下载日志已记录，仅供内部参考

电子 | 半导体

非金融|首次覆盖报告

2026 年 10 月 26 日

燧原科技(688801.SH)

——云端 AI 芯片领军企业，全栈系统自研开启新篇章

投资评级： 买入（首次）

投资要点：

- **云端 AI 芯片领军企业，全栈产品体系构筑技术护城河。**公司是我国云端 AI 芯片领域领军企业之一，坚持原始创新、自主研发，成立 8 年来自研迭代四代架构、5 款云端 AI 芯片，实现芯片 + 硬件 + 软件全栈自研、软硬协同，构成公司长期核心竞争力和护城河。公司营收快速增长，2023-2025 年分别实现 3.01/ 7.22/ 9.90 亿元，2026H1 营收达 11.20 亿元、同比增长 279%；毛利率持续稳定 30%上下，期间费用管控成效显著，亏损幅度在 2023-2025 年持续收窄，经营质量稳步改善。

- **大模型拉动 AI 算力需求，公司有望充分受益 DSA 架构红利。**全球 AI 加速卡市场预计 2028 年将超过 5,000 亿美元，中国市场需求将超过万亿元人民币、约占全球 30%。大模型正从大规模训练走向推理落地，预计 2026 年全球 AI 推理对加速卡需求将超过训练场景；推理阶段对 CUDA 依赖减弱，专用于 AI 计算的 DSA 架构在功耗、成本与性价比上更具优势、需求占比逐步提高。公司作为 DSA 架构云端 AI 芯片领军企业，有望持续受益行业景气与国产替代双重红利。

- **产品全覆盖，AI 加速卡迭代至邃思 400 芯片，发布 ESL32/64 超节点。**公司产品覆盖 AI 加速卡及模组、智算系统及集群、AI 计算及编程软件平台三大方向：加速卡已迭代至 2025 年发布的第四代邃思 400 芯片，支持 FP8 精度及万卡及以上集群；智算系统打造云燧智算机（POD）系列，并基于第四代训推一体模组 L600 推出 OGX 产品与 ESL32/64 超节点；软件平台 "驭算 TopsRider" 覆盖固件、驱动、编译器、算子库到深度学习框架五个层次，支撑大模型训练与推理的高性能国产算力底座。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为-2.91/10.10/28.12 亿元，同比分别亏损收窄/扭亏为盈/+178%，当前股价对应的 2027-2028 年 PE 分别为 188/68 倍。我们选取寒武纪、海光信息、沐曦股份、摩尔线程为可比公司，鉴于公司 AI 加速卡业务高速成长，超节点与智算集群业务规模持续扩大，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**行业竞争风险、AI 大模型行业资本开支风险、公司产品研发迭代的风险、人工智能业务风险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	722	990	3,816	7,819	13,481
同比增长率（%）	139.85%	37.07%	285.42%	104.90%	72.41%
归母净利润（百万元）	-1,510	-1,164	-291	1,010	2,812
同比增长率（%）	9.27%	22.94%	74.99%	447.07%	178.34%
每股收益（元/股）	-3.51	-2.70	-0.68	2.35	6.53
ROE（%）	-36.30%	-36.98%	-3.24%	10.12%	21.97%
市盈率（P/E）	-125.74	-163.17	-652.50	188.00	67.54

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师

宁柯瑜

SAC：S1350525020001

ningkeyu@huayuanstock.com

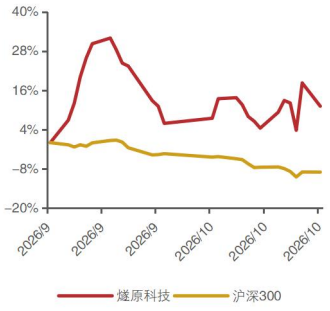
钟依浓

SAC：S1350526090003

zhongyinong@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 10 月 26 日
收盘价（元）	441.29
一年内最高/最低（元）	564.46/369.90
总市值（百万元）	189,909.91
流通市值（百万元）	7,899.23
总股本（百万股）	430.35
资产负债率（%）	78.70
每股净资产（元/股）	6.83

资料来源：聚源数据

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为-2.91/10.10/28.12 亿元，同比分别亏损收窄/扭亏为盈/+178%，当前股价对应的 2027-2028 年 PE 分别为 188/68 倍。我们选取寒武纪、海光信息、沐曦股份、摩尔线程为可比公司，鉴于公司 AI 加速卡业务高速成长，超节点与智算集群业务规模持续扩大，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 38.16/78.19/134.81 亿元，同比增速分别为 285%/105%/72%。

1）AI 加速卡及模组产品：公司核心业务支柱，伴随着国内 AI 需求提升，以及公司新款 AI 芯片研发、出货，预期后续呈现高速增长。我们预计 2026-2028 年业务营收将分别实现 300%/100%/70% 的同比增长，营收额分别达到 34.26/68.51/116.47 亿元。毛利率有望维持在 35%左右。

2）智算系统产品及集群项目：公司布局 AI 算力领域，打造超节点与智算系统集群产品，后续整机柜及集群产品有望加速出货。2026-2028 年该业务营收额预期达到 3.85/9.62/18.27 亿元。毛利率有望维持在 26%左右。

3）IP 授权及其他业务：占比极低，我们预期营收增速将接近持平。

投资逻辑要点

燧原科技作为我国云端 AI 芯片领域的领军企业，坚持原始创新、自主研发，成立 8 年来迭代四代架构、5 款云端 AI 芯片，构建起覆盖 AI 芯片、AI 加速卡及模组、智算系统及集群、AI 计算及编程软件平台的“芯片+硬件+软件”全栈自研体系，技术护城河深厚。受益于 AI 大模型从训练走向推理落地，推理用 AI 加速卡市场高速扩容，且推理阶段对 CUDA 依赖减弱、专用 AI 计算的 DSA 架构在成本与性价比上更具优势，公司作为 DSA 架构领军企业，有望充分受益于行业景气与国产替代双重红利。

核心风险提示

行业竞争风险、AI 大模型行业资本开支风险、公司产品研发迭代的风险、人工智能业务风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 云端 AI 芯片领军企业，硬件+软件+集群全覆盖 5
1.1. 云端 AI 芯片领军企业，坚持 AI 芯片自研迭代 5
1.2. 围绕云端 AI 芯片，硬件+软件+集群研发全覆盖 5
1.3. 公司营收快速增长，毛利率维持稳定 6
2. AI 拉动算力需求，推理市场持续扩大 8
2.1. AI 算力需求增长，全球云厂商加大 AI 资本开支 8
2.2. 大模型走向推理落地，中国市场这一趋势更加明显 9
2.3. 推理对于 CUDA 依赖减弱，DSA 架构需求占比逐步提高 9
3. 产品全覆盖：AI 加速卡、系统集群、软件平台 10
3.1. AI 加速卡为主要产品形态之一，迭代至邃思 400 芯片 10
3.2. 打造智算系统及集群，发布 ESL32/64 超节点 11
3.3. 研发 AI 计算及编程软件平台，坚持独立自主开放创新 12
4. 募投项目投入 13
5. 盈利预测与评级 14
6. 风险提示 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 公司主营业务产品情况 5
图表 2： 公司产品矩阵列表 6
图表 3： 公司产品演进情况 6
图表 4： 公司 2022-2026H1 营业收入及同比 7
图表 5： 公司 2022-2026H1 归母净利润 7
图表 6： 公司 2022-2025 分业务营业收入 7
图表 7： 公司 2022-2026H1 毛利率 8
图表 8： 公司 2022-2026H1 期间费用率 8
图表 9： 全球 AI 加速卡市场规模 8
图表 10： 中国 AI 加速卡市场规模 8
图表 11： 全球训练和推理 AI 加速卡市场规模 9
图表 12： 中国训练和推理 AI 加速卡市场规模 9
图表 13： 公司 AI 加速卡产品阵列 10
图表 14： 公司智算系统产品情况 11
图表 15： 公司超节点产品情况 12
图表 16： 公司 AI 计算及编程软件平台 12
图表 17： 公司 IPO 募投项目（万元） 13
图表 18： 可比公司估值表 14

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 云端 AI 芯片领军企业，硬件+软件+集群全覆盖

1.1. 云端 AI 芯片领军企业，坚持 AI 芯片自研迭代

公司是我国云端 AI 芯片领域的领军企业之一，致力于成为“通用人工智能基础设施领军企业”。公司坚持原始创新、自主研发的技术路线，构筑长期可持续发展的核心竞争力和护城河。成立 8 年来，公司自研迭代了四代架构 5 款云端 AI 芯片，构建了覆盖 AI 芯片、AI 加速卡及模组、智算系统及集群和 AI 计算及编程软件平台的完整产品体系。

核心技术领域，公司经过多年积累，形成了芯片及硬件、软件及编程平台和算力集群方案三大类，全方位、立体化的核心技术体系。

图表 1：公司主营业务产品情况

产品	内容
底层硬件	公司基于自主指令集，对标英伟达 TensorCore 加速计算单元和 NVLink 卡间互联技术，原创自主架构的 GCU－CARE 加速计算单元和 GCU－LARE 片间高速互连技术，相应架构不仅具有编程灵活性，而且深度支持 AI 大模型高并行度加速计算
软件平台	公司未跟随英伟达主导的 CUDA 生态，自研了包括驱动程序、编译语言与编译器、算子库、工具链的全栈 AI 计算及编程软件平台“驭算 TopsRider”，以链接公司硬件与人工智能应用程序，大大降低了主流 AI 模型的编程开发难度和迁移成本，能够让公司硬件产品在应用场景中更好地释放性能
算力集群	公司千卡、万卡智算中心项目已经实现收入，目前公司已经联合客户研发超节点方案，联合打造具有商业化价值的万卡高速互联集群
生态建设	公司多代产品已在广泛的互联网 AI 场景中大规模商用，持续为基于从传统 AI 模型到 AI 大模型的国民级互联网应用提供 AI 算力支撑

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 围绕云端 AI 芯片，硬件+软件+集群研发全覆盖

公司围绕自研云端 AI 芯片构建了覆盖 AI 加速卡及模组、智算系统及集群的全栈算力产品体系，并基于具有自主知识产权的 AI 计算及编程软件平台驭算 TopsRider 实现软硬协同优化，为云端训练、云端推理及通用人工智能应用提供高性能国产算力底座。公司产品及服务矩阵如下：

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：公司产品矩阵列表



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：公司产品演进情况



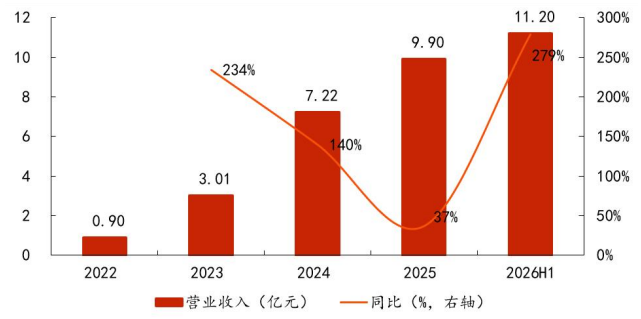
资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 公司营收快速增长，毛利率维持稳定

公司 2023-2025 年分别实现营业收入 3.01 亿元 /7.22 亿元/9.90 亿元，YOY 为 234%/140%/37%；实现归母净利润-16.65 亿元/-15.10 亿元/-11.64 亿元。2026 年 1-6 月公司营业收入 11.20 亿元，同比增长 279%；归母净利润亏损 6.32 亿元，亏损幅度同比扩大。

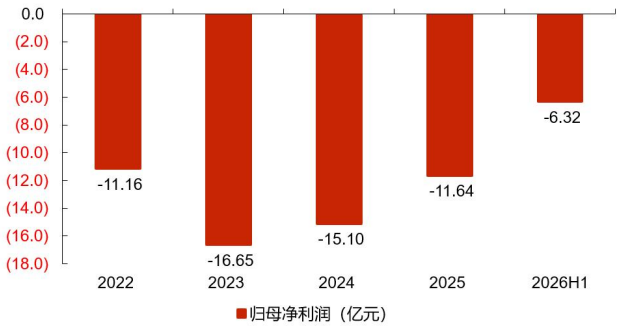
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：公司 2022-2026H1 营业收入及同比



资料来源：iFind，华源证券研究所

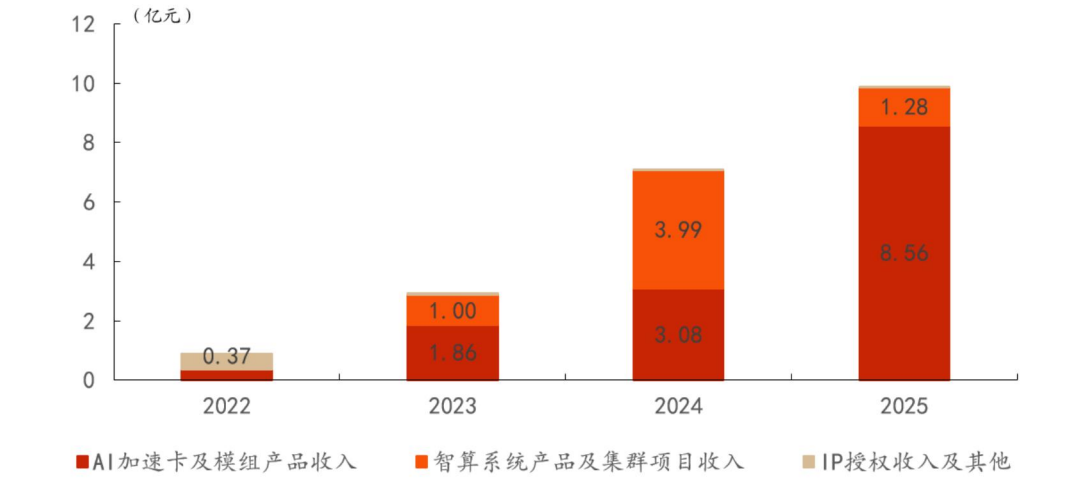
图表 5：公司 2022-2026H1 归母净利润



资料来源：iFind，华源证券研究所

2025 年，公司主营业务收入可分为三大板块，分别为 AI 加速卡及模组、智算系统及集群、IP 授权及其他，营收分别为 8.56 亿元、1.28 亿元、0.02 亿元，占 2025 年主营业务收入比重分别为 86.83%、13.00%、0.17%。目前，公司主营业务收入主要来源于 AI 加速卡及模组产品，2025 年为公司贡献 85%以上的收入。

图表 6：公司 2022-2025 分业务营业收入

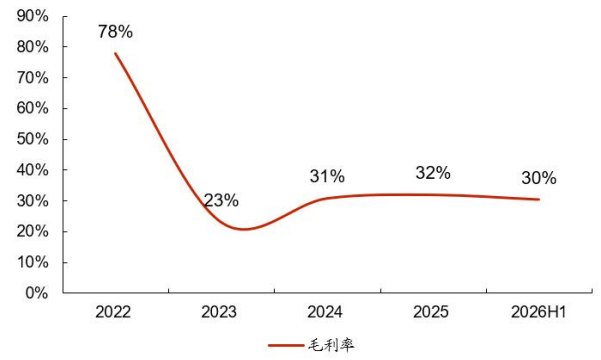


资料来源：iFind，华源证券研究所

主业盈利水平维持稳定。2024-2026H1，公司毛利率持续稳定在 30%上下。此外，公司期间费用管控成效显著，整体费率持续降低，2026H1，公司研发/销售/管理费用率为 57%/7%/10%。

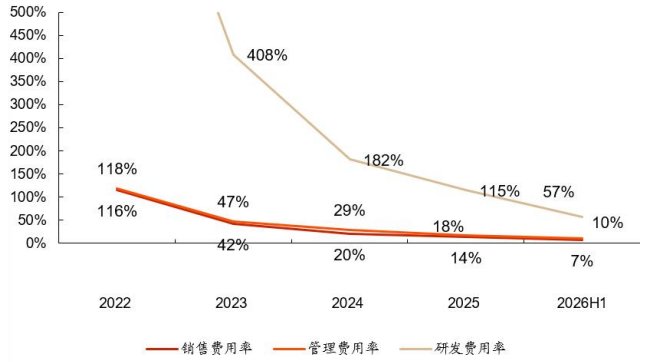
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7：公司 2022-2026H1 毛利率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 8：公司 2022-2026H1 期间费用率



资料来源：iFinD，华源证券研究所（注：2022 年研发费用率达 1096%，因显示美观原因隐去）

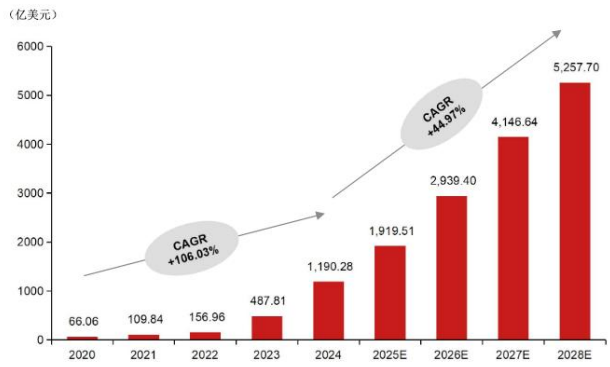
2. AI 拉动算力需求，推理市场持续扩大

2.1. AI 算力需求增长，全球云厂商加大 AI 资本开支

从 GPT 到 DeepSeek，人工智能技术作为一项革命性技术，近年来在自然语言处理、深度学习、神经网络等领域不断取得重大突破。在旺盛的市场需求、丰富应用场景的驱动下，全球智能算力（指基于 AI 加速芯片的加速计算平台提供人工智能训练和推理的计算能力）规模呈现增长态势，带动人工智能资本支出持续攀升。

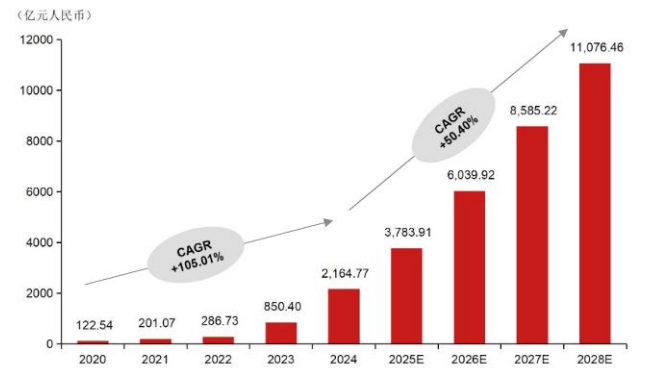
AI 加速卡 2024 年全球市场已超过 1,000 亿美元，预计 2028 年将超过 5,000 亿美元，届时中国市场需求将超过万亿人民币，占全球市场约 30%。中国对 AI 加速卡的需求也在快速增长，预计到 2028 年，该市场将达到 11,076.46 亿元，从 2024 年到 2028 年的复合年增长率为 50.40%。2028 年中国 AI 加速卡市场需求将占届时全球市场需求的约 30%。

图表 9：全球 AI 加速卡市场规模



资料来源：灼识咨询，公司公告，华源证券研究所

图表 10：中国 AI 加速卡市场规模



资料来源：灼识咨询，公司公告，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

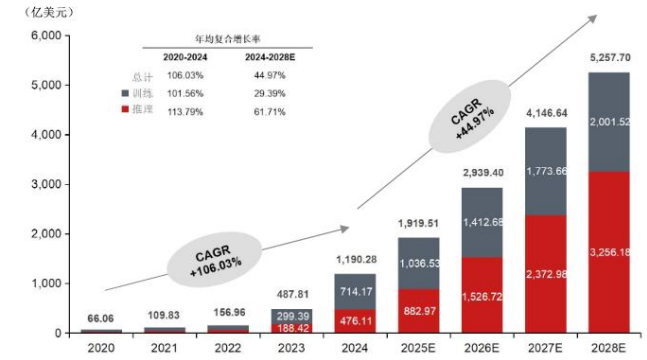
2.2. 大模型走向推理落地，中国市场这一趋势更加明显

大模型行业逐渐从大规模训练阶段走向推理落地阶段，预计 2026 年全球 AI 推理对 AI 加速卡需求将超过 AI 训练场景，中国市场这一趋势更加明显。

随着 DeepSeek 系列大模型的发布，大幅提升开源模型的性能并降低 AI 软件、AI 硬件的使用成本，加速人工智能应用的落地，进而推动推理端算力需求。根据灼识咨询预测，到 2028 年，AI 加速卡的推理用需求将呈现快速增长，市场规模将从 2024 年的 476.11 亿美元增长到 2028 年的 3,256.18 亿美元，复合增长率为 61.71%。

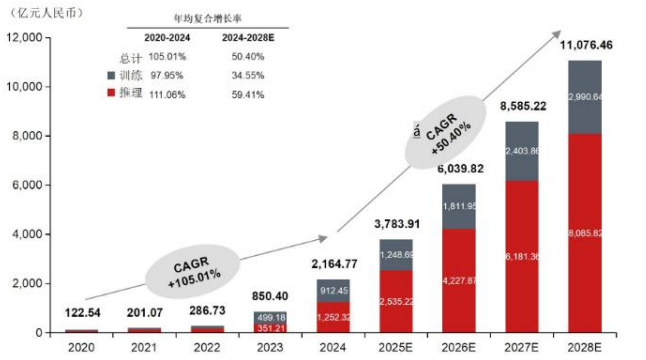
对于中国而言，依托 DeepSeek 模型性价比的持续提升，国内 AI 应用凭借丰富的产业生态与成熟的流量优势，实现了在各领域的规模化发展。从细分结构来看，中国训练用 AI 加速卡市场规模在 2020 年至 2024 年间以 97.95%的复合增速增长，预计在 2028 年将达到 2,990.64 亿元。而推理用 AI 加速卡则展现出更快的增长趋势，2020 年至 2024 年的年均增速为 111.06%，未来四年有望以 59.41%的高增速扩张至 8,085.82 亿元，占比逐步提升至超 70%。

图表 11：全球训练和推理 AI 加速卡市场规模



资料来源：灼识咨询，公司公告，华源证券研究所

图表 12：中国训练和推理 AI 加速卡市场规模



资料来源：灼识咨询，公司公告，华源证券研究所

2.3. 推理对于 CUDA 依赖减弱，DSA 架构需求占比逐步提高

GPGPU 架构与非 GPGPU 架构：目前 AI 芯片的主流架构分为以英伟达为首的 GPGPU 架构和包含谷歌 TPU、华为昇腾、燧原科技等的非 GPGPU 架构（即 DSA 架构）。GPGPU 架构通过强化通用并行计算单元形成了成熟的通用编程生态。

非 GPGPU 架构主要为广义的 ASIC 架构，ASIC 不再兼顾 GPGPU 的多场景兼容属性，专用于 AI 计算场景。考虑 AI 算法和模型迭代，主流 AI 芯片厂商，尤其是云端领域所采用的 ASIC 路径通常为 DSA 架构。谷歌 TPU、亚马逊 Trainium、华为昇腾、昆仑芯、寒武纪以及燧原科技的产品均属于 DSA 架构的 AI 芯片。

下载日志已记录，仅供内部参考

在推理阶段，AI 芯片需要在功耗、成本和实时性等方面进行优化，由于 DSA 架构可针对特定模型所需算子进行优化定制，相较于 GPGPU 架构加速卡在针对特定场景或模型下有更好的适配性，在成本、性价比等方面具备优势。

3. 产品全覆盖：AI 加速卡、系统集群、软件平台

3.1. AI 加速卡为主要产品形态之一，迭代至邃思 400 芯片

AI 加速卡及模组是公司主要产品形态之一。产品以公司云端 AI 芯片为基础，将配套的存储模组、电源与信号管理模组、散热组件以及高速接口等组件集成在 PCB 载板或 OAM 模组而成。公司单张 AI 加速卡及模组内一般包含一颗云端 AI 芯片。

图表 13：公司 AI 加速卡产品阵列

芯片名称	芯片介绍	AI 加速卡/模组名称	AI 加速卡/模组介绍	应用场景
邃思 1.0 芯片	2019 年发布 第 1 代 GCU-CARA 计算架构 支持多种计算精度 支持千卡级集群	云燧 T1x 训练系列	支持风冷、冷板液冷方案 板卡功耗：225-300W 支持多卡互联拓扑 PCIe 板卡和 OAM 模组形态	云端训练
		云燧 i1x 推理系列	支持风冷、冷板液冷方案 板卡功耗：150W PCIe 板卡形态	云端推理
邃思 2.0 芯片	2021 年发布 第 2 代 GCU-CARA 计算架构 支持多种计算精度 支持千卡级集群	云燧 T2x 训练系列	支持风冷、冷板液冷方案 板卡功耗：300W 支持多卡互联拓扑 PCIe 板卡、OAM 模组形态	云端训练
邃思 2.5 芯片	2021 年发布 第 2.5 代 GCU-CARA 计算架构 支持多种计算精度	云燧 i2x 推理系列	支持风冷方案 板卡功耗：150W PCIe 板卡形态	云端推理
邃思 320 芯片	2024 年发布 第 3 代 GCU-CARA 计算架构 支持多种计算精度	燧原 S60 推理加速卡	支持风冷方案 板卡功耗：300W PCIe 板卡形态	云端推理
邃思 400 芯片	2025 年发布 第 4 代 GCU-CARA 计算架构 支持包括 FP8 在内的多种计算精度 支持万卡及以上集群	燧原 L600 训推一体加速模组	支持风冷、液冷方案 板卡功耗：700W 支持单层最多 128 卡全互联拓扑 OAM 模组形态	云端训练推理一体

资料来源：公司公告，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. 打造智算系统及集群，发布 ESL32/64 超节点

智算系统：公司智算系统品牌为云燧智算机（Cloud Blazer POD），是面向 AI 模型训练和推理场景的单机柜、单算力节点设备，构成了智算集群的最小算力单元。直接客户一般作为项目总集成商向公司采购多个云燧智算机为终端客户构建智算集群。云燧智算机一般由 4–8 台 AI 专用服务器和多台网络交换机通过高速线缆互联集成在单个机柜构成。其中单个 AI 专用服务器一般以 8 张公司的 AI 加速卡或模组为基础，配套 CPU、DRAM 内存、企业级固态硬盘、电源与供电模块、散热模块、网卡等硬件以及系统软件构成。公司单个云燧智算机通常集成 32 至 64 张 AI 加速卡及模组。

图表 14：公司智算系统产品情况

技术指标	POD P3110	POD P2000–L	POD P2010	POD P2110
应用场景	推理	训练	训练	推理
算力集成度	32×燧原 S60	64×云燧 T21	32×云燧 T20	64×云燧 i20
存储容量	1.5TB	2TB	1TB	1TB
算力节点间互联能力	8×25Gb/s	2×200Gb/s	2×200Gb/s	2×25Gb/s
散热方式	风冷	液冷	风冷	风冷
PUE	≤1.30	≤1.10	≤1.25	≤1.25

资料来源：公司公告，华源证券研究所

智算集群：公司智算集群是机房级的多算力节点、多机柜互联的算力基础设施。智算集群以多台云燧智算机为基础，进一步配套 CPU 通用服务器、高速网络设备、独立存储服务器等系统硬件和公司自研配套系统软件，构成面向大型智算中心的高性能人工智能算力集群。集群采用分布式架构，强调强扩展能力与线性加速比，通过高带宽、全互联拓扑实现千卡级及以上规模集群的高速互联，能够高效支撑千亿参数以上规模大模型的并行训练。2023–2025 年，公司仅对成都高新电子一家客户作为项目总集成商采用智算集群模式交付产品。智算集群配套系统软件：算力集群通常服务于多用户、多场景的特性以及智能算力集群运维管理过程中的实际需求，公司自研推出了燧池智算平台（Cloud Blazer Station）、燧原异构算力调度平台及燧原智能运维平台，向 AI 算力中心提供大规模算力资源管理能力。

OGX 产品：OGX 是公司基于自研的第四代训推一体加速模组 L600 打造的单机 8 卡标准化 AI 专用系统产品，属于智算系统产品。OGX 基于 OAM2.0 模组形态，通过高性能互联与散热设计形成整机方案，可以适配传统智算集群架构，并可在中等规模大模型训练与推理场景中提供灵活的算力部署能力。依托一体化设计，OGX 支持快速上线与标准化交付，作为 AI 集群基础节点广泛应用于推理与轻量训练场景。

ESL32/64 超节点：ESL 是公司基于自研的第四代训推一体加速模组 L600 打造的超节点产品，是基于 RoCE 协议可实现大规模跨卡与跨节点通信的机架级算力产品，属于智算系统

下载日志已记录，仅供内部参考

产品。ESL 采用多卡 Scale-up 架构，可在单节点集成 32 卡或 64 卡，特别适用于大模型的预训练与高并行推理场景。依托开放的 RoCE 互联生态与合作伙伴联合开发的系统方案，ESL 能够支持大规模集群构建，满足大模型训练与推理的计算需求。

图表 15：公司超节点产品情况

产品型号	产品介绍	产品应用场景
云燧 OGX400	发布时间：2025 年 7 月　算力集成度：单节点 8 卡　存储容量：1.15TB　功耗：6kW	高性能推理与轻量训练
超节点 ESL32/64	发布时间：待规模量产　算力集成度：单节点 32/64 卡　存储容量：9.2TB　功耗：90kW	大模型预训练与高并行推理

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.3. 研发 AI 计算及编程软件平台，坚持独立自主开放创新

公司坚持独立自主、开放创新的软件生态战略，为自研的 AI 芯片、AI 加速卡及模组，以及相关产品提供统一的 AI 计算及编程软件平台驭算 TopsRider，以链接人工智能芯片与人工智能应用程序。

TopsRider 平台是公司完全自主构建的统一 AI 计算及编程软件平台，涵盖了包括固件、驱动程序、编译语言与编译器的开发套件、包含算子库和通信库的 AI 计算扩展库和深度学习框架五个层次的基础软件，以链接公司硬件与人工智能应用程序，大大降低了 AI 大模型的编程开发难度和迁移成本，能够让公司硬件产品在应用场景中更好地释放性能。

图表 16：公司 AI 计算及编程软件平台



资料来源：公司公告，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目。

1）基于五代 AI 芯片系列产品研发及产业化项目。本项目拟研发公司第五代云端 AI 芯片，并打造基于第五代云端 AI 芯片的 AI 加速卡及模组、智算系统及集群等系列产品。第五代云端 AI 芯片为第四代云端 AI 芯片的升级，集高性能计算核心、高效集群互联及强大安全机制于一体，公司第五代云端 AI 芯片不仅支持 FP4 数据计算精度，而且全面覆盖文本、音频、图像及视频的生成功能，并实现文本、音频、视频之间的跨模态生成能力。

2）基于六代 AI 芯片系列产品研发及产业化项目。本项目拟研发公司第六代云端 AI 芯片，并打造基于第六代云端 AI 芯片的 AI 加速卡及模组、智算系统及集群等系列产品，以满足市场对高性能、低功耗算力解决方案的迫切需求。第六代云端 AI 芯片计划将进一步强化卡间互联能力与多芯粒异构集成技术，实现性能增强的同时为 AI 模型的研发与落地提供坚实的算力底座。

3）先进人工智能软硬件协同创新项目。本项目拟从超万卡集群核心技术研发、人工智能软件栈研发、核心 IP 国产化研发以及基于国产工艺的云端 AI 芯片研发四个核心方向推动研发建设，是一个全方位、系统性的技术创新工程。

本项目实施成功后将进一步增厚公司在人工智能芯片和算力领域的前沿技术储备，从而提升公司产品核心竞争力和企业品牌价值，实现公司未来可持续发展，并通过自主研发构建起安全可靠的集群和 AI 国产生态，为国内 AI 产业的高质量发展提供强有力的支撑。

图表 17：公司 IPO 募投项目（万元）

序号	项目名称	总投资额	拟投入募集资金金额
1	基于五代 AI 芯片系列产品研发及产业化项目	197,547.06	150,344.96
2	基于六代 AI 芯片系列产品研发及产业化项目	208,886.39	119,652.99
3	先进人工智能软硬件协同创新项目	336,602.09	330,002.05
	合计	743,035.54	600,000.00

资料来源：公司公告，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 盈利预测与评级

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 38.16/78.19/134.81 亿元，同比增速分别为 285%/105%/72%。

1）AI 加速卡及模组产品：公司核心业务支柱，伴随着国内 AI 需求提升，以及公司新款 AI 芯片研发、出货，预期后续呈现高速增长。我们预计 2026-2028 年业务营收将分别实现 300%/100%/70% 的同比增长，营收额分别达到 34.26/68.51/116.47 亿元。毛利率有望维持在 35%左右。

2）智算系统产品及集群项目：公司布局 AI 算力领域，打造超节点与智算系统集群产品，后续整机柜及集群产品有望加速出货。2026-2028 年该业务营收额预期达到 3.85/9.62/18.27 亿元。毛利率有望维持在 26%左右。

3）IP 授权及其他业务：占比极低，我们预期营收增速将接近持平。

对于公司主业，我们选取同为芯片设计公司的标的寒武纪、海光信息、摩尔线程、沐曦股份作为可比公司。

上述公司 2027 年的 PE 平均值为 151。考虑到燧原科技芯片销售收入增长迅速，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 18：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2026/10/26	26E	27E	28E	26E	27E	28E
688256	寒武纪	968.00	9.07	19.35	33.43	106.70	50.03	28.96
688041	海光信息	198.00	1.91	2.95	4.25	103.44	67.09	46.55
688795	摩尔线程	378.00	-0.36	1.12	3.57	-1041.04	337.95	105.97
688802	沐曦股份	499.99	0.31	3.40	8.55	1606.14	147.11	58.51
	平均值					193.81	150.54	60.00
688801	燧原科技	441.29	-0.68	2.35	6.53	-652.50	188.00	67.54

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，EPS 单位为元/股，寒武纪、海光信息、摩尔线程、沐曦股份盈利预测来自 ifind 一致预期，燧原科技盈利预测来自华源证券研究所

6. 风险提示

1) 行业竞争风险：面对国内外厂商竞争及头部互联网厂商自研 AI 芯片的布局，若公司未能通过高效研发持续迭代推出具备竞争力的产品，未能在核心客户业务场景完成产品规模化部署与落地，未能强化资本实力并夯实技术储备，无法保障供应链稳定以实现产品及时交付，公司未来经营业绩将受到不利影响。

2) AI 大模型行业资本开支风险：AI 需求变化导致头部云/互联网厂商 AI 资本开支变动的风险。 若因全球经济增速放缓、AI 大模型技术迭代和应用普及放缓等因素导致 AI 算力需求增速放缓，将对公司的未来业务发展及经营业绩产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

3) 公司产品研发迭代的风险：若公司在关键技术方向判断、产品架构规划或研发节奏把控方面未能达到预期，导致研发成果性能指标不及市场需求、产品交付进度滞后，或相关成果未能及时实现规模化商业应用，亦或市场出现具有替代性的技术路径或产品方案，可能削弱公司产品的市场竞争力，导致研发投入无法形成预期收入，将对公司经营业绩造成不利影响。

4) 人工智能业务风险：国产 AI 算力行业尚处于发展初期，且云端 AI 芯片具有研发投入大、客户验证和适配周期长的特点，公司收入尚未充分释放。公司产品主要用于推理场景，由于第四代训推一体产品尚未大规模交付，公司产品在 AI 大模型训练场景尚未广泛落地。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,155	7,943	9,941	14,548
应收票据及账款	224	638	878	1,145
预付账款	388	627	857	1,108
其他应收款	169	889	1,822	3,142
存货	863	1,656	2,691	3,565
其他流动资产	143	534	782	1,483
流动资产总计	**3,943**	**12,288**	**16,971**	**24,991**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	171	299	565	926
在建工程	0	533	733	700
无形资产	122	97	114	103
长期待摊费用	16	18	10	10
其他非流动资产	270	345	335	340
非流动资产合计	**579**	**1,292**	**1,757**	**2,078**
资产总计	**4,522**	**13,580**	**18,728**	**27,069**
短期借款	126	0	0	0
应付票据及账款	52	1,145	2,351	3,946
其他流动负债	703	2,879	5,830	9,846
流动负债合计	**882**	**4,025**	**8,181**	**13,792**
长期借款	440	527	509	427
其他非流动负债	53	53	53	53
非流动负债合计	**493**	**580**	**562**	**481**
负债合计	**1,375**	**4,605**	**8,743**	**14,273**
股本	387	430	430	430
资本公积	7,201	13,277	13,277	13,277
留存收益	-4,441	-4,732	-3,722	-910
归属母公司权益	3,147	8,975	9,985	12,797
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**3,147**	**8,975**	**9,985**	**12,797**
负债和股东权益合计	**4,522**	**13,580**	**18,728**	**27,069**

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-1,164	-325	977	2,781
折旧与摊销	192	257	385	539
财务费用	9	9	-6	-20
投资损失	-20	-9	-9	-9
营运资金变动	-204	712	1,471	2,198
其他经营现金流	223	34	34	34
经营性现金净流量	**-965**	**677**	**2,851**	**5,522**
投资性现金净流量	**-379**	**-960**	**-842**	**-854**
筹资性现金净流量	**-22**	**6,071**	**-12**	**-61**
现金流量净额	**-1,366**	**5,787**	**1,998**	**4,607**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**990**	**3,816**	**7,819**	**13,481**
营业成本	**674**	**2,519**	**5,169**	**8,676**
税金及附加	1	11	23	39
销售费用	138	191	195	202
管理费用	175	153	156	202
研发费用	1,135	1,183	1,173	1,483
财务费用	9	9	-6	-20
资产减值损失	-32	-38	-78	-67
信用减值损失	-31	-38	-55	-54
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	20	9	9	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	19	24	24	24
营业利润	**-1,164**	**-291**	**1,010**	**2,812**
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**-1,164**	**-291**	**1,010**	**2,812**
所得税	0	0	0	0
净利润	**-1,164**	**-291**	**1,010**	**2,812**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	**-1,164**	**-291**	**1,010**	**2,812**
EPS(元)	-2.70	-0.68	2.35	6.53

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	37.07%	285.42%	104.90%	72.41%
营业利润增长率	22.82%	74.99%	446.96%	178.35%
归母净利润增长率	22.94%	74.99%	447.07%	178.34%
经营现金流增长率	46.32%	170.15%	321.17%	93.67%
盈利能力				
毛利率	31.90%	34.00%	33.90%	35.65%
净利率	-117.54%	-7.63%	12.92%	20.86%
ROE	-36.98%	-3.24%	10.12%	21.97%
ROA	-25.74%	-2.14%	5.39%	10.39%
估值倍数				
P/E	-163.17	-652.50	188.00	67.54
P/S	191.80	49.76	24.29	14.09
P/B	60.34	21.16	19.02	14.84
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	-196	-7,102	130	53

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。