

2025年12月22日
壁仞科技(6082.HK)

SDICSI

壁仞科技(6082.HK)-IPO 点评

公司概览

壁仞科技（以下简称“公司”）聚焦通用图形处理器（GPGPU）芯片及智能计算解决方案，深耕人工智能核心算力领域，其产品是支撑AI模型训练、推理及通用人工智能（AGI）发展的关键基础设施。作为专精科技企业，公司具备显著技术壁垒：自主研发的GPGPU架构专为大规模AI负载（尤其是大语言模型LLMs）设计，兼顾高性能、能效与可扩展性；是中国首家采用2.5D芯粒技术封装双AI计算裸晶的企业，且在先进互连规范支持方面处于行业领先地位。

公司构建了“硬件系统+软件平台”的完整解决方案：硬件端涵盖PCIe板卡、OAM模块、服务器及集群系统，支持风冷与液冷方案，能有效降低数据中心PUE；软件端BIRENSUPA平台兼容性强，可连接硬件与多场景AI应用，降低客户迁移成本。商业化方面，2023年实现收入突破（人民币6203万元），2024年营收快速增长至人民币3.37亿元，2025年上半年收入达人民币5890万元，客户结构持续优化，从初期试用型小客户拓展至ICT、数据中心等领域的行业领先企业。截至最后实际可行日期，公司手握24份未完成约束订单（总价值人民币8.22亿元）及5份框架销售协议+24份销售合同（总价值人民币12.41亿元），未来收入确定性较强。

行业状况及前景

根据灼识咨询数据（行业相关消息以下同），2025年中国智能计算芯片市场规模预计达504亿美元，行业增长潜力巨大。当前市场呈现“头部集中、剩余分散”格局，前两大参与者占据94.4%份额，其余参与者市占率均不超过1.0%，为公司提供了差异化竞争空间，预计2025年公司可实现约0.2%的市场份额。此外，中国企业在智能计算芯片领域的竞争力持续提升，预计市场份额将从2024年的20%增长至2029年的60%，公司作为本土核心企业，有望充分受益于国产化替代趋势。

优势与机遇

技术壁垒深厚且迭代能力领先：公司以自主研发的GPGPU架构为核心，专为大规模AI负载（尤其是LLM）设计，兼具高性能、能效与可扩展性，构成平台战略的核心支撑。作为中国首家采用2.5D芯粒技术封装双AI计算裸晶的企业，其SoC设计能力确保超大规模集成电路一次流片成功，首代产品已实现大规模量产与商业化。硬件端形成PCIe板卡、OAM模块、服务器等完整产品线，支持风冷与液冷方案；软件端BIRENSUPA平台兼容第三方系统，降低客户迁移成本，软硬件协同构建高技术壁垒。截至最后实际可行日期，累计拥有613项专利、40项著作权及16项集成电路布图设计，另有972项专利在申请中，技术储备充足。

研发团队专业且效率突出：研发人员占比达83%（657人），其中33%以上拥有逾10年行业经验，核心管理层具备近30年GPU设计及23年半导体行业经验。团队过往在领先半导体企业积累了丰富技术经验，成功将BR106芯片从设计到商业化压缩至三年，研发效率达到世界一流水平。2022-2024年持续高研发投入，开支占总经营开支比例均超70%，为技术迭代与产品创新提供坚实保障。

商业化稳步推进且订单储备充足：2023年实现智能计算解决方案收入突破后，2024年营收增至人民币3.37亿元，2025年上半年达人民币5890万元，收入增长快速且客户结构持续优化，从试用型小客户拓展至行业领先企业。截至最后实际可行日期，手握24份未完成约束订单（总价值人民币8.22亿元）及5份框架销售协议+24份销售合同（总价值人民币12.41亿元），未来收入确定性较强。采用无晶圆厂模式，聚焦核心设计与解决方案整合，供应链响应灵活，可快速适配客户需求。

AI算力需求爆发催生行业红利：随着LLMs与生成式AI的快速发展，各行业对高性

IPO 点评

证券研究报告

互联网与软件

股份名称：壁仞科技
股份代码：6082.HK

IPO专用评级	5.7
-- 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	5
2. 行业前景 (30%)	6
3. 招股估值 (20%)	4
4. 市场情绪 (20%)	8

主要发售统计数字	
上市日期：	2025/1/2
发行价范围(港元)	17 - 19.6
发行股数, 绿鞋前(百万股)	247.69
-- 香港公开发售；占比	12.38%; 5%
-- 最高回拨后股数；占比	49.54%; 20%
-- 发行中旧股数目；占比	0; 0%
发行后股本, 绿鞋前(百万股)	2,358.98
集资金额, 绿鞋前(亿港元)	42.11 - 48.55
-- 香港公开发售部分	2.11 - 2.43
-- 最高回拨后	8.42 - 9.71
发行后市值, 绿鞋前(亿港元)	401.03 - 462.36
备考每股有形资产净值(港元)	3.43 - 3.71
备考市净率(倍)	4.96 - 5.28

保荐人	中金公司、平安证券（香港）、中银国际
账簿管理人	中金公司、平安证券（香港）、中银国际、中信证券、东方证券国际等
会计师	PwC

资料来源：公司招股书

汪阳

TMT 行业分析师

alexwang@sdicsi.com.hk

能计算解决方案的需求激增，AI数据中心、AI解决方案、互联网等关键行业持续加大算力基础设施投入。根据灼识咨询数据，2025年中国智能计算芯片市场规模预计达504亿美元，市场空间广阔，为公司提供充足增长土壤。公司产品作为AI模型训练、推理及AGI发展的核心基础设施，能够精准匹配行业算力需求，助力企业提升生产力与创新能力。

国产化替代趋势带来增量空间：当前中国智能计算芯片市场前两大参与者占据94.4%份额，但本土企业竞争力持续提升，预计市场份额将从2024年的20%增长至2029年的60%，国产化替代空间巨大。公司作为本土核心特专科技企业，凭借自主研发技术与本土化服务优势，有望在替代进程中抢占市场份额，预计2025年可实现约0.2%的市场占比，长期增长潜力可观。

弱项与风险

盈利能力薄弱且持续亏损：公司自成立以来始终未能实现盈利，2022-2024年累计净亏损超人民币4.75亿元，2025年上半年亏损进一步扩大至人民币16.01亿元，经调整净亏损（非国际财务报告准则计量）达人民币5.52亿元。亏损核心原因是收入规模尚未能覆盖高额开支，2022-2024年研发开支占总经营开支比例均超70%，且销售、行政等期间费用持续高企。尽管2022-2024年营收实现从0.5百万元到3.37亿元的快速增长，但收入体量仍较小，难以抵消大规模研发投入与运营成本，短期盈利拐点难以明确。

客户与供应商集中度偏高：客户方面，2023-2025年上半年五大客户收入占比分别达98.1%、90.3%及97.9%，最大客户收入占比最高为85.7%，客户结构单一导致收入波动风险较高。供应商方面，各期间向五大供应商采购额占比均超56%，2025年上半年更是达到64.1%，最大供应商采购占比达34.9%，对核心供应商依赖度较高。客户与供应商的高度集中，使得公司易受单一合作方经营状况、合作政策变动影响，业务稳定性不足。

商业化进程尚处初期且毛利率波动：公司2023年才开始从智能计算解决方案产生收入，商业化历程较短，大规模生产、交付及持续服务能力尚未经过长期市场验证。毛利率受产品组合影响波动显著，2023年为76.4%，2024年降至53.2%，2025年上半年进一步下滑至31.9%，主要因高端产品收入占比下降、入门级产品占比提升所致。由于仍处于商业化早期，产品组合调整、客户需求变化等因素均可能导致毛利率持续波动，盈利稳定性难以保障。

招股信息

招股时间为2025年12月22日至12月29日，公司按每股发售价17.0港元-19.6港元发行2.48亿股，上市交易时间为2026年1月2日。

基石投资者

本次共有25家基石投资者主体认购，禁售期6个月，基石配售总金额为3.72亿美元（约28.99亿港元），按照每股发售价17.0港元-19.6港元认购比例占全球发售股份约59.72%-68.86%，基石投资者包含涉及3W Fund、启明创投、平安人寿保险、上海景林相关主体等众多基石投资者。

募集资金及用途

假设发售价为每股18.30港元（发售价范围中位数），且发售量调整权及超额配股权未行使，公司预计收取全球发售所得款净额约43.5亿港元，其中85.0%（37.0亿港元）用于智能计算解决方案研发（含智能计算硬件发展、软件平台开发及升级），5.0%（2.2亿港元）用于该解决方案商业化，10.0%（4.4亿港元）作为营运资金及一般公司用途。

投资建议

综合来看，AI 算力需求爆发催生行业高增长，公司技术壁垒与国产化替代机遇形

成双重护城河；商业化稳步推进，在手订单充足支撑未来收入；研发团队与技术储备雄厚，长期成长潜力可期。公司招股价为17.0港元-19.6港元区间，对应发行后总市值为401.0亿港元-462.4亿港元，对应市销率(PS)约为108-124倍(2024年)，我们认为招股价对应估值偏高，但考虑A股同赛道公司摩尔线程688795.SH、沐曦股份688802.SH的估值表现(最新市值对应2024年市销率约767倍和447倍)和赛道表现，壁仞科技次轮估值相对仍有空间。综合考虑行业前景，公司基本面以及估值和市场情绪，我们给予IPO专用评分5.7分，建议融资申购。

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多为董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

国投证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010