

## 计算机

2026年02月13日

## 壁仞科技

(06082)

——壁立算砥，千仞芯芒

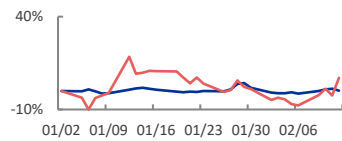
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2026年02月12日

收盘价 (港币)	36.86
恒生中国企业指数	9175.18
52周最高/最低 (港币)	42.88/30.10
H股市值 (亿港元)	898.96
流通H股 (百万股)	1,200.85
汇率 (港币/人民币)	0.8888

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

黄忠煌 A0230519110001  
huangzh@swsresearch.com  
曹峥 A0230525040002  
caozheng@swsresearch.com  
杨海晏 A0230518070003  
yanghy@swsresearch.com  
洪依真 A0230519060003  
hongyz@swsresearch.com  
刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com

联系人  
曹峥 A0230525040002  
caozheng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 壁仞科技是国产 AI 芯片核心公司，本报告从产品技术亮点、市场和生态角度，解读壁仞科技特点和相关的投资机会。
- **多元团队背景，专利数量领先。**壁仞科技 2019 年成立，创始团队源自 AMD、华为等大厂，CEO 张文先生拥有丰富的科技企业经营管理、战略及资本市场经验，首席 GPU 架构师洪洲先生曾担任华为海思 GPU 首席架构师。公司研发人员占比超 83%，截至 2025 年 6 月拥有全球 1158 项发明专利，位列中国 GPGPU 企业第一。
- **公司主要提供 GPGPU 及相应的板卡、模组、服务器及集群产品。**2024 年实现收入 3.368 亿元，2025 年上半年收入 5890 万元，商业化进程稳步推进。
- **产品聚焦 GPGPU 架构，前瞻布局 Chiplet 芯粒和光交换技术。**公司率先采用 PCIe 5.0、Chiplet 芯粒技术，BR166 通过双 BR106 裸晶集成，算力、内存性能达 BR106 两倍，裸晶间双向带宽高达 896GB/s。硬件支持 OAM、PCIe 等多形态部署，软件平台支持 PyTorch 等主流框架，形成从芯片设计到集群部署的全栈优化能力，技术实力行业领先。
- **盈利表现随产品结构调整，客户结构逐步优化。**公司 2023 年毛利率 76.4%，2024 年为 53.2%，2025 年上半年因入门级产品 BR106C 销售占比提升，毛利率波动至 31.9%。客户数量稳步增长，2025 年上半年前五大客户收入占比 97.9%，最大客户收入占比降至 33.3%，大客户依赖度持续降低。
- **生态协同深化，OCS 超节点方案引领创新。**公司联合曦智科技、中兴通讯发布 LightSphere X 光交换超节点，采用分布式 OCS 技术，支持 2 千卡规模部署及万卡级弹性扩展。通过动态调整拓扑结构适配大模型训推需求。同时，壁仞科技与阶跃星辰、上海仪电等开展“芯-模-云”协同，深化国产大模型适配，生态黏性持续增强。
- **供应链自主可控，产品管线支撑长期成长。**2023 年 10 月公司进入 BIS 实体清单，目前已完成 IP、EDA 工具、芯片制造等关键环节国产替代，保障生产研发不受影响。下一代产品 BR20X 架构设计完成，预计 2026 年商业化上市且不受 BIS 清单问题影响，叠加上海、广东等地国资股东的资源支持，为规模扩张奠定坚实基础。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计壁仞科技 2025-2027 年收入分别为 9.5、20.2、39.5 亿元人民币，经调整净利润分别为-8.3 亿元、-6.3 亿元、0.74 亿元。当前公司市值对应 PS 2027E 20x，给予其可比公司市值加权平均 PS 2027E 28x，考虑到国内 AI Capex 巨大空间，给予“买入”评级。
- **风险提示：**技术路线不确定的风险；技术迭代进展不及预期；供应链不稳定的风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	62	337	945	2,021	3,951
同比增长率 (%)	12,330.86	442.97	180.61	113.83	95.51
经调整净利润	-1,051	-767	-827	-632	74
同比增长率 (%)	-	-	-	-	-
每股收益 (元/股)	-0.64	-0.46	-0.34	-0.26	0.03
ROE (%)	29.21	20.72	20.48	16.41	-0.06
市盈率	-69	-95	-88	-115	980

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计壁仞科技 2025-2027 年收入分别为 9.5、20.2、39.5 亿元人民币，经调整净利润分别为-8.3 亿元、-6.3 亿元、0.74 亿元。当前公司市值对应 PS 2027E 20x，给予其可比公司市值加权平均 PS 2027E 28x，考虑到国内 AI Capex 巨大空间，给予“买入”评级。

### 关键假设点

收入：未来 BR20X、BR30X 系列产品能够于 2027、2028 年如期放量，产品结构逐步高端化。

毛利率：假设 2025-2027 年，公司 GPGPU 毛利率分别为 49%、50%、52%，毛利率提升主要由于公司销售产品结构逐渐高端化。

费用：研发费用是公司核心成本项，根据公司规划，BR20X、BR30X 系列产品需要持续投入研发，假设 25-27 年增速分别为 30%、30%、30%。

### 有别于大众的认识

市场认为，国产 AI 芯片尚处于小批量、可用阶段。我们认为，随着越来越多头部互联网厂商大规模测试国产 AI 芯片并得到可靠的验证结果，叠加国产 AI 芯片出货量，印证国产 AI 芯片在推理端的性能已达到“好用”水平。

市场认为，国产 AI 芯片的软件生态仍为掣肘。我们认为，国产 AI 芯片软件生态主要为自研和类 CUDA 两条路线，经过近两年迭代与生态开发，下游用户易用性已有极大提升；此外，AI 芯片厂商与大模型厂商、客户紧密合作，显著提升生态耦合度。

市场认为，国产 AI 芯片纷纷上市融资后，市场竞争格局分散化，会压制各公司盈利水平，并会压制估值水平。我们认为未来国内 AI Capex 空间巨大，市场总容量在快速扩张，足够容纳 5-8 家 AI 芯片公司。

### 股价表现的催化剂

公司切入互联网、云大厂供应体系；国产替代渗透率提升；国内 AI 模型和应用需求算力需求再上一个台阶。

### 核心假设风险

技术路线不确定的风险；技术研发迭代进展不及预期；供应链不稳定的风险。

# 目录

---

<b>1. 壁仞科技：背靠上海，融合架构</b>	<b>6</b>
1.1 团队背景多元，专利数量领先	6
1.2 专注 GPGPU，融合技术架构是特点	7
1.3 收入随市场扩大而提升，存货储备充足	11
<b>2. 技术：前瞻布局 Chiplet、CPO 等技术独具特色</b>	<b>12</b>
2.1 GPGPU 架构，硬件系统助力算力发挥	12
2.2 互联：推出 OCS 光交换超节点	13
2.3 供应链：已引入全栈国产替代解决方案	14
<b>3. 市场及生态：运营商合作稳固，向 AI-Native 客户切入</b>	<b>15</b>
3.1 国产 AI 芯片 2025 年奇点已致	15
3.2 依托各方资源，客户量及类型正多元化	17
<b>4. 盈利预测及估值</b>	<b>19</b>
4.1 收入预测	19
4.2 毛利率预测	19
4.3 费用预测	20
4.4 盈利及估值	20
<b>5. 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1：壁仞科技股东包括财务投资人和政府资本（持股比例为 IPO 后） .....	6
图 2：壁仞科技芯片和产品设计流程.....	7
图 3：壁仞科技业务结构 .....	7
图 4：壁仞科技当前一代主要产品及出货形态.....	7
图 5：壁仞科技芯片迭代历程及未来规划.....	9
图 6：BIRENSUPA 架构层次 .....	10
图 7：壁仞科技收入利润情况 .....	11
图 8：壁仞科技毛利率暂时下滑.....	11
图 9：公司芯片销量数据.....	11
图 10：公司存货（亿元）支撑订单及收入 .....	11
图 11：壁仞科技芯片结构图 .....	12
图 12：壁仞科技处理单元 SPC 结构图.....	12
图 13：华为昇腾 950 芯片微架构变为 SIMD+SIMT，往更通用迈进.....	12
图 14：中国 AI 服务器总收入季度高增.....	15
图 15：国内外大厂资本支出增速维持高位.....	15
图 16：中国智能计算芯片市场规模 24-29 年预计将以 46.3%的 CAGR 增长 ....	15
图 17：2024 年中国 AI 芯片市场份额情况（单位：万片） .....	17
图 18：壁仞科技 2024 年市场份额情况（按照出货规模口径） .....	17
图 19：可比公司及壁仞科技毛利率情况.....	19
表 1：壁仞科技核心团队履历 .....	6
表 2：壁仞科技 GPGPU 产品体系.....	8
表 3：壁仞科技 BIRENSUPA 软件工具栈架构及功能.....	10
表 4：受 BIS 影响物项及对应解决方案.....	14
表 5：国产 AI 芯片情况对比 .....	16
表 6：2025H1 壁仞科技前五大客户.....	17
表 7：国产 AI 芯片和模型厂商深度耦合 .....	18
表 8：收入预测结果.....	19
表：毛利率假设 .....	

表 10: 可比公司估值表 ..... 21

# 1. 壁仞科技：背靠上海，博采众长

## 1.1 团队背景多元，专利数量领先

壁仞科技成立于 2019 年，定位于自研 GPGPU 芯片及软硬一体的智能算力解决方案。创始团队来自 NVIDIA、AMD、华为等科技大厂，经验深厚且广泛多元。公司创始人张文履历涵盖集成电路、AI 行业企业高管及投资领域，兼具有深厚法律与资本市场背景；CTO 洪洲拥有 30 年 GPU 设计经验，曾担任华为海思 GPU 首席架构师。核心团队成员均有半导体行业深厚积淀及顶尖学历背景，截至 2025.6.30，公司研发团队人数为 657 人，占总人数的 83%，且公司拥有超过 210 名 10 年以上行业经验的研发人员。截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有全球 1158 项发明专利，为中国 GPGPU 公司第一。

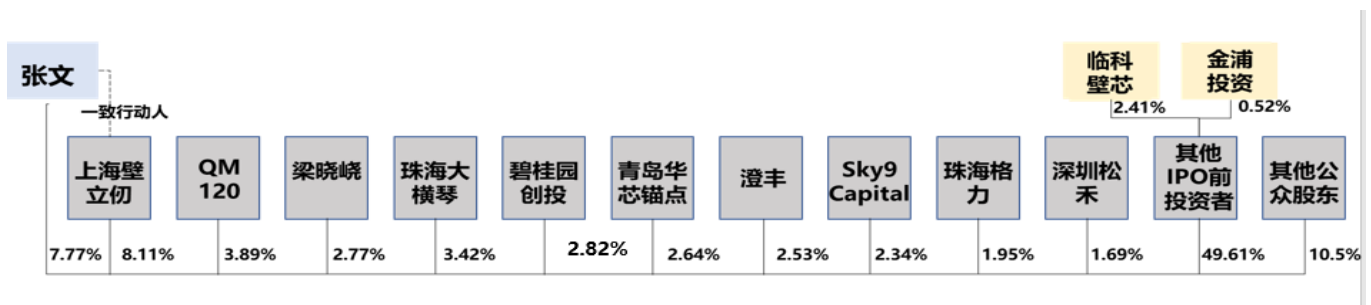
表 1：壁仞科技核心团队履历

姓名	年龄	职务	加入集团时间	角色及责任	过往职业履历
张文	54	创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官	2019 年 11 月	负责整体管理及商业战略，统筹技术产品、解决方案、销售市场及其他职能部门	曾任华尔街泛美亚市场资深投资人；2011 年出任映瑞光电 CEO；2019 年创立壁仞科技，全面负责壁仞战略及管理。
洪洲	59	执行董事兼首席技术官	2020 年 1 月	负责主导核心技术（包括芯片架构）的开发	曾任英伟达 GPU 资深架构师、华为海思 GPU 首席架构师，主导海思自研 GPU 项目，组建完整团队并实现全球领先自主 IP GPU 芯片流片
张凌岚	52	执行董事兼首席运营官	2020 年 1 月	负责研发及工程运营管理	拥有逾 23 年半导体行业经验，曾任 AMD GPU SoC 负责人、GPU 架构师，主导多代芯片生产与质量控制，现负责公司整体运营、战略规划及产品研发与市场拓展
肖冰	58	执行董事兼总经理	2020 年 2 月	负责监督及管理销售及市场营销	曾任 IBM/Oracle（甲骨文）销售主管
Luting PAN	50	执行董事、董事会秘书兼财务负责人	2020 年 7 月	负责监督财务事宜、风险管理及战略运营	聚焦财务与合规管理领域

资料来源：壁仞科技招股说明书，Wind，申万宏源研究

**股东背景：政府资本中，上海及广东国资持股比例较高。**根据招股书，上海国资包括金浦投资等，广东国资包括珠海格力（1.95%）、广州产投（0.81%）、知识城（0.81%）、珠海大横琴（3.42%）。

图 1：壁仞科技股东包括财务投资人和政府资本（持股比例为 IPO 后）



资料来源：壁仞科技招股说明书，申万宏源研究  
请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

成立以来，公司产品迭代与市场开拓并进。2020-2021 公司完成多轮大额融资，推进首代芯片 BR106 的研发与流片，逐步建立与电信运营商及重点行业客户的合作关系；2022 年 BR110 流片成功，公司在 MLPerf 等国际基准测试中取得领先成绩；2023 年 BR106 实现量产并首次形成收入，公司进入商业化落地阶段；2024 年公司在 AIDC 千卡级 GPU 集群、三大电信运营商应用场景中实现标志性部署，启动第二代产品 BR20X 研发；2025 年公司完成所有 GPGPU 产品对所有 DeepSeek-V3/R1 版本蒸馏模型的快速训练与推理支持。

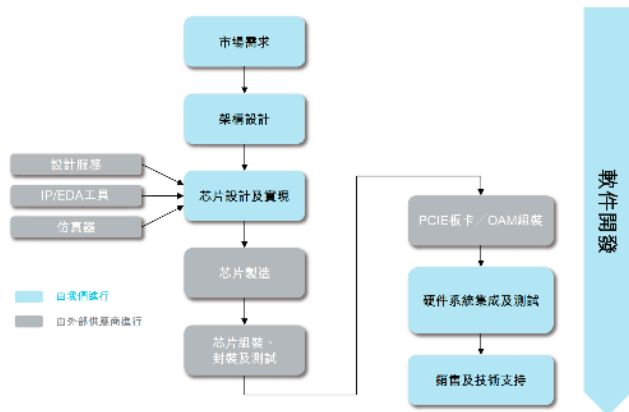
## 1.2 专注 GPGPU 架构，融合先进技术是特点

公司开发 GPGPU 芯片及基于 GPGPU 的智能计算解决方案，为 AI 提供所需的基础计算能力，主要业务包含两大板块：

- (1) 基于 GPGPU 架构与芯片的硬件系统
- (2) BIRENSUPA 计算软件平台

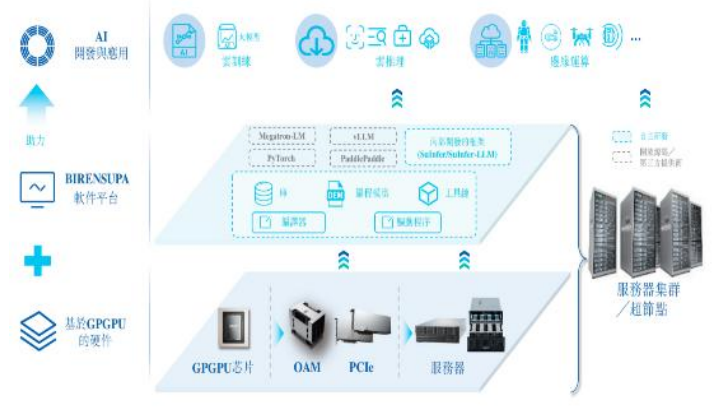
公司解决方案依托五大核心支柱：自主 GPGPU 架构、SoC 设计、硬件系统、软件平台及集群部署优化，采用“硬件 + 软件”协同模式，通过大规模智能计算集群交付，外包非核心业务以优化芯片设计流程。

图 2：壁仞科技芯片和产品设计流程



资料来源：壁仞科技招股书，申万宏源研究

图 3：壁仞科技业务结构



资料来源：壁仞科技招股书，申万宏源研究

公司推行“1+1+N+X”平台战略，即 1 个 GPU 架构 + 1 个统一软件平台，衍生多款芯片及产品组合，覆盖云训练、云推理、边缘运算等场景。当前公司量产芯片为 BR10X 系列产品，包含三款芯片，以液冷或风冷 OAM 模组、PCIe 板卡或者服务器及集群等多种形态交付。

图 4：壁仞科技当前一代主要产品及出货形态

	基於 GPGPU 的硬件	形態規格	編碼器/解碼器	雙向互連帶寬	功耗設計功率 (「散熱設計功率」)	主要目標市場	當前狀態
BR106	壁礪™ 106L	OAM (液冷)	32 通道 / 256 通道	256GB/s	400W	雲訓練及推理，尤其適用於大模型	商業化上市
	壁礪™ 106M	OAM (風冷)					
	壁礪™ 106B	PCIe 板卡					
	壁礪™ 106C	PCIe 板卡					
BR166	壁礪™ 166L	OAM (液冷)	64 通道 / 512 通道	576GB/s	600W	雲訓練及推理，尤其適用於大模型	商業化上市
	壁礪™ 166M	OAM (風冷)					
	壁礪™ 166C	PCIe 板卡					

资料来源：壁仞科技招股书，申万宏源研究

**BR106：一款专为大规模计算而设计的 GPGPU 芯片。**BR106 致力于解决 AI 训练和推理的计算需求，并以提高性能及降低总体拥有成本为目标。根据招股书，BR106 针对 H.264/H.265 标准下的 1080p30 帧视频流具有 32 信道编码能力及 256 信道译码能力。华为昇腾 Atlas 300V 视频解析卡可提供 H.265 标准下 1080p30 帧视频流 24 路编码及 80 路译码能力，而 Atlas 300V 算力为 50TFLOPS@FP16，因此我们推测，BR106 算力约为昇腾 Atlas 300V 的 1.5~3 倍，对应 75~150TFLOPS 算力。

**BR166：利用芯粒技术将两个 BR106 裸晶和四个 DRAM 集成到一个封装中，推出高性能 BR166 芯片。**两颗 BR106 裸晶之间的 D2D（裸晶间）双向带宽可高达 896GB/s，确保两个裸晶之间高速的内部数据交互。

**BR110：公司第一代边缘及云推理芯片。**它是一种经济高效、节能的解决方案，主要针对边缘推理工作负载而设计。BR110 采用与 BR106 相同的架构，提供多精度性能，并在即用型 BIRENSUPA 软件平台上运行。BR110 为云端及边缘推理应用程序提供灵活、高效、安全及多样化的计算解决方案，可应用于嵌入式边缘计算场景，如工控系统、机器人及其他嵌入式设备。BR110 针对 H.264/H.265 标准下的 1080p30 帧视频流具有 16 信道编码能力及 160 信道译码能力。

表 2：壁仞科技 GPGPU 产品体系

芯片名	用途	进展	核心参数	出货规格
BR106	训练及推理	量产销售	BR106 支持多达 4 个独立安全虚拟实例，针对 H.264/H.265 标准下的 1080p30 帧视频流具有 32 通道编码能力及 256 通道解码能力，并配备经国家认证的硬件安全引擎。	(i) 壁礪 106M (风冷 OAM)，适用于大型 AI 训练和推理应用； (ii) 壁礪 106L (液冷 OAM)，适用于超大型 AI 训练和推理应用； (iii) 壁礪 106B 采用 2 槽 FHFL PCIe 板卡，适用于 AI 训练和推理应用； (iv) PCIe 板卡中的壁礪 106C，主要面向推理应用。

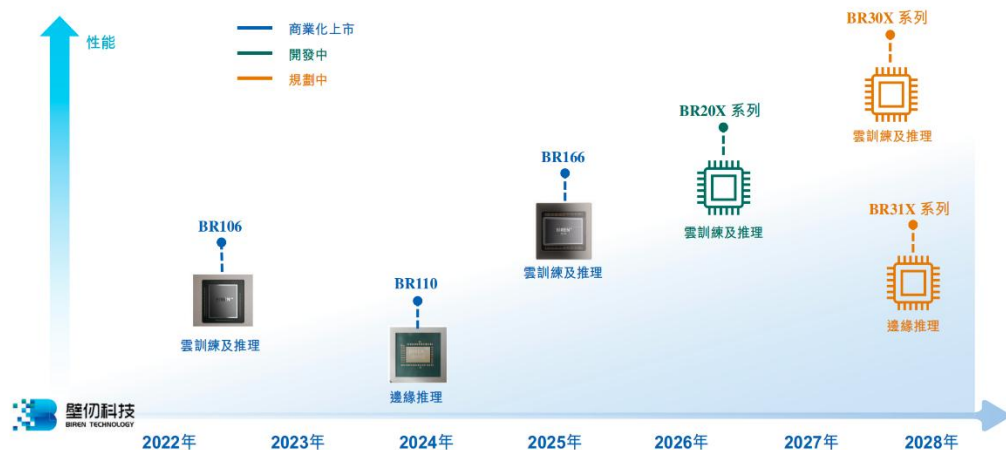
BR166	训练及推理	已量产销售	BR166 在峰值算力、内存、视频编解码、互连等方面性能是 BR106 的两倍。此外，两颗 BR106 裸晶之间的 D2D（裸晶间）双向带宽可高达 896GB/s，确保两个裸晶之间高速的内部数据交互。	(i) 壁砺 166M（风冷 OAM），适用于大型 AI 训练和推理应用； (ii) 壁砺 166L（液冷 OAM），适用于超大型 AI 训练和推理应用； (iii) 壁砺 166C 采用 2 槽 FHFL PCIe 板卡，面向 AI 推理应用。
BR110	推理	量产销售	BR110 支持多达 4 个独立安全虚拟实例，针对 H.264/H.265 标准下的 1080p30 帧视频流具有 16 通道编码能力及 160 通道解码能力，并配备经国家认证的硬件安全引擎。	-
BR20X	云训练及推理	已完成架构设计，目前正进行物理设计及流片验证，预计将于 2026 年实现商业化上市。	提供更强的单卡运算能力，同时增强对 FP8、FP4 等更广泛数据格式的原生支持。相较于现有产品，BR20X 配备了更大更快的内存、更高速的互连带宽及超节点系统设计。	-
BR30X/ BR31X	-	正进行可行性分析及初步研发。	预计可提供更强算力、大内存容量、更强生态系统适用性、更好的可扩展性及更低的 TCO。	-

资料来源：壁仞科技招股说明书，申万宏源研究

公司于 2023 年 1 月实现 BR106 量产，于 2024 年 10 月实现 BR110 量产，2025 年实现了 BR166 芯片的量产。壁砺 166L 及壁砺 166M 已于 2025 年 8 月开始量产，壁砺 166C 已于 2025 年 12 月开始量产。

**下一代产品 BR20X 预计于 2026 年量产出货，算力更高、带宽更大。**BR20X 在提供更强单卡算力的同时，增加对 FP8、FP4 精度的支持，BR20X 配备了更大更快的内存、更高速的互连带宽及超节点系统设计。公司已完成 BR20X 的硅前工作，预计将于 2026 年实现商业化上市。

图 5：壁仞科技芯片迭代历程及未来规划



资料来源：壁仞科技招股书，申万宏源研究

### BIRENSUPA 软件平台

BIRENSUPA 软件分层架构涵盖驱动程序、编程平台、框架及解决方案，兼容 PyTorch、TensorFlow 等主流框架，自研 sulInfer 等推理引擎及 SCCL 通信库，提供弹性工具包及

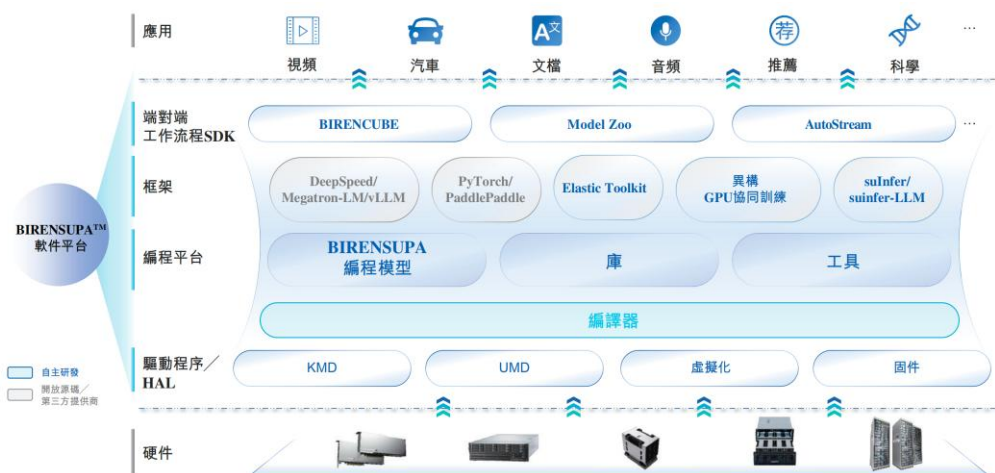
异构 GPU 协同训练功能，支持多场景 AI 应用开发与部署。此外，BIRENSUPA 兼容其他第三方 GPGPU 计算软件平台，显着降低了客户迁移的成本。

**表 3: 壁仞科技 BIRENSUPA 软件工具栈架构及功能**

架构层级	特征
基础软件/驱动程序	基础层连接硬件与软件，使操作系统能够识别并管理 GPGPU 硬件，包含内核模式及用户模式驱动程序、虚拟化及多 GPU 支持功能。
编程平台	编程平台包括 BIRENSUPA 编程模型、编译器、库及开发者工具 BIRENSUPA 编程模型兼容业界主流 GPGPU 编程模型，同时具备壁仞 GPGPU 架构独有的编程抽象，使开发者能够使用 C/C++ 编程语言高效创建加速库及 AI 应用。 自研 GPGPU 编译器通过将高级代码转换为壁仞专有指令集，优化资源利用率并提高开发效率。 提供一系列自研的库，包括用于深度神经网络的 suDNN 库、用于高性能数学运算的 suBLAS 库、用于多 GPU 高效通信的 SCCL（超级集合通信库），以及用于其他加速领域的库。 提供性能分析器、调试器及诊断工具，以优化应用程序性能并高效诊断错误
框架	BIRENSUPA 支持大部分主流开源深度学习框架，包括 PyTorch、TensorFlow 及飞桨 自主研发的 suInfer 及 suInfer-LLM 可提供高性能的推理引擎及服务。亦支持开源大语言模型（LLM）框架，如 DeepSpeed、Megatron-DeepSpeed、Megatron-LM 和 vLLM Elastic Toolkit，用于监控大规模集群的训练作业，检测软硬件故障，并在几分钟内恢复作业 异构 GPU 协同训练（HGCT）模块支持公司及其他供应商提供的 GPGPU 集群之间的无缝集成
解决方案	提供针对客户应用量身定制的即用型 AI 解决方案。BIRENCUBE 云管理平台为多用户环境集成了开发、演示及管理工具，支持在数千个 GPGPU 设备上执行任务及资源调度。此外，Model Zoo 托管了针对 BIRENSUPA 进行原生优化的 AI 模型，允许客户部署预训练模型或根据参考实现开发自有模型。

资料来源：壁仞科技招股说明书，申万宏源研究

**图 6: BIRENSUPA 架构层次**



资料来源：壁仞科技招股书，申万宏源研究

### 1.3 收入随市场扩大而提升，存货储备充足

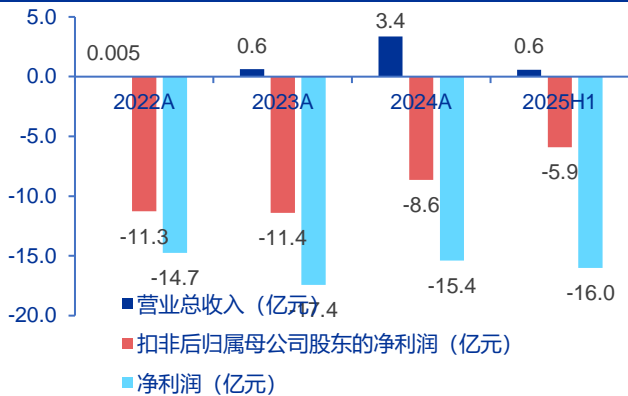
公司收入逐年提升，2023 年-2024 年以 BR106 销售为主，2025 上半年实现 5980 万元收入。公司 2023 年起产生收入，2024 年度收入 3.368 亿元（14 名客户），2025 年上半年收入 5890 万元（12 名客户）。

在手订单充沛，销售协议及合约总价值 12.41 亿元。截至 2025 年 12 月 15 日，公司有 24 份未完成具约束力的订单，总价值为 8.22 亿元。同期，公司产品订立五份框架销售协议及 24 份销售合约，总价值约 12.41 亿元。

利润端仍在亏损，毛利率 23-25H1 分别为 76.4%、53.2%、31.9%。公司近年毛利率下滑主要原因系高端产品销售占比下降，24 年销售主力为壁砺 106M PCIe 板卡，25 年上半年交付订单主要为入门级产品壁砺 106C，因此毛利率有所下滑。随着下半年及未来 BR166 及 BR20X 系列芯片销售起量，将带动毛利率回升。

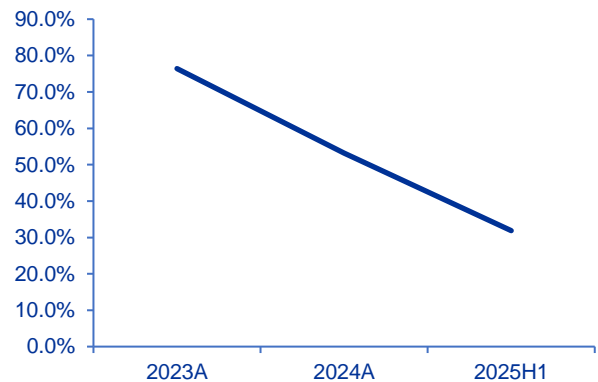
预计 2025 年亏损净额将大幅增加，主要来自 BR20X 新一代产品流片使得研发开支增加，以及财务成本因 Pre-IPO 投资人特殊权利造成的赎回负债余额的预期增加而上升，该等赎回负债在上市后解除。

图 7：壁仞科技收入利润情况



资料来源：壁仞科技招股书，申万宏源研究

图 8：壁仞科技毛利率暂时下滑



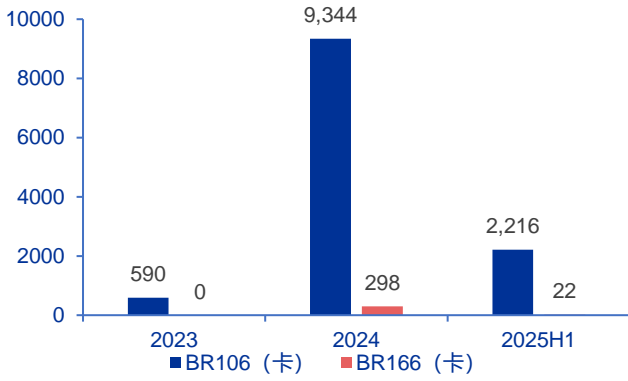
资料来源：壁仞科技招股书，申万宏源研究

客户和销量处于快速上升趋势。从销量看，历史期间主要以 BR106 为主。2025H1，共销售 BR106 2216 卡，BR166 22 卡。预计下半年起 BR166 占比逐步提升。

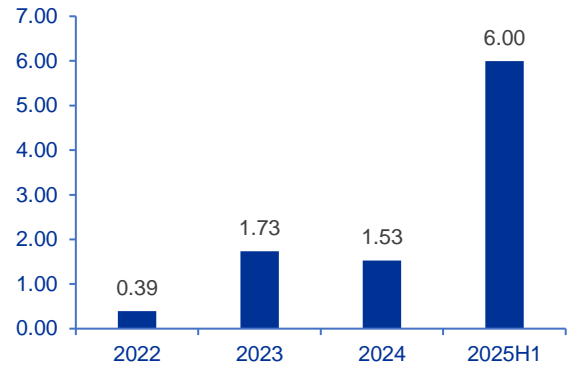
从存货水平看，2022 年度、2023 年度、2024 年度、2025H1 公司存货分别为 3925 万元、1.7 亿元、1.5 亿元、6 亿元，2025 年存货对在手订单 12.4 亿元形成一定支撑。

图 9：公司芯片销量数据

图 10：公司存货 (亿元) 支撑订单及收入



资料来源：壁仞科技招股书，申万宏源研究



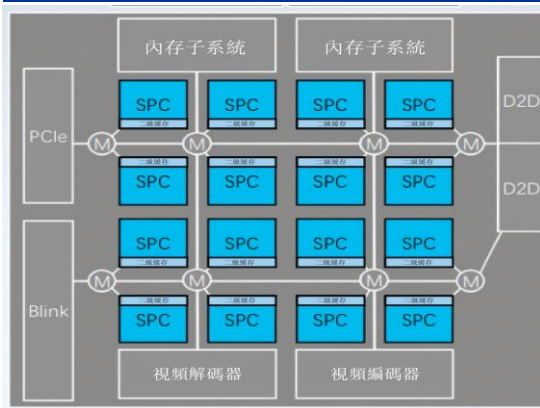
资料来源：壁仞科技招股书，申万宏源研究

## 2. 技术：Chiplet 芯粒、OCS 等技术独具特色

### 2.1 GPGPU 架构，硬件系统助力算力发挥

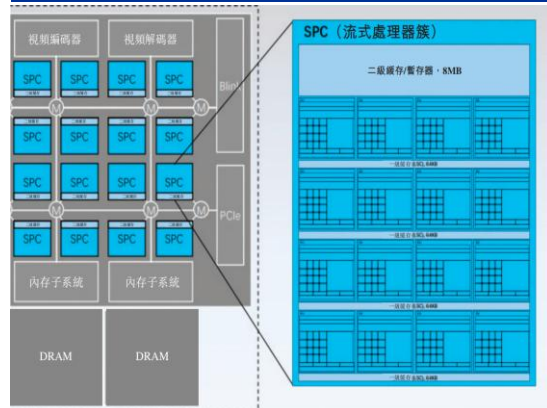
**架构：**公司产品使用单指令多线程（SIMT）架构，该架构为经典 GPGPU 架构，更好兼容 CUDA 等软件框架。SIMT 意为单指令多线程，与 CUDA、OpenCL 等流行度广的软件框架更为适配。用户做 AI 开发时无需关注底层向量运算，只需编写单线程任务逻辑，编译器会自动将任务映射为 SIMT 架构的线程束，硬件再根据线程束的执行状态（如分支收敛）优化调度，这也是 GPGPU 能兼顾通用性和并行效率的关键。相较于 SIMD（单指令多数据）架构，GPGPU 的 SIMT 架构支持**更多并行线程数**（单芯片可达数万个线程），且通过线程束调度隐藏内存访问延迟，大幅提升了深度学习、科学计算等大规模并行任务的能效比。**我们认为，如果产品定位训练市场，SIMT 微架构是更合适的硬件架构，华为昇腾 950 芯片从 910C 的只支持 SIMD 转变为 SIMD+SIMT 并行也能佐证。**

图 11：壁仞科技芯片结构图



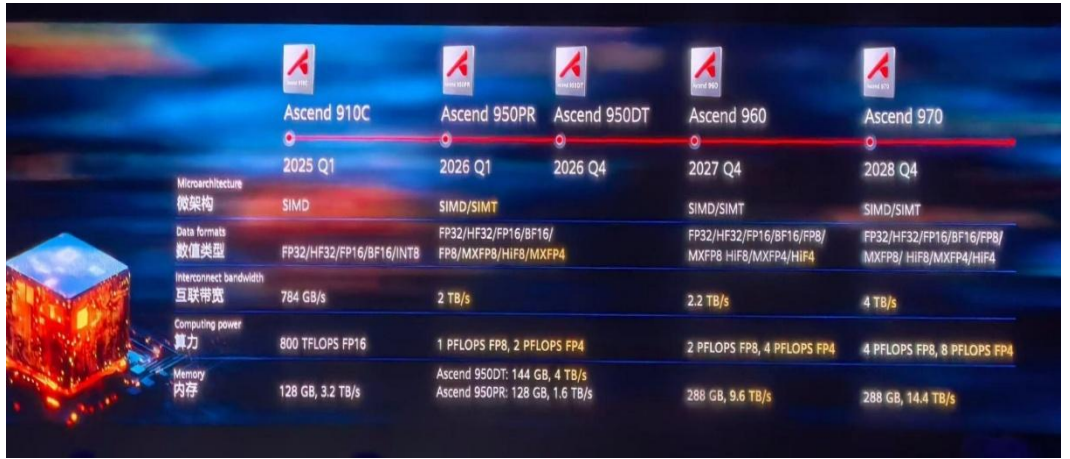
资料来源：壁仞科技招股说明书，申万宏源研究

图 12：壁仞科技处理单元 SPC 结构图



资料来源：壁仞科技招股说明书，申万宏源研究

### 图 13：华为昇腾 950 芯片微架构变为 SIMD+SIMT，往更通用迈进



资料来源：华为全联接大会，申万宏源研究

全面的硬件系统设计能力有助于更好发挥芯片的性能。可支持包括自主开发的 GPGPU 在内的各种硬件规格，如 PCIe、OAM、UBB、服务器及服务器集群。公司遵循开放计算项目标准。公司产品线涵盖 75W 边缘计算至 450W PCIe/600W OAM 产品形态。下一代设计将升级至高达 700W 的风冷和 1000W 的液冷。公司的 UBB 可以使用内部的 P2P 接口连接多达八张具有多种拓扑的 OAM 卡。

未来壁仞聚焦 GPGPU 架构、SoC 设计、高速互连与软件平台四大核心技术的创新。重点推进 BR20X、BR30X 等下一代芯片研发，提升计算密度与能效比。设计更灵活、更强大的 SerDes 连接，以纵向扩展系统。同步布局 3D 堆叠与 CPO 等先进封装技术，增强芯片在大型 AI 集群中的协同性能。软件层面，深化 BIRENSUPA 平台全栈优化，扩展对主流 AI 框架的兼容性，构建自主软件开发与测试基础设施，提升开发效率与生态黏性。

## 2.2 互联：推出 OCS 光互连光交换超节点

壁仞科技是中国首批在商业化产品中使用 PCIe 5.0、CXL、高性能 DRAM、双裸晶芯片（Chiplet）等设计的 GPGPU 公司之一，同时亦前瞻布局 3D 堆叠技术、CPO（共封装光学）等先进技术的研发。因此基于壁仞芯片的 AI 计算系统性能及可扩展性较好，降低大模型训练及推理部署成本。

壁仞 GPU 集成了高速串行/解串器（SerDes），最高互联带宽可达 512GB/s。根据招股书，壁仞科技是中国首家在单一服务器中实现八块 GPU 卡点对点全网状拓扑的 GPGPU 公司。壁仞专有的 BLink 系统实现 GPU 间互联，最大双向数据传输速率高达每通道 64GB/s，共 4 至 8 条通道，即最高带宽可达 512GB/s。

片上集成光交换模块，发布 OCS 光互联超节点。2025 年 7 月，壁仞联合曦智科技、中兴通讯，共同发布 LightSphere X 超节点。光跃 LightSphere X 采用光互连技术，通过增加机柜数量构建超节点，突破传统互连方式下超节点的物理限制。相比铜缆，光缆的远距离传输优势可实现交付与机柜解耦，其核心价值在于：突破单机柜功耗束缚，支持万卡级弹性扩展，兼容现有有机房设施降低部署成本，并可按算力需求动态调整超节点规模，实现分阶段建设。

**光跃 LightSphere X 全球首创的分布式光交换 (dOCS, distributed Optical Circuit Switch) 技术则进一步提升了超节点的灵活度和系统可扩展性。**不同于传统的集中式交换,其通过在每个 GPU 上集成光交换功能,较灵活切换 GPU 间互连拓扑结构。这不仅可实现故障场景下的拓扑实时重构,提高大模型训推性能,降低 GPU 冗余成本,还能按模型算力需求动态调整超节点规模,切换拓扑网络。此外,分布式设计支持 GPU 高带宽通讯域弹性扩展。光跃 LightSphere X 将实现 2 千卡规模部署。

**单卡性能提升至 1P 级, 集群训推性能提升。基于多计算芯粒 (Chiplet) 与 CoWoS 2.5D 封装协同设计的 GPU 模组单卡算力达到 1P 级。**通过自主研发智算云平台软件灵活配置超节点网络拓扑,支持密集通信和更大 TP&EP,高效适应各种大模型需求,大幅提高节点的可扩展性。OCS UBB 采用独创的革新载板设计,超低损板材多层架构,互联拓扑丰富灵活。该训推一体架构可动态分配计算资源,既满足千亿参数大模型训练的高吞吐需求,又保障推理任务的低时延响应。

### 2.3 供应链：已引入全栈国产替代解决方案

**2023 年 10 月公司进入实体清单, 已寻求国产替代解决方案。**2023 年 10 月公司进入 BIS 实体清单,公司已引入国内替代供应商,覆盖 IP、EDA 工具等关键环节,但未影响现有产品订单及未来产品开发。

**表 4: 受 BIS 影响物项及对应解决方案**

物项	功能	该物项如何用于公司的业务运营	解决措施
IP	构建 GPGPU 芯片所用若干功能单元或模块的附属 IP	芯片设计	委聘四家国内替代供应商, 内部开发内存管理单元 IP 及锁相环 IP
EDA 工具	协助半导体器件的定义、规划、设计、实施、验证、签核及后续制造	芯片设计工具	委聘五家国内替代供应商
仿真器	使用硬件仿真器模拟寄存传输级设计的功能, 并分析芯片设计在不同工作负载及场景下的性能	芯片设计及验证工具	委聘两家国内替代供应商
设计服务	主要包括若干前端及物理设计。此类任务可在内部执行或外包	支持芯片设计	委聘六家国内替代供应商及按项目需要内部进行
芯片制造及封装	芯片制造、测试及封装	芯片制造; 组装及封装	委聘五家国内替代供应商
其他制造材料	IC 制造、组装及封装的原材料, 如高带宽元件及基板	芯片制造; 组装及封装	委聘三家国内替代供应商
服务器	用于进行 EDA 工具的硬件服务器, 以协助芯片设计、验证、执行及流片签核。亦包括用于开发 GPGPU 芯片的所有软件栈的服务器	芯片设计; 研发	委聘四家国内替代供应商
办公软件	提高工作效率, 方便管理或降低成本	日常运营 (不直接参与产品开发或研发过程)	委聘两家国内替代供应商

资料来源: 壁仞科技招股说明书, 申万宏源研究

**下一代 GPGPU 产品已与国内替代供应商合作, 未来产品的开发和销售不会受到《出口管制条例》和 BIS 清单的影响。**根据公司招股书, 自 BIS 清单事件发生以来, 没有客户因 BIS 清单取消与公司的合作, 产品销售不会受到 BIS 清单影响。软件工具 BIRENSUPA

的研发仅依靠国产服务器即可完成代码测试与验证，无需使用受《出口管制条例》管辖的物项。

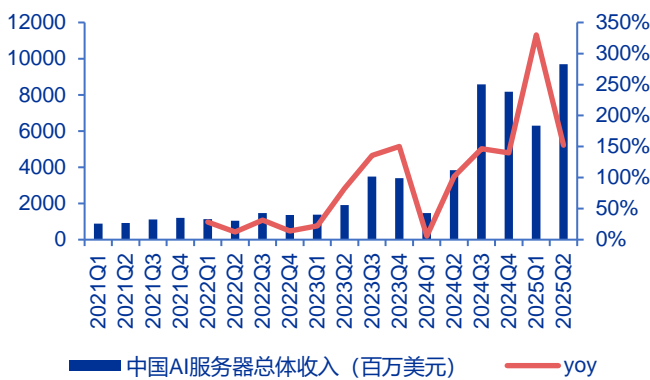
### 3. 市场及生态：运营商合作稳固，向 AI-Native 客户切入

#### 3.1 国产 AI 芯片 2025 年奇点已至

大厂算力军备竞赛下，AI 算力投资快速提升。阿里巴巴总裁吴泳铭认为，最近一年，全球 AI 的投资总额将会超过 4000 亿美元，预计未来五年全球 AI 的累计投入金额将超过 4 万亿美元。

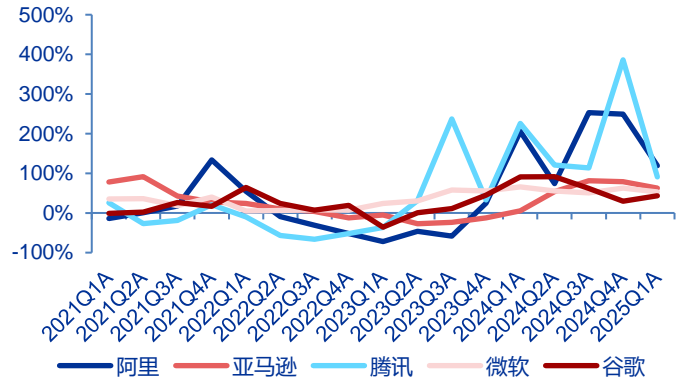
海外大厂 AI FOMO 传导至国内，阿里、字节、腾讯纷纷加码资本开支。尤其以阿里巴巴为首，在 2025 阿里云栖大会上，吴泳铭公开表示除 2025-2027 三年 3800 亿资本开支外，将会追加更多 AI 资本开支。从互联网大厂报表资本开支和服务器端均可验证算力行业高景气度。

图 14：中国 AI 服务器总收入季度高增



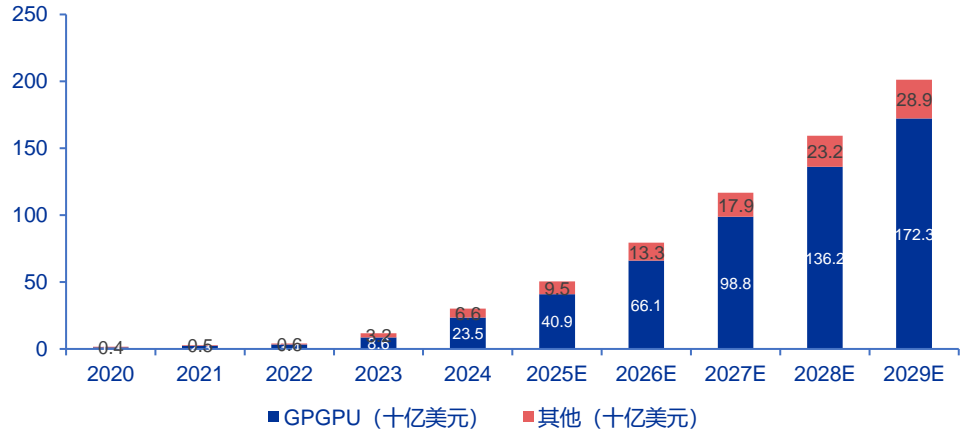
资料来源：IDC (国际数据中心), 申万宏源研究

图 15：国内外大厂资本支出增速维持高位



资料来源：各公司财报, 申万宏源研究

图 16：中国智能计算芯片市场规模 24-29 年预计将以 46.3% 的 CAGR 增长



资料来源：灼识咨询，壁仞科技招股说明书，申万宏源研究

**国产 AI 芯片产品、技术、供给在 2025 均有较大进展。**目前国产 AI 芯片一梯队包括华为、寒武纪、海光信息，此外进展较快的包括壁仞科技、沐曦股份、摩尔线程、阿里平头哥、百度昆仑芯等。其中，华为、寒武纪等厂商最先进一代产品，已经接近英伟达 H100 芯片技术水平，持续追赶。

表 5: 国产 AI 芯片情况对比

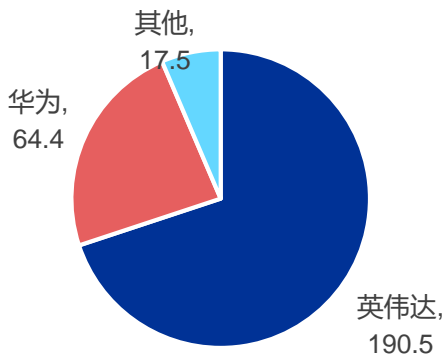
公司名称	最先进一代芯片	产品结构	研发实力	产业化程度	应用场景落地	技术成熟度	生态竞争能力	收入规模
华为	910C, 800TFLOPS@FP16	云端、边缘端和终端人工智能芯片	2024 年研发投入 1,797 亿元 (集团整体口径), 研发费用率 20.8%	产业化程度较高, 并已在国内市场实现规模化营收	云边端的视觉、语音、自然语言、搜索推荐等	较为成熟且不断迭代中	Mindspore-开源 CANN-芯片全生态布局, 不兼容 CUDA	暂无
海光信息	DCU 3 号	基于 x86 指令框架的海光 CPU 和基于 GPGPU 架构 DCU 芯片	2024 年研发投入 34.46 亿元, 研发投入率 37.61%; 截至 2024 年底研发人员数量 2,157 人, 占比 90.18%	产业化程度较高, 并已在国内市场实现规模化营收	电信、金融、互联网等领域	较为成熟且不断迭代中	积极参与开源社区, 与众多厂商合作, 构建软硬件生态	股权激励目标 2025 年 142 亿元 (包含 CPU)
寒武纪	思元 590	云端、边缘端、终端通用智能芯片和 IP	2024 年研发投入 10.72 亿元, 研发费用率 91.30%; 截至 2024 年底研发人员数量 741 人, 占比 75.61%	产业化程度较高, 并已在国内市场实现规模化营收	云边端的视觉、语音、自然语言、搜索推荐等	较为成熟且不断迭代中	具备云边端一体化开发环境, 支持统一的软件生态	预计 2025 年 60-70 亿元 (公司公告)
壁仞科技	BR106、BR166、BR110	GPGPU、融合架构	2024 年研发开支 8.27 亿元, 研发费用率 245.53%, 研发人员 657, 占比 83%	量产, 并在国内实现商业化	运营商、算力中心、AI 及大型企业等	较为成熟且不断迭代中	国产 GPGPU 专利量第一, 核心架构设计、2.5D 芯粒、光互连等技术实力强, 提前布局 D 堆叠、CPO	2025 年在手订单 12.41 亿元

								共封装等前沿技术	
摩尔线程	S5000	基于全功能GPU的板卡、一体机及集群设备，覆盖云端、边缘端和终端场景	2024年研发投入13.59亿元，研发费用率309.88%；截至2024年底研发人员数量886人，占比78.69%	量产，并已在国内市场实现商业化	AI智算集群、专业图形加速、桌面级图形加速，以及端侧智能设备	较为成熟且不断迭代中	依托自研MUSA架构搭建国产计算加速生态	2025年在手订单17亿元	
沐曦股份	C500、C550	高性能计算通用GPU	2024年研发费用9亿元，25Q1研发人员数量652人	量产，并已在国内市场实现商业化	数据中心、算力租赁及云大厂	较为成熟且不断迭代中	自研MetaX-Link互联协议	预计2025年16-17亿	

资料来源：摩尔线程/沐曦股份招股说明书，沐曦股份公告，壁仞科技招股说明书，华尔街见闻，各公司官网，海光信息/寒武纪2024年年报，申万宏源研究

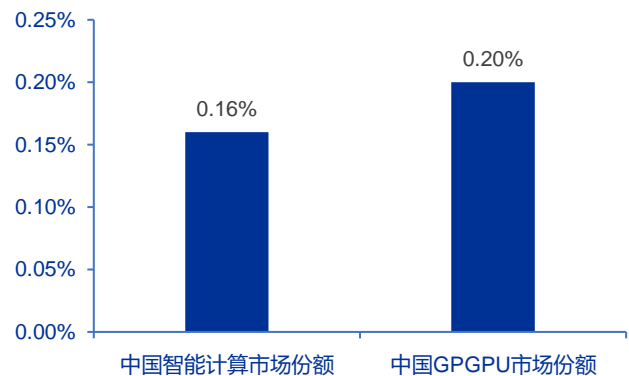
**美国对华高端 GPU 出口限制促使中国企业加速国产替代进程。**根据摩尔线程招股书，2024年华为旗下量产型号计算加速芯片出货量突破50万片，使国内市场份额占比从5%提升至15%，国产AI芯片市场份额进入快速提升期。根据IDC，2024年，中国AI芯片市场英伟达出货量占比70%超过190万片，华为昇腾64万、昆仑芯6.9万、天数3.8万、寒武纪2.6万、沐曦2.4万、燧原1.3万。根据灼识咨询，2024年壁仞于中国智能计算芯片市场及GPGPU市场分别拥有0.16%及0.20%的市场份额。

图 17: 2024 年中国 AI 芯片市场份额情况 (单位: 万片)



资料来源：IDC (国际数据中心)，申万宏源研究

图 18: 壁仞科技 2024 年市场份额情况 (按照出货规模口径)



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

### 3.2 依托各方资源，客户量及类型正多元化

客户集中度较高，主要客户类型为运营商、数据中心、AI 解决方案等。2023 年至 2025 年上半年，公司前五大客户收入高度集中，合计占比均在 90%以上，分别实现收入 0.6 亿元、3.0 亿元及 0.6 亿元，占总收入比重为 98.1%、90.3%和 97.9%。同期，最大客户收入占比呈下降趋势，分别为 85.7%、54.5%及 33.3%，对应收入为 0.5 亿元、1.8 亿元和 0.2 亿元。

排名	客户	所采购的主要产品类别	背景	业务关系开始的年度	收入 (人民币万元)	占收入总额的%	信贷期
1	客户 I	智能计算解决方案	一家主要从事信息技术产品及服务的公司	2024 年	1962.9	33.30%	30 天至 180 天
2	客户 N	智能计算解决方案	一家主要从事技术服务的公司	2025 年	1735.7	29.50%	分期付款, 主要款项应在开具发票后短期内支付, 余款于交货验收后支付
3	客户 O	智能计算解决方案	一家主要从事技术服务的公司	2025 年	1242.9	21.10%	分期付款, 签约时支付部分预付款, 余款在交付前付清
4	客户 D	智能计算解决方案	一家主要从事技术开发服务的公司	2023 年	680.4	11.60%	交付前付款
5	客户 E	智能计算解决方案	一家主要从事技术服务的公司	2023 年	143.9	2.40%	120 天

资料来源: 壁仞科技招股说明书, 申万宏源研究

**深度耦合已经成为 AI 产业的趋势。** 国产 AI 模型公司与国产 AI 芯片企业正紧密合作。例如, DeepSeek 模型更新, 华为、寒武纪等实现 Day0 适配, 通义千问同样在探索与国产算力的深度融合。另一方面, 以华为昇腾、寒武纪为代表的国产芯片厂商, 也正将其硬件设计与国内主流大模型的特性深度绑定, 通过联合优化, 不断提升计算效率。

**表 7: 国产 AI 芯片和模型厂商深度耦合**

大模型	国产 AI 芯片厂商	关键事实与适配细节
DeepSeek-V3.2-Exp (深度求索)	华为昇腾	实现 Day 0 支持; 基于 vLLM/SGLang 等推理框架完成适配部署, 并开源所有推理代码和算子实现
	寒武纪	实现 Day 0 适配, 并开源大模型推理引擎 vLLM-MLU 源代码; 通过特定算子开发实现快速适配与性能优化, 利用模型的稀疏注意力机制降低长序列场景下的训推成本
	海光信息	DCU 实现无缝适配与深度调优, 做到算力“零等待”部署
GLM-4.6 (智谱)	寒武纪	GLM-4.6 在寒武纪芯片上实现 FP8+Int4 混合量化部署, 这是首套在国产芯片上投产的该模式一体解决方案, 能在保持精度的同时大幅降低推理成本
	摩尔线程	基于 vLLM 推理框架, 摩尔线程新一代 GPU 可在原生 FP8 精度下稳定运行 GLM-4.6
通义千问 (阿里巴巴)	开放路线, 吸引多方厂商	2025 阿里云栖大会上宣布, 通义千问将选择开放路线, 旨在吸引更多第三方 GPU 和交换机厂商加入, 共同构建支持异构计算的开放算力体系。

资料来源: 各公司官网, 申万宏源研究

**壁仞科技也在强化与软件耦合, 与阶跃星辰、上海仪电智算服务达成战略合作。** 三方围绕“芯-模-云”协同开展联合技术攻关, 共同推进超大规模国产算力集群组网、国芯国模深度适配、智算云平台融合调度等关键技术突破, 实现万 P 级算力的集中调度和多模态大模型高效输出。

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1 收入预测

公司目前收入分为两部分：1) GPGPU 销售收入，2) 其他收入，主要为芯片维保和算力租赁收入。未来公司核心仍将聚焦 GPGPU 研发和销售，算力租赁预计不会成为主要业务形态。根据公司公告：

1) 2025 年：主要销售 BR106、BR166 产品，销量分别为 1.6、1 万片；

2) 2026 年：主要销售 BR106、BR166、BR20X 系列产品，销量分别为 1.8、3、0.5 万片；

3) 2027 年：主要销售 BR106、BR166、BR20X、BR30X 系列产品，销量分别为 0.5、5、2.5、0.5 万片；

根据我们假设测算，25-27 年，公司收入分别为 9.5、20.2、39.5 亿元。

公司 2025H1 收入为 0.59 亿元，但由于：

- 1) 公司业绩分布有季节性，Q3-Q4 是下游智算中心、国央企客户的确收高峰，参考 24 年，公司 24H1 收入 3930 万，全年实现 3.37 亿收入；
- 2) 公司订单饱满，足以支撑全年 9.5 亿元收入。截至 2025 年 12 月 15 日，公司有 24 份未完成具约束力的订单，总价值 8.22 亿元。同期，公司产品订立五份框架销售协议及 24 份销售合约，总价值约 12.41 亿元，一般而言，公司的销售确认周期为 3-9 个月，因此以上订单为公司 25 年业绩提供了坚实的支撑。

表 8：收入预测结果

	2023A	2024A	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	62	336.8	58.8	945.1	2020.9	3951.1
	YOY	440%		181%	114%	96%
GPGPU (百万元)	62	336.8	58.1	944.2	2020	3950
	YOY	443.1%		180.4%	113.9%	95.5%
其他 (百万元, 维保和算力租赁)	0	0.009	0.753	0.91	0.9	1.09
	YOY		8267%	10000%	20%	20%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 4.2 毛利率预测

我们预计，2025-2027 年，公司 GPGPU 毛利率分别为 49%、50%、52%，毛利率提升主要由于公司销售产品结构逐渐高端化。

公司 25H1 收入较少，毛利率不具备参考意义，23、24 年毛利率分别为 76%、53%；参考英伟达，及国内寒武纪、摩尔线程、沐曦股份毛利率情况，50-55%是较为合理的假设。

图 19：可比公司及壁仞科技毛利率情况

序号	证券代码	证券简称	销售毛利率 [报告期] 2023年报 [单位] %	销售毛利率 [报告期] 2024年报 [单位] %	销售毛利率 [报告期] 2025 3季 [单位] %
1	688521.SH	芯原股份	44.7508	39.8625	34.9534
2	688802.SH	沐曦股份-U	62.8789	53.4329	55.7551
3	688795.SH	摩尔线程-U	25.8651	70.7056	61.8698
4	688041.SH	海光信息	59.6686	63.7202	60.0972
5	688256.SH	寒武纪-U	69.1565	56.7114	55.2929
6	6082.HK	璧仞科技	76.4195	53.2053	

资料来源：Wind，申万宏源研究

其他主要为维保和算力租赁，收入规模小，历史毛利率为 100%，预计 25-27 年毛利率分别为 95%、95%、95%。

表 9：毛利率假设

毛利率	2023A	2024A	2025H1	2025E	2026E	2027E
GPGPU	76.0%	53.0%	31.0%	49.0%	50.0%	52.0%
其他	100.0%	100.0%	100.0%	95.0%	95.0%	95.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 4.3 费用预测

由于公司当前处于商业化加速期，费用率波动较大，因此我们为其假设费用增速。

- 1) 销售费用：预计随着收入放量将有较大增长，假设 25-27 年增速分别为 60%、30%、30%；
- 2) 管理费用：公司管理人员薪酬和数量预计保持相对稳定，假设 25-27 年增速分别为 20%、10%、10%；
- 3) 研发费用：根据公司规划，BR20X、BR30X 系列产品需要持续投入研发，假设 25-27 年增速分别为 30%、30%、30%。

### 4.4 盈利及估值

综上，我们预计璧仞科技 2025-2027 年收入分别为 9.5、20.2、39.5 亿元人民币，归属普通股股东净利润分别为-19.1 亿元、-6.9 亿元、0.02 亿元，加回赎回负债价值变动损益、以股份为基础的薪酬开支后，经调整净利润分别为-8.3 亿元、-6.3 亿元、0.74 亿元。

预计公司 2027 年达到盈亏平衡。参考寒武纪，2024Q4 其单季度收入达到 9.9 亿元，单季度实现盈亏平衡，摩尔线程招股书认为，当其收入达到接近 60 亿元时其公司达到经营

性盈亏平衡，考虑壁仞科技与摩尔线程、寒武纪的人员规模差异、人均工资差异，我们认为壁仞科技 2027 年达到经调整后利润的盈亏平衡是一个相对合理的财务预测结果。

我们为壁仞科技选取海光信息、寒武纪-U、摩尔线程、芯原股份为可比公司，可比公司按照市值加权平均 PS 2027E 为 28x，给予壁仞科技可比公司平均 PS 2027E 28x，公司当前市值对应 PS 2027E 为 20x，仍有 20%以上空间，给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	2026/2/12	收入 (亿元)				PS			
		总市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688041.SH	海光信息	6,098	91.6	143.2	209.3	286.0	67	43	29	21
688256.SH	寒武纪-U	4,691	11.7	67.7	135.6	218.7	399	69	35	21
688795.SH	摩尔线程-U	2,735	4.4	14.1	26.0	46.9	624	195	105	58
688521.SH	芯原股份	1,412	23.2	32.9	49.2	65.0	61	43	29	22
平均值 (市值加权)							273	79	45	28
6082.HK	壁仞科技	799	3.37	9.5	20.2	39.5	237	84	40	20

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 除壁仞科技外, 其他公司盈利预测取自 Wind 一致预期

注 2: 表格中币种均为人民币

## 5. 风险提示

**技术路线不确定的风险。** AI 芯片技术仍处于发展阶段，技术迭代速度较快，技术发展路径尚在探索中，尚未形成具有绝对优势的架构和系统生态。算力网络中的 Scale out 的专用网络如 IB 与通用网络如以太网之争，连接方式的光铜之争，液冷领域的浸没式和冷板式之争，均暂未收敛。

**技术研发迭代进展不及预期。** AI 算力网络属于前沿核心科技领域，现有产品升级更新和新产品开发需要持续投入大量的资金和人员，但研发项目的进程及结果具有不确定性，如果厂商在研发方向上未能做出正确判断，在研发过程中未能持续突破关键技术或性能指标未达预期，厂商将面临前期研发投入难以收回、预计效益难以达到的风险，将对厂商业绩产生不利影响。

**供应链稳定风险。** AI 芯片公司通常采用 Fabless 模式经营，供应商包括 EDA 工具厂商、IP 授权厂商、服务器厂商、晶圆制造厂和封装测试厂等。由于集成电路领域专业化分工程度及技术门槛较高，部分供应商的产品具有稀缺性和专有性，如不能与其保持稳定的合作关系，或由于地缘政治、厂商处于实体清单等其他外部环境因素导致供应商中止与厂商的业务合作，厂商更换新供应商的代价较高，将对厂商生产经营、研发造成不利影响。

### 合并利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	62	337	945	2,021	3,951
主营收入	62	337	945	2,021	3,951
营业成本	-15	-158	-482	-1,010	-1,896
销售和管理费用	-274	-296	-375	-429	-494
研发费用	-886	-827	-1,075	-1,398	-1,817
其他经营损益	79	111	95	101	198
财务费用	-599	-703	-982	71	91
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	0
其他非经常性损益	-111	-2	-38	-50	-30
除税前利润	-1,744	-1,538	-1,912	-695	2
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-1,744	-1,538	-1,912	-695	2
少数股东损益及其他	0	0	0	0	0
经调整净利润	-1,051	-767	-827	-632	74

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

### 合并资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,774	2,353	4,067	9,605	10,416
现金及等价物	659	1,101	2,001	6,345	5,189
应收款项	170	449	727	1,347	2,469
存货净额	173	153	688	1,263	2,107
其他流动资产	1,770	651	651	651	651
非流动资产	624	688	713	727	729
长期投资	164	173	173	173	173
固定资产	308	323	349	362	364
投资物业	66	64	64	64	64
无形资产及商誉	86	127	127	127	127
其他非流动资产	0	1	1	1	1
资产总计	3,398	3,041	4,780	10,332	11,144
流动负债	1,226	1,553	1,856	2,300	3,094
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	404	425	728	1,172	1,966
其他流动负债	822	1,128	1,128	1,128	1,128
非流动负债	8,142	8,912	12,261	12,264	12,280
负债合计	9,368	10,465	14,117	14,564	15,374
股本	33	33	33	39	39
总储备	-1,012	-2,466	-4,378	720	722
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	0	0	0	0	0
权益总额	-5,970	-7,424	-9,337	-4,232	-4,230
负债和股东权益合计	3,398	3,041	4,780	10,332	11,144

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

### 合并现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-1,744	-1,538	-1,912	-695	2
加：折旧摊销减值			24	27	28
利息净支出			982	-71	-91
投资损失			0	0	0
营运资本变动			-510	-751	-1,173
其他经营现金流			3,396	53	43
经营活动现金流	-847	-1,009	1,980	-1,436	-1,190
资本开支			-50	-40	-30
现金流			-	-	-
投资活动现金流	-305	1,218	-88	-90	-60

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

第22页 共25页

简单金融 成就梦想

支付股利和利息			-982	71	91
其它融资现金流			-10	5,800	3
融资活动现金流	812	217	-992	5,871	94
净现金流	-341	426	900	4,344	-1,156

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。