款	0	0	0	0
应付账款	735	735	735	735
长期借款	980	980	980	980
非流动负债	1,004	1,004	1,004	1,004
负债	8,109	8,109	8,109	8,109
股份	2,324	2,324	2,324	2,324
资本公积	13,250	13,250	13,250	13,250
未分配利润	5,403	11,828	20,944	33,558
归属于母公司所有者权益	22,021	28,446	37,562	50,176
少数股东权益	3,475	4,549	5,624	6,698
负债及所有者权益	33,605	41,105	51,294	64,983

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2,279	4,565	7,256	10,754
折旧摊销	1,860	3,005	4,431	6,185
利息（收入）/支出	(273)	(273)	(273)	(273)
其他非现金科目	4,214	0	0	0
其他	1,613	202	(1,224)	(2,978)
营运资本变动	0	0	0	0
经营活动产生的现金流量	9,693	7,499	10,190	13,688
资本支出	(638)	1,860	1,860	1,860
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(638)	1,860	1,860	1,860
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	(103)	0	0	0
其他	(418)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(521)	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	8,534	9,359	12,050	15,548
自由现金流	9,055	9,359	12,050	15,548

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
CPU收入（百万人民币）	13,286	21,407	31,311	43,255
GPU收入（百万人民币）	1,091	1,818	2,937	4,553

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	56.9	61.5	47.5	39.6
毛利润	42.4	62.0	47.5	39.6
息税折旧及摊销前利润	30.4	60.4	47.6	41.1
净利润	18.0	100.3	58.9	48.2
稀释每股调整收益	18.0	100.3	58.9	48.2
盈利率 (%)				
毛利率	57.8	58.0	58.0	58.0
息税折旧摊销前利润率	38.0	37.8	37.8	38.2
息税前利润率	25.1	24.8	24.8	25.3
净利率	15.9	19.7	21.2	22.5
净资产收益率	10.3	16.0	19.3	21.4
总资产收益率	6.8	11.1	14.1	16.5
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.7	4.9	6.6	8.8
速动比率	3.7	4.9	6.6	8.8
估值比率 (x)				
市盈率	174.4	151.6	95.4	64.3
市净率	18.0	24.3	18.4	13.8
市销率	48.2	29.8	20.2	14.5

联发科 (2454 TT, 买入, 目标价: TWD10,369.00)

买入

持有

卖出

目标价: TWD10,369.00

当前股价:
TWD3,315.00

股价上行/下行空间	+213%
52 周最高/最低价 (TWD)	4,970.00/1,130.00
市值 (US\$mn)	162,972
当前发行数量(百万股)	1,594
三个月平均日交易额 (US\$mn)	1,447
流通盘占比 (%)	100
主要股东 (%)	
BlackRock	4
Capital	3
GIC	2

按 2026 年 7 月 28 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	N/A	N/A
目标价 (TWD)	10,369.00	N/A	N/A
2026E EPS (TWD)	66.34	N/A	N/A
2027E EPS (TWD)	138.81	N/A	N/A
2028E EPS (TWD)	262.96	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (TWDmn)	647,017 (-0%)	1,040,530 (+2%)
EPS (TWD)	65.68 (+1%)	129.00 (+8%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

手机业务为基, ASIC 业务逐步释放增长潜力

- 我们看好联发科凭借性价比和技术优势获得 ASIC 订单。
- 我们看好联发科在中高端手机 SOC 稳固市占率。
- 首次覆盖给予联发科 "买入" 评级; 目标价 10369.00 新台币。(基于 32.9 倍 2027 财年 P/E)。

得益于成本和技术优势, 我们认为联发科在全球 ASIC 行业中市占率 2026-2030 年稳步提升。我们认为核心逻辑在于其一联发科高性价比优势契合 CSPs 客户 ASIC 自研趋势。根据半导体行业观察, 博通和谷歌合作模式是博通不仅负责核心芯片设计, 也负责 HBM 内存采购和后段封装等, 博通会在 HBM 采购上加收 15%-20% 的溢价, 谷歌积极寻求供应多元化, 自己掌控 HBM 采购和计算核心设计, 把 I/O 模块和制造协调外包给联发科从而降低成本。其二我们认为联发科享有 SerDes IP 优势, 帮助谷歌 ASIC 芯片提升互联带宽上限。我们预计联发科 ASIC 收入将在 2026/2027 年达到 37 亿美元/158 亿美元, 高于市场一致预期 32 亿美元/130 亿美元 (根据 Wind 一致预期)。

我们看好联发科持续迭代具备差异化竞争力的手机 SoC 及边缘 AI 芯片, 进一步巩固全球市占率。根据 Counterpoint, 联发科连续多个季度位居全球手机 SoC 出货量第一, 1Q26 份额达 32%。展望 2026-2030 年, 我们预计 2026 年联发科 SOC 在全球手机 SOC 中的渗透率有望维持在 32-33%。叠加我们 ASP 假设, 我们预计联发科智能手机 SoC 收入将在 2026/2027 年达到 99 亿美元/103 亿美元, 高于市场一致预期 98 亿美元/100 亿美元 (根据 Wind 一致预期)。

我们认为联发科存在价值向上重估的潜力。首次覆盖, 分部估值目标价是 10369.00 新台币。我们用分部估值方法。针对联发科的传统消费电子 (包括手机) 业务, 我们认为采用过去 10 年的平均 PE 估值 (16 倍 PE) 是合理的。针对 ASIC 业务, 海外 ASIC 或 GPU 公司 2026-30 财年净利润 CAGR 在 36%, 对应的 2030 财年平均估值是 10.87x PE。基于我们的预测, 联发科 ASIC 业务预计将在 2026-30 年实 225% 的净利润 CAGR。我们认为市场低估了联发科中长期来自谷歌和其他云厂商 ASIC 的收入以及对应的利润水平。考虑到联发科 ASIC 业务净利润 CAGR 高于海外 ASIC/GPU 公司的净利润增速, 我们对联发科 2030E ASIC 净利润给予 25 倍 P/E。风险: 智能手机 SoC 需求及高端化进展可能不及预期; 先进制程及 AI 产品研发导入可能不及预期; 汽车电子和数据中心 ASIC 业务放量可能不及预期; 毛利率及价格竞争风险; 汇率及全球贸易政策风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (TWDmn)	530,586	595,966	645,028	1,060,348	1,811,689
每股收益 (TWD)	66.81	62.70	66.34	138.81	262.96
市盈率 (x)	17.9	21.9	50.0	23.9	12.6
市净率 (x)	4.7	5.3	10.2	7.1	4.6
股本回报率 (%)	26.3	24.4	20.4	29.8	36.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券预测

研究团队

王国略, 分析师

证书编号: S1680524080001

电话: +86 21 6015 6827

电邮地址: ghwang@huaxingsec.com

目录

为什么是“买入”评级？

手机 SOC 业务仍然是基本盘

ASIC 业务有望驱动长期增长

财务预测

估值

风险提示

附录

31

32

36

40

42

43

45

为什么是“买入”评级？

我们预计公司 2025-2028 财年 ASIC 收入有望超出市场预期，支撑公司 2025-2028 年净利润 CAGR 达到 61%（超过 Wind 上的市场一致预期 55%）。我们首次覆盖联发科，给予“买入”评级，目标是 10369 新台币。

为什么是现在？我们看好谷歌等 CSPs 基于性价比和供应安全因素在 2026-28 年持续加单，让我们对公司 2025-2028 年净利润 CAGR 预测为 61%，（超过 Wind 上市场的一致预期 55%）。进入 2026 年，我们认为谷歌客户加单情况是公司股价的主要催化剂。我们买入公司基于以下原因：

- 得益于性价比和客户供应链管理，我们认为联发科在全球 ASIC 行业中市占率有望在 2026-2030 年稳步提升。根据半导体行业观察，博通和谷歌合作模式是博通不仅负责核心芯片设计，也负责 HBM 内存采购和后段封装等，博通会在 HBM 采购上加收 15%-20% 的溢价，谷歌积极寻求供应多元化，自己掌控 HBM 采购和计算核心设计，把 I/O 模块和制造协调外包给联发科从而降低成本。其二我们认为联发科享有 SerDes IP 优势，帮助谷歌 ASIC 芯片提升互联带宽上限。在 TPU v8i 项目中，我们看到核心计算芯片由谷歌自研，联发科则负责 I/O 芯片。随着谷歌转向大规模推理部署，我们认为 2026 年后联发科在全球 ASIC 市场中的出货份额可能会明显提升。我们预计联发科 ASIC 收入将在 2026/2027 年达到 37 亿美元/158 亿美元，高于市场一致预期 32 亿美元/130 亿美元（根据 Wind 一致预期）。
- 具备性价比优势的新品迭代有望助推联发科手机 SOC 持续稳步增长。根据 Gartner 在 2026 年 2 月份发布的《内存成本激增将在 2026 年拉低全球 PC 与智能手机出货量》，Gartner 预计内存成本飙升将导致 2026 年全球 PC 出货量下降 10.4%，智能手机出货量下降 8.4%。展望 2026-2030 年，我们预计 2026 年联发科 SOC 在全球手机 SOC 中的渗透率有望维持在 33% 左右。叠加平均单价假设，我们预计联发科智能手机 SoC 收入将在 2026/2027 年达到 99 亿美元/103 亿美元，高于市场一致预期 98 亿美元/100 亿美元（根据 Wind 一致预期）。

我们认为公司催化剂主要包括：1）谷歌等客户是否会进一步加单 ASIC 产品；2）联发科是否能在 2026/27 年获得更多 CoWoS 产能分配。

首次覆盖并给予买入评级：我们采用分部估值方法。针对联发科的传统消费电子（包括手机）业务，我们认为采用过去 10 年的平均 PE 估值（16 倍 PE）是合理的。对于 ASIC 业务，根据 Wind，海外 ASIC 或 GPU 公司预计将在 2026-2030 年实现 36% 的净利润 CAGR，对应 2030E 平均估值为 10.87 倍 P/E。根据我们测算，联发科 ASIC 业务 2026-30 年净利 CAGR 225%。考虑到联发科 ASIC 业务净利 CAGR 大于海外 ASIC 或 GPU 公司 2026-30 财年的净利增速，我们认为针对联发科 2030 年 ASIC 业务净利给与 25x PE 是合理的。我们首次覆盖联发科，给予买入评级。

手机 SOC 业务仍然是基本盘

公司在高端手机 SOC 具备竞争力

根据 Counterpoint，联发科、高通、苹果、紫光展锐和三星电子为 4Q25 全球前五大智能手机 SoC 供应商，市场份额分别为 34%、24%、18%、14%和 6%。联发科 4Q25 整体出货量同比基本持平。根据 Counterpoint，在高端 SoC 领域，联发科 Dimensity 9500 主要用于 vivo X300 系列和 OPPO Find X9 系列。在 Dimensity 8000 系列中，Dimensity 8450 贡献了大部分出货量，主要受益于荣耀 500 和 OPPO Reno15 系列的推出。

根据 Counterpoint，苹果 4Q25 芯片出货量同比增长，主要因为其推出了搭载 A19 和 A19 Pro SoC 的 iPhone 17 系列，且该系列销量也有所增长。根据《半导体行业观察》，苹果下一代 A20 芯片预计将在 2026 年的 iPhone 18 系列中首次亮相，并为后续 M6 系列芯片奠定基础。根据 Counterpoint，高通 4Q25 智能手机 SoC 出货量同比下降。同样根据 Counterpoint，在高端市场，受益于 Snapdragon 8 Elite Gen 5 的推出以及头部智能手机 OEM 的导入，高端产品出货量有所增长。Snapdragon 700 系列 4Q25 出货量同比下降，而 Snapdragon 600 和 400 系列则受到入门级市场增长放缓的影响。紫光展锐 4Q25 出货量同比增长，主要受益于 Redmi 和 TECNO 的采用。凭借其 4G 产品组合，紫光展锐继续在 99 美元以下的低端价格段提升市场份额。

图表 21：联发科主要产品和应用场景比较

公司	核心产品	产品类型	主要应用场景	横向对比重点
联发科	Dimensity 9500	旗舰 5G 手机 SoC	安卓旗舰手机、端侧 AI、游戏、影像	CPU/GPU/NPU 整合、端侧 AI、安卓客户覆盖
高通	Snapdragon 8 Elite / 8 Elite Gen 5	旗舰安卓 SoC	安卓旗舰手机、端侧 AI、游戏、影像	Oryon CPU、Hexagon NPU、安卓旗舰生态
苹果	A19 Pro	iPhone 旗舰 SoC	iPhone 旗舰机型、端侧 AI、影像、游戏	性能和能效标杆、软硬件闭环生态
三星	Exynos 2600	旗舰手机 SoC	三星旗舰手机、端侧 AI、移动计算	2nm GAA 工艺、NPU、三星自有终端生态
华为海思	麒麟系列	手机 SoC	华为手机、端侧 AI、影像、通信	中国高端手机芯片参照，外售属性较弱

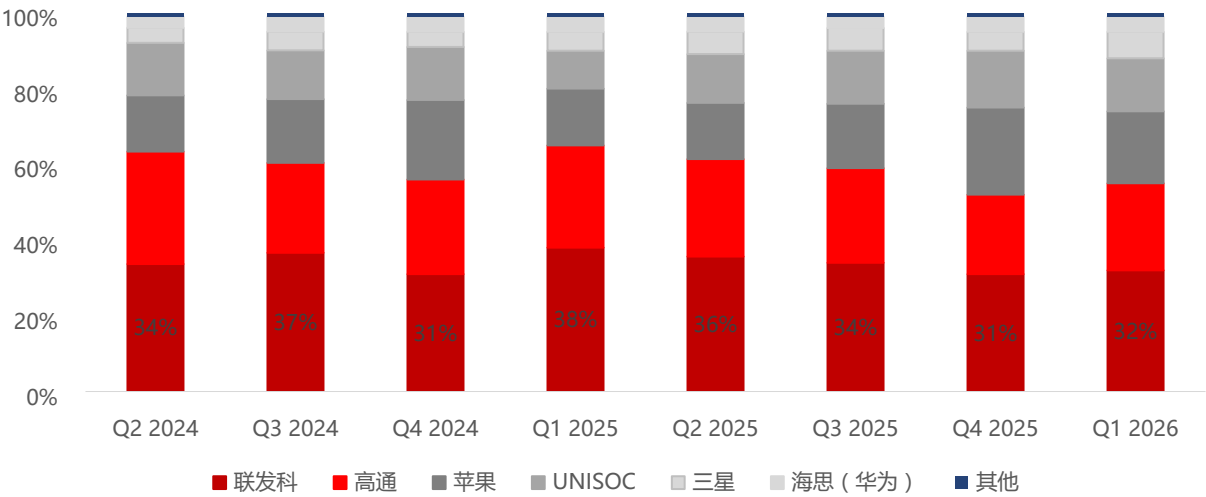
资料来源：华兴证券整理

高端 SOC-联发科市占第三

根据 Counterpoint 在 2025 年 9 月发布的《全球智能手机应用处理器-SoC 出货量及机型级预测追踪报告》，2025 年具备生成式 AI 能力的智能手机 SoC 出货量预计占全球智能手机 SoC 总出货量的 35%。其中苹果有望以 46%份额领跑该细分市场，高通以 35%紧随其后，联发科占比 12%。我们认为联发科在 25 年前四季度市占率下滑的原因主要是全球存储成本持续增高，压制了消费者购买中低端机型的购买力，相应影响了联发科中低端手机 SOC 的销量。根据 Counterpoint 在 2025 年 9 月发布的《全球智能手机应用处理器-SoC 出货量及机型级预测追踪报告》，苹果与 OpenAI 达成合作将 ChatGPT 深度集成至 iOS、iPadOS 和 macOS 中，让用户能够直接使用 ChatGPT 各项功能。此外苹果还开发一套生成式 AI 模型，包括一个 30 亿参数的设备端语言模型，以及一个更大规模的、部署在服务器端的模型，该模型可通过运行于苹果自研芯片服务器上的“私有云计算”进行访问。对于 Android 生态，高通推出了 AI Orchestrator 工具，帮助 OEM 专注于开发，而无需处理复杂的 LLM、硬件和软件问题。联发科提供 NeuroPilot 工具包，支持 CPU、GPU 和 NPU 上的 AI 优化。根据 Counterpoint，高通和联发科都在积极与中国智能手机 OEM 合作，以确保生成式 AI

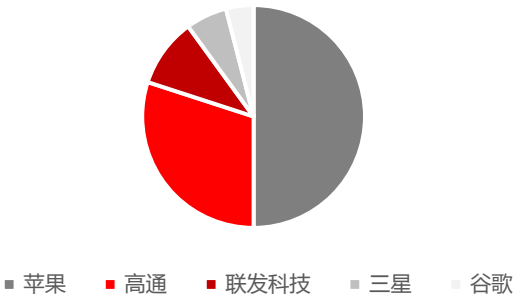
模型能够在其 SoC 上高效部署。我们认为，智能手机 SoC 厂商与中国智能手机 OEM 的合作进展，将在一定程度上影响公司在高端 SoC 领域的长期市场份额。

图表 22：全球手机 SOC 出货量



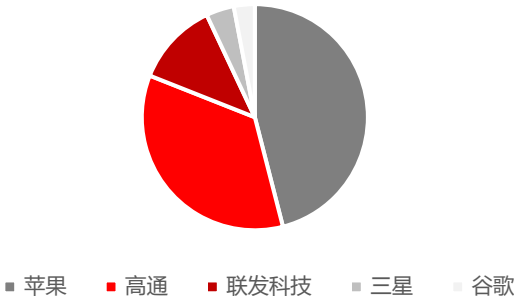
资料来源：Counterpoint，华兴证券整理

图表 23：2024 年全球智能手机端侧生成式 AI SoC 出货份额 (%)



资料来源：Counterpoint，华兴证券整理

图表 24：2025 年全球智能手机端侧生成式 AI SoC 出货份额 (%)



资料来源：Counterpoint，华兴证券整理

图表 25：旗舰手机 SOC 跑分

排名	公司	芯片	CPU 跑分	GPU 跑分	总跑分
1	高通	骁龙 8 至尊版 Gen5	1,096,583	1,352,477	2,449,060
2	联发科	天玑 9500	941,111	1,378,850	2,319,961
3	高通	骁龙 8 至尊版	894,572	1,095,845	1,990,417
4	高通	骁龙 8 Gen 5	939,588	993,655	1,933,243
5	联发科	天玑 9500s	843,521	1,008,829	1,852,350
6	联发科	天玑 9400+	822,773	974,650	1,797,423
7	联发科	天玑 9400	842,873	945,966	1,788,839
9	联发科	天玑 9400e	716,862	782,970	1,499,832
11	高通	骁龙 8s Gen 4	650,093	766,340	1,416,433
12	联发科	天玑 9300+	672,888	710,095	1,382,983
13	高通	骁龙 8 Gen 3	620,662	751,867	1,372,529

资料来源：安兔兔，华兴证券整理

根据 Gartner 于 2026 年 2 月发布的报告《Rising Memory Costs Will Drag Down Global PC and Smartphone Shipments in 2026》，Gartner 预计存储成本上升将导致 2026 年全球 PC 出货量下降 10.4%，智能手机出货量下降 8.4%。伴随 AI 在端侧手机中的应用以及存储价格在 2028 年得到有效控制，Gartner 预计 2028 年全球手机销量或实现较大增长。

展望 2026-2030 年，我们预计联发科在全球智能手机 SoC 市场中的渗透率将在 2026 年保持在约 33%。基于我们的平均售价假设，我们预计联发科智能手机 SoC 收入将在 2026E 和 2027E 分别达到 99 亿美元和 103 亿美元。根据 DoNews，联发科高端芯片主要由 OPPO 和 vivo 两大手机品牌拉动，这两家客户在 2024 年合计贡献了联发科约 70% 的高端芯片订单。根据 EE Times China，OPPO 与联发科已开展联合开发，OPPO 最新一代潮汐引擎已与联发科 Dimensity 9500 深度融合，实现了更好的能效表现。我们看好联发科与中国智能手机厂商之间的联合开发潜力，这有助于提升智能手机芯片的整体性能。

图表 26：联发科手机收入预测

手机（百万部）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球手机销量	1,282.32	1,307.96	1,198.09	1,222.05	1,344.26	1,411.47	1,439.70
YoY		2%	-8%	2%	10%	5%	2%
中国大陆地区手机销量	285	287.85	260.79	263.40	287.11	298.59	301.58
YoY		1%	-9%	1%	9%	4%	1%
非中国大陆地区手机销量	997	1,020	937	959	1,057	1,113	1,138
YoY		2%	-8%	2%	10%	5%	2%
中国大陆地区联发科 SOC 渗透率	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
非中国大陆地区联发科 SOC 渗透率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
全球份额估计	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
中国大陆地区-联发科手机 SOC 销量	123	124	112	113	123	128	130
非中国大陆地区-联发科手机 SOC 销量	301	308	283	290	320	337	345
全球-联发科手机 SOC 销量	423	432	395	403	444	466	475

单价 (美元)	25.00	25.00	25.00	25.50	26.01	26.53	27.06
YoY			0%	2%	2%	2%	2%
收入 (百万美元)			9,884	10,284	11,538	12,357	12,857
资料来源：Gartner，公司公告，华兴证券预测							

ASIC 业务有望驱动长期增长

全球 ASIC 行业预计将在 2025-2033 年保持快速增长，主要受到两大核心增长因素推动。根据 Bloomberg Intelligence，全球 ASIC 行业规模预计将从 2024 年的 1,160 亿美元增长至 2033 年的 6,040 亿美元，对应 2025-2033 年收入 CAGR 为 16%，主要受益于推理计算需求的持续扩张。

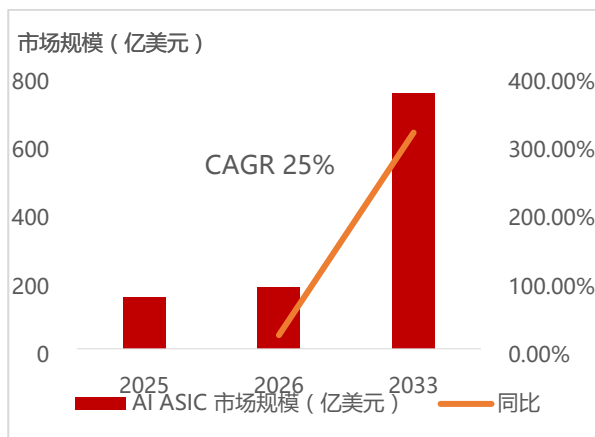
相比于 GPU，我们认为 AI ASIC 在定制化架构、高计算密度和低功耗方面具备优势，因此能够实现更好的能效表现和更强的性价比。我们也认为，ASIC 不会完全替代 GPU，二者将以不同角色协同发展。对于最先进的大模型训练和模型架构验证，GPU 仍然是不可替代的核心平台。然而，在推理侧以及特定垂直应用场景中，ASIC 的采用率预计将进一步提升。根据 TrendForce 于 2026 年 1 月发布的预测，基于 ASIC 的 AI 服务器预计将在 2026 年全球 AI 服务器出货量中占据更高比例，其出货增长速度也预计将明显快于基于 GPU 的 AI 服务器。

图表 27：2024 年 GPU、ASIC 和 AI 加速器行业的收入及 2033 年预测

芯片类型	2024 收入	预计到 2033 年	25-33E CAGR	主要类型
GPU	约 1067.2 亿美元	约 4992.4 亿美元	14%	训练，灵活推理
AI ASIC	约 92.8 亿美元	约 1147.6 亿美元	27%	优化推理，特定训练
AI 加速器	约 1160 亿美元	约 6040 亿美元	16%	所有人工智能计算

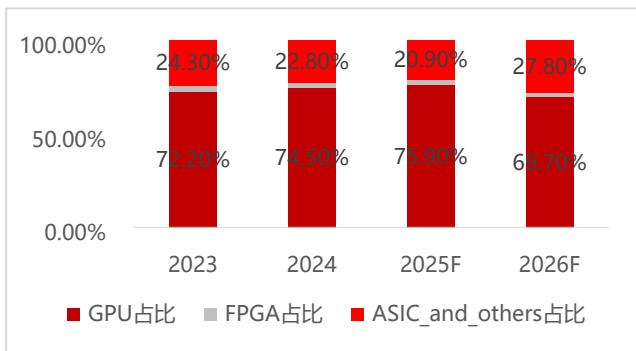
资料来源：Counterpoint，华兴证券整理

图表 28：2033 年 ASIC 市场规模估计（亿美元）



资料来源：Counterpoint，华兴证券整理

图表 29：全球 AI 服务器按照加速器类型的出货量（2023-2026 年）



资料来源：Trendforce，华兴证券整理

图表 30：2025 年中国 AI 加速卡市场出货量市占率 (%)

排名	企业	市场份额
1	英伟达	55.22%
2	华为	20.41%
3	平头哥	6.45%
4	联发科	3.50%
5	寒武纪	3.00%
6	昆仑芯	2.76%
7	海光信息	1.94%
8	沐曦股份	1.66%
9	天数智芯	1.45%
10	清微智能	0.72%

资料来源：IDC，华兴证券整理

ASIC 行业厂商众多，分别具备优势

我们认为，联发科在全球 ASIC 行业中的市场份额有望在 2026-2030 年稳步提升。核心逻辑在于，第一，谷歌正在加快全球基础设施扩张，并迫切需要更具成本效益的推理任务解决方案。联发科的低成本定位与这一战略需求高度契合。这一变化在即将推出的 TPU v8 系列中体现得较为明显：根据《半导体行业观察》及产业链资料，谷歌采用双供应商策略，其中博通继续主导面向高性能训练的 TPU v8AX “Sunfish”，而联发科则已获得面向推理场景的 TPU v8x “Zebrafish” 设计合作。

第二，尽管博通具备较强的 IP 壁垒和训练效率优势，但其高端定价策略推动 谷歌 等主要客户积极寻求更加多元化的供应链。作为新进入者，联发科有望直接受益于这一订单多元化。随着谷歌逐步将大规模推理部署转向由联发科设计的 TPUv8x，我们认为 2026 年以后联发科在数据中心 ASIC 领域的出货份额可能会显著提升。

与此同时，我们认为，其他厂商竞争格局的变化也可能间接有利于联发科的市场拓展。根据 TrendForce，Amazon 自研芯片开发高度依赖中国台湾省半导体供应链，包括台积电和世芯电子。我们认为，随着世芯电子进一步参与 AWSTrainium 供应链，其市场地位有望在未来几年逐步修复。相比之下，在与谷歌深度合作以及具备较强成本竞争力的支持下，联发科有望快速提升市场份额。

我们相信联发科在谷歌 TPU 领域的竞争优势是：

低成本优势。在 2026 年 4 月 22 至 24 日美国拉斯维加斯举办 Google Cloud Next 26 上，谷歌发布了两款最新 AI ASIC 服务器芯片：TPU v8t（用于训练，代号 Sunfish）和 TPU v8i（用于推理，代号 Zebrafish）。面向训练的 TPU v8t 由博通设计，面向推理的 TPU v8i 由联发科设计。根据半导体行业观察，博通除了负责设计谷歌芯片外，也负责 HBM 内存采购、供应链协调、后段封装整合等一系列服务。这种针对谷歌的一站式服务代价是博通会在 HBM 采购上加收 15%-20% 的溢价。根据 Counterpoint，随着 HBM 在 AI 芯片整体成本中占比不断上升，这部分溢价在大规模部署时将显著增加成本。谷歌新策略是自己掌控 HBM 采购和计算核心设计，把 I/O 模块和制造协调外包给联发科从而降低成本。

技术优势和客户考虑。根据半导体行业观察，联发科切入谷歌 ASIC 的核心是 SerDes，SerDes 是 AI 芯片中负责芯片间高速数据传输的核心 IP，决定了芯片间互联带宽的上限。由于联发科在手机基带芯片深耕多年，在高速信号传输的积累深厚。TPU v8i 项目中，核心计算芯片由谷歌自研，联发科负责 I/O 芯片。在 meta 和谷歌上，我们认为联发科可以依赖高性价比加快在 ASIC 的渗透率。

在 1Q26 法说会上，联发科释放出第一个 AI 加速器 ASIC 专案将如期进入量产，并调高公司 2026 年 ASIC 业务收入贡献预估至约 20 亿美元，2027 年可望达到数十亿美元规模。除了第一个专案，公司强调另一个 AI 加速器 ASIC 专案目标于 2027 年底前进入量产。

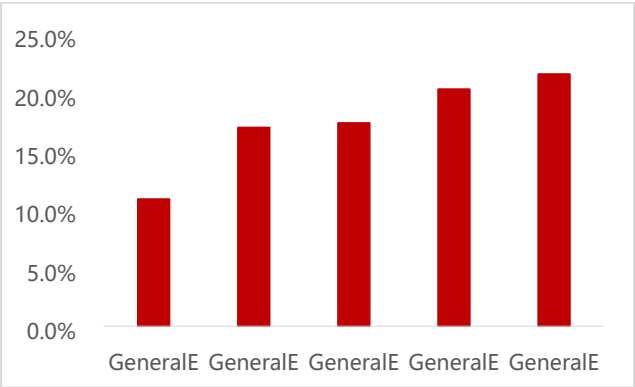
图表 31：联发科 AI ASIC 业务关键进展

维度	具体内容
客户及项目进展	根据联发科 1Q26 业绩会，公司首个 AI 加速器 ASIC 项目面向一家美国 hyperscale 客户。该项目进展顺利，并正按计划推进至量产阶段。另一个 AI 加速器 ASIC 项目正在与客户及供应链伙伴密切合作设计中，目标在 2027 年底前量产。
收入节奏	公司持续上调 ASIC 收入展望。根据联发科 1Q25 业绩会，ASIC 预计将在 2026 年开始贡献具有一定规模的年度收入。根据 3Q25 业绩会，云端 ASIC 收入预计将在 2026 年达到 10 亿美元，并在 2027 年达到数十亿美元。根据 4Q25 业绩会，数据中心 ASIC 收入预计将在 2026 年超过 10 亿美元。根据 1Q26 业绩会，联发科进一步上调预期，并指引 AI ASIC 业务在 2026 年全年有望贡献约 20 亿美元收入。
客户 pipeline	根据联发科 2Q25 业绩会，公司一直在与多家全球 CSP 就数据中心 ASIC 机会进行接触。根据 3Q25 业绩会，联发科继续积极接触第二家 hyperscale 公司。根据 1Q26 业绩会，多个新的数据中心 ASIC 机会正在推进，其中部分项目已进入最终讨论阶段。
技术能力	根据 1Q26 业绩会，联发科强调其具备定制化 AI 加速器设计能力，关键技术包括高速互连 SerDes、先进制程节点、先进封装、PPA 优化、HBM 集成，以及 spec-in、RTL-in 和 GDS-in 等多种合作模式。

供应链与产能	根据联发科 4Q25 业绩会，公司已锁定支持数据中心 ASIC 及其他领域增长所需的产能。根据 1Q26 业绩会，基于已锁定的产能，联发科表示有信心其首个项目将在 2027 年扩大至数十亿美元规模。
后续技术投入	根据 1Q26 业绩会，联发科持续投资关键技术，包括 400G SerDes、CPO、3.5D 封装、定制化 HBM 和 IVR。公司还投资了 Ayar Labs，以加强其在共封装光学领域的能力。

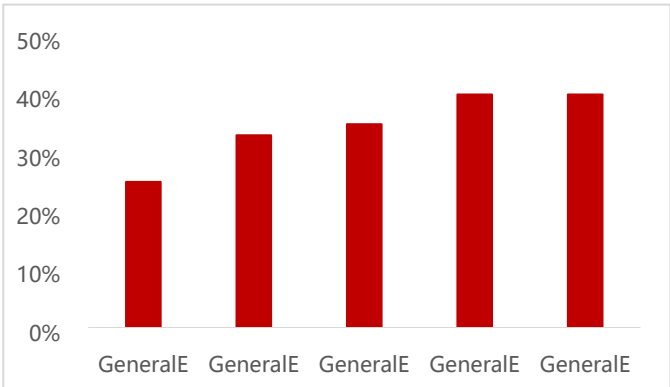
资料来源：公司信息，华兴证券整理

图表 32：联发科在谷歌 TPU 颗数市占率



资料来源：Counterpoint，华兴证券预测

图表 33：全球 ASIC 颗数总体市占率-联发科



资料来源：Counterpoint，华兴证券预测

图表 34：定制 ASIC 出货量预测

定制芯片（m）	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球服务器 ASIC 出货量	11.50	23.50	39.00	52.50	73.00
YoY	120%	104%	66%	35%	39%
谷歌 TPU	5.00	11.50	18.00	24.00	35.00
Meta ASIC	1.00	1.00	2.00	3.50	5.00
AWS ASIC	3.00	6.50	10.00	12.00	15.00
微软 ASIC	0.50	1.50	4.00	6.00	8.00
其他	2.00	3.00	5.00	7.00	10.00
谷歌 TPU-联发科渗透率	25.00%	33.00%	34.90%	40.00%	40.00%
Meta ASIC-联发科渗透率	0.00%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%
AWS ASIC-联发科渗透率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
微软 ASIC-联发科渗透率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他家 ASIC-联发科渗透率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
谷歌 TPU-联发科负责颗数	1.25	3.80	6.28	9.60	14.00
Meta ASIC-联发科负责颗数	0.00	0.20	0.50	1.05	1.75
AWS ASIC-联发科负责颗数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
微软 ASIC-联发科负责颗数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他家 ASIC-联发科负责颗数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计-联发科负责颗数	1.25	4.00	6.78	10.65	15.75

谷歌 TPU-联发科单价	3,000	4,000	5,200	5,720	6,292
Meta ASIC-联发科单价	3,000	3,300	3,630	3,993	4,392
AWS ASIC-联发科单价	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
微软 ASIC-联发科单价	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
谷歌 TPU-联发科收入	3,750.00	15,180.00	32,666.40	54,912.00	88,088.00
Meta ASIC-联发科收入	0.00	660.00	1,815.00	4,192.65	7,686.53
AWS ASIC-联发科收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
微软 ASIC-联发科收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收入 (百万美元)	3,750	15,840	34,481	59,105	95,775

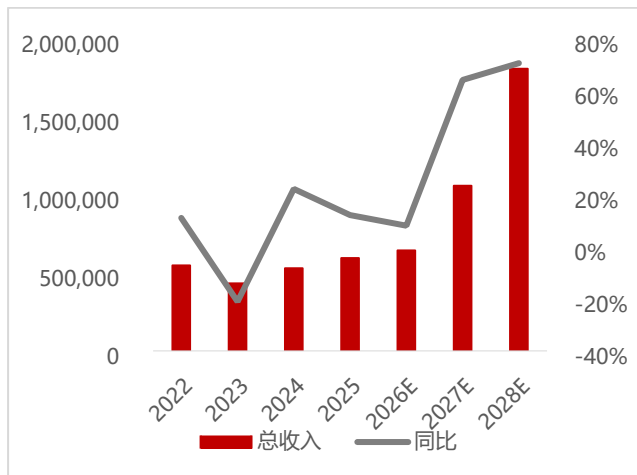
资料来源：华兴证券预测

财务预测

我们预计公司总收入将在 2028 年达到 1.81 万亿新台币

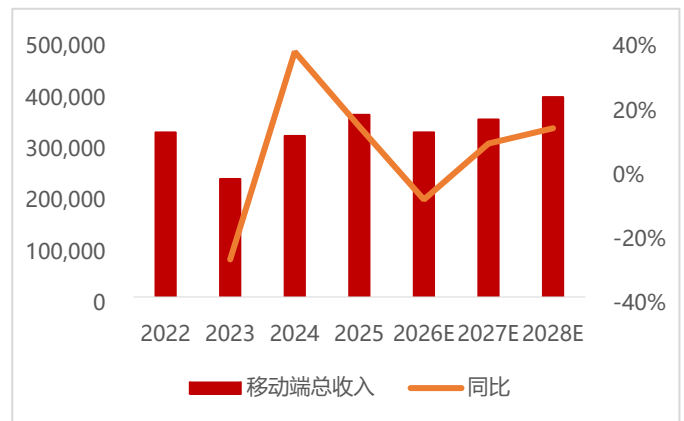
快速增长业务板块方面，根据公司 2025 年年报，IoT 和定制化 ASIC 是公司的两大快速增长业务。IoT 业务主要包括 Wi-Fi 产品和可穿戴产品，而 ASIC 业务主要指联发科面向下游 CSP 客户的定制化芯片业务。联发科 1Q26 财务结果显示，公司首个 ASIC 项目即将进入量产，并且公司已将 2026 年 ASIC 收入预期上调至 20 亿美元，预计该业务将在 2027 年达到数十亿美元规模。我们认为，随着公司在 ASIC 业务中持续积累客户资源和研发能力，其 ASIC 收入在 2027-2028 年具备较强增长潜力。因此，我们预计公司总收入将在 2028 年达到 1.81 万亿新台币。

图表 35：公司总收入（百万新台币）



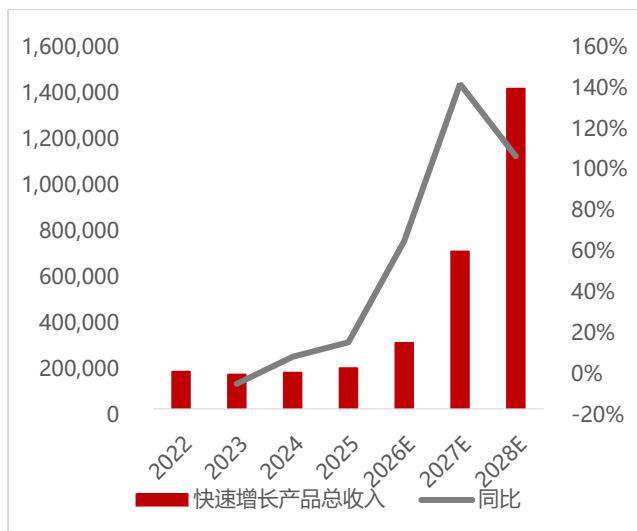
资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 36：移动端收入（百万新台币）



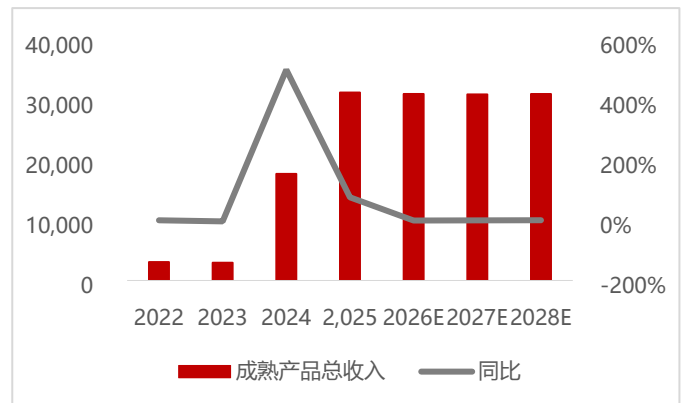
资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 37：快速增长产品总收入（百万新台币）



资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 38：成熟产品收入（百万新台币）



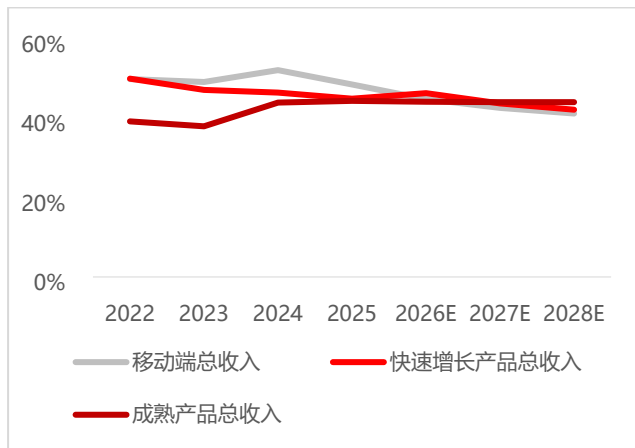
资料来源：公司公告，华兴证券预测

净利率预计将在 2028 年达到 23.1%

2026-2028 年，我们认为公司毛利率可能下降。一方面，短期来看，存储价格上涨可能进一步压制消费电子需求，并对销售价格和毛利率造成压力。另一方面，作为谷歌下游 ASIC 供应商之一，公司可能会保持一定的定价灵活性，以保护其市场份额。基于我们的预测，我们预计公司快速增长业务产品的毛利率将在 2028 年达到 46.4%。我们预计消费电子业务毛利率将在 2028 年达到 44.9%。

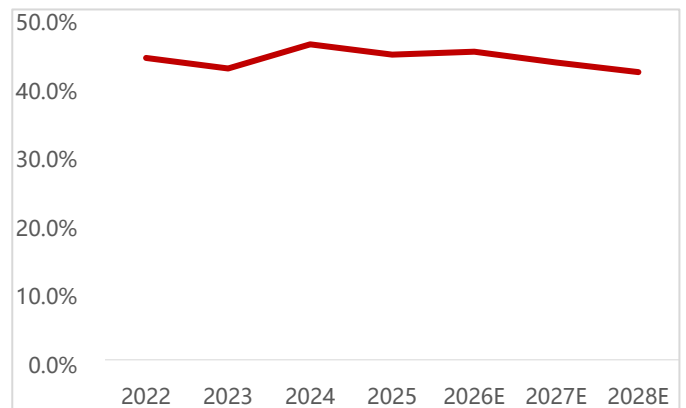
我们认为，影响公司净利率的主要因素包括：1) 毛利率水平；2) 研发和营销投入。在 2023-2026 年进行较大规模研发投入后，我们认为公司将在 FY2026-2027 控制研发人员规模，并提升研发人员效率。因此，我们预计公司净利率将从 2025 年的 16.4% 提升至 2028 年的 23.1%。

图表 39：分产品毛利率预测(%)



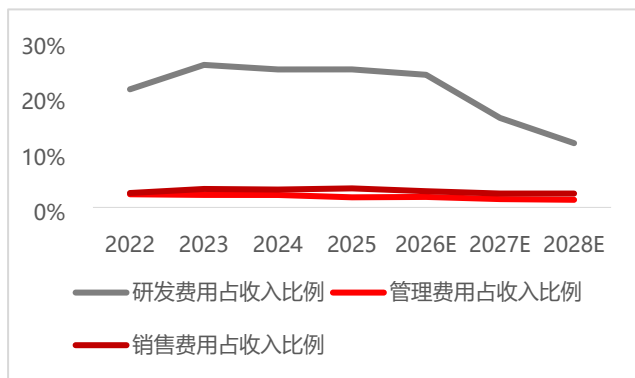
资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 40：2022-2028E 公司整体毛利率预测 (%)



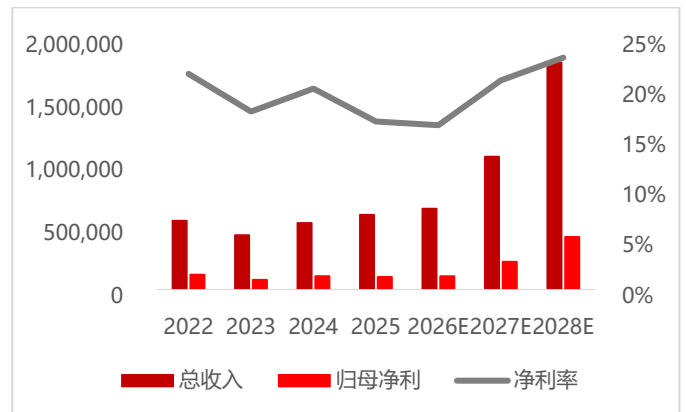
资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 41：2022-2028E 营销和研发费用占收入比例 (%)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 42：2022-2028E 年总收入（百万新台币）、归母净利润（百万新台币）和净利率 (%)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

估值

根据 Wind，联发科的历史估值可分为三个阶段。第一阶段为 2022 年 12 月至 2023 年 12 月，估值持续上升，主要原因是自 2022 年 12 月起，市场开始将联发科视为边缘 AI 趋势的主要受益者，情绪改善推动估值上行。第二阶段为 2024 年 1 月至 2024 年 12 月，估值出现回落，原因在于全球智能手机 SoC 市场复苏疲软、竞争加剧，且 ASIC 等新业务的短期贡献难以量化。第三阶段为 2025 年 3 月至今，估值有所修复，主要原因包括：1) 2025 年 4 月的中美关税问题得到妥善解决，提振了此前受地缘政治担忧压制的市场情绪，并带动 AI 芯片相关股票整体估值回升；2) 云服务提供商进一步加大资本开支预算；3) 联发科持续推出 AI 相关新产品，改善市场对其增长前景的预期。

我们认为，基于 SOTP 分部估值框架，联发科估值仍具备上行空间

我们采用分部加总（SOTP）估值法对联发科进行估值。在该方法下，我们对公司的两项核心业务——传统业务和 ASIC 业务——分别进行估值，对各分部预估盈利赋予相应的市盈率倍数。我们认为这一框架是合适的，因为联发科拥有清晰的净利润增长路径，既来自传统智能手机业务，也来自快速增长的 ASIC 业务板块，这些增长应逐步转化为每股收益（EPS）增长，为股东创造价值。我们的 SOTP 估值得出目标价为新台币 10,369 元，各部分构成如下：

对联发科传统消费电子业务（含智能手机），我们采用 16 倍 2030 年预期市盈率，该倍数为过去 10 年平均市盈率。

对于 ASIC 业务，根据 Wind 一致预期，海外 ASIC 或 GPU 公司在 2026E–2030E 期间的净利润年均复合增长率预计为 36%，平均估值为 10.87 倍 2030 年预期市盈率。我们认为市场低估了两个因素：1) 联发科从谷歌 ASIC 项目中获得的设计服务费，以及随着 ASIC 复杂度提升，该费用进一步上升的潜力；2) 联发科在谷歌整体 ASIC 业务中逐步提升份额的能力。此外，考虑到联发科有望赢得其他云服务商的 ASIC 业务，我们对联发科 2028E–2030E 的 ASIC 收入、出货量及利润率比市场更为乐观。

我们预计联发科 ASIC 业务在 2026E–2030E 期间的净利润年均复合增长率（CAGR）将达到 225%。考虑到联发科 ASIC 净利润的预测增速高于海外 ASIC/GPU 公司 2026E–2030E 的净利润增长水平，我们认为对联发科 2030E 的 ASIC 净利润给予 25 倍市盈率是合理的。我们选择 2030E 净利润作为 ASIC 业务估值基础的理由是：2028–2030 年将是联发科 ASIC 业务快速发展的时期，采用 2030E 净利润能更好地反映联发科 ASIC 业务的长期增长潜力。

我们首次覆盖联发科，给予“买入”评级。催化剂包括：1) 谷歌及其他客户是否进一步增加 ASIC 相关产品订单；2) 消费电子业务是否企稳。

图表 43：联发科过去 10 年 24 个月 P/E



注：股价截至 2026 年 6 月 13 日

资料来源：WIND，华兴证券预测

图表 44：分部利润测算

分部估值（百万新台币）	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2026-30 年 NI CAGR
传统业务						
传统业务净利	99,017	121,666	149,835	172,310	194,711	
目标 PE 估值		16			16	
公司价值					3,115,370	
ASIC 业务						
ASIC 业务净利	6,760	99,654	269,442	465,449	754,224	225%
目标 PE 估值					25	
ASIC 业务价值					18,855,610	
总计公司价值（到 30 年）					21,970,980	
总计公司价值（到 27 年）		16,507,123				
股数		1,592				
目标价（新台币）		10,369				

资料来源：WIND，华兴证券预测

图表 45：ASIC 海外公司 P/E 比较

公司	代码	股价 (本币)	市值 (百万美元)	28 财年	29 财年	30 财年	28 财年	29 财年	30 财年	2026-30 财年 净利润 CAGR	PEG (26 财年)
联发科	2454 TT	3150	165,344	13,525	20,573	30,611	12.22	8.04	5.40	73%	0.66
AMD	AMD US	454.62	741,300	32,223	43,501	54,376	23.01	17.04	13.63	60%	1.49
高通	QCOM US	163	171,676	13,806	17,352	22,200	12.43	9.89	7.73	18%	0.84
博通	AVGO US	380.91	1,810,080	127,955	148,182	161,000	14.15	12.22	11.24	30%	1.07
海外 AI 处理器公司均值				57,995	69,678	79,192	16.53	13.05	10.87	36%	1.13

注：股价截至 2026 年 7 月 28 日。联发科数据基于华兴预测。其他公司来自 WIND 预测。

资料来源：WIND，华兴证券预测

风险提示

- 手机 SoC 需求和高端化进度不及预期：手机 SoC 仍是联发科最重要的收入来源之一。如果全球智能手机需求复苏慢于预期，或天玑旗舰芯片在高端安卓客户中的导入节奏低于预期，公司手机业务增长和产品结构改善可能不及预期。
- 先进制程和 AI 产品研发导入不及预期：公司正在推进 2nm 旗舰 SoC、Edge AI、Wi-Fi 7、车用平台、数据中心 ASIC、400G SerDes 和 CPO 等产品和 IP。如果先进制程成本高于预期、客户验证周期延长，或量产爬坡慢于预期，可能影响公司高端化和平台化节奏。
- 汽车电子和数据中心 ASIC 业务放量不及预期：车用座舱、ADAS 相关客制化 SoC 和云端数据中心 ASIC 的认证和导入周期都比较长。如果客户项目进度延后，或新产品量产规模低于预期，这些新业务对收入和利润的贡献可能被推迟。
- 毛利率和价格竞争风险：手机 SoC、连接芯片和消费电子芯片竞争激烈，产品生命周期也较短。如果高通、苹果自研芯片、三星、紫光展锐或其他厂商加大价格竞争，或者先进制程、封测、IP 授权等成本上升无法完全转嫁，公司毛利率可能承压。
- 汇率和全球贸易政策风险：联发科收入和成本涉及多币种，客户和供应链也分布在全球。如果美元、新台币等主要币种波动较大，或国际贸易政策、出口管制和终端需求发生变化，可能影响公司的收入确认、成本结构和客户采购节奏。

附录

公司背景

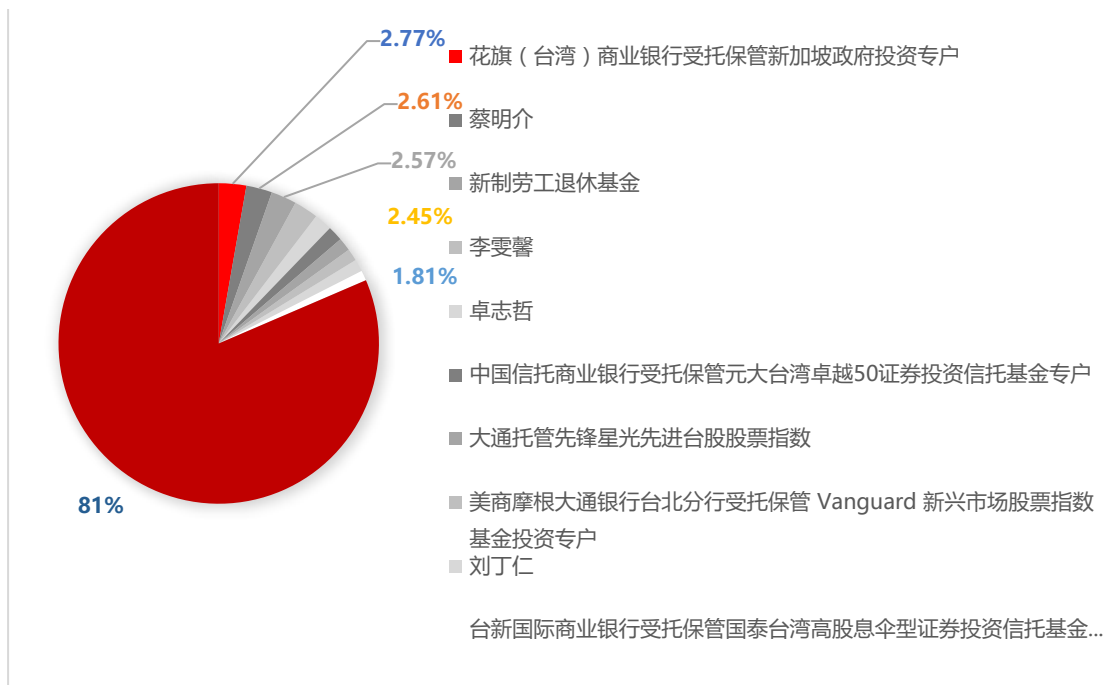
根据联发科公司简介，联发科技股份有限公司（2454 TT）成立于 1997 年，总部位于中国台湾省新竹市，是全球主要的无晶圆厂芯片设计公司之一。公司最初从光驱、DVD 和数字电视等消费电子芯片起步，之后逐步拓展至智能手机 SoC、无线连接、宽带网络、电视 SoC、ASIC、汽车芯片和模拟芯片等领域。如今，联发科已不再只是单一的智能芯片公司，而更像是一家多平台 SoC 供应商，业务覆盖移动端、家庭娱乐、连接、边缘 AI、汽车电子和数据中心 ASIC 等领域。

根据 Counterpoint，智能手机 SoC 仍是联发科最重要的业务之一。公司在 2025 年继续位居全球智能手机 SoC 市场份额第一，并持续在高端 Android 市场推进 Dimensity 旗舰平台。根据联发科 3Q25 业绩会，Dimensity 9500 采用 3nm 制程，并集成全大核 CPU、GPU 和 NPU 等模块，支持 Agentic AI 和旗舰级多媒体体验。公司 2025 年旗舰芯片收入超过 30 亿美元，并且已完成基于台积电 2nm 制程的旗舰 SoC 设计定案，显示公司仍在持续向高端市场推进。

根据联发科 4Q25 业绩会和 1Q26 业绩会，除智能手机外，Smart Edge 相关业务近年来已成为联发科重要的增量增长来源。公司在无线及有线连接、平板电脑、电视、宽带和边缘 AI 等领域均有产品布局。随着 Wi-Fi 7、5G 数据芯片、10GPON、旗舰及高端边缘 AI 芯片等产品渗透率持续提升，联发科在全球运营商、消费电子客户和计算终端客户中的覆盖范围也在扩大。

根据联发科 3Q25 业绩会和 1Q26 业绩会，AI、ASIC 和汽车业务是公司中长期转型的重点方向。由联发科与 NVIDIA 共同设计的 GB10 Grace Blackwell Superchip 已用于 NVIDIA DGX Spark 个人 AI 超级计算机，并已进入量产阶段。在汽车业务方面，公司推出了 C-X1 旗舰智能座舱平台，并与 DENSO 合作开发面向 ADAS 和智能座舱应用的定制化 SoC。公司也在持续投资云端数据中心 ASIC，包括 SerDes IP、400G SerDes 和 CPO 等关键技术。

图表 46：持股结构



资料来源：Wind，华兴证券整理

图表 47：管理层介绍

姓名	职务	主要背景
蔡明介 / Ming-Kai Tsai	董事长	美国辛辛那提大学电机工程硕士；曾任联华电子第二事业群总经理；联发科创办人。
蔡力行 / Rick Tsai	副董事长暨执行长	美国康奈尔大学材料科学暨工程博士；曾任中华电信董事长暨执行长、台积电总经理暨执行长。
陈冠州 / Joe Chen	董事暨总经理暨营运长	交通大学电子工程研究所硕士；曾任矽统科技工程师。
顾大为 / David Ku	共同营运长、执行副总经理、财务长、公司发言人	美国伊利诺伊大学香槟分校 MBA；曾任摩根大通投资银行副总裁。
庄承德 / Cheng-Te Chuang	执行副总经理	交通大学电子工程研究所硕士；曾任联华电子工程师。
周渔君 / Kevin Jou	执行副总经理暨技术长	美国南加州大学电机工程博士；曾任 Qualcomm 副总裁及 Qualcomm 中国 CTO。
陆国宏 / Kou-Hung Loh	资深副总经理	美国德州农工大学电机工程博士；曾任 Silicon Bridge 创办人暨 CEO。
林秀瑜 / Sherry Lin	资深副总经理暨人资长	美国罗格斯大学人力资源硕士；曾任台积电人力资源处长。
宿文堂 / David Su	资深副总经理暨法务长	美国威斯康星大学法学博士；曾任台积电资深专案处长。

资料来源：联发科官网，华兴证券整理

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(TWDmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
手机相关收入 (百万元新台币)	355,013	320,777	345,930	389,570
增长业务收入 (百万元新台币)	176,556	286,155	683,507	1,391,139
成熟业务收入 (百万元新台币)	31,224	30,986	30,912	30,980
其他收入	33,173	7,111	0	0
营业收入	595,966	645,028	1,060,348	1,811,689
营业成本	(312,886)	(352,421)	(599,987)	(1,050,477)
毛利润	283,080	292,607	460,361	761,211
管理及销售费用	(179,610)	(185,272)	(213,443)	(280,025)
息税前利润	103,470	107,335	246,918	481,186
息税折旧及摊销前利润	126,444	131,143	271,559	506,660
利息收入	10,222	10,000	10,000	10,000
利息支出	0	0	0	0
税前利润	119,517	123,614	261,918	496,186
所得税	(18,770)	(17,615)	(40,597)	(76,909)
净利润	99,948	105,777	221,321	419,277
基本每股收益 (TWD)	62.70	66.34	138.81	262.96

资产负债表

(TWDmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	397,456	341,596	503,222	801,846
货币资金	247,709	161,950	202,652	281,847
应收账款	62,121	76,685	126,060	215,384
存货	67,235	89,666	152,653	267,271
其他流动资产	20,392	13,296	21,857	37,344
非流动资产	346,329	413,145	533,274	746,550
固定资产	60,427	65,427	70,427	75,427
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
资产	743,785	754,741	1,036,496	1,548,395
流动负债	303,350	204,711	261,660	373,072
短期借款	940	940	940	940
预收账款	0	0	0	0
应付账款	48,710	58,560	99,697	174,553
长期借款	31,240	31,240	31,240	31,240
非流动负债	31,240	31,240	31,240	31,240
负债	334,590	235,951	292,900	404,312
股份	16,039	16,039	16,039	16,039
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	354,139	354,139	354,139	354,139
归属于母公司所有者权益	409,195	518,790	743,596	1,144,084
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	743,785	754,741	1,036,496	1,548,395

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(TWDmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	99,948	105,777	221,321	419,277
折旧摊销	22,974	23,808	24,641	25,474
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	(785)	0	0	0
营运资本变动	40,655	(128,537)	(63,975)	(108,016)
经营活动产生的现金流量	162,793	1,047	181,986	336,735
资本支出	(15,059)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
收购及投资	(9,920)	0	0	0
处置固定资产及投资	(12,775)	(61,816)	(115,129)	(208,276)
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(37,754)	(66,816)	(120,129)	(213,276)
股利支出	(86,070)	(19,990)	(21,155)	(44,264)
债务筹集（偿还）	60	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(1,665)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(87,675)	(19,990)	(21,155)	(44,264)
现金及现金等价物净增加额	37,364	(85,759)	40,702	79,195
自由现金流	147,734	(3,953)	176,986	331,735

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
手机相关收入 (百万元新台币)	355,013	320,777	345,930	389,570
增长业务收入 (百万元新台币)	176,556	286,155	683,507	1,391,139
成熟业务收入 (百万元新台币)	31,224	30,986	30,912	30,980

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	12.3	8.2	64.4	70.9
毛利润	7.5	3.4	57.3	65.4
息税折旧及摊销前利润	2.5	3.7	107.1	86.6
净利润	(6.1)	5.8	109.2	89.4
稀释每股调整收益	(6.1)	5.8	109.2	89.4
盈利率 (%)				
毛利率	47.5	45.4	43.4	42.0
息税折旧及摊销前利润率	21.2	20.3	25.6	28.0
息税前利润率	17.4	16.6	23.3	26.6
净利率	16.8	16.4	20.9	23.1
净资产收益率	24.4	20.4	29.8	36.6
总资产收益率	13.4	14.0	21.4	27.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.3	1.7	1.9	2.1
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
估值比率 (x)				
市盈率	21.9	50.0	23.9	12.6
市净率	5.3	10.2	7.1	4.6
市销率	8.9	8.2	5.0	2.9

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于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受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。