东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

燧原科技-U（688801）

腾讯系国产 AI 芯片领军，深度受益国产算力黄金时代

2026 年 10 月 20 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	722.39	990.16	3,619.85	10,567.60	20,989.16
同比（%）	139.85	37.07	265.58	191.93	98.62
归母净利润（百万元）	(1,510.32)	(1,163.88)	(730.85)	1,205.31	4,161.73
同比（%）	9.27	22.94	37.21	264.92	245.28
EPS-最新摊薄（元/股）	(3.51)	(2.70)	(1.70)	2.80	9.67
P/E（现价&最新摊薄）	(123.63)	(160.43)	(255.49)	154.92	44.87

证券分析师 陈海进
执业证书：S0600525020001
chenhj@dwzq.com.cn
证券分析师 王紫敬
执业证书：S0600521080005
021-60199781
wangzj@dwzq.com.cn
证券分析师 王世杰
执业证书：S0600523080004
wangshijie@dwzq.com.cn

投资要点

- **国产 AI 芯片领军企业，腾讯为第一大股东。**燧原科技成立于 2018 年，专注云端 AI 芯片，腾讯为公司第一大股东，持股 18%。公司主要产品为 AI 加速卡及模组、智算系统及集群和 IP 授权业务。2026 年 H1 公司营收 11.20 亿元，同比增长 279.08%；归母净利润-6.32 亿元，同比基本持平。公司预计 2026 年 1-9 月营收 23-30 亿元，同比增长 326%-455%，归母净利润亏损同比收窄 3%-21%。2025 年公司 AI 加速卡及模组销量 6.49 万张（不含集成于智算系统的部分），在中国 AI 加速卡市场占有率约 1.7%，在国内其他 AI 芯片厂商中位居前列。

- **国产 AI 芯片迎来黄金时代，拥有头部互联网客户至关重要。**灼识咨询预计全球 AI 加速卡市场规模将从 2024 年的 1,190 亿美元增至 2028 年的 5,258 亿美元，中国市场需求 2028 年将超万亿人民币，占全球约 30%。国家产业政策密集支持，同时，美国对华科技制裁加剧，AI 芯片国产化势不可挡。2028 年字节、阿里、腾讯 AI 资本支出将占国内近 50%，进入头部互联网厂商供应链对国产 AI 芯片供应商至关重要。

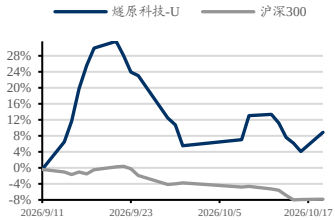
- **公司深度绑定腾讯，有望在国产 AI 芯片行业脱颖而出。**1）腾讯既为公司第一大股东，也是终端第一大客户（2025 年直接销售占比 77.58%）。腾讯 2026 年 Q2 Capex 大超预期，Q2 Capex 显著提高至 528 亿元，环比增长 65%，同比增长 176%，H1 合计 847 亿元。腾讯将持续加大 AI 投入，公司率先受益。2）芯片产品能力业内领先。公司拥有不依赖 CUDA 生态的全栈软件平台。第五代、第六代芯片研发有序推进，在研项目梯次布局。3）提前备货，供应链有保障。公司通常对晶圆、存储芯片等重要物料提前订货并支付较高比例预付款，以锁定上游产能，2026 年 6 月末公司资产总额 124.12 亿元，其中预付款项规模较大，为后续业绩释放奠定产能基础。

- **IPO 引入豪华战配投资人阵容，奠定下一阶段发展基础。**燧原科技发行初始战略配售股票数量 860.7034 万股，占发行股票数量的 20%。战配投资人背景雄厚，包括腾讯（启善投资）、小米集团（武汉壹捌壹零）、上海仪电（埃迪希）、国内头部代工厂（鑫智时代）、兆易创新（深圳外滩）等。战配投资者与燧原科技深度合作，为其提供存储、产能、客户等多方面资源支持。

- **盈利预测与投资评级：** AI 快速发展带动全球算力资本开支持续攀升，推理需求超越训练成为 AI 加速卡第一驱动。同时，AI 芯片国产替代加速推进，国产 AI 芯片迎来黄金发展期。燧原科技背靠腾讯，坚持 DSA 自主架构与全栈自研软件生态，四代架构 5 款产品在头部互联网场景大规模商用，超节点与万卡集群能力业内领先，募投落地加码五代/六代芯片研发，有望迎来加速增长。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 36/106/210 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**AI 资本开支不及预期；客户集中度较高；供应链与国际贸易摩擦。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	433.89
一年最低/最高价	369.90/564.46
市净率(倍)	63.57
流通 A 股市值(百万元)	7,766.77
总市值(百万元)	186,725.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.83
资产负债率(%,LF)	78.70
总股本(百万股)	430.35
流通 A 股(百万股)	17.90

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 国产云端 AI 芯片领军企业，全栈自研构筑核心竞争力 4
1.1. 深耕云端 AI 芯片，四代架构五款产品实现规模化商用 4
1.2. 收入高速增长，亏损逐步收窄 6
1.3. 毛利率显著提升，规模效应下费用率持续摊薄 8
2. AI 算力需求爆发，国产 AI 芯片迎来黄金发展期 9
2.1. 全球 AI 资本开支持续攀升，AI 加速卡市场空间广阔 9
2.2. 推理需求爆发，DSA 架构性价比优势凸显 10
2.3. 国产替代加速，头部互联网厂商是核心需求方 12
3. 深度绑定腾讯，全栈能力与自主供应链构筑壁垒 13
3.1. 第一大客户腾讯为重要股东，多代产品大规模商用 13
3.2. IPO 引入豪华战配投资人阵容，奠定下一阶段发展基础 14
3.3. 全栈自研软件生态，超节点与万卡集群能力领先 16
3.4. 供应链全链条自主可控，募投加码五代/六代芯片 18
4. 盈利预测与投资评级 19
5. 风险提示 20

图表目录

图 1： 燧原科技发展历程 4
图 2： 公司股权结构图（截至 2026/10/15） 5
图 3： 公司主要产品演进情况（截至 2026/9/8） 6
图 4： 公司 2022-2026H1 营业收入和同比增速 6
图 5： 公司 2022-2026H1 归母净利润 6
图 6： 公司 2022-2026H1 营收拆分 7
图 7： 公司 2023-2025 年 AI 加速卡及模组算力卡销量和均价 7
图 8： 2023-2025 年腾讯关联销售金额及营收占比 7
图 9： 2023-2026H1 公司分业务和总体毛利率 8
图 10： 2023-2025 年公司期间费用率 9
图 11： 全球 AI 加速卡市场规模（亿美元） 10
图 12： 中国 AI 加速卡市场规模（亿人民币） 10
图 13： 全球训练推理算力卡需求占比 11
图 14： 中国训练与推理卡占比 12
图 15： 燧原科技 IPO 战配对象 14
图 16： 武汉壹捌壹零股权结构（截至 2026/8/24） 15
图 17： 埃迪希股权结构（截至 2026/8/24） 15
图 18： 深圳外滩股权结构（截至 2026/8/24） 16
图 19： “云燧 ESL64-O”超节点 17

表 1： GPGPU 与 DSA 架构对比 12
表 2： 公司第四代 OGX 与 ESL 超节点产品 18
表 3： 公司募集资金投资项目 18
表 4： 营收预测（亿元） 19
表 5： 可比公司估值（2026/10/19） 20

1. 国产云端 AI 芯片领军企业，全栈自研构筑核心竞争力

1.1. 深耕云端 AI 芯片，四代架构五款产品实现规模化商用

腾讯加持，国产 AI 芯片领军企业。燧原科技成立于 2018 年 3 月，自研迭代了四代架构 5 款云端 AI 芯片（邃思 1.0、邃思 2.0、邃思 2.5、邃思 320、邃思 400），规划在研五代和六代产品。公司已经构建了覆盖 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。公司第一大股东为腾讯，产业资源雄厚。

图1：燧原科技发展历程

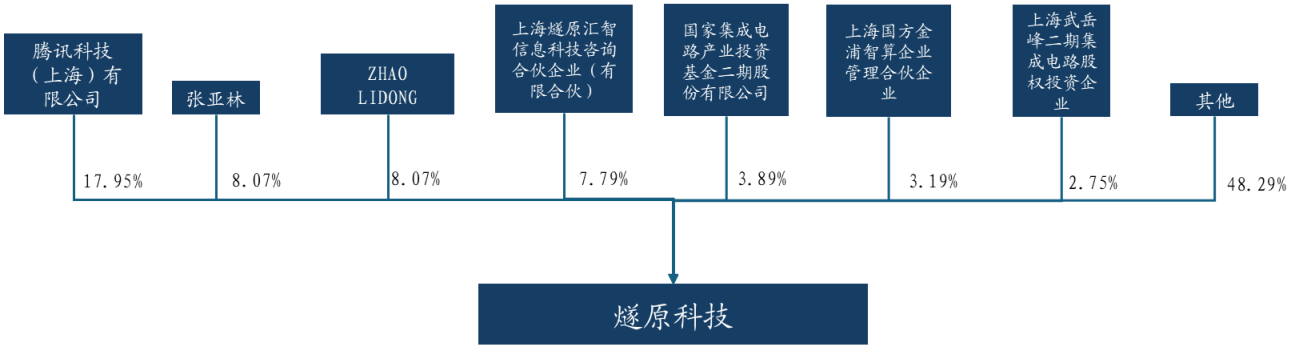


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

腾讯科技为第一大股东，实际控制人为 ZHAO LIDONG 和张亚林。ZHAO LIDONG 与张亚林系公司联合创始人，ZHAO LIDONG 2007 至 2014 年，于 AMD 历任计算事业部高级总监、产品工程部高级总监，负责 CPU/APU 产品规划以及多个相关核心 IP 的研发，并参与创立 AMD 中国研发中心；2014 年至 2017 年，于紫光集团历任紫光集团旗下锐迪科微电子公司总裁、紫光集团副总裁。张亚林于 2007 年至 2017 年，于 AMD 历任资深芯片经理、中国研发中心技术总监，作为 AMD 全球芯片研发主要负责人之一。

腾讯科技、ZHAO LIDONG、张亚林、燧原汇智分别持股 17.95%、8.07%、8.07%、7.79%。多轮投资方阵容覆盖腾讯、武岳峰、中金资本、红点创投、美图等产业与财务投资人。

图2：公司股权结构图（截至 2026/10/15）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司产品主要有 AI 加速卡及模组、智算系统及集群和 IP 授权及其他。公司云端 AI 芯片不对外单独销售，以 AI 加速卡及模组、智算系统及集群两大形态实现商业化。

AI 加速卡及模组：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。

智算系统及集群：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。公司单个云燧智算机通常集成 32 至 64 张 AI 加速卡及模组。

IP 授权及其他：主要为公司 IP 授权收入以及少量技术开发收入。

四代架构五款芯片持续迭代，产品代际间保持架构延续性。公司自 2019 年发布首款云端 AI 芯片邃思 1.0 以来，基本保持快速迭代节奏：第二代邃思 2.0/2.5 于 2021 年发布，第三代邃思 320 于 2024 年发布并量产燧原 S60 推理加速卡，第四代邃思 400 于 2025

年发布、原生支持 FP8 低精度计算并支持万卡及以上集群。基于各代芯片，公司形成了覆盖训练、推理、训推一体的完整产品谱系。

图3：公司主要产品演进情况（截至 2026/9/8）

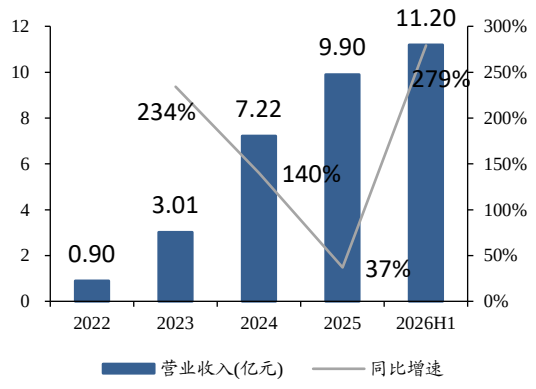


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 收入高速增长，亏损逐步收窄

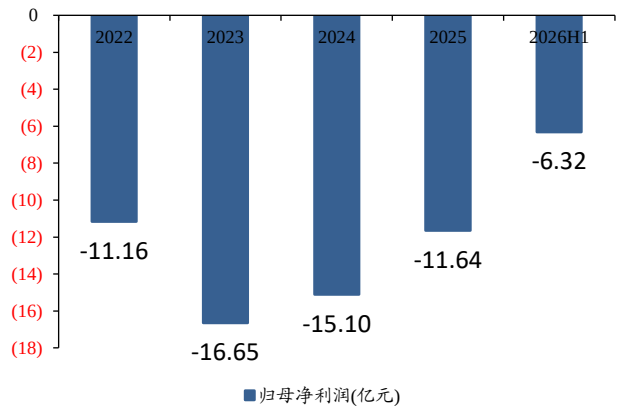
2023-2025 年营收复合增速 81.32%，2026H1 同比增长 279%。2023-2025 年公司营业收入分别为 3.01 亿元、7.22 亿元和 9.90 亿元，复合增长率 81.32%；归母净利润分别为-16.65 亿元、-15.10 亿元和-11.64 亿元，亏损逐年收窄。2026 年以来，随着第三代 AI 加速卡在头部互联网客户 AI 业务场景持续放量，2026 年 H1 公司实现营业收入 11.20 亿元，同比增长 279.08%；归母净利润-6.32 亿元，同比基本持平。根据公司招股说明书，2026 年 1-9 月预计实现营业收入 23-30 亿元，同比增长 326%-455%，归母净利润-8.6 至-7.0 亿元，亏损持续收窄。

图4：公司 2022-2026H1 营业收入和同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：公司 2022-2026H1 归母净利润

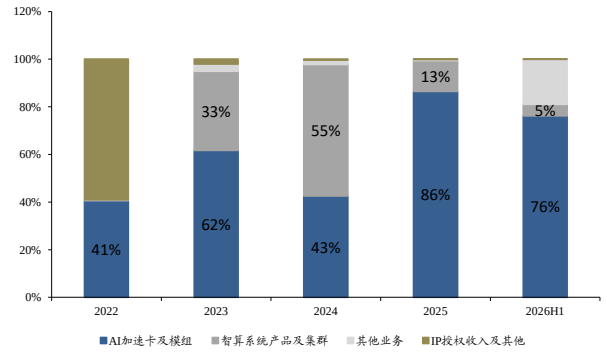


数据来源：Wind，东吴证券研究所

AI 加速卡及模组是收入主力，销量持续高增。分产品看，2025 年 AI 加速卡及模组收入 8.56 亿元，同比增长 178.46%，营收占比 86.83%；智算系统及集群收入 1.28 亿元，

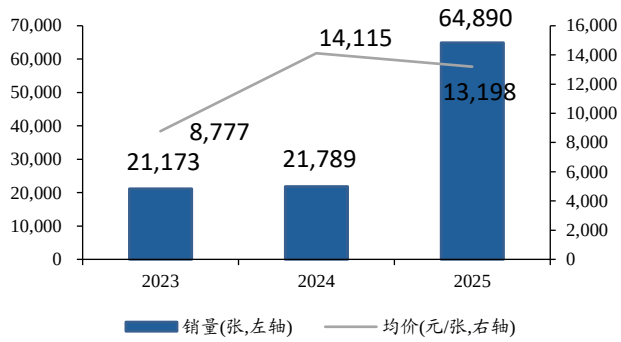
占比 13.00%，主要来自成都“国产化 AI 视频基础设施平台”集群项目；IP 授权及其他收入占比不足 1%。销量方面，公司 AI 加速卡及模组销量由 2023 年的 2.12 万张增至 2025 年的 6.49 万张（不含集成于智算系统的部分），2025 年在中国 AI 加速卡市场占有率约 1.7%，位居国内前列；平均单价由 2023 年的 8,777 元/张升至 2025 年的 13,198 元/张，主要系产品不断迭代，性能与单价更高。

图6：公司 2022-2026H1 营收拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

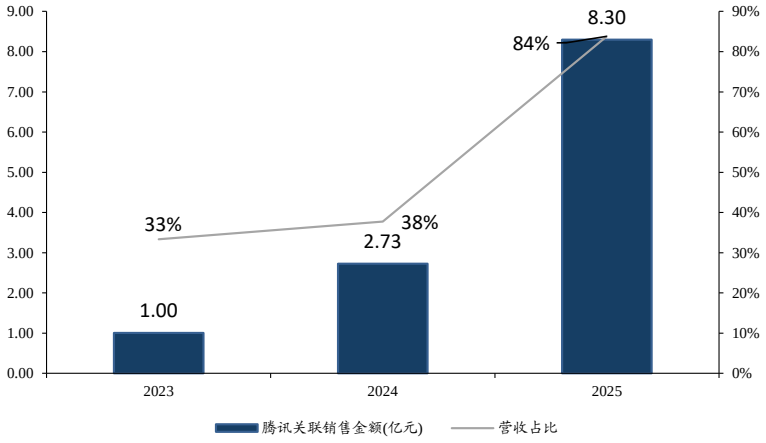
图7：公司 2023-2025 年 AI 加速卡及模组算力卡销量和均价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

客户集中度较高，腾讯贡献主要收入。2023-2025 年公司前五大客户合计收入占比分别为 96.50%、92.60%和 96.89%。2025 年前五大客户中，对腾讯科技（深圳）直接销售 7.68 亿元、占比 77.58%，对成都高新电子销售智算系统及集群 1.45 亿元、占比 14.65%。2025 年公司对腾讯的直接销售及 AVAP 模式（按与互联网客户商定的价格将产品销售给其指定服务器厂商）关联销售合计 8.30 亿元，占营业收入比例达 83.84%。

图8：2023-2025 年腾讯关联销售金额及营收占比

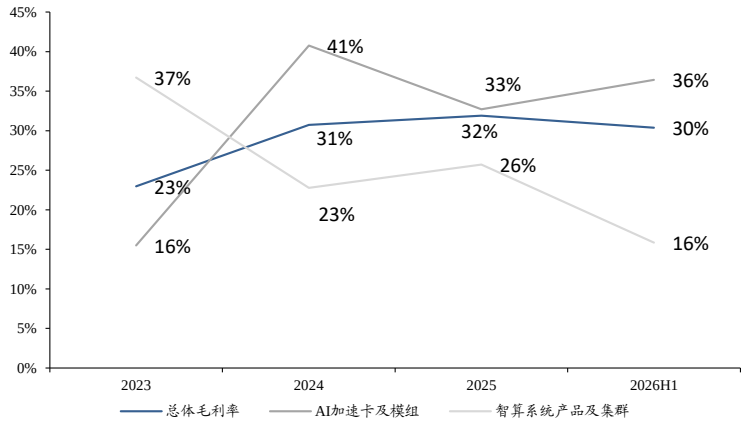


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 毛利率显著提升，规模效应下费用率持续摊薄

产品迭代驱动毛利率显著提升。2023-2025 年公司主营业务毛利率分别为 22.60%、30.59%和 31.78%，提升明显，主要系 2023 年公司以第二代 AI 加速卡为主，2024 年起第三代 AI 加速卡性价比更优、定价更高。分产品看，2025 年 AI 加速卡及模组毛利率 32.71%，同比略降 8.07pct，主要系头部互联网客户采购放量带来价格优惠及存储颗粒等核心物料价格波动；智算系统及集群毛利率 25.71%，同比提升 2.95 个百分点。随第四代训推一体产品放量及供应链成本优化，公司毛利率有望保持稳定。

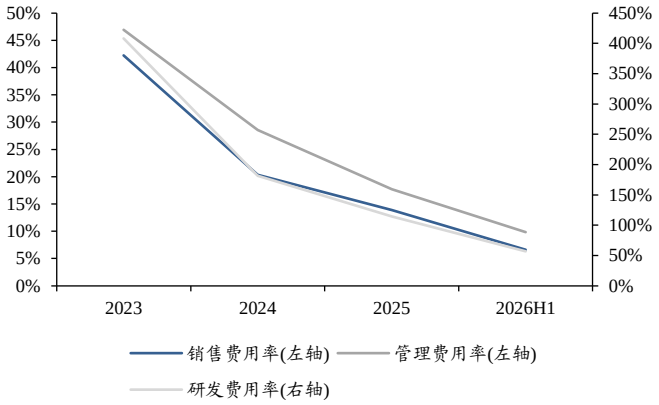
图9：2023-2026H1 公司分业务和总体毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

期间费用率大幅摊薄，研发投入维持高位。随着收入快速增长，公司销售费用率由 2023 年的 42.24%降至 2025 年的 13.90%，管理费用率由 46.95%降至 17.71%，财务费用率维持在 1%以内，规模效应显著。研发方面，2023-2025 年公司研发费用分别为 12.29 亿元、13.12 亿元和 11.35 亿元。截至 2025 年末公司员工 838 人，其中研发人员 643 人，占比 76.73%。公司同步开展第五代、第六代云端 AI 芯片研发，高强度研发投入为产品竞争力提供持续保障。

图10：2023-2025 年公司期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率低于可比公司均值，性价比策略下差距持续收窄。2023-2025 年公司主营业务毛利率为 22.60%/30.59%/31.78%，低于可比公司（寒武纪、摩尔线程、沐曦股份、天数智芯）平均值 57.47%/56.97%/57.87%，主要系产品类别差异：公司 AI 加速卡及模组收入 80%以上为推理产品，采取高性价比策略快速切入头部互联网客户供应链；可比公司寒武纪、沐曦股份、天数智芯同类板卡产品毛利率在 49%-65%区间。随着第四代训推一体产品放量、产品结构升级及供应链成本优化，公司毛利率与可比公司的差距有望持续收窄。

预付款项与存货规模较大，产能储备充足。由于晶圆、存储颗粒等原材料供应商要求支付较大比例预付款以锁定产能，2023-2025 年公司预付款项分别为 2.04 亿元、1.28 亿元和 3.88 亿元，存货分别为 1.02 亿元、7.97 亿元和 8.63 亿元；2024 年公司曾因国际贸易摩擦对某供应商预付款项计提减值准备 1,938.88 万元。2026 年 6 月末公司资产总额 124.12 亿元，较 2025 年末增长 174.45%，主要系公司基于下游客户订单需求，通过预收客户款项和银行借款预付上游供应商产能所致，其中预收腾讯系主体 A 采购预付款合计 3.68 亿元，为后续业绩释放奠定产能基础。

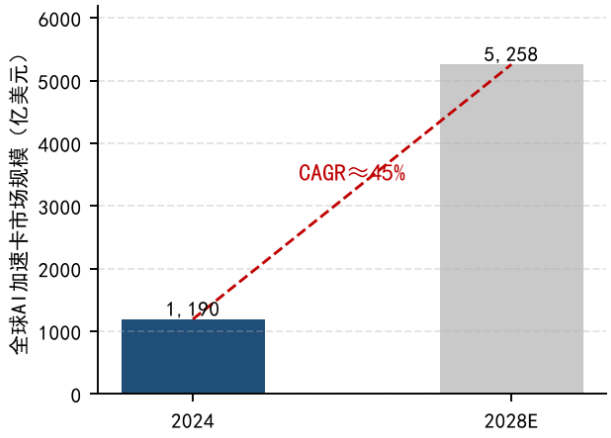
2. AI 算力需求爆发，国产 AI 芯片迎来黄金发展期

2.1. 全球 AI 资本开支持续攀升，AI 加速卡市场空间广阔

AI 资本开支高速增长，带动 AI 加速卡市场需求。根据花旗研究数据，全球人工智能资本支出规模将由 2024 年的 0.2 万亿美元增长至 2028 年的 1.4 万亿美元，年均复合增长率超 50%；北美四大头部云厂商谷歌、微软、亚马逊和 META 合计 2026 年资本开支将超过 7,000 亿美元，同比增长 70%以上，主要投向人工智能领域。AI 加速卡约占 AI 服务器价值的 70%、约占人工智能支出的 30%，人工智能应用深化与资本开支提升的互促效应将长期拉动 AI 加速卡市场规模提升。根据灼识咨询数据，2024 年全球 AI 加速卡市场规模约 1,190.28 亿美元，预计 2028 年将达到 5,257.70 亿美元，年均复合增长率

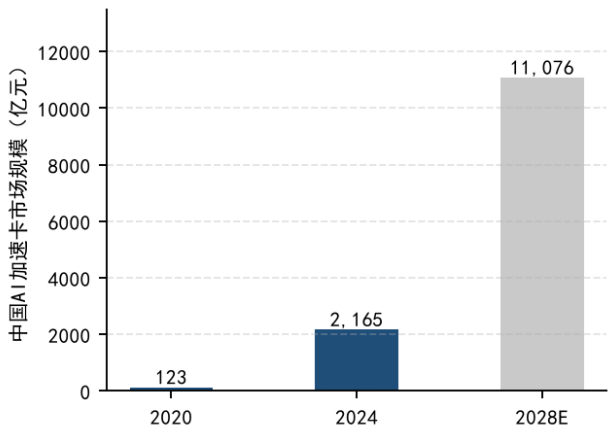
约 45%；其中云端 AI 加速卡占比始终超过 80%。

图11：全球 AI 加速卡市场规模（亿美元）



数据来源：灼识咨询，公司招股说明书，东吴证券研究所

图12：中国 AI 加速卡市场规模（亿人民币）



数据来源：灼识咨询，公司招股说明书，东吴证券研究所

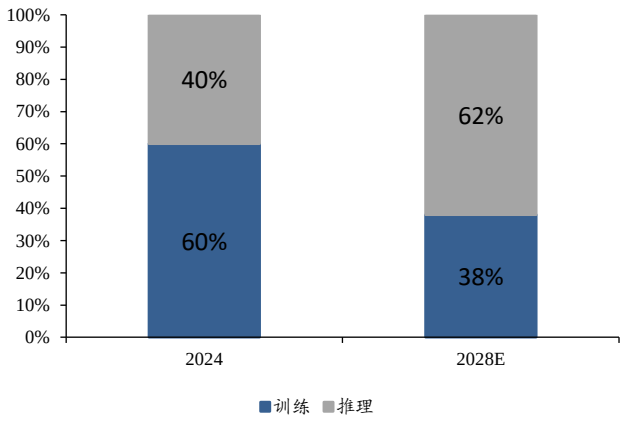
中国市场需求旺盛，2028 年将超万亿。根据灼识咨询数据，中国 AI 加速卡市场从 2020 年的 122.54 亿元增长到 2024 年的 2,164.77 亿元，复合年增长率 105.01%；预计到 2028 年将达到 11,076.46 亿元，2024-2028 年复合年增长率 50.40%，届时中国市场需求将占全球市场约 30%。

国家产业政策密集支持，集成电路与人工智能战略地位持续巩固。近年来《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》、国家发改委《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》等将云端 AI 芯片纳入集成电路与新一代信息技术产业重点方向；工信部等四部门《新产业标准化领航工程实施方案（2023—2035 年）》聚焦人工智能加速器、服务器等基础硬件标准研制。

2.2. 推理需求爆发，DSA 架构性价比优势凸显

大模型行业从训练走向推理落地，推理算力需求爆发式增长。随着 DeepSeek 系列等高性价比开源模型的发布，AI 应用加速落地，头部大模型公司日均 token 消耗量从千亿级增长至十万亿级。根据灼识咨询预测，2026 年全球 AI 推理对 AI 加速卡需求将超过 AI 训练场景；到 2028 年全球推理用 AI 加速卡市场规模将从 2024 年的 476.11 亿美元增长至 3,256.18 亿美元，复合增长率 61.71%；中国推理用 AI 加速卡市场 2028 年有望达 8,085.82 亿元，占比中国总体 AI 加速卡提升至超 70%。公司产品当前主要用于推理场景，第四代训推一体产品（L600/OGX/ESL 超节点）已推出并将逐步规模交付，将充分受益于训练与推理需求的双重增长。

图13：全球训练推理算力卡需求占比



数据来源：灼识咨询，公司招股说明书，东吴证券研究所

推理场景对 CUDA 生态依赖持续减弱，DSA 架构需求占比逐步提高。随着 AI 应用底层大模型开发者逐步收敛至头部几家厂商，AI 加速卡所需适配的大模型逐步收敛，对 CUDA 生态的依赖持续减弱，AI 加速卡的能效比成为技术发展的核心指标。谷歌自研 TPU（DSA 架构）已用于训练 Gemini3 大模型，打破了英伟达在 AI 大模型训练领域的绝对垄断；随着谷歌、亚马逊、META 和微软等互联网厂商量产自研 DSA 架构云端 AI 芯片，预计英伟达全球垄断地位将受到挑战。公司即是以 GCU-CARE 加速计算单元为核心的 DSA 架构厂商，在相同芯片面积上针对 AI 计算场景优化，推理性价比优势突出，与行业趋势高度契合。

GPGPU 与 DSA 两种技术路线并行，DSA 架构在推理场景优势显著。AI 芯片主流架构分为以英伟达为代表的 GPGPU 架构和以谷歌 TPU、华为昇腾、公司为代表的 DSA 架构（非 GPGPU 架构）。GPGPU 通过强化通用并行计算单元形成成熟的通用编程生态，可覆盖 AI 计算、科学计算、图形渲染等多个场景，但针对 AI 特定场景存在效率损耗；DSA 架构针对 AI 计算领域优化，在相同芯片面积上通过牺牲场景通用性提升特定场景效率。随着推理需求占比提升、大模型厂商收敛使 CUDA 生态依赖减弱，DSA 架构 AI 加速卡需求占比逐步提高，公司作为国内 DSA 架构领军企业将显著受益。

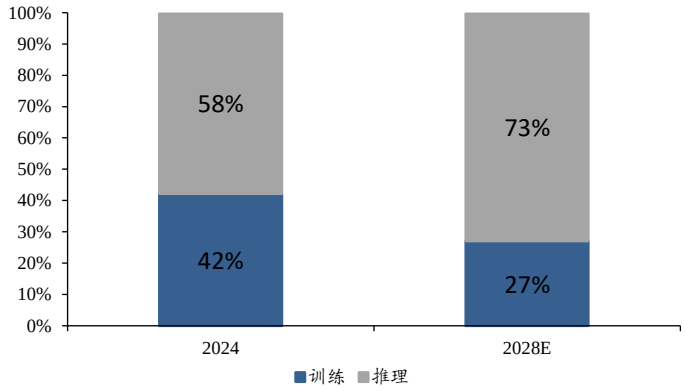
表1：GPGPU 与 DSA 架构对比

	GPGPU 架构	DSA 架构
代表企业	英伟达、AMD、摩尔线程、沐曦、壁仞、天数智芯	谷歌 TPU、华为昇腾、燧原科技
设计理念	通用并行计算，覆盖多场景	针对 AI 计算场景定制优化
生态成熟度	CUDA 生态成熟，开发者基数大	厂商自建生态，大模型收敛后适配差距缩小
AI 场景效率	通用场景存在效率损耗	相同芯片面积下效率与能效比更优
适用场景	训练、科学计算、图形渲染等	大模型训练与推理，尤其是推理场景

数据来源：灼识咨询，公司招股说明书，东吴证券研究所

中国市场推理占比更高，公司推理卡优势突出。从中国市场结构看，2020-2024 年中国训练用 AI 加速卡市场规模复合增速 97.95%，推理用 AI 加速卡年均增速 111.06%；灼识咨询预计 2028 年训练用、推理用市场规模将分别达 2,990.64 亿元和 8,085.82 亿元，推理占比提升至超 70%。2025 年，燧原科技收入 80%以上来自推理产品，在中国 AI 加速卡市场占有率约 1.7%、在国内其他 AI 芯片厂商中位居前列，叠加第四代训推一体产品向训练场景延伸，公司将同时受益于推理占比提升与训练需求高增的双重红利。

图14：中国训练与推理卡占比



数据来源：灼识咨询，公司招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 国产替代加速，头部互联网厂商是核心需求方

英伟达仍占主导，国产 AI 芯片份额持续提升。根据 IDC 数据和公司销售量测算，2025 年中国 AI 加速卡整体出货规模约 400 万张，其中英伟达以约 220 万张出货量占据约 55%的市场份额；公司 2025 年 AI 加速卡及模组销量 6.6 万张（包含集成于智算系统的部分），对应市占率约 1.7%，在国内其他 AI 芯片厂商中位居前列。考虑到国际出口管制下英伟达在中国市场销售存在不确定性，国产 AI 芯片厂商在中国市场出货量占比不断提升是大概率趋势。

互联网大厂需求占据中国 AI 算力市场半壁江山。根据 BERNSTEIN 预测，到 2028 年字节跳动、阿里巴巴和腾讯的 AI 资本支出将占据中国 AI 资本支出的近 50%，进入头部互联网厂商供应链对 AI 加速卡供应商至关重要。

全球及中国云端 AI 芯片参与者众多，竞争格局分层清晰。全球市场英伟达一家独大，根据灼识咨询预测和英伟达年度报告测算，2025 年其 AI 加速卡全球份额约 70%；国内市场形成 DSA 架构（华为海思、寒武纪、公司等）与 GPGPU 架构（摩尔线程、沐曦、天数智芯、壁仞科技等）并行发展的格局，多家本土厂商已陆续登陆科创板或港股。

行业进入壁垒高，头部企业优势有望持续强化。云端 AI 芯片行业具有技术、专业人才、客户与市场、资金、产业链整合五重壁垒：芯片研发需要架构、IP、软件、集群方案的全栈能力与长期高强度投入；头部互联网客户验证与适配周期长、切换成本高；晶圆产能锁定需要充裕资金提前预付；Fabless 模式还要求与晶圆制造、封装测试等环节深度协同。在高壁垒背景下，具备全栈技术积累、大客户深度绑定与资金实力的头部企业优势有望持续强化，行业集中度或将进一步提升。

3. 深度绑定腾讯，全栈能力与自主供应链构筑壁垒

3.1. 第一大客户腾讯为重要股东，多代产品大规模商用

深度绑定头部互联网大厂，商业化能力已经验证。腾讯科技为公司第一大客户，2025 年公司对腾讯直接销售及通过 AVAP 模式（向其指定的服务器厂商销售）的关联销售收入合计约 8.3 亿元。公司多代产品已在腾讯 AI 场景中大规模商用。

腾讯多轮增资加码，股东与客户双重身份深度绑定。腾讯自 2022 年起通过 C+轮、D 轮、D++轮、E 轮等多轮增资持续加码公司，目前为公司第一大股东，持股 17.95%；2025 年 1 月和 7 月，腾讯系主体 A 分别向公司支付采购预付款 1.34 亿元和 2.34 亿元以锁定未来产品供应。股东与客户的双重身份形成深度绑定，保障了公司产品在互联网头部客户 AI 业务场景的持续渗透。

腾讯持续加大在 AI 领域的投入。腾讯 2026 年 Q2 Capex 大超预期，Q2 Capex 显著提高至 528 亿元，环比增长 65%，同比增长 176%，H1 合计 847 亿元。腾讯支付较大规模 AI 算力采购预付款，用于支持 Hy 模型、WorkBuddy、CodeBuddy、微信 AI 以及外部云业务需求。腾讯当前 AI 投入的关注重点正转向“能否形成业务回报”：广告已经较明确体现 AI 提效，云业务开始承接外部 AI 需求，而 Agent 及微信 AI 仍处于用户增长和商业化验证阶段，后续收入转化效率将成为判断 AI 投入回报的核心指标。

三大核心技术体系立体化布局，部分实测指标对标国际竞品。公司基于自主指令集，对标英伟达 Tensor Core 加速计算单元与 NVLink 卡间互联技术，原创自主架构的 GCU-CARE 加速计算单元与 GCU-LARE 片间高速互连技术；第四代云端 AI 芯片为国内少有的原生支持 FP8 低精度计算的产品，在 2025 年官方机构专项测试中部分测试指标已与

国际竞品性能相近。截至 2026 年 H1，三大核心技术体系分别对应已授权发明专利 108 项、93 项和 17 项，构筑了全方位、立体化的技术护城河。

3.2. IPO 引入豪华战配投资人阵容，奠定下一阶段发展基础

燧原科技发行初始战略配售股票数量 860.7034 万股，占发行股票数量的 20%。

战配投资人背景雄厚，包括腾讯（启善投资）、小米集团（武汉壹捌壹零）、上海仪电（埃迪希）、国内头部代工厂（鑫智时代）、兆易创新（深圳外滩）等。

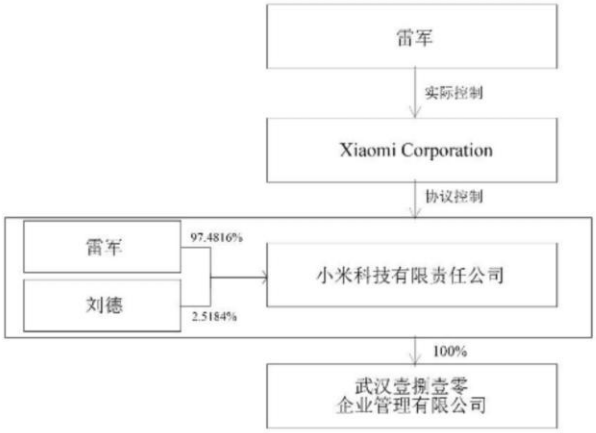
图15：燧原科技 IPO 战配对象

序号	战略配售对象名称	简称	战略配售对象类型	获配股票限售期限
1	中信证券投资有限公司	中证投资	参与科创板跟投的保荐人相关子公司	24 个月
2	中信证券资管燧原科技员工参与科创板战略配售1号集合资产管理计划	燧原科技员工资管计划	发行人的高级管理人员与核心员工参与本次战略配售设立的专项资产管理计划	36 个月
3	上海启善投资有限公司	启善投资	与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业	36 个月
4	深圳市外滩科技开发有限公司	深圳外滩		12 个月
5	武汉壹捌壹零企业管理有限公司	武汉壹捌壹零		12 个月
6	通富微电子股份有限公司	通富微电		12 个月
7	中兴通讯股份有限公司	中兴通讯		12 个月
8	上海鑫智时代企业管理有限公司	鑫智时代		12 个月
9	上海埃迪希科技服务有限公司	埃迪希		12 个月
10	全国社会保障基金理事会	社保基金理事会	具有长期投资意愿的大型保险公司或其下属企业、国家级大型投资基金或其下属企业	12 个月
10-1	全国社保基金二一零六组合、基本养老保险基金六零一一组合	基金组合		12 个月

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

小米集团。燧原科技与小米集团已就“算力适配及供应”及“芯片+模型联合优化”达成合作，已基于燧原科技新一代算力芯片完成了对小米集团新一代自研大模型的深度适配，并持续推进燧原科技新一代算力芯片在小米集团应用场景的规模化落地。未来，小米集团及其关联公司将根据业务发展的需要，在同等条件下优先采购燧原科技的云端 AI 芯片及配套产品，用于小米集团数据中心、云计算基础设施及 AI 大模型训练与推理等业务场景。双方将建立长期稳定的芯片供应合作关系，燧原科技将为小米集团提供具有市场竞争力的产品定价、技术支持及供应链保障，确保小米集团算力基础设施建设的自主可控与供应安全。

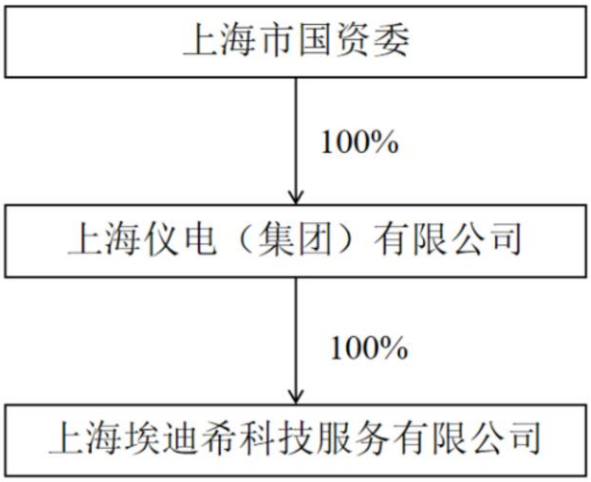
图16：武汉壹捌壹零股权结构（截至 2026/8/24）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上海仪电。双方共建国产算力基础设施，筑牢上海本地算力底座。双方从 2024 年建立合作至今，已在多款国产 AI 芯片测试与适配、行业客户推广方面达成合作，建立起深度互信的合作关系。未来，双方立足上海市数字经济发展与算力建设规划，深度落实国产自主可控算力的建设合作。燧原科技发挥国产 AI 芯片核心技术优势，提供最新自研算力产品、整机集群方案，为上海智算集群提供国产化硬件保障。仪电集团基于上海人工智能数字孪生实训场、上海市智能算力公共服务平台、上海市智能算力资源统筹调度服务平台等人工智能重大建设需求，负责统筹本地算力中心的机房部署、集群搭建、网络调度、运维保障及市场运营，落地万卡级国产化 AI 算力集群，在依法合规并履行适用招标采购及内部审批程序的前提下，在同等条件下，仪电集团将优先支持采购燧原算力产品，推动燧原科技产品在仪电集团项目中的落地应用。

图17：埃迪希股权结构（截至 2026/8/24）



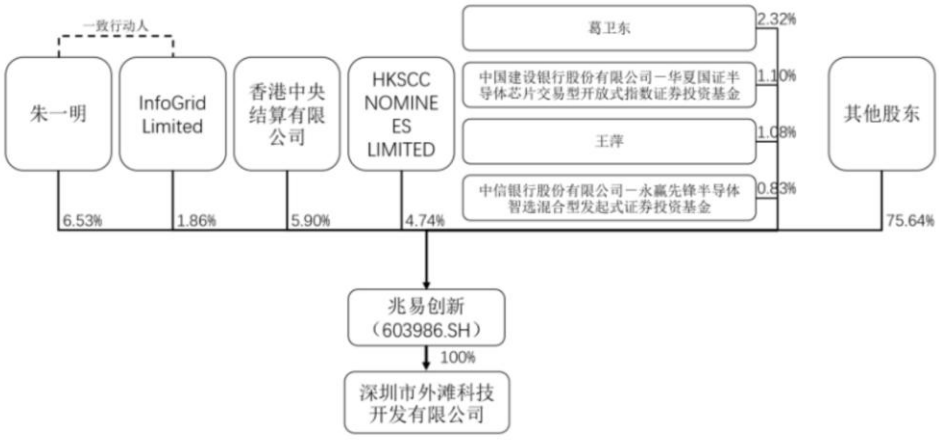
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

兆易创新。兆易创新 SPI NOR Flash 产品为燧原科技提供供应支持。兆易创新为燧原科技 AI 加速卡产品提供板卡级 SPI NOR Flash 存储芯片，在燧原科技 AI 加速卡中承担计算芯片固件存储与启动引导、板卡硬件配置参数保存等存储功能。随着燧原科技加速卡产品持续放量，兆易创新将面向其后续平台演进需求，持续提供更高容量、更高速率等级 NORFlash 产品，并在产能规划、交付周期及安全库存储备等方面加强与燧原科技的沟通与合作，支撑其 AI 加速卡产品规模化生产与持续交付。

兆易创新与燧原科技在 AI 计算产品开展定制 DRAM 合作。AI 计算产品因部署场景对功耗、尺寸及环境适应性有较高要求，对存储带宽、功耗控制、封装形态等方面存在客制化需求。兆易创新在 DRAM 领域有较强产品设计能力与供应链资源，未来将根据燧原科技 AI 产品需求提供全流程定制化开发支持。兆易创新后续将根据燧原科技 AI 产品线迭代方向，在更高带宽、更优能效比的下一代定制化 DRAM 产品上加深合作，支撑燧原科技 AI 产品在更多应用场景中落地。

兆易创新将依托 NOR Flash、NAND Flash、DRAM 等产品线经验积累，为燧原科技后续产品提供前置规划支持与研发协同。在燧原科技新一代芯片及板卡的方案定义阶段，兆易创新提前介入存储器件的选型评估与规格协同，提供关键参数与技术支持，以缩短存储器件导入验证周期，降低后续工程成本与量产风险。同时，双方拟加强技术合作，共同探索 AI 计算领域存储产品的技术合作机会。

图18：深圳外滩股权结构（截至 2026/8/24）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 全栈自研软件生态，超节点与万卡集群能力领先

不依赖 CUDA 生态的全栈软件平台。公司自研了包括固件、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”，覆盖基础软件五个层次，可支持 TensorFlow、PyTorch、Megatron-LM、DeepSpeed 等主流深度学习与并行计算框架，以及 DeepSeek、Qwen、LLaMa 等主流大模型，大大降低了基于公司硬件的主流 AI 模型的编程开发难度和迁移成本。随着推理场景对 CUDA 生态依赖的减弱，公司自主软件生态的迁移成本劣势正在缩小，软硬件协同优化能力成为差异化竞争力。

超节点方案与万卡集群建设能力业内领先。公司基于第四代芯片的超节点产品方案基于 RoCE 协议实现跨卡和跨节点通信，可实现 64 卡 Scale-up 高效互联，支持 DeepSeek 等 MoE 模型的专家并行拆分；ESL32/64 超节点单节点集成 32/64 卡、存储容量 9.2TB、功耗 90kW，待规模量产。公司 2022 年即推出云端一体化智算集群产品，2025 年，甘肃庆阳万卡集群为国内首个获中国信通院大规模智算集群服务成熟度五星级认证的国产万卡推理集群，入选工信部 2025 年计算技术底座典型应用案例。目前公司正联合客户研发超节点方案，并联合打造具有商业化价值的万卡高速互联集群。

燧原科技拥有基于先进正交架构方案的“云燧 ESL64-O”，以及基于成熟 Cable-tray 方案的“云燧 ESL64-C”，可满足万卡级以上大规模集群组网需求；同时带来云燧 OGX 标准化 AI 系统产品，为训练和推理场景提供灵活、高性价比的算力部署方案。

公司与中兴通讯联合打造的正交架构方案“云燧 ESL64-O”超节点，具有低时延、高可靠、强信号、优散热、易扩展、便捷运维六大优势，通过高密集成、零线缆、高可扩展性设计进一步提升部署效率。同时，Cable-tray 方案的“云燧 ESL64-C”超节点，则依托成熟、标准化的技术路线，兼具灵活组网、部署门槛低等优势，为产业提供兼具自主架构和多场景适配的超节点系统方案组合。

图19：“云燧 ESL64-O”超节点



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

第五代、第六代芯片研发有序推进，在研项目梯次布局。公司在研项目覆盖第四代

产品超节点整机方案、第五代/第六代芯片架构、AI 软件栈持续迭代与一体化智算应用方案，形成“交付一代、研发一代、预研一代”的梯次布局，为产品代际竞争力的持续领先提供保障。

OGX 标准化系统与 ESL 超节点完善第四代产品矩阵。基于第四代 L600 训推一体加速模组，公司于 2025 年 7 月发布单机 8 卡标准化 AI 专用系统 OGX400，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 超节点基于 RoCE 协议实现大规模跨卡与跨节点通信，待规模量产后将面向大模型预训练与高并行推理场景，两款产品有望自 2026 年起逐步贡献收入增量。

表2：公司第四代 OGX 与 ESL 超节点产品

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

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.4. 供应链全链条自主可控，募投加码五代/六代芯片

提前备货，供应链有保障。公司为 Fabless 模式，经过多年战略布局，在晶圆制造、封装测试和系统元器件等方面形成多层次、多组合、多方案的保障体系；在燧原 S60 产品线上获得了高性价比供应链的完全产能保障，并进一步贯通“本地设计+本地制造+本地封测+本地 EDA/IP+本地模型+本地应用”的产业全链条自主可控。由于晶圆产能供应紧张，公司通常对晶圆、存储芯片等重要物料提前订货并支付较高比例预付款，以锁定上游产能，2026 年 6 月末公司资产总额 124.12 亿元，其中预付款项规模较大，为后续业绩释放奠定产能基础。

募集资金净额 58.10 亿元，聚焦五代/六代 AI 芯片研发及产业化。本次公开发行 4,303.52 万股，发行价 142.18 元/股，募集资金总额 61.19 亿元、净额 58.10 亿元，拟投入 60.00 亿元（以募集资金及自筹资金合计 74.30 亿元）用于三大募投项目：基于五代 AI 芯片系列产品研发及产业化项目、基于六代 AI 芯片系列产品研发及产业化项目和先进人工智能软硬件协同创新项目，覆盖下一代芯片架构演进、低精度混合计算、MoE、长序列与多模态等前沿方向以及 AI 软硬件协同生态建设。

表3：公司募集资金投资项目

序号	项目名称	项目总投资额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
1	基于五代 AI 芯片系列产品研发及产业化项目	19.75	15.03
2	基于六代 AI 芯片系列产品研发及产业化项目	20.89	11.97
3	先进人工智能软硬件协同创新项目	33.66	33.00
合计		74.30	60.00

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

募投项目聚焦下一代产品与生态建设，建设周期 36 个月。五代芯片项目将支持 FP4 数据计算精度，全面覆盖文本、音频、图像及视频生成功能并实现跨模态生成能力；六代芯片项目将强化卡间互联能力与多芯粒异构集成技术；软硬件协同创新项目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 芯片研发四个方向系统推进。

4. 盈利预测与投资评级

核心假设：

AI 加速卡及模组业务：公司背靠腾讯，算力卡主要供应腾讯，腾讯持续加大算力投入，公司有望充分受益，预计 2026-2028 年收入增速分别为 300%/200%/100%。2026 年存储价格上涨，压低毛利率，但 2027-2028 年公司 AI 加速卡及模组业务加速放量，规模效应显现，毛利率逐步提升，预计 2026-2028 年毛利率分别 30%/32%/33%。

智算系统及集群业务：超节点与万卡集群方案逐步商业化，智算中心项目持续落地，预计 2026-2028 年收入增速均为 50%。公司超节点产品加速放量，规模效应显现，预计 2026-2028 年毛利率分别 26%/27%/28%。

IP 授权及其他：IP 授权与技术开发收入稳步增长，预计 2026-2028 年 IP 授权及其他收入增速均为 10%。该部分业务进展稳定，毛利率维持相对稳定水平。预计 2026-2028 年毛利率均为 23%。

其他：该部分业务非公司核心业务，预计 2026-2028 年收入增速均为 0%，预计 2026-2028 年毛利率均为 60%。

表4：营收预测（亿元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
AI 加速卡及模组	1.86	3.08	8.56	34.26	102.77	205.54
增长率		65%	178%	300%	200%	100%
毛利率	16%	41%	33%	30%	32%	33%
智算系统及集群	1.00	3.99	1.28	1.92	2.89	4.33
增长率		2.98	-0.68	50%	50%	50%
毛利率	37%	23%	26%	26%	27%	28%
IP 授权及其他	0.06	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02
增长率		-54%	-42%	10%	10%	10%
毛利率	7%	26%	23%	23%	23%	23%
其他	0.09	0.13	0.04	0.04	0.04	0.04
增长率		43%	-70%	0%	0%	0%
毛利率	35%	39%	60%	60%	60%	60%

收入总计	2.92	7.22	9.90	36.20	105.68	209.89
增长率		147%	37%	266%	192%	99%
毛利率	23%	31%	32%	30%	32%	33%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司估值：公司是国内领先的云端 AI 芯片设计企业，基于业务相似性原则，我们选取国产 AI 芯片公司寒武纪、摩尔线程和沐曦股份作为可比公司。由于国产 AI 芯片公司正处于收入规模快速扩张阶段，盈利能力不稳定，采用 PS 估值更能体现公司的核心价值。截至 2026 年 10 月 19 日，可比公司 2027 年平均 PS 估值为 23 倍，燧原科技 2027 年 PS 估值为 18 倍，低于可比公司。公司作为国产 DSA 架构云端 AI 芯片领军企业，深度绑定腾讯头部互联网大厂，商业化落地能力已经验证，应当享有更高估值。

表5：可比公司估值（2026/10/19）

股票代码	公司	市值(亿元)	股价(元)	营业收入(亿元)			PS		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688256	寒武纪	5,839	929	166	338	558	35	17	10
688802	沐曦股份	1,715	429	35	66	108	49	26	16
688795	摩尔线程	1,536	327	35	58	86	43	26	18
	可比公司估值平均值						42	23	15
688801	燧原科技	1,867	434	36	106	210	52	18	9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：寒武纪、沐曦股份和摩尔线程营收预测为 2026 年 10 月 19 日 Wind 一致预期数据。燧原科技营收数据为东吴证券预测。

投资建议：AI 快速发展带动全球算力资本开支持续攀升，推理需求超越训练成为 AI 加速卡第一驱动。同时，AI 芯片国产替代加速推进，国产 AI 芯片迎来黄金发展期。燧原科技背靠腾讯，坚持 DSA 自主架构与全栈自研软件生态，四代架构 5 款产品在头部互联网场景大规模商用，超节点与万卡集群能力业内领先，募投落地加码五代/六代芯片研发，有望迎来加速增长。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 36/106/210 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

AI 资本开支不及预期的风险。AI 算力需求主要取决于头部云厂商及互联网大厂的 AI 资本开支，若下游大客户资本开支增速放缓或 AI 应用商业化不及预期，可能对公司订单获取和收入增长产生不利影响。

客户集中度较高的风险。2025 年公司对终端第一大客户腾讯关联销售占营业收入比例较高，若与主要客户合作发生变化，将对公司经营业绩产生较大影响。

供应链与国际贸易摩擦风险。公司晶圆制造、存储芯片等核心物料依赖外部供应商且需预付货款锁定产能，若上游产能紧张、价格上涨或国际贸易摩擦加剧，可能影响产品交付与毛利率。

燧原科技-U 三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**3,943**	**9,844**	**11,269**	**15,652**
货币资金及交易性金融资产	2,155	7,824	7,560	9,689
经营性应收款项	612	659	1,422	2,578
存货	863	1,029	1,940	3,040
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	312	332	347	345
非流动资产	**579**	**440**	**593**	**794**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	171	265	370	486
在建工程	0	0	0	0
无形资产	122	138	185	270
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16
其他非流动资产	270	21	21	21
资产总计	**4,522**	**10,284**	**11,862**	**16,445**
流动负债	**882**	**1,410**	**1,679**	**1,998**
短期借款及一年内到期的非流动负债	216	600	700	800
经营性应付款项	52	64	70	78
合同负债	346	434	528	630
其他流动负债	268	311	381	489
非流动负债	**493**	**652**	**755**	**857**
长期借款	432	532	632	732
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	8	11	14	16
其他非流动负债	53	109	109	109
负债合计	**1,375**	**2,061**	**2,434**	**2,855**
归属母公司股东权益	3,147	8,223	9,428	13,590
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**3,147**	**8,223**	**9,428**	**13,590**
负债和股东权益	**4,522**	**10,284**	**11,862**	**16,445**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**990**	**3,620**	**10,568**	**20,989**
营业成本(含金融类)	674	2,542	7,201	14,085
税金及附加	1	4	12	23
销售费用	138	145	211	420
管理费用	175	217	264	315
研发费用	1,135	1,448	1,796	2,099
财务费用	9	(14)	(119)	(106)
加:其他收益	19	36	53	63
投资净收益	20	20	20	20
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(62)	(65)	(70)	(75)
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	**(1,164)**	**(731)**	**1,205**	**4,162**
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	**(1,164)**	**(731)**	**1,205**	**4,162**
减:所得税	0	0	0	0
净利润	**(1,164)**	**(731)**	**1,205**	**4,162**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**(1,164)**	**(731)**	**1,205**	**4,162**
每股收益-最新股本摊薄(元)	(2.70)	(1.70)	2.80	9.67
EBIT	(1,176)	(745)	1,086	4,056
EBITDA	(984)	(554)	1,233	4,155
毛利率(%)	31.90	29.78	31.86	32.90
归母净利率(%)	(117.54)	(20.19)	11.41	19.83
收入增长率(%)	37.07	265.58	191.93	98.62
归母净利润增长率(%)	22.94	37.21	264.92	245.28

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(965)	(622)	(149)	2,251
投资活动现金流	(379)	(30)	(280)	(280)
筹资活动现金流	(22)	6,324	165	157
现金净增加额	(1,366)	5,669	(264)	2,129
折旧和摊销	192	190	147	99
资本开支	(401)	(300)	(300)	(300)
营运资本变动	(54)	(155)	(1,589)	(2,110)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	8.13	19.11	21.91	31.58
最新发行在外股份（百万股）	430	430	430	430
ROIC(%)	(27.30)	(11.31)	10.79	31.30
ROE-摊薄(%)	(36.98)	(8.89)	12.78	30.62
资产负债率(%)	30.40	20.04	20.52	17.36
P/E（现价&最新股本摊薄）	(160.43)	(255.49)	154.92	44.87
P/B（现价）	53.39	22.71	19.80	13.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

仅供内部参考，请勿外传！

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn