

硬蛋创新（00400.HK）

稀缺 AI 算力芯片供应商，硬件+软件平台化布局

创新型科技服务平台公司，深化芯、端、云全产业链布局。硬蛋创新利用自主研发的 AI 大语言模型和专业行业知识库，为客户提供尖端芯片的应用技术解决方案、供应链管理服务等自研产品。公司业务可分为科通技术、硬蛋科技两个平台，科通技术为 AI 算力供应链核心供应商，与国际原厂及本地企业深度合作，积极参与全球算力网络建设；硬蛋科技为 AIoT 数据和技术服务平台。硬蛋创新为把握人工智能时代机遇，打造了服务 AIoT 芯-端-云产业链的核心供应商，实现了产业闭环。从业绩来看，2024 年公司实现营收 101.3 亿元，实现归母净利润 1.9 亿元，2019-2024 年营收 CAGR 为 11.6%，归母净利润 CAGR 为 11.5%。

AI 驱动高端芯片需求爆发，核心分销商重要性凸显。芯片分销是连接芯片原厂与下游电子信息制造业的关键一环。从发展趋势来看，芯片分销商逐渐从传统贸易商转变成芯片应用技术服务商，为上下游产业提供多维度、多领域高附加值服务，以数字化赋能营销服务和技术服务，推动芯片技术在终端领域顺利落地。2024 年全球 TOP50 芯片分销商营收总额达 2008.11 亿美元。AI 芯片是承载计算功能的核心，算力需求爆发进一步催生 AI 芯片需求，根据德勤数据，2027 年，全球 AI 芯片市场有望增至 4000 亿美元。AI 芯片领域，国外芯片巨头占据大部分市场份额，具体来看，全球 GPU 芯片市场英伟达占据绝对主导地位；FPGA 全球市场 Xilinx 与 Altera 市占率合计超 80%。我国 AI 芯片产业起步较晚，技术上与世界先进水平也还存在着较大的差距，故 AI 芯片多依赖进口，因此，掌握海外大厂 AI 芯片分销授权的分销商重要性、价值性显现。

掌握稀缺算力资源渠道，科通+硬蛋双轮驱动业绩增长。科通技术为 AI 算力供应链核心供应商，覆盖“AI 基础设施+AI 智能终端”领域，代理超过 80 家核心芯片公司产品（包括 Nvidia、Xilinx、Intel、AMD、Microsoft 等），掌握稀缺算力资源渠道，为下游数以万计的创新客户提供芯片应用技术解决方案及供应链管理服务等。此外，科通技术凭借深厚的技术积累与产业资源，推出了 DeepSeek 大模型与 AI 芯片相结合的全场景应用方案，全面覆盖云 AI、本地 AI 以及端 AI 等各层级，有望深度受益 AI 算力芯片需求提升及端侧 AI 应用场景爆发。硬蛋科技聚焦软硬件一体化解决方案的交付，专注于自有品牌 AIoT 智能硬件产品的研发与销售，以及针对 AIoT 智能硬件产品的数据服务，伴随公司自研产品推出及业务领域持续开拓，有望开辟第二成长曲线，实现科通+硬蛋双轮驱动打开成长空间。

盈利预测及投资建议：AI 浪潮下，算力需求及配套软件服务需求不断提升，公司掌握稀缺算力资源渠道，打造芯-云-端产业链闭环布局，深度受益，预计 2025-2027 年公司实现营收 123.6/156.3/194.8 亿元，实现归母净利润 2.3/3.1/4.1 亿元，对应 PE 为 9.0/6.5/5.0x，看好公司后续数据资源及算力芯片资源转化，且具备估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：汇率波动风险、下游需求不及预期、国际贸易摩擦。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	8,863	10,129	12,361	15,627	19,483
增长率 yoy (%)	-7.0	14.3	22.0	26.4	24.7
归母净利润(百万人民币)	211	190	228	314	413
增长率 yoy (%)	-33.0	-9.9	20.1	37.8	31.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.13	0.12	0.14	0.19	0.25
净资产收益率 (%)	5.3	4.9	5.6	7.1	8.5
P/E (倍)	9.8	10.8	9.0	6.5	5.0
P/B (倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4

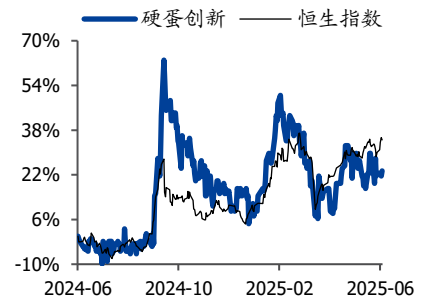
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 06 月 26 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	专业连锁 II
06 月 26 日收盘价 (港元)	1.37
总市值 (百万港元)	2,252.64
总股本 (百万股)	1,644.26
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	0.82

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680524120005

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号：S0680525010004

邮箱：shelingxing1@gszq.com

分析师 刘嘉元

执业证书编号：S0680525010002

邮箱：liujiayuan1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7588	6740	8883	10760	12983
现金	438	608	689	423	286
应收票据及应收账款	1702	1966	2198	2901	3593
其他应收款	230	421	474	584	748
预付账款	0	0	0	0	0
存货	4506	3511	5202	6445	7861
其他流动资产	712	234	319	406	495
非流动资产	2608	2867	2862	2858	2854
长期投资	1392	1808	1808	1808	1808
固定资产	15	16	16	16	16
无形资产	1083	921	912	903	894
其他非流动资产	118	122	126	131	137
资产总计	10196	9607	11745	13618	15837
流动负债	5024	4781	6576	7982	9591
短期借款	1597	1886	2347	2792	3216
应付票据及应付账款	3244	2388	3753	4574	5578
其他流动负债	183	507	476	615	796
非流动负债	657	416	416	416	416
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	657	416	416	416	416
负债合计	5682	5198	6993	8398	10007
少数股东权益	521	563	665	806	992
股本	0	0	0	0	0
资本公积	4018	3832	4072	4399	4824
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3994	3846	4086	4413	4838
负债和股东权益	10196	9607	11745	13618	15837

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-573	132	-279	-605	-444
净利润	211	190	228	314	413
折旧摊销	330	209	9	9	9
财务费用	108	124	125	133	150
投资损失	4	6	4	4	6
营运资金变动	-1283	-439	-727	-1183	-1176
其他经营现金流	57	41	82	117	155
投资活动现金流	-244	-61	12	15	20
资本支出	-168	-31	0	0	0
长期投资	196	-416	0	0	0
其他投资现金流	-272	387	12	15	20
筹资活动现金流	575	87	336	312	274
短期借款	709	289	461	445	424
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-19	-186	240	327	425
其他筹资现金流	-115	-16	-365	-459	-575
现金净增加额	-239	170	81	-266	-137

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8863	10129	12361	15627	19483
营业成本	7833	9240	11249	14205	17691
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	200	186	241	313	390
管理费用	0	0	241	305	380
研发费用	103	104	148	177	222
财务费用	93	124	125	133	150
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	22	49	12	16	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	6	4	4	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	427	377	482	627	801
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	360	309	374	514	676
所得税	41	36	43	59	78
净利润	320	273	330	455	598
少数股东损益	109	84	102	141	185
归属母公司净利润	211	190	228	314	413
EBITDA	783	642	507	656	835
EPS (元/股)	0.13	0.12	0.14	0.19	0.25

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-7.0	14.3	22.0	26.4	24.7
营业利润(%)	-17.7	-11.6	27.7	30.1	27.7
归属母公司净利润(%)	-33.0	-9.9	20.1	37.8	31.3
获利能力					
毛利率(%)	11.6	8.8	9.0	9.1	9.2
净利率(%)	2.4	1.9	1.8	2.0	2.1
ROE(%)	5.3	4.9	5.6	7.1	8.5
ROIC(%)	6.6	6.1	6.2	7.2	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	54.1	59.5	61.7	63.2
净负债比率(%)	25.7	29.0	34.9	45.4	50.3
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	6.7	5.5	5.9	6.1	6.0
应付账款周转率	2.4	3.3	3.7	3.4	3.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.12	0.14	0.19	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.35	0.08	-0.17	-0.37	-0.27
每股净资产(最新摊薄)	2.43	2.34	2.49	2.68	2.94
估值比率					
P/E	9.8	10.8	9.0	6.5	5.0
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.5	4.4	7.3	6.7	6.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 26 日收盘价

内容目录

1 创新型科技服务平台公司，尖端芯片应用供应商	4
1.1 科技服务平台公司，芯、端、云全产业链布局	4
1.2 股权结构集中，营收稳而向上	5
2 AI 驱动高端芯片需求爆发，核心代销厂重要性凸显	8
3 布局覆盖 AI 产业链，科通+硬蛋双轮驱动成长	16
4 盈利预测及投资建议	22
风险提示	23

图表目录

图表 1: 技术型分销商产业链作用	4
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司管理层履历	6
图表 4: 公司营收情况	7
图表 5: 公司归母净利润情况	7
图表 6: 公司毛利率及归母净利率情况	7
图表 7: 电子元器件分类	8
图表 8: 数字电路分类情况	8
图表 9: 电子元器件产业链	9
图表 10: 25Q1 全球前十大 Fabless IC 设计厂营收排名（百万美元）	10
图表 11: 原厂直采与分销渠道采购比例	11
图表 12: 2021 至 2024 年度全球 TOP50 分销商营收总额（亿美元）	11
图表 13: TOP4 及 TOP10 占 TOP50 营收情况	11
图表 14: 半导体销售额（十亿美元）	12
图表 15: 全球半导体销售额情况（亿美元）	12
图表 16: 中国半导体销售额情况（亿美元）	12
图表 17: 2028 年 AI 投资（亿美元）	13
图表 18: 海外 CSP 年度资本开支（亿美元）	13
图表 19: 海外 CSP 年度资本开支同比增速	13
图表 20: 海外 CSP 季度资本开支（亿美元）	14
图表 21: Marvell 上调 2028 年定制芯片目标市场规模（TAM）	14
图表 22: 中国 AI 芯片细分市场结构占比情况	15
图表 23: 公司部分合作制造商	16
图表 24: 科通技术情况	16
图表 25: 科通技术低轨卫星通信方案	18
图表 26: Abracon AOCJYx 系列恒温晶体振荡器	18
图表 27: deepseek-R1 -0528 AIME 2025 测试结果	18
图表 28: 科通技术全场景布局	19
图表 29: 科通技术硬件平台	20
图表 30: 硬蛋科技部分领域布局方案	20
图表 31: 盈利预测（亿元）	22
图表 32: 可比公司情况	22

1 创新型科技服务平台公司，尖端芯片应用供应商

1.1 科技服务平台公司，芯、端、云全产业链布局

定位创新型科技服务平台公司，深化芯、端、云全产业链布局。硬蛋创新通过自主研发的 AI 大语言模型和专业行业知识库，为客户提供尖端芯片的应用技术解决方案和高效的供应链管理服务。公司业务主要分为科通技术、硬蛋科技两大平台，其中科通技术为芯片应用技术服务平台，硬蛋科技为 AIoT 技术和服务平台。

1) 科通技术：AI 算力供应链的核心供应商，积极参与全球算力网络建设，与国际原厂及本地企业深度合作，为 AI 智算中心与端侧 AI 等场景提供应用技术与供应链服务。透过自研 AI 技术、大语言模型与行业知识库，持续提升芯片方案，为客户创造更高价值。

2) 硬蛋科技：聚焦新能源领域，打造覆盖电池全生命周期的智能化管理平台并通过自主研发的智能电池管理系统，实现电池状态实时监控与效能优化，显著提升使用效率。同时，硬蛋科技积极推进两轮车电池云服务，抢占人民币千亿级蓝海市场。硬蛋学堂引进全球领先的芯片应用技术，为行业提供全方位的技术服务及人才培养。

图表1：技术型分销商产业链作用



资料来源：科通技术招股说明书，国盛证券研究所

科通技术作为公司芯片分销业务平台，其发展可主要分为三个阶段：

- 1) 传统电子元器件分销商（2002-2012）：**实际控制人康敬伟先生将旗下传统集成电路及其他电子元器件分销业务整合到 Comtech Group，于 2004 年成为美国纳斯达克上市公司 Comtech Group, Inc.（后更名为优创科技）重要业务之一。该阶段，康敬伟先生旗下集成电路及其他电子元器件分销业务有了初步发展，与部分全球核心电子元器件原厂建立了代理关系。
- 2) 集成电路及其他电子元器件平台（2013-2018）：**2012 年，康敬伟先生在开曼群岛注册成立硬蛋创新。2012 年 11 月，硬蛋创新收购优创科技集团公司的部分芯片分销业务。2013 年 2 月，硬蛋创新收购 Cogobuy.com 平台等资产，于 2013 年 7 月开始将线上和线下业务整合；在 2013 年推出硬蛋平台 ING DAN.COM，为全球 AIoT 领域创新创业企业提供一站式供应链服务。2014 年，硬蛋创新于香港

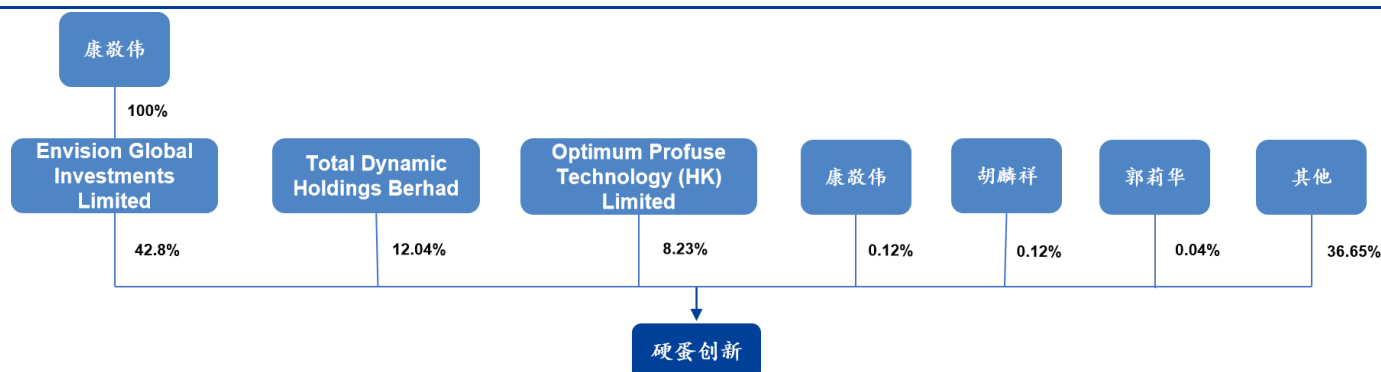
联交所上市。至 2018 年，硬蛋创新发展出两大业务板块，一是电子元器件分销业务，二是自有技术产品（模块、整机等）和企业服务（如云服务）。

- 3) **数字技术赋能芯片应用产业（2020 年至今）**：硬蛋创新于 2019 年末将芯片分销业务整合到科通技术旗下，进一步优化完善芯片分销业务内部管理和激励机制。2019 年 12 月 31 日重组完成后，科通技术发展成为一家知名的芯片应用设计和分销服务商。该阶段，公司将大数据与 AI 等数字技术应用到芯片分销领域。围绕上游丰富的芯片产线资源、下游覆盖的大量客户资源以及丰富的应用技术解决方案，通过数据学习实现平台赋能营销、专业驱动创新的芯片分销模式。

1.2 股权结构集中，营收稳而向上

股权结构相对集中，实控人持股超 40%。公司实控人为康敬伟先生，直接持有公司股份 0.12%，通过 Envision Global Investments Limited 持有硬蛋创新 42.8% 股份，第二大股东为 Total Dynamic Holdings Berhad，持有公司股权 12.04%，第三大股东为 OPTIMUM PROFUSE TECHNOLOGY (HK) LIMITED，持有公司股份 8.23%。从子公司来看，根据公司 2024 年年报，硬蛋创新通过 Ingdan Group, Inc、Alphalink Global Limited 间接持有科通技术 69.05% 股份，持有硬蛋科技 100% 权益，公司公告行使投资者赎回权，赎回后，公司通过全资附属公司库购网将持有科通技术的权益将提升至 72.42%。

图表2：公司股权结构



资料来源：Wind，国盛证券研究所

高管深耕行业，引领公司创新性发展。公司高管行业深耕，首席执行官康敬伟先生扎根分销行业多年，在互联网多媒体及电子元器件分销行业拥有逾 25 年经验，首席财务官胡麟祥先生在审计及商业咨询方面拥有逾 20 年经验，公司各领导在对应板块均具备丰富经验，持续前瞻性引领公司发展。

图表3: 公司管理层履历

姓名	职务	履历
康敬伟	首席执行官	于 2014 年 3 月 1 日获委任为执行董事。自 2014 年 7 月 18 日起获委任为首席执行官。负责集团的整体战略规划及业务方针。1991 年 7 月获中国广州市华南理工大学颁授电气工程理学学士学位，在互联网多媒体及电子元器件分销行业拥有逾 25 年经验。在 2002 年创办本公司之前，曾于 2002 年创办前纳斯达克上市公司优创科技集团公司，作为中国电子元器件销售的分销渠道，并一直担任优创的执行董事至 2014 年 5 月。于 2000 年创办一家互联网多媒体公司 Viewtran Inc。
胡麟祥	首席财务官、公司秘书	2014 年 3 月 1 日获委任为执行董事。亦为本公司全资附属公司硬蛋集团有限公司的董事。1997 年获香港科技大学颁授工商管理(会计)学士学位。为香港会计师公会会员及为香港执业会计师。亦为美国注册会计师协会会员及全球特许管理会计师。在审计及商业咨询方面拥有逾 20 年经验。于 1997 年至 2003 年任职罗兵咸永道会计师事务所，于 2003 年至 2013 年成为优创的财务副总裁，负责企业融资、合规及投资。
李宏辉	总经理	硕士学历。1992 年毕业于天津大学电子系，并获得硕士学位。1992 至 1995 年曾在天津大学任教。1995 至 1996 年任职于三星电子韩国总部研发中心从事 IC 开发。2013 年作为早期创始人之一加入硬蛋创新，现担任科通技术董事，总经理，重点负责芯片相关业务开发和管理。
李夏	董事会秘书	CFA 持证人，中级经济师，硕士学历。2009 年本科毕业于中山大学大气科学专业，2013 年硕士毕业于广东财经大学金融学专业。2013 年至 2017 年期间任职于中国光大银行广州分行投资银行部，同业机构部。2017 年至 2018 年间任职广州证券创新投资管理有限公司并购业务部。2018 年至 2020 年任职于珠海华金资本股份有限公司基金管理部。2020 年 9 月至今任职于科通技术，现任科通技术董事、董事会秘书。
刘振宇	研发总监	博士学历。2005 年本科毕业于天津大学电子信息工程专业，2010 年博士毕业于中国科学院研究生院微电子学与固体电子学专业。2007 年 7 月至 2013 年 2 月任职于中国科学院微电子研究所，担任助理研究员。2013 年 3 月至 2015 年 2 月任职于普天信息技术研究院，担任 FPGA 项目经理；2015 年 3 月至 2015 年 11 月任职于北京数码视讯技术有限公司，担任 FPGA 工程师；2015 年 12 月至今任职于科通芯创技术(北京)有限公司，担任数字事业部研发总监。

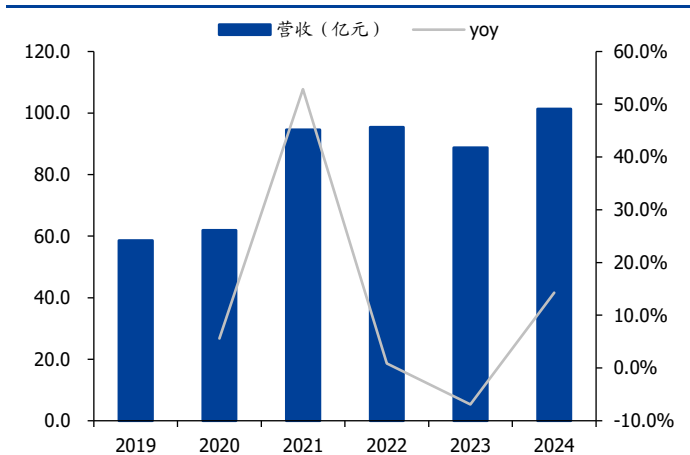
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

受益于 AI 行业发展，公司营收规模呈向上趋势。公司 2024 年实现营收 101.3 亿元，同比增长 14.3%，实现归母净利润 1.9 亿元，同比下降 9.9%，营收增长主要受益于 AI 技术相关产业对芯片的需求不断增长以及内存及存储模块产品等部分市场逐步复苏。利润下滑主要系毛利率下滑、财务、研发等支出增多，公司 2024 年实现毛利率 8.8%，同比下滑 2.8pcts，毛利率下滑主要系客户组合的变化，2024 年自大客户获得的收入相对高于 2023 年同期，向大客户销售的毛利率相对较低，因此总体毛利率有所下滑。

从 2019-2024 年情况来看，公司 2019-2024 年营收 CAGR 为 11.6%，营收稳步增长，其中 2021 年公司营收 94.5 亿元，同比增长 52.9%，主要系国内大规模扩展 5G、AI、IoT 及其他科技基础建设，高端芯片需求提升。公司 2019-2024 年归母净利润 CAGR 为 11.5%，2021 年实现归母净利润 3 亿元，同比增长 140%，归母净利润同比大幅增长系收入增加，非经常性损益增加，销售、研发开支下降。毛利率由 2020 年的 11.3%下降至 2021 年的 9.9%，因销售组合改变所致。2023 年公司营收及净利润同比下滑，2023 年实现营收 88.8 亿元，同比下滑 6.9%，主要系消费品电子类别芯片需求增长速度放缓。

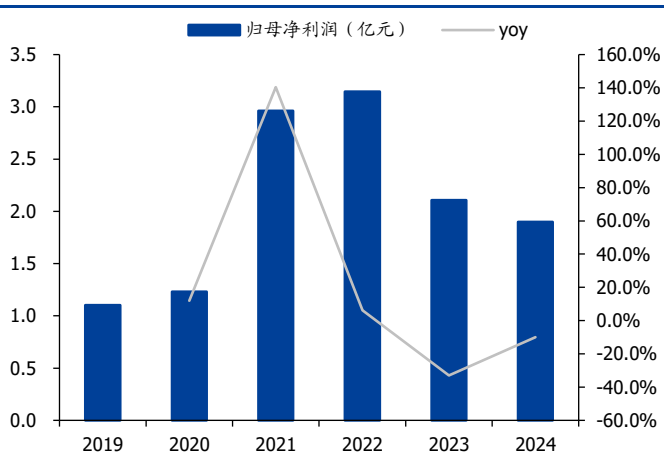
2023 年实现归母净利润 2.1 亿元，同比下滑 33%，主要系财务成本增加及非经常性损益同比减少。

图表4: 公司营收情况



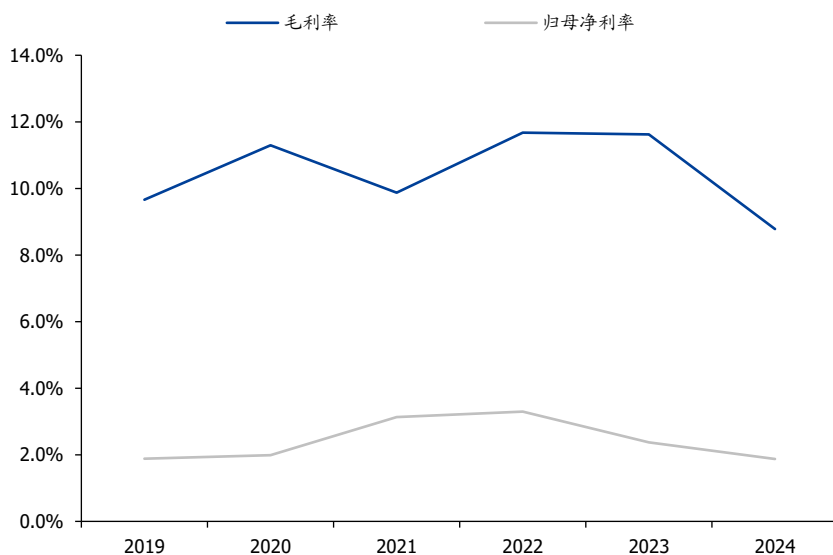
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 公司毛利率及归母净利率情况

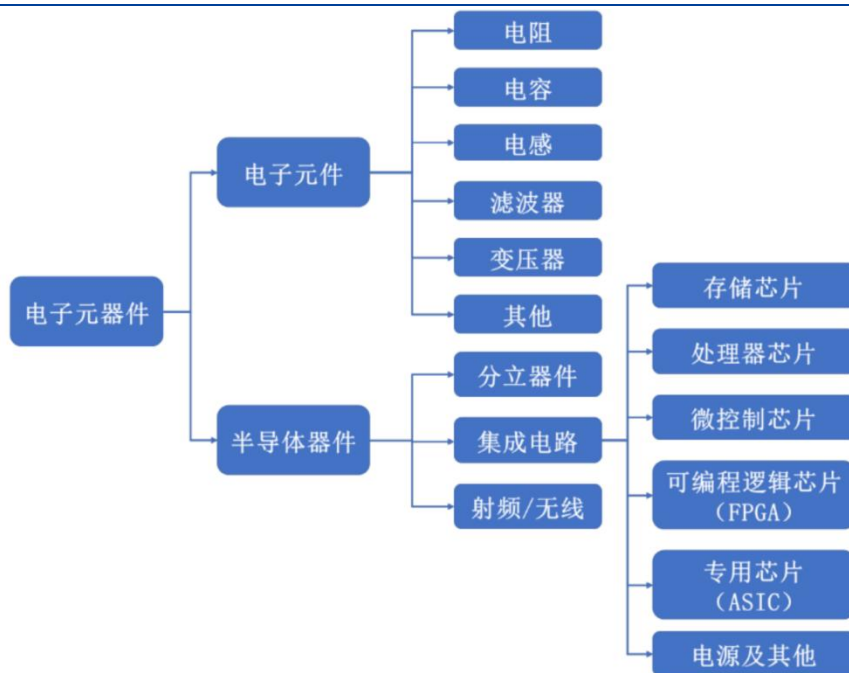


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2 AI 驱动高端芯片需求爆发，核心代销厂重要性凸显

电子元器件可分为电子元件和电子器件（半导体），在生产加工时没有改变原材料分子成分的产品称为元件，在电路中无需加电源即可在有信号时工作，包括电阻、电容、电感等。器件是指在生产加工时改变了原材料分子结构的产品，包括分立器件、芯片等。

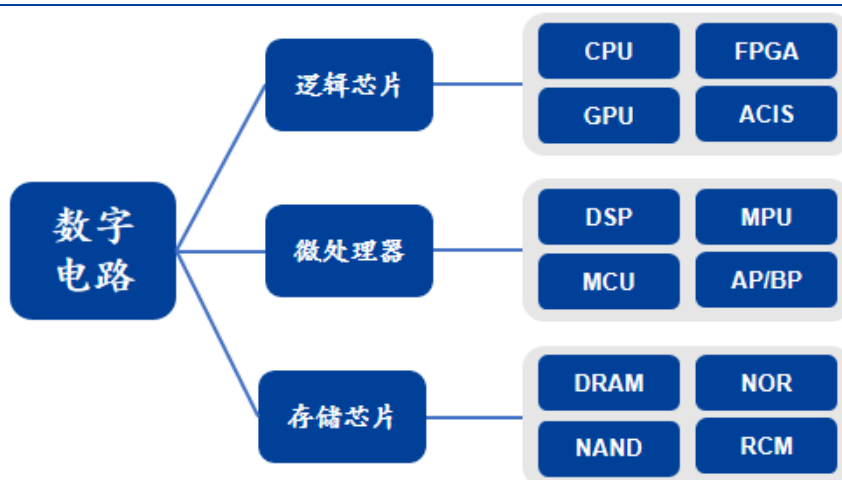
图表7：电子元器件分类



资料来源：科通技术招股说明书，国盛证券研究所

以集成电路为例，集成电路可划分为模拟电路和数字电路（数字芯片），数字电路可细分为逻辑芯片、微处理器和存储芯片，逻辑芯片包括 CPU、GPU 等，微处理器包括 MCU 和 MPU 等，存储芯片包括 DRAM 和 NOR 等，其中逻辑芯片的 CPU 和 GPU 等为主要组成部分，占比较高。

图表8：数字电路分类情况



资料来源：华经产业研究院，国盛证券研究所

电子元器件分销是电子信息产业的中间环节，是连接芯片原厂与下游电子信息制造业的关键一环。电子元器件分销行业的上游行业主要为原厂，包括设计、制造原厂，覆盖模拟芯片、数字芯片、存储芯片等多种类型的芯片产品。电子元器件分销行业的下游行业为电子信息制造业，包含消费电子、汽车工业、医疗器械、能源、通信等多个应用领域的电子信息产品生产企业。

图表9: 电子元器件产业链



资料来源：科通技术招股说明书，国盛证券研究所

从发展趋势来看，随着电子信息产业在技术方面的快速变革，下游应用领域对芯片的要求不断升级，且应用需求逐渐广泛、复杂化，从而促使上游芯片原厂研发更加多元化、复杂程度高的芯片产品。面对不断变化的行业趋势，电子元器件分销商作为产业链中的桥梁，逐渐从传统的电子元器件贸易商转变成综合分销服务商，为上下游产业提供多维度、多领域的高附加值服务，以数字化赋能营销服务和技术服务，推动芯片技术在终端领域顺利落地。电子元器件分销商需对下游细分市场深入挖掘，了解下游市场的实际需求，为上游厂商提供产品需求信息，协助对新产品的测试、方案设计等，从而开发符合市场需求的新产品，并助力新产品快速推向市场。

从壁垒来看，电子元器件代销行业主要在代理资源、客户资源、技术支持能力、专业技术人才、资金规模存在壁垒：

- 1) **代理资源壁垒**：获得原厂授权的电子元器件分销商能够以具有优势的价格采购芯片产品，并且拥有稳定的供货渠道，是电子元器件分销商的核心竞争力之一。此外，欧美原厂在国内的代理分销商较少，且全球头部 IC 设计厂主要集中在欧美，故拥有海外头部代理权能帮助分销公司建立较强的竞争优势。
- 2) **客户资源**：优质客户资源为分销商带来稳定市场需求的同时，亦实现了对分销商的反哺，为分销商在掌握行业动向、获取头部原厂授权分销资质等方面，提供重要的保障。下游电子信息制造业，尤其是部分集中度较高的细分领域，对供应商的考核较为严格。仅有经过长期合作，供货稳定性、服务质量、技术水平等各方面均通过客户验证的分销商，方能进入其合格供应商名录。
- 3) **技术支持能力**：电子产品技术更新迭代速度不断加快且技术日趋复杂，电子元器件分销商在产业链中扮演更多角色。一方面，上游设计制造商希望分销商协助进行新产品设计、应用场景开发、新产品测试，提升产品与市场需求贴合度。另一方面，由于电子元器件产品种类繁多且可开发难度较大，下游客户希望分销商能提供应用技术方案和技术支持服务，从而缩短产品研发周期并及时解决芯片应用

过程中各类技术问题。上下游厂商对分销商技术支持能力的要求越来越高，电子元器件分销商的技术能力离不开长期的技术积累，后来者将面临较大的技术壁垒。

- 4) **专业技术人才:** 上下游厂商对于电子元器件分销商技术支持能力的要求越来越高，相关技术人才需要具备芯片行业的相关知识以及专业技术能力。同时，技术人才需要一定的行业实战经验，从而能够协助下游厂商及时解决芯片应用中遇到的技术问题。
- 5) **资金规模壁垒:** 电子元器件分销行业属于资金密集型行业，仅有具备较强资金实力的电子元器件分销商，方能更好地发挥电子信息产业的纽带作用，为下游客户提供稳定性高、采购成本和交期可控的电子元器件。

全球前十大 IC 设计厂多为海外厂商。根据 trendforce 数据，以营收计，25Q1 全球前十大 IC 设计厂主要包括英伟达、高通、博通、超威、联发科、Marvell、Realtek、联咏、豪威、MPS，25Q1 因国际形势变化促使终端电子产品备货提前启动，以及全球各地兴建 AI 数据中心，半导体芯片需求优于以往淡季水平，助力 IC 设计产业表现。第一季前十大晶圆 IC 设计业者营收合计季增约 6%，达 774 亿美元，续创新高。

图表10: 25Q1 全球前十大 Fabless IC 设计厂营收排名 (百万美元)

Ranking	Company	Top 10 Fabless Revenue		Revenue Performance		Top 10 Revenue Share	
		4Q24	1Q25	QoQ	YoY	4Q24	1Q25
1	英伟达 (NVIDIA)	37,798	42,369	12%	72%	52%	55%
2	高通 (Qualcomm)	10,084	9,469	-6%	18%	14%	12%
3	博通 (Broadcom)	8,218	8,343	2%	15%	11%	11%
4	超威 (AMD)	7,658	7,438	-3%	36%	11%	10%
5	联发科 (MediaTek)	4,269	4,661	9%	10%	6%	6%
6	美满电子 (Marvell)	1,717	1,869	9%	50%	2%	2%
7	瑞昱 (Realtek)	815	1,065	31%	31%	1%	1%
8	联咏 (Novatek)	781	825	6%	6%	1%	1%
9	豪威集团 (OmniVision)	744	732	-2%	9%	1%	1%
10	芯源系统 (MPS)	622	638	3%	39%	1%	1%
	Total of Top 10	72,706	77,408	6%	44%	100%	100%

备注1: 各家公司营收计算基准由财年调整为历年

备注2: 4Q24-- 1美元兑换 32.34 港币; 1美元兑换 7.19 人民币

备注3: 1Q25-- 1美元兑换 32.89 港币; 1美元兑换 7.27 人民币

备注4: Qualcomm 仅计算 QCT 部门营收; NVIDIA 扣除 OEM/IP 营收; Broadcom 仅计算半导体部门营收; 豪威集团仅计算半导体设计及销售营收

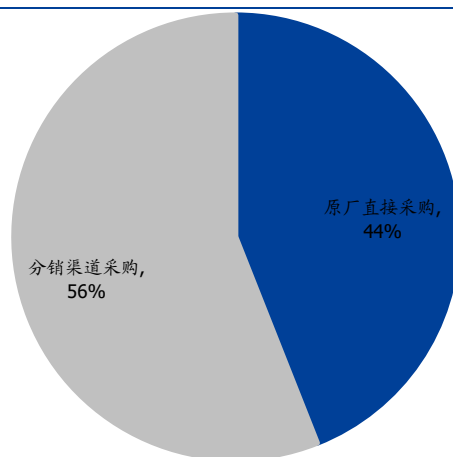
Source: TrendForce, June 2025



资料来源: TrendForce, 国盛证券研究所

56%的电子元器件采购规模主要依赖分销商渠道。目前，约 44%的电子元器件采购规模下游电子产品制造商直接与原厂进行采购，主要采用该模式的主要下游厂商（通常称为“蓝筹超级客户”，主要为大型电子制造商）占电子产品制造商比重约 1%，剩余 56%的电子元器件采购规模主要依赖分销商渠道，99%以上的电子产品制造商主要采用此方式采购物料，在流通领域，分销商承担了极为重要的角色。

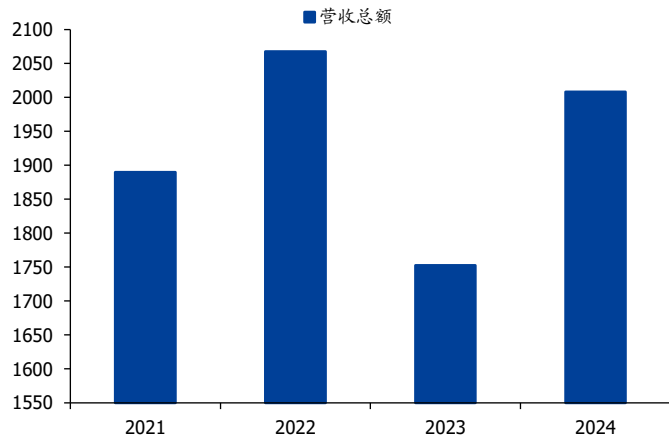
图表11: 原厂直采与分销渠道采购比例



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

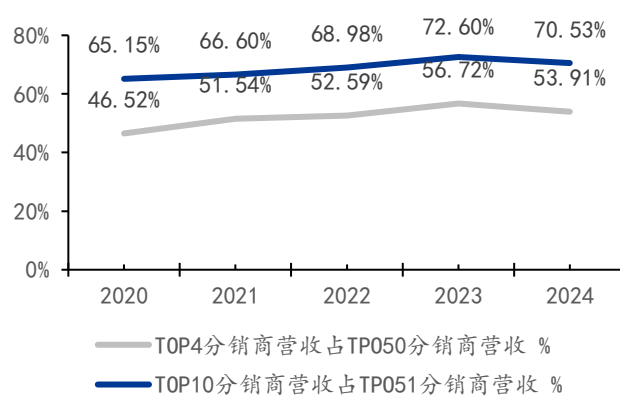
2024 年全球 TOP50 分销商营收总额达 2008.11 亿美元，同比增长 14.58%。根据国际电子商情统计数据，2024 年全球分销商 top4 分别为文晔科技、艾睿电子、大联大、安富利，2024 年，全球 TOP50 分销商的营收总额为 2008.11 亿美元，较之 2023 年的 1752.54 亿美元提升了 14.58%。分地区看，2024 年 TOP50 分销商总营收较 2023 年提升，约八成的分销商迎来正增长，这部分企业主要集中在大中华区；两成分销商的营收为负增长，主要集中在欧美地区和日本地区。分行业看，存储行业自 2023 年下半年迎来复苏，该趋势延续到了 2024 年，同时随着 AI 持续商业化，与 AI 相关的业务持续火热，存储、AI 业务占比较大的分销商取得相当好的业绩。

图表12: 2021 至 2024 年度全球 TOP50 分销商营收总额 (亿美元)



资料来源: 国际电子商情, 国盛证券研究所

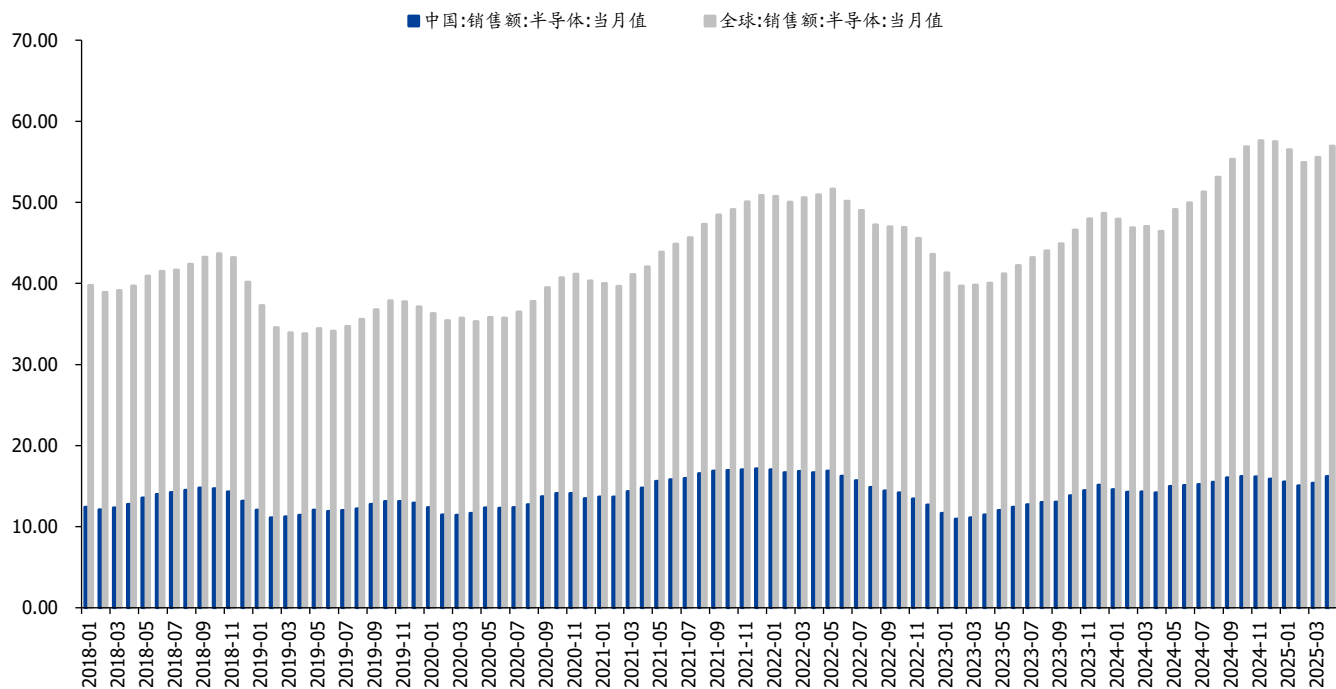
图表13: TOP4 及 TOP10 占 TOP50 营收情况



资料来源: 国际电子商情, 国盛证券研究所

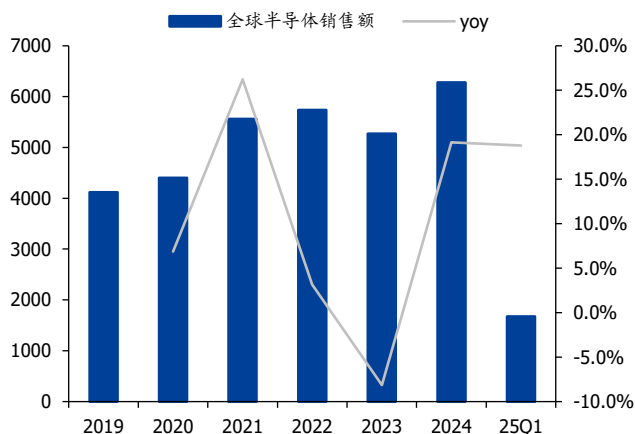
AI 驱动下，2024 年全球半导体销售额创历史新高。根据 SIA 数据，2024 年全球半导体销售额达到 6276 亿美元，同比增长 19.1%。分地区来看，2024 年美洲半导体销售额同比增长 44.8%，中国同比增长 18.3%。从产品类别来看，**受益于 AI 技术的广泛应用推动逻辑芯片市场需求，2024 年逻辑产品成为销售额最大的品类，销售额达到 2126 亿美元，同比增长 81%。**其次为存储产品，销售额达到 1651 亿美元，同比增长 78.9%，其中，DRAM 作为存储产品的子集，销售额增长了 82.6%，成为 2024 年所有产品类别中增幅最大的产品。25Q1 全球半导体销售额达 1677 亿美元，同比增长 18.8%。展望 2025，根据 WSTS 数据，预计 2025 年全球芯片销售额有望攀升至 6971 亿美元。

图表14: 半导体销售额 (十亿美元)



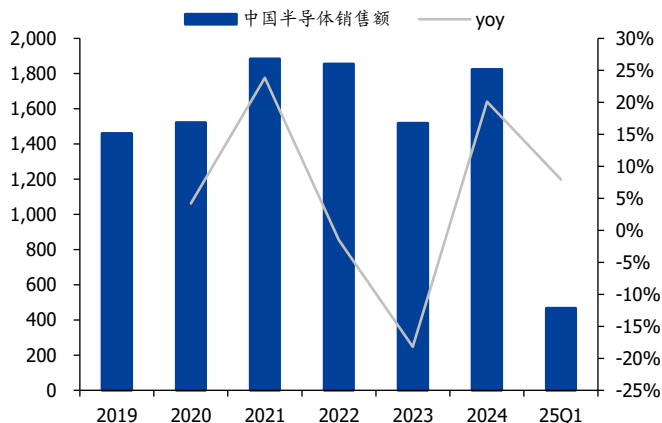
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 全球半导体销售额情况 (亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

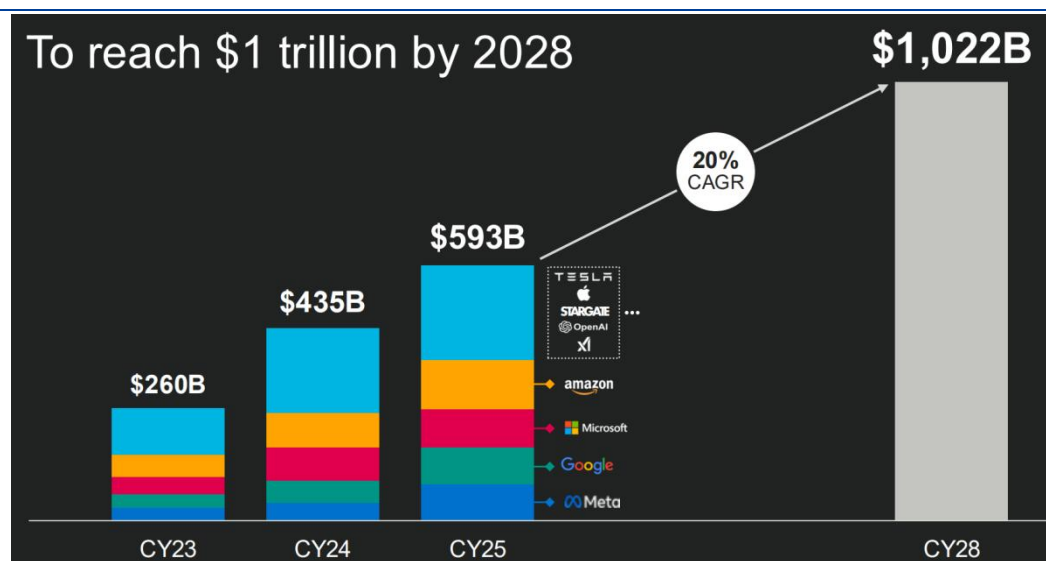
图表16: 中国半导体销售额情况 (亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

算力需求爆发催生 AI 芯片需求。算力是实现人工智能产业化的核心力量,随着人工智能向多场景化、规模化、融合化等高应用阶段发展, AI 模型需要的智能算力规模是呈指数型增长的。当前全球智能算力缺口问题凸显,算力饥饿将成为限制 AI 技术创新的主要问题,2024 年中国通用算力规模达 71.5EFLOPS,同比增 20.6%,智能算力规模达 725.3EFLOPS,同比增 74.1%,智能算力的增幅是通用算力增幅的三倍以上。2025 年中国通用算力规模预计达到 85.8EFLOPS,同比增 20%,智能算力增幅将达到 1037.3EFLOPS,同比增 43%。AI 芯片是诞生于人工智能应用快速发展时代的处理计算任务硬件,是承载计算功能的基础部件,算力需求爆发进一步催生 AI 芯片需求,2023 年中国 AI 芯片行业市场规模达到 1206 亿元,近五年复合增速达 79.90%。2024 年,中国 AI 芯片行业市场规模为 1447 亿元。根据德勤数据,2024 年全球 AI 芯片销售额超过 570 亿美元。预计 2025 年, AI 芯片规模将超 1500 亿美元,2027 年,全球 AI 芯片市场将增至 4000 亿美元。根据 marvell 数据,2028 年数据中心资本开支有望达万亿美元。

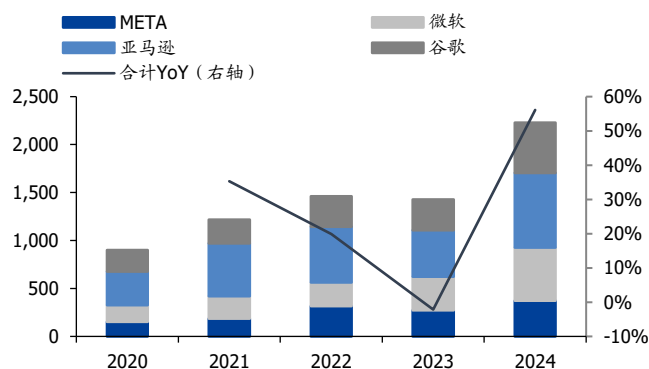
图表17: 2028 年 AI 投资 (亿美元)



资料来源: marvell, public information, Dell'Oro, 国盛证券研究所

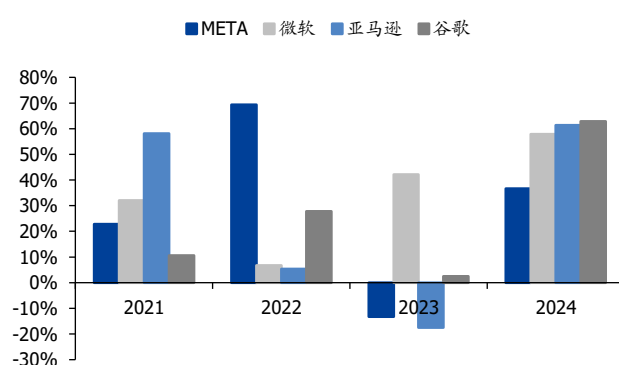
海外 CSP 持续加码 AI 投资，2025 年资本开支维持高位增长。2025Q1 海外四大 CSP 合计资本开支为 711 亿美元，同比增长 64%，环比基本持平，2024 年海外四大 CSP 合计资本开支为 2230 亿美元，同比增长 56%，CSP 持续加码 AI 服务器及相关投资。展望 2025 年，meta 上调 2025 年全年资本支出为 640-720 亿美元(前值: 600-650 亿美元); 亚马逊 2025 年资本开支预计为 1000 亿美元。谷歌预计 2025 年资本支出为 750 亿美元，2025 年资本开支维持高位增长。

图表18: 海外 CSP 年度资本开支 (亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 海外 CSP 年度资本开支同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 海外 CSP 季度资本开支 (亿美元)

资本开支 (亿美元)	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
META	36	33	37	46	43	46	43	54	54	76	94	90	68	62	65	77	64	82	83	144	129
微软	38	47	49	42	51	65	58	59	53	69	63	63	66	89	99	97	110	139	149	158	167
亚马逊	54	66	98	132	112	130	148	165	137	141	150	154	131	104	113	134	139	164	213	261	243
谷歌	60	54	54	55	59	55	68	64	98	68	73	76	63	69	81	110	120	132	131	143	172
合计	188	200	238	275	265	295	317	341	343	354	380	384	328	325	358	418	433	516	575	706	711

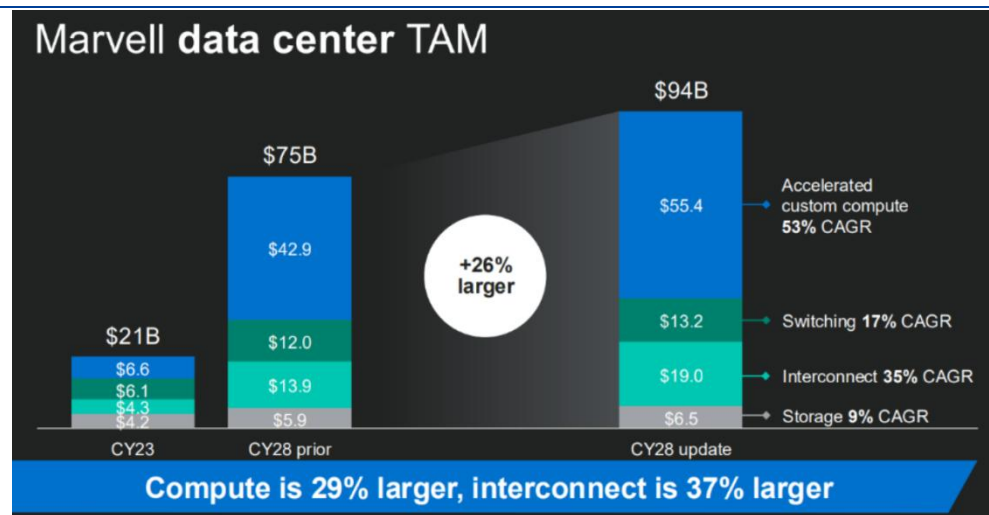
QOQ	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
META	-9%	13%	25%	-7%	8%	-6%	25%	1%	39%	24%	-4%	-24%	-9%	5%	17%	-17%	28%	1%	75%	-10%	
微软	26%	3%	-15%	22%	27%	-10%	1%	-9%	29%	-9%	0%	5%	35%	11%	-2%	13%	27%	8%	6%	6%	
亚马逊	22%	48%	35%	-15%	16%	14%	12%	-17%	3%	7%	3%	-15%	-20%	9%	18%	4%	18%	30%	22%	-7%	
谷歌	-10%	0%	1%	8%	-8%	24%	-6%	53%	-30%	7%	4%	-17%	10%	17%	37%	9%	10%	-1%	9%	20%	
合计	7%	19%	15%	-4%	12%	7%	8%	1%	3%	7%	1%	-14%	-1%	10%	17%	4%	19%	11%	23%	1%	

YOY	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
META					20%	42%	17%	16%	27%	64%	117%	68%	26%	-18%	-30%	-15%	-6%	31%	26%	88%	102%
微软					35%	36%	18%	41%	5%	6%	8%	7%	24%	30%	58%	55%	66%	55%	50%	62%	53%
亚马逊					106%	96%	50%	25%	23%	9%	2%	-6%	-5%	-26%	-25%	-14%	7%	57%	88%	95%	74%
谷歌					-1%	2%	26%	16%	65%	24%	7%	19%	-36%	1%	11%	45%	91%	91%	62%	30%	43%
合计					41%	48%	33%	24%	30%	20%	20%	13%	-4%	-8%	-6%	9%	32%	59%	61%	69%	64%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

推理端需求爆发拉动 ASIC 芯片市场。训练阶段的训练集群对加速计算芯片的需求已提升到万卡数量级。随着 AI 模型训练要求日益增长, 向 10 万卡级别迈进已然在望。在推理阶段, 计算量与业务应用息息相关, 单个推理集群所需加速计算芯片数量通常低于训练集群, 但推理集群部署数量极为可观, 预计将达到百万级, 远多于训练集群的数量。OpenAI、微软和谷歌的 token 生成量呈阶梯式跃升。微软在第一季度处理超过 100 万个 token, 同比增长五倍。AI 算力集群特别是推理集群对加速计算芯片的庞大需求, 驱动 ASIC 快速成长。传统云计算四巨头 (亚马逊 AWS、微软 Azure、谷歌、Meta) 仍是 ASIC 布局主力, 但新兴大型 AI 算力自建者, 例如 xAI、Tesla 等正在崛起, 开始自主建设 AI 集群并推进定制芯片。以 Marvell 为例, Marvell 今年将定制芯片的 2028 年目标市场规模 (TAM) 由 750 亿美元上修至 940 亿美元, 彰显对后续 ASIC 芯片需求看好力度。

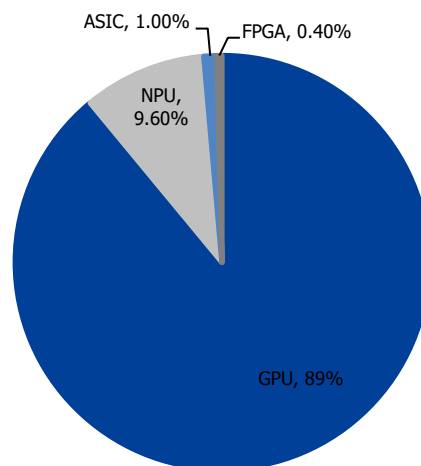
图表21: Marvell 上调 2028 年定制芯片目标市场规模 (TAM)



资料来源: Marvell, 国盛证券研究所

以中国市场为例, 当前 GPU 需求占比较高。从技术架构来看, 当前 AI 芯片类型主要包括 GPU、NPU、ASIC、FPGA, 其中 GPU 用量最大, 以中国市场为例, GPU 占比达到 89.0%。NPU、ASIC、FPGA 市场规模占比相对较低, 分别为 9.6%、1.0%和 0.4%。

图表22: 中国 AI 芯片细分市场结构占比情况



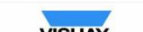
资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

当前 AI 芯片市场主要由海外巨头主导。AI 芯片领域, 国外芯片巨头占据了大部分市场份额。全球范围内主要布局人工智能芯片的厂商有 Intel、NVIDIA、Qualcomm、Google 等。其中美国的巨头企业, 凭借着多年在芯片领域的领先地位, 迅速切入 AI 领域并积极布局, 目前已经成为该产业的引领者。具体来看, 全球服务器 CPU 市场目前被 Intel 和 AMD 所垄断, 全球 GPU 芯片市场则主要由英伟达、英特尔和 AMD 三强垄断, 英伟达凭借其自身 CUDA 生态在 AI 及高性能计算占据绝对主导地位; FPGA 全球市场呈现“两大两小”格局, Altera 与 Xilinx 市占率共计超 80%, Lattice 和 Microsemi 市占率共计超 10%。我国 AI 芯片产业起步较晚, 技术上与世界先进水平也还存在着较大的差距, 故 AI 芯片多依赖进口, 因此, 掌握海外大厂 AI 芯片分销权的分销厂商重要性显现。

3 布局覆盖 AI 产业链，科通+硬蛋双轮驱动成长

代销授权丰富，掌握稀缺算力资源。随着 AI 技术的不断进步，数据中心对高并行度、低延时和高性能计算的需求与日俱增。科通技术作为 AI 算力供应链核心供应商，服务范围覆盖算力中心、数据中心、AI 服务器、AI 交换机网络产品、光模块及众多 AI 应用领域。科通技术与全球领先的芯片原厂紧密合作，代理了超过 80 家核心芯片公司的产品，包括 Nvidia（英伟达）、Xilinx（赛灵思）、Intel（英特尔）、AMD（超威半导体）、Microsoft（微软）等国际知名原厂以及众多国内知名芯片原厂，主要代理产品类型包括 GPU、CPU、FPGA、ASIC、存储芯片、软件及其他全系列产品。依托多年来积累的芯片应用技术经验和产业资源，为下游数以万计的创新客户提供芯片应用技术解决方案及供应链管理服务。**2024 年硬蛋创新位列全球代销厂商第 26 名。**

图表23: 公司部分合作制造商

资料来源：科通技术官网，国盛证券研究所

深耕行业多年，覆盖下游客户领域广阔。凭借多年深耕市场，科通技术积累了丰富的应用技术经验和产业资源，科通与全球领先的 100 多家半导体供应商紧密合作，为客户提供丰富多样的产品选择，满足瞬息万变的电子生产制造需求，能够向下游数以万计的创新客户提供芯片应用技术解决方案及供应链管理服务，应用涉及通信、消费电子、物联网、车、能源、工业与自动化等众多领域。通过自主研发的 AI 技术、大模型和专业知识库，科通技术能够在芯片选型、硬件设计、软件开发、系统集成等方面提供智能化和自动化的解决方案，显著提升产品性能和可靠性。此外，科通技术运用 AI 技术和大数据分析，实现供应链智能化管理，提升运营效率并降低成本。

图表24: 科通技术情况



资料来源：科通技术官网，国盛证券研究所

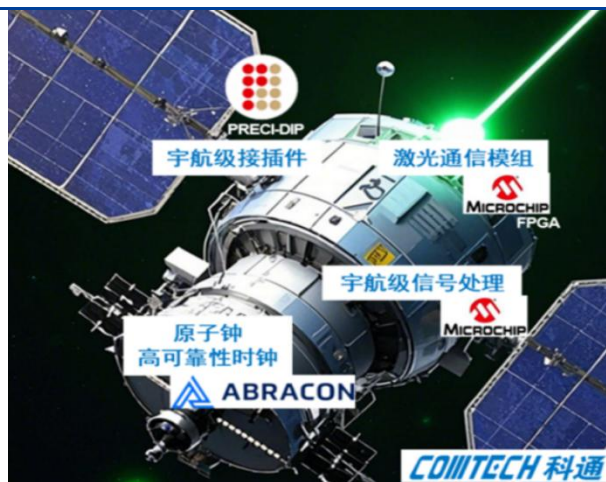
依托自主研发 AI 技术及创新技术专利，打造智能供应链优势。科通技术通过自主研发的 AI 技术、大模型和专业知识库，能够在芯片选型、硬件设计、软件开发、系统集成等方面提供智能化和自动化的解决方案，显著提升产品性能和可靠性。此外，运用 AI 技术和大数据分析，实现供应链的智能化管理，有效提升运营效率并降低成本。同时，科通技术拥有多项自主知识产权，包括智能算法库、行业专属大模型、智能硬件设计平台、自适应系统架构、智能开发工具链以及大量的创新技术专利，立足相关技术，科通持续巩固在 AI 芯片应用和智能供应链领域的竞争优势。

全栈式服务，提供 DPU 解决方案。DPU 本质上就是一种异构计算单元，结合 CPU、GPU、FPGA 等多种处理单元，以期实现计算性能的最大化。科通技术为客户提供的 DPU 解决方案，通过软硬件全栈设计优化，提供了从核心 FPGA 逻辑器件选型、全流程硬件设计、底层驱动及 OS 相关应用，有效降低了时延，提高了服务器的内部空间利用效率。FPGA 是一种可现场编程的计算机芯片，区别于固定功能的 CPU 和 GPU。针对基于 FPGA 的 DPU 相关应用，科通技术根据客户需求，协同客户一同确认相关指标并提供核心芯片选型、电源/时钟/外设电路方案、完成整体硬件板卡设计、OS 适配和底层驱动开发，更高效的落地应用。在金融相关应用上，科通技术的 DPU 方案整合了市场分析/高频交易的加速模组和网络功能，大幅度缩短了量产前的研发周期，帮助客户快速卡位市场。

布局卫星通信赛道，硬件+技术双轮驱动打造高可靠性解决方案。在全球低轨卫星星座建设浪潮中，SpaceX 星链、OneWeb、亚马逊 Kuiper 等项目正重塑卫星通信格局，推动技术向低轨化、宽带化加速演进。这一趋势不仅催生了航空、海洋、偏远地区高速互联的刚需，更在应急通信、智慧城市、无人驾驶等领域激发创新应用，卫星成为“空中基站”，高精度时钟、高可靠信号处理与连接方案，正成为决定卫星在轨寿命与性能的核心要素。在卫星通信赛道，科通技术正以“硬件+技术”双轮驱动，为全球客户打造高可靠性解决方案，通过整合原子钟精密时频、高可靠接插件等宇航级元器件技术资源，协同行业伙伴构建覆盖深空探测场景的技术解决方案体系。

- 1) **时钟方案：**在时间同步的“太空心脏”领域，科通技术携手 Abracon 打造星载时钟方案，精准响应低轨卫星对核心器件的严苛要求，作为卫星在轨稳定运行的关键支撑，原子钟与高稳定度晶振的性能直接影响导航定位精度、轨道控制效率及通信质量。科通技术联合 Abracon 提供的 AR50LC 系列铷原子钟与 AOCJY 系列高稳定度晶振，AR50LC 系列铷原子钟以 $\pm 0.5\text{ppb}$ 级频率容限、5V/12V 宽电压供电能力，凭借低相位噪声与高精度特性完美适配航天环境，为卫星编队实现纳秒级时间同步，助力轨道保持、机动操作及频谱高效利用。晶振产品线中 AOCJYx 系列基于 SC 切割，以 High “Q” 振荡器为基础，在太空环境中提供了优秀的频率稳定性和相位噪音指标。
- 2) **连接系统：**科通技术与 PRECI-DIP 合作，提供高可靠性接插件方案，该方案满足 EN9100/IATF 16949 认证，能够在振动、冲击等严苛环境下保持信号完整性，在航天领域亦拥有众多成功案例。

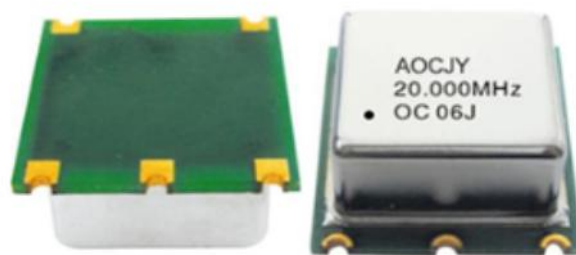
图表25: 科通技术低轨卫星通信方案



资料来源: 科通技术官网, 国盛证券研究所

图表26: Abracon AOCJYx 系列恒温晶体振荡器

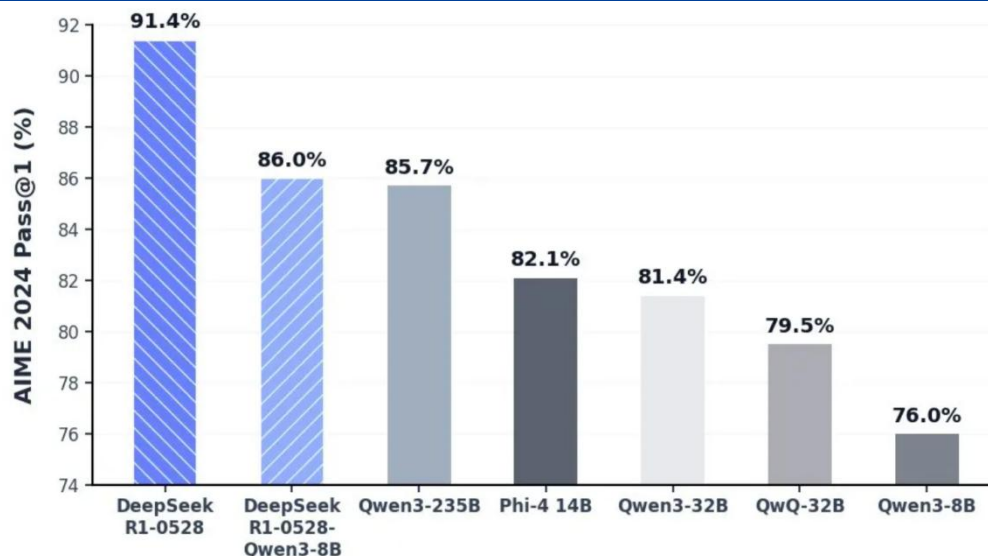
Abracon AOCJYx 系列恒温晶体振荡器



资料来源: 科通技术官网, 国盛证券研究所

深耕本地 AI 场景, AI 大模型与芯片方案构筑数据安全新壁垒。2025 年, 随着 DeepSeek 大模型开源生态的全面落地, 人工智能正从云端向本地化场景加速渗透。科通技术凭借“DeepSeek 大模型+AI 芯片”的深度融合方案, 为企业级客户打造了覆盖数据存储、计算加速、网络传输的全链路本地化 AI 解决方案, 在保障敏感数据安全的同时, 更大程度地释放边缘算力的潜力。该方案基于 DeepSeek 大模型的优化能力, 结合高性能 AI 芯片, 为企业构建了一个安全可靠的本地化 AI 运行环境。通过部署搭载 AI 功能的高性能 CPU、32GB/48GB 大带宽显存的专用显卡, 整合高可靠性的 DIMM 内存模组与 SATA/NVME 硬盘模组, 帮助客户构建起本地 AI 算力集群。该本地 AI 方案不仅确保数据全程存储于本地设备, 还通过多层网络架构优化数据交换效率, 实现了数据处理速度与安全性的双重突破, 进一步凸显了科通在 AI 芯片应用领域的综合服务能力。

图表27: deepseek-R1-0528 AIME 2025 测试结果



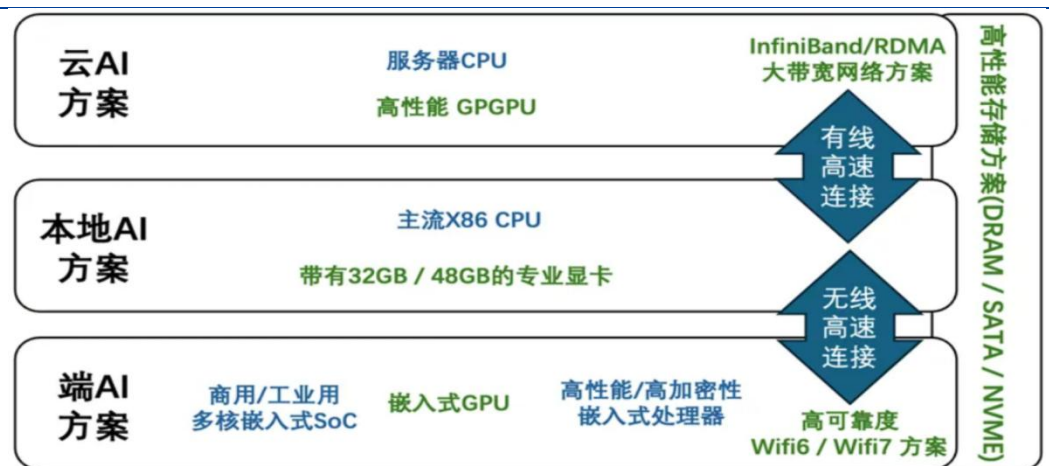
资料来源: deepseek 公众号, 国盛证券研究所

DeepSeek+AI 芯片”全场景方案布局, 把握 AI 浪潮发展机遇。DeepSeek 新版本开源, AI 技术掀起了全球普及的浪潮, AI 芯片作为关键算力支撑, 其应用场景不断拓展, 从云端到本地, 再到终端设备, AI 芯片无处不在。科通技术作为 AI 算力供应链核心供应商, 凭借深厚的技术积累与产业资源, 推出了 DeepSeek 大模型与 AI 芯片相结合的全

场景应用方案，全面覆盖云 AI、本地 AI 以及端 AI 等各个层级，为用户提供可实现全流程适配的一站式平台解决方案。

- 1) **云场景**，科通技术联合设备原厂，基于 Infiniband 技术，为客户打造了叶-脊(Leaf-Spine)架构的服务器网络集群，实现了千块 GPU 卡池的高带宽、低延时数据交换，还预留了充足接口，便于后续业务扩展，通过合理芯片组合与优化配置，满足了客户对大参数、高并发计算的需求，有效支撑了客户全球业务 AI 支撑系统持续增长。同时，该云 AI 方案带动了科通技术在 100G/200G/400G 等级高速网关/网卡等相关产品的市场增长。
- 2) **本地场景**，数据安全与性能是关键考量因素。科通技术基于 Deepseek 提供了具备 AI 功能的 CPU、32GB/48GB 显存的专业显卡，搭配高可靠、高性能的 DIMM 内存模组和 SATA/NVME 硬盘模组，确保数据安全存储。
- 3) **端场景**，科通技术凭借与各代理 SoC 厂商的长期合作关系，与芯片原厂共同规划，为客户确系列满足性能、成本和生命周期要求的核心芯片。科通技术支持的客户已实现带有 AI 功能的移动端 SoC 运行 1.5B/7B 应用，特别是基于 RISC-V® 架构且带有量子安全防护功能的高性能微处理器，借助时间敏感网络 (TSN) 以太网交换和人工智能功能，为关键任务型智能边缘应用提供有力支持。

图表28: 科通技术全场景布局

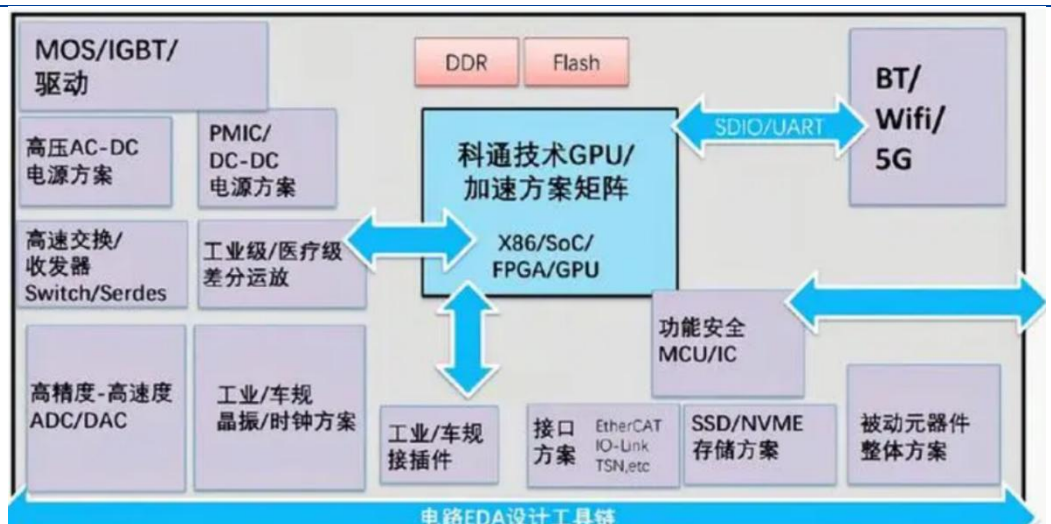


资料来源: 科通技术官网, 国盛证券研究所

推出融合高可靠性和高 AI 性能硬件平台，落子低空经济。全球经济的不断发展和技术创新的推动，低空经济迅速崛起，成为新的经济增长引擎，为保障低空经济在系统安全和 AI 两方面需求，科通技术推出融合高可靠性和高 AI 性能的硬件平台，以科通技术 AMD X86 嵌入式处理器和横跨多品牌的 GPU/加速方案矩阵为核心，并提供高性能周边电路方案，同时提供可靠的通信、存储方案。从设备形态上看，低空经济的核心需求主要分为两大类：地面设备和机载设备，科通技术提供了一套全面的低空经济系统解决方案。

- **地面设备方面**，科通技术携手半导体原厂，在高带宽 ADC/DAC，运放/低噪音放大器，无线开关等模拟和射频器件方案，提供了满足指标的可靠整套方案。同时，基于大容量可编程逻辑提供了高并行度和灵活的软硬件整体方案。
- **机载设备方面**，科通技术整合了全链路的满足 AEC-Q100/Q200，IEC-61508，ISO26262 等功能安全标准的器件，帮助客户系统高效完成原型设计，快速通过必要的认证流程。

图表29: 科通技术硬件平台



资料来源: 科通技术官网, 国盛证券研究所

硬蛋科技聚焦软硬件一体化解决方案的交付, 在市场中定位为物联网解决方案聚合商角色, 专注于端和云的服务, 利用大数据资源分析和提供成熟的整合方案, 由系统、终端到云端的技术整合支持, 为不同新兴行业提供度身订造方案。通过硬蛋云的大数据分析能力, 有效地将智能硬件完整的应用方案与产品结合, 加快推进 AI 产品的应用落地。

- 1) **垂直行业聚焦:** 硬蛋科技物联网解决方案聚合商专注于几大垂直行业, 深入了解行业需求和痛点, 提供定制化的解决方案。
- 2) **方案设计:** 从底层硬件到上层应用的整体方案设计, 能够根据客户需求提供个性化的解决方案。
- 3) **技术支持与服务:** 提供全方位的技术支持和服务, 包括售前咨询、方案设计、安装调试、售后维护等。
- 4) **营销支持:** 通过展会、论坛、线上媒体、线下销售等多种营销方式, 帮助合作伙伴进行产品推广和市场拓展。

图表30: 硬蛋科技部分领域布局方案



资料来源: 硬蛋科技官网, 国盛证券研究所

培育 AI 人才，夯实产业发展根基。在 AI 产业蓬勃发展的背景下，硬蛋学堂发挥着不可或缺的作用，硬蛋学堂定位行业的人才摇篮，依托公司在芯片应用和 AI 领域的优势，为行业提供全方位的技术服务及人才培养。2024 年，硬蛋学堂已成功培育超过 2000 名芯片应用工程师，为行业输送了大量高素质人才，进一步夯实产业发展根基。

打造 iPaaS 技术整合平台，实现芯-云-端产业闭环。硬蛋创新为把握人工智能时代机遇，打造了 iPaaS 技术整合平台，发展成为服务 AIoT 芯-端-云产业链核心技术供应商，重点服务智能汽车、数字基建、能源控制及大消费五大智能硬件工业互联领域。作为企业服务平台，公司获取大量客户，收集购买需求和数据，并提供强大的数据分析工具为企业服务，通过打造芯-端-云产业闭环以满足人工智能产业链的需求，产业闭环产生协同效应，进一步促进硬蛋科技业绩增长。且伴随公司研发项目推进，自研产品推出将为开辟公司第二成长曲线，进一步打开成长空间。

4 盈利预测及投资建议

硬蛋创新是一家创新型科技服务平台公司，专注于连接上游芯片技术与下游创新企业需求，为客户提供尖端的芯片应用技术解决方案和高效的供应链管理服务。公司业务按平台主要分为科通技术、硬蛋科技。科通技术为人工智能算力供应链的核心供应商，积极参与全球算力网络建设，与国际原厂及本地企业深度合作，为数据中心与 AI 服务器提供高效技术与供应链服务。硬蛋科技为提供 AIoT 技术和服务的平台，近年聚焦新能源领域，打造覆盖电池全生命周期的智能化管理平台并通过自主研发的智能电池管理系统，实现电池状态实时监控与效能优化，显著提升使用效率，同时，积极推进两轮车电池云服务。AI 浪潮下，算力需求及 AI 应用需求爆发，算力资源紧缺，科通技术面向上游覆盖全球 50% 以上主要高端芯片厂商以及众多国内芯片厂商，有望深度受益算力芯片需求提升，AI 应用场景持续增多，AIOT 智能硬件需求提升，硬蛋科技专注于其自有品牌 AIoT 智能硬件产品研发与销售，以及硬蛋云的 AIoT 智能硬件产品的数据服务，伴随公司产品研发推出及放量，有望打开公司第二成长空间，我们认为公司 2025-2027 年有望实现营收 123.6/156.3/194.8 亿元，实现归母净利润 2.3/3.1/4.1 亿元。

图表31: 盈利预测 (亿元)

单位: 亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	88.63	101.29	123.61	156.27	194.83
yoy		14.28%	22.03%	26.42%	24.68%
营业成本	78.33	92.40	112.49	142.05	176.91
yoy		17.95%	21.74%	26.28%	24.54%
综合毛利率	11.6%	8.8%	9.00%	9.10%	9.20%
yoy		-2.8%	0.2%	0.1%	0.1%
归母净利	2.11	1.90	2.28	3.14	4.13
归母净利率	2.4%	1.9%	1.8%	2.0%	2.1%
yoy		-9.9%	20.1%	37.8%	31.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们选取同为芯片代销商的香农芯创、雅创电子、润欣科技、力源信息为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 50.2/36.0/26.7x，硬蛋创新 2025-2027 年 PE 为 9.0/6.5/5.0x，具备估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表32: 可比公司情况

代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300475.SZ	香农芯创	165.66	6.33	8.33	12.06	26.18	19.90	13.74
301099.SZ	雅创电子	52.17	1.85	3.04	5.09	28.20	17.16	10.25
300493.SZ	润欣科技	107.08	1.54	2.16	2.82	69.71	49.54	37.92
300184.SZ	力源信息	109.05	1.42	1.90	2.43	76.62	57.51	44.92
平均值			2.78	3.86	5.60	50.18	36.03	26.71
0400.HK	硬蛋创新	20.56	2.28	3.14	4.13	9.02	6.54	4.98

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (以 2025 年 6 月 26 日数据为基准, 除硬蛋创新外, 其余数据均来自 Wind 一致预期)

风险提示

国际贸易摩擦风险：近年来，国际贸易摩擦不断，全球产业格局进入深度调整时期，部分国家通过贸易保护的手段，对中国电子信息产业的发展造成不利影响。尤其当下，中国在部分高端电子元器件领域的关键技术方面，仍面临被国外厂商“卡脖子”的不利局面。因此中国电子信息产业在供应链和成品出口等环节，仍将持续面临来自国际贸易摩擦的多重挑战。公司可能因国际贸易管制措施无法采购部分国外原厂产品，或无法及时采购进口电子元器件，或因下游客户受国际贸易摩擦影响导致产能需求下降，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

下游需求不及预期：若下游市场复苏不及预期，可能影响公司产品销售。

汇率波动风险：公司电子元器件的采购、销售涉及港元、美元等外币结算，汇率波动将对公司外币资产、负债的汇兑损益产生影响，汇率波动将对公司的收入和成本产生影响，从而影响公司利润。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com