

2025 年 12 月 01 日

沐曦股份（688802.SH）

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 本周二（12 月 2 日）有一家科创板上市公司“沐曦股份”询价。
- ◆ **沐曦股份（688802）**：公司致力于研发、设计和销售应用于人工智能训练和推理、通用计算与图形渲染领域的全栈 GPU 产品。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 42.64 万元 /0.53 亿元 /7.43 亿元，2023 年至 2024 年 YOY 依次为 12334.60%/1301.46%；实现归母净利润-7.77 亿元/-8.71 亿元/-14.09 亿元，2023 年至 2024 年 YOY 依次为-12.12%/-61.72%。根据管理层初步预测，预计公司 2025 年营业收入较上年增长 101.86%至 166.46%，净利润亏损幅度较上年收窄 45.84%至 62.59%。

① **投资亮点：1、受益于 AMD 基因加持，公司成为国内高性能通用 GPU 产品的领军企业之一，有望充分受益于国产替代的持续推进。**公司三位联合创始人均来自 AMD，其中陈维良先生曾任 AMD 上海公司高级总监、彭莉女士和杨建先生曾任 AMD 上海公司企业院士；其余核心团队成员亦具备 20 余年的 GPU 相关研发及产业经验。在核心团队带领下，公司致力于自主研发全栈高性能 GPU 芯片及计算平台，逐步成为了国内少数几家全面系统掌握了通用 GPU 架构、GPUIP、高性能 GPU 芯片及其基础系统软件研发设计和量产核心技术的企业之一。报告期间，公司先后推出了用于智算推理的曦思 N 系列 GPU、用于训推一体和通用计算的曦云 C 系列 GPU；其中曦云 C 系列训推一体 GPU 芯片在通用性、单卡性能、集群性能及稳定性、生态兼容与迁移效率等方面均达到国内领先水平，具备较强的综合竞争力。截至 2025 年 6 月末，公司 GPU 产品累计销量超过 2.5 万颗，在多个国家人工智能公共算力平台、运营商智算平台和商业化智算中心实现规模化应用，深度赋能教科研、金融、交通、能源、医疗健康、大文娱等行业。根据 Bernstein Research 以销售金额口径测算的数据及公司结合 IDC 数据以算力规模口径测算的结果，2024 年公司在国内 AI 芯片市场中的份额约为 1%；考虑到现阶段 GPU 市场整体呈海外寡头垄断格局，公司未来或充分受益于国产替代的持续推进。**2、公司持续丰富产品矩阵，在迭代现有产品的同时，亦积极拓宽产品应用场景；其中新一代训推一体芯片曦云 C600 预计于 2025 年底进入风险量产。**（1）在用于训推一体的曦云 C 系列 GPU 产品方面，公司于 2023 年推出了首款训推一体 GPU 芯片曦云 C500，并在此基础上陆续推出了曦云 C550、曦云 C588；据公司问询函回复披露，新一代训推一体芯片曦云 C600 已于 2025 年 7 月完成回片并成功点亮、预计于 2025 年底进入风险量产，目前已有多家互联网厂商、金融机构、服务器 OEM 厂商表达对曦云 C600 产品的测试和适配意愿；而下一代旗舰产品曦云 C700 研发项目于 2025 年 4 月立项，目前正处于软硬件购置和产品设计开发阶段，芯片的核心设计、功能验证已大部分完成；2025Q1，公司训推一体系列产品收入占比已达 95%以上；随着其迭代进入“量产一代、在研一代、规划一代”的稳定周期，公司收入预期向好。（2）公司正在研发用于图形渲染的曦彩 G 系列 GPU 产品，进一步完善覆盖训推一体、智算推理和图形渲染等多元领域的产品矩阵；据招股书披露，该系列产品具备较强的图形处理能力，可广泛应用于云渲染、游戏、数字孪生、影视动画制作、专业制图等场景；据问询函回复披露，公司现已完成曦彩 G100 GPUIP 的设计和验证工作。

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	360.00
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

报告联系人

戴铮铮
daizhengzheng@huajinsc.cn

相关报告

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（昂瑞微）-2025 年 97 期-总第 623 期	2025.11.30
华金证券-新股-新股专题覆盖报告（纳百川）-2025 年 96 期-总第 622 期	2025.11.30
华金证券-新股-新股专题覆盖报告（百奥赛图）-2025 年 95 期-总第 621 期	2025.11.23
华金证券-新股-新股专题覆盖报告（精创电气）-2025 年 94 期-总第 620 期	2025.11.20
华金证券-新股-新股专题覆盖报告（中国铀业）-2025 年 92 期-总第 618 期	2025.11.16



① **同行业上市公司对比：**根据产品的相似性，选取了寒武纪、海光信息、龙芯中科、景嘉微、摩尔线程为沐曦股份的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024 年度可比公司的平均收入规模为 23.49 亿元，平均 PS-TTM 为 77.64X，销售毛利率为 53.18%；相较而言，公司营收规模未及同业平均，销售毛利率则与同业均值相当。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2022A	2023A	2024A
主营收入(百万元)	0.4	53.0	743.1
同比增长(%)		12,334.60	1,301.46
营业利润(百万元)	-775.8	-869.1	-1,403.5
同比增长(%)		-12.03	-61.48
归母净利润(百万元)	-777.0	-871.2	-1,408.9
同比增长(%)		-12.12	-61.72
每股收益(元)	-149.0	-141.2	-164.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、沐曦股份	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：2021-2030 年全球 GPU 市场规模及预测	5
表 1：公司 IPO 募投项目概况	7
表 2：同行业上市公司指标对比	8

一、沐曦股份

公司致力于自主研发全栈高性能 GPU 芯片及计算平台，主营业务是研发、设计和销售应用于人工智能训练和推理、通用计算与图形渲染领域的全栈 GPU 产品，并围绕 GPU 芯片提供配套的软件栈与计算平台。

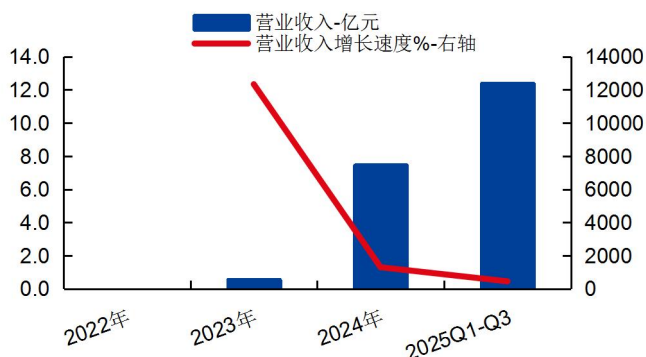
经过多年发展，公司主要产品全面覆盖人工智能计算、通用计算和图形渲染三大领域，报告期内先后推出了用于智算推理的曦思 N 系列 GPU、用于训推一体和通用计算的曦云 C 系列 GPU，以及正在研发用于图形渲染的曦彩 G 系列 GPU，率先布局了教科研、金融、交通、能源、医疗健康、大文娱等行业，产品赋能真实应用场景的竞争力和交付能力得到充分验证。依托在 GPU 和人工智能领域积累的底层技术能力与经验，公司参与了多个国家级和省级重大科研课题并积累了一系列知识产权和荣誉奖项。截至 2025 年 3 月 31 日，公司拥有境内授权专利 255 项，其中发明专利 245 项。

（一）基本财务状况

公司 2022-2024 年分别实现营业收入 42.64 万元/0.53 亿元/7.43 亿元，2023 年至 2024 年 YOY 依次为 12334.60%/1301.46%；实现归母净利润-7.77 亿元/-8.71 亿元/-14.09 亿元，2023 年至 2024 年 YOY 依次为-12.12%/-61.72%。根据最新财务情况，公司 2025 年 1-9 月实现营业收入 12.36 亿元，较 2024 年同期增长 453.52%；实现归母净利润-3.46 亿元，亏损幅度较 2024 年同期收窄 55.79%。

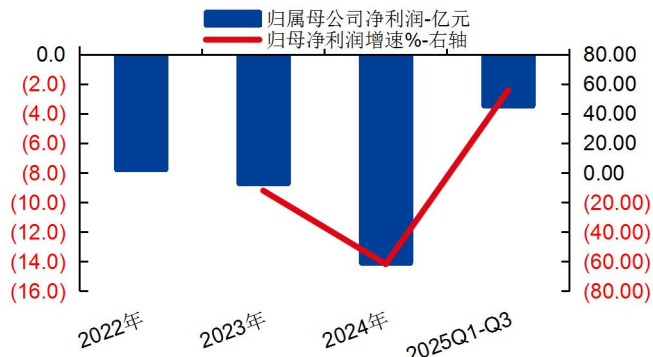
2024 年，公司主营业务收入按产品类别可分为四大板块，分别为训推一体系列 GPU 板卡（5.12 亿元，占 2024 年主营收入的 68.99%）、训推一体系列 GPU 服务器（2.10 亿元，占 2024 年主营收入的 28.29%）、智算推理系列（0.03 亿元，占 2024 年主营收入的 0.47%）、IP 授权（0.01 亿元，占 2024 年主营收入的 0.13%）、其他（0.16 亿元，占 2024 年主营收入的 2.11%）。2024 年，公司训推一体系列 GPU 板卡产品已成为其主要收入来源、收入占比接近 70%。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



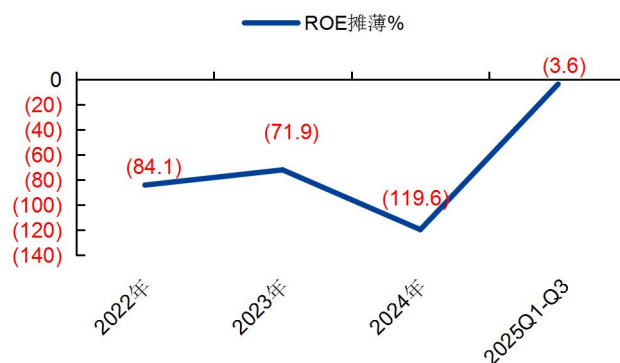
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

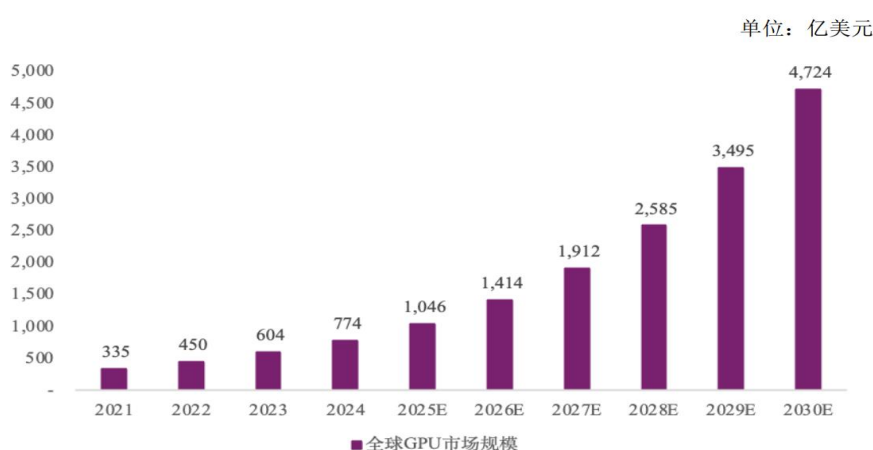
（二）行业情况

公司主要聚焦全栈高性能 GPU 芯片及计算平台；根据产品类别，归属于 GPU 行业。

1、GPU 行业

GPU 作为并行计算的核心，其应用领域从图形渲染扩展到高性能计算，逐渐在人工智能、智能驾驶、云游戏等诸多领域大规模应用，拥有广阔的市场前景。近年来，大模型的爆发引燃了 GPU 市场巨变，智算中心资本投入急剧增长，GPU 在计算领域的应用快速超越其在图形渲染领域的应用，带动 GPU 整体市场规模高速增长。根据 Verified Market Research 的数据，2024 年全球 GPU 市场规模为 773.9 亿美元，2030 年有望增至 4,724.5 亿美元，期间年复合增长率达 35.19%、呈现较强增长态势。

图 5：2021-2030 年全球 GPU 市场规模及预测



资料来源：Verified Market Research，华金证券研究所

GPU 作为全球人工智能供应链的重要环节，近年来在中国发展速度较快且取得了显著进步；根据中商产业研究院数据，2024 年中国 GPU 市场规模约为 1,073 亿元，同比增长 32.96%。然而，我国 GPU 产业相较海外发达国家仍存在一定差距；未来或伴随国家政策大力扶持、国内人工智能产业链各重要环节技术的不断成熟，GPU 国产替代进程有望加速。

下游应用方面，GPU 被广泛应用于计算和渲染场景。在计算场景下，算力通常包括以 CPU、GPU 为载体，用于大数据处理、复杂科学研究等场景的通用算力，以及以通用 GPU、ASIC、FPGA 等 AI 芯片为载体，用于人工智能的训练和推理计算等场景的智能算力；根据中国信通院的研究，2022 年我国通用算力稳定增长、增速达 26%、在我国算力占比约 40%，智能算力增长则相对较快，增速达 72%、在我国算力占比达 59%，成为算力快速增长的驱动力。而在渲染场景下，图形渲染 GPU 主要应用于游戏、专业制图等图形处理市场。其中：

（1）通用 GPU 在人工智能计算领域的应用：根据 Precedence Research 预测数据，2025 年全球 AI 芯片市场规模预计为 944.4 亿美元；随着人工智能技术日趋成熟，数字化基础设施不断完善，人工智能商业化应用将加快落地，推动 AI 芯片市场高速增长，预计 2030 年全球 AI 芯片市场规模有望增至 3,360.7 亿美元。作为 AI 芯片中占比最高的 GPU 芯片，可以预见其在人工智能计算领域具有广阔的发展前景。

（2）图形渲染 GPU 在桌面端及游戏端的应用：一方面，随着大规模开放世界、3A 级大作等新一代游戏不断推出，游戏玩家对高质量游戏画质、超高图像帧率、全景光线追踪等需求不断提升，需要更高性能的图形渲染 GPU 在特殊渲染算法等性能方面提供支持，因此 GPU 配置也成为游戏用户在选择笔记本电脑/主机过程中优先考虑的性能指标，进一步引发玩家换机需求，为图形渲染 GPU 行业带来新动能；另一方面，图形渲染软件借助高性能 GPU 提升图形处理能力，以支撑渲染技术的应用，因而为图形渲染 GPU 市场贡献了稳定的市场需求。

（三）公司亮点

1、受益于 AMD 基因加持，公司成为国内高性能通用 GPU 产品的领军企业之一，有望充分受益于国产替代的持续推进。公司三位联合创始人均来自 AMD，其中陈维良先生曾任 AMD 上海公司高级总监、彭莉女士和杨建先生曾任 AMD 上海公司企业院士；其余核心团队成员亦具备 20 余年的 GPU 相关研发及产业经验。在核心团队带领下，公司致力于自主研发全栈高性能 GPU 芯片及计算平台，逐步成为了国内少数几家全面系统掌握了通用 GPU 架构、GPUIP、高性能 GPU 芯片及其基础系统软件研发设计和量产核心技术的企业之一。目前公司产品主要覆盖人工智能计算、通用计算两大领域，报告期间先后推出了用于智算推理的曦思 N 系列 GPU、用于训推一体和通用计算的曦云 C 系列 GPU；其中曦云 C 系列训推一体 GPU 芯片在通用性、单卡性能、集群性能及稳定性、生态兼容与迁移效率等方面均达到国内领先水平，具备较强的综合竞争力。截至 2025 年 6 月末，公司 GPU 产品累计销量超过 2.5 万颗，在多个国家人工智能公共算力平台、运营商智算平台和商业化智算中心实现规模化应用，深度赋能教科研、金融、交通、能源、医疗健康、大文娱等行业。根据 Bernstein Research 以销售金额口径测算的数据及公司结合 IDC 数据以算力规模口径测算的结果，2024 年公司在国内 AI 芯片市场中的份额约为 1%；考虑到现阶段 GPU 市场整体呈海外寡头垄断格局，公司未来或充分受益于国产替代的持续推进。

2、公司持续丰富产品矩阵，在迭代现有产品的同时，亦积极拓宽产品应用场景；其中新一代训推一体芯片曦云 C600 预计于 2025 年底进入风险量产。（1）在用于训推一体和通用计算的曦云 C 系列 GPU 产品方面，公司于 2023 年推出了首款训推一体 GPU 芯片曦云 C500，并在此基础上陆续推出了曦云 C550、曦云 C588；据公司问询函回复披露，新一代训推一体芯片曦云 C600 已于 2025 年 7 月完成回片并成功点亮、预计于 2025 年底进入风险量产，目前已有多家互

联网厂商、金融机构、服务器 OEM 厂商表达对曦云 C600 产品的测试和适配意愿；而下一代旗舰产品曦云 C700 研发项目于 2025 年 4 月立项，目前正处于软硬件购置和产品设计开发阶段，芯片的核心设计、功能验证已大部分完成。2025Q1，公司训推一体系列产品收入占比已达 95% 以上；随着其迭代进入“量产一代、在研一代、规划一代”的稳定周期，公司收入预期向好。（2）公司正在研发用于图形渲染的曦彩 G 系列 GPU 产品，进一步完善覆盖训推一体、智算推理和图形渲染等多元领域的产品矩阵；据招股书披露，该系列产品具备较强的图形处理能力，可广泛应用于云渲染、游戏、数字孪生、影视动画制作、专业制图等场景；据问询函回复披露，公司现已完成曦彩 G100GPUIP 的设计和验证工作。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目。

1、新型高性能通用 GPU 研发及产业化项目：本项目建设目标是研发公司曦云 C 系列训推一体芯片的第二代和第三代产品，包括 C600 和 C700 两个子项目；其中，C600 是基于国产先进工艺开发的通用 GPU 芯片、拥有较高性能，C700 是基于国产先进工艺开发的下一代通用 GPU 芯片、拥有更高的性能。

2、新一代人工智能推理 GPU 研发及产业化项目：本项目建设目标是研发公司下一代基于先进封装技术的云端大模型推理芯片（代号 Nx），专为生成式 AI 推理市场设计；该芯片计划采用公司最新的第三代指令集和先进封装工艺，通过超高显存带宽和大容量显存提高 token 吞吐量，同时保持低功耗和高能效，大幅降低 AI 推理成本。

3、面向前沿领域及新兴应用场景的高性能 GPU 技术研发项目：公司将主要围绕前沿芯片技术研发和前沿 GPU 系统研发两大方向开展研发工作。其中，前沿芯片技术研发具体包括但不限于超高带宽显存、先进工艺芯粒架构、设计工艺联合优化（DTCO）、GPU 光互连技术等研发内容；前沿 GPU 系统研发具体包括但不限于大功率 POL 电源设计与优化、GPU 系统散热技术研究、scaleup 互连方式优化改进、超节点服务器系统交换架构的演进与优化等研发内容。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟募集资金投资额 (万元)	项目投 资期
1	新型高性能通用 GPU 研发及产业化项目	340,992.38	245,919.76	3 年
	1.1 第二代高性能通用 GPU	136,977.30	84,101.70	
	1.2 第三代高性能通用 GPU	204,015.07	161,818.06	
2	新一代人工智能推理 GPU 研发及产业化项目	57,813.35	45,305.64	3 年
3	面向前沿领域及新兴应用场景的高性能 GPU 技术研发项目	102,115.42	99,141.19	4 年
	总计	500,921.15	390,366.59	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2024 年度，公司实现营业收入 7.43 亿元，同比增长 1301.46%；实现归属于母公司净利润 -14.09 亿元，亏损幅度同比扩大 61.72%。根据管理层初步预测，2025 全年公司预计营业收入为 15.00 亿元至 19.80 亿元，较上年同比增长 101.86%至 166.46%；预计归母净利润为-7.63 亿元至-5.27 亿元，亏损幅度较上年同比收窄 45.84%至 62.59%；预计扣非归母净利润为-8.24 亿元至-5.88 亿元，亏损幅度较上年同比收窄 21.06%至 43.67%。

公司从事全栈 GPU 产品领域；根据产品的相似性，选取了寒武纪、海光信息、龙芯中科、景嘉微、摩尔线程为沐曦股份的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024 年度可比公司的平均收入规模为 23.49 亿元，平均 PS-TTM（剔除待上市新股摩尔线程/算数平均）为 77.64X，销售毛利率为 53.18%；相较而言，公司营收规模未及同业平均，销售毛利率则与同业均值相当。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PS-TTM	2024 年营业收入(亿元)	2024 年营收增速	2024 年归母净利润 (亿元)	2024 年归母净利润 增速	2024 年销售毛利率	2024 年 ROE(摊薄)
688256.SH	寒武纪	5,612.63	100.29	11.74	65.56%	-4.52	46.69%	56.71%	-8.34%
688041.SH	海光信息	5,050.79	40.36	91.62	52.40%	19.31	52.87%	63.72%	9.54%
688047.SH	龙芯中科	530.32	96.92	5.04	-0.28%	-6.25	-89.82%	31.04%	8.72%
300474.SZ	景嘉微	379.42	72.98	4.66	-34.62%	-1.65	-376.67%	43.70%	-2.34%
688795.SH	摩尔线程	/	/	4.38	253.65%	-16.18	4.97%	70.71%	-36.04%
	平均值	2893.29	77.64	23.49	67.34%	-1.86	-72.39%	53.18%	-5.69%
688802.SH	沐曦股份	/	/	7.43	1301.46%	-14.09	-61.72%	53.43%	-119.6%

资料来源：Wind（数据截至日期：2025 年 11 月 28 日），华金证券研究所

备注：PS-TTM 计算剔除待上市新股摩尔线程。

（六）风险提示

核心技术及知识产权保护纠纷风险，产品迭代和技术创新无法满足市场需求的风险、单一产品收入占比较高的风险、供应链安全风险、产业政策变化风险、市场竞争风险、持续亏损和存在累计未弥补亏损的风险、控制权稳定风险等风险。

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn