

2026 年 10 月 08 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

GPU 出货放量推动业绩提升，国产算力生态卡位加速兑现

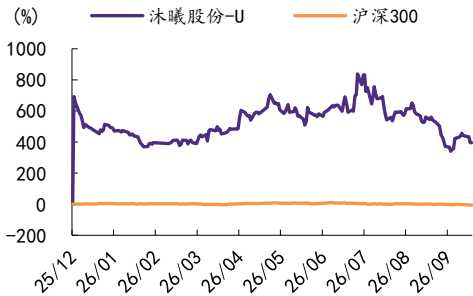
—沐曦股份-U（688802.SH）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

分析师：庄宇 S1050525120003
zhuangyu@cfsc.com.cn
分析师：何鹏程 S1050525070002
hepc@cfsc.com.cn
联系人：石俊烨 S1050125060011
shijy@cfsc.com.cn

基本数据 2026-09-30

当前股价（元）	497.08
总市值（亿元）	1989
总股本（百万股）	400
流通股本（百万股）	32
52 周价格范围（元）	461.1-981.88
日均成交额（百万元）	1595.74

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

收入放量与费用优化共振，Q2 单季扣非归母实现转正

2026 年上半年，公司实现营业收入 13.24 亿元，同比增长 44.67%；实现利润总额 8.39 亿元，上年同期为-1.83 亿元；实现归母净利润 6.12 亿元，上年同期为-1.86 亿元，实现扭亏为盈；实现扣非归母净利润-4,885.95 万元，较上年同期亏损收窄 15,329.32 万元。上半年营业成本 5.66 亿元，同比增长 40.92%，增速低于收入 3.75 个百分点；对应毛利总额 7.57 亿元，综合毛利率 57.22%，较上年同期的 56.08%提升 1.14 个百分点，主要系收入规模扩张摊薄单位成本所致。

费用端，销售费用、管理费用、研发费用分别为 1.27 亿元、1.52 亿元、5.25 亿元，同比分别变动 73.23%、-20.78%、15.28%，其中管理费用下降主要系股份支付费用变动，销售费用增长主要系公司持续推动市场营销与生态建设、以及与销售相关人员相关的股份支付费用增加所致；研发投入总额 5.25 亿元，占营业收入比例 39.65%。利润端扭亏主要由非经常性损益贡献，但剔除后经营质量改善同样明确。上半年公司公允价值变动收益 8.87 亿元，占利润总额比例 105.75%；上半年非经常性损益合计 6.61 亿元。剔除后扣非归母净利润为-4,885.95 万元，较上年同期的-2.02 亿元大幅收窄，减亏幅度 75.83%，主要系营业收入大幅增长带动毛利覆盖度提升。

分季度看，第二季度单季实现营业收入 7.62 亿元，环比增长 35.55%、同比增长 28.12%，占上半年营业收入的 57.55%；实现归母净利润 7.11 亿元；实现扣非归母净利润 5,407.34 万元，由第一季度的-1.03 亿元转为正，单季扣非环比减亏 1.57 亿元。需注意第二季度毛利率 55.12%，较第一季度的 60.05%回落 4.93 个百分点，单季扣非转正主要来自收入规模扩张对期间费用的摊薄，而非毛利率的抬升。

现金流方面，上半年经营活动产生的现金流量净额为-12.97 亿元，较上年同期的-8.83 亿元净流出扩大 4.14 亿元，公司说明主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加所致；6 月末公司预付款项余额 21.96 亿元、较上年末增长 163.24%，存货账面价值 14.32 亿元，系公司为保障供应链稳定而进行的战略备货。

AI 算力需求向全流程延伸，多卡互连与软件生态成为竞争要素

中国 AI 芯片市场已进入高速扩张阶段。根据弗若斯特沙利文的数据，中国 AI 芯片市场规模已由 2021 年的人民币 303 亿元增长至 2025 年的人民币 3,039 亿元，年复合增长率为 77.9%；预计到 2030 年，中国 AI 芯片市场规模将接近人民币 1.6 万亿元，2026 年至 2030 年的年复合增长率为 38.6%。根据头豹研究院的统计及预测数据，2021 至 2030 年，全球数据中心 AI 加速芯片总规模从 91.7 亿美元将增长至 7,300 亿美元，其中 GPU 凭借生态与性能优势主导市场，市场规模由 66.7 亿美元将跃升至 6,000 亿美元。

需求结构层面，算力需求正从“重预训练”向“全流程平衡”转变。目前，除大模型预训练阶段的算力需求持续增长外，后训练和推理阶段成为算力需求新的增长动能，全球算力重心正处于从 ~~Scale~~ Scaling Law 向后训练 Scaling Law 和推理阶段 ~~Test~~ Test Scaling Law 的转移过程中。这一结构变化对 GPU 的通用性要求提升，大模型迭代速度持续加快、算子随之快速变化，通用灵活的架构能够高效适应云端快速迭代的复杂算法并保持对传统模型结构的良好支持。政策与外部环境层面，受美国高性能 GPU/AI 芯片出口管制与国内自主可控市场发展等因素影响，国产人工智能芯片公司迎来黄金发展期；全球范围已基本形成由英伟达和 AMD 组成的“一超一强”寡头垄断格局，国内市场受益于国产替代政策推动，本土品牌 AI 芯片的市场渗透率已呈显著上升趋势，但总体上仍处于发展相对初期阶段，尚未形成较明朗的竞争格局。

硬件维度，多卡互连能力对集群有效算力的影响持续放大。随着模型规模、数据量、参数量的快速增长，通过集群互连弥补单卡性能不足的“分布式并行”策略成为主流选择，多个并行计算所产生的集合通信数据规模极大，多卡互连能力、卡间互连带宽直接影响集群有效算力。

软件维度，MXMACA 软件栈的生态兼容性构成国产 GPU 的落地门槛——公司软件栈实现 CUDA 生态高度兼容，支持超过 6,000 个 CUDA 应用，与超过 1,000 个模型实现原生适配，涵盖 Qwen3.5-397B-A17B、MiniMax M2.5、智谱 AI GLM-5、DeepSeek-V4 等前沿模型；自 2025 年 2 月 14 日开源社区开放以来至 2026 年 7 月 28 日，MXMACA 软件栈网络 API 调用次数超过 1.1 亿次。长期看，云端将承担训练和推理的“智能大脑”职能，端侧对功耗和负载的敏感度新增对 ASIC 芯片的需求，未来 GPU 和 ASIC 将各有侧重、互为补充、长期共存。

全栈自研构筑技术壁垒，全国产工艺与生态卡位打开增量空间

技术体系方面，公司是国内少数几家全面系统掌握了通用 GPU 架构、核心 GPU IP、高性能 GPU 芯片及其基础系统软件全栈

能力的公司之一。公司全系列产品基于自主研发的 GPU IP 与统一的 GPU 计算和渲染架构，已形成覆盖训推一体（曦云 C500 系列、曦云 C600 系列）、智算推理（曦思 N100 系列、N260 系列、N300 系列）、科学智能（曦索 X200 系列、X300 系列）及在研图形渲染（曦彩 G100 系列）的产品矩阵。互连能力方面，公司自研 MetaXLink 具备国内稀缺的高带宽卡间互连能力，可实现 2-128 卡等多种互连拓扑及超节点架构；软件方面，公司打造了由约 600 条（XCORE1.0 计算 GPU）、800 条（XCORE2.0 渲染 GPU）指令组成的自主安全可控的 MXMACA 指令集。

产品迭代与供应链自主是本期最值得关注的边际变化。公司秉承“量产一代、在研一代、规划一代”的产品研发策略，2025 年 7 月 24 日于 WAIC 大会上发布首款基于全国产工艺的曦云 C600 系列；2026 年 5 月，曦云 C600 成功实现量产并通过中国信息安全测评中心与国家保密科技测评中心联合开展的国家安全性及可靠性测评，有望成为公司的下一代主力产品，其最重大意义在于实现了全国产工艺，为复杂地缘政治背景下的供应链安全及稳定提供了保障。截至 6 月末，公司在晶圆生产制造、封测、存储颗粒、EDA、IP 等核心环节的国产化上均已取得一定突破。在研项目方面，第二代高性能通用 GPU 研发项目预计总投资规模 13.70 亿元、累计投入 5.89 亿元、已量产持续迭代中；第三代高性能通用 GPU 研发项目预计总投资规模 20.40 亿元、累计投入 3.52 亿元、处于研发阶段；新一代人工智能推理 GPU 研发及产业化项目预计总投资规模 5.78 亿元，面向生成式 AI 推理市场设计。上述在研项目技术水平平均定位国际先进水平。

生态与客户落地方面，公司持续推行“1+6+X”产业生态战略，其中“1”为数字算力底座、“6”为 AI 应用赋能的金融、医疗健康、能源、教科研、交通、大文娱六大重点行业、“X”为具身智能、低空经济、太空算力等前沿应用方向。公司产品已规模化部署于多个智算中心，服务于北京、上海、杭州、长沙及中国香港等地的人工智能算力平台、运营商及商业 AI 算力中心；上半年公司联合云工场科技在无锡推进国产 GPU 生态创新中心及大规模国产算力集群建设，与中国联合网络通信有限公司上海市分公司签署战略合作协议；7 月 24 日，由之江实验室联合沐曦股份等合作单位共同研制的“云尖沐曦号”智能计算卫星成功入轨，卫星搭载基于沐曦 GPU 芯片的智算载荷等设备。研发与资质方面，持续高强度研发投入构成护城河：截至 6 月 30 日，公司拥有境内授权发明专利 424 项、其中发明专利 414 项，集成电路布图设计专有权 43 项；研发人员 747 人、占员工总人数比例 70.4%，其中硕士及以上学历 641 人；曦云 C500 荣获“中国芯”年度重大创新突破产品奖，并入选“2026 福布斯中国人工智能科技企业 TOP50”。

盈利预测

预测公司 2026-2028 年收入分别为 35.04、63.08、95.07 亿元，EPS 分别为 0.55、3.12、6.33 元，当前股价对应 PE 分别为 908.9、159.2、78.5 倍，考虑到国产 AI 芯片需求高增，公司全栈自研 GPU 且拥有兼容性良好的 MXMACA 软件生态，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

先进制程晶圆代工及关键原材料供应不及预期；国产算力下游需求及客户回款不及预期；存货跌价的风险

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	1,644	3,504	6,308	9,507
增长率（%）	121.3%	113.1%	80.0%	50.7%
归母净利润（百万元）	-789	219	1,249	2,534
增长率（%）	-44.0%		470.8%	102.9%
摊薄每股收益（元）	-1.97	0.55	3.12	6.33
ROE（%）	-6.0%	1.6%	8.6%	14.8%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产：				
现金及现金等价物	6,721	7,649	8,175	9,684
应收款	758	1,920	2,420	3,386
存货	1,496	915	1,365	1,755
其他流动资产	3,672	2,995	3,215	3,411
流动资产合计	12,647	13,479	15,174	18,236
非流动资产：				
金融类资产	2,641	2,641	2,641	2,641
固定资产	160	267	415	530
在建工程	0	10	10	30
无形资产	151	178	206	225
长期股权投资	1	1	1	1
其他非流动资产	716	716	716	716
非流动资产合计	1,028	1,172	1,347	1,502
资产总计	13,675	14,651	16,521	19,737
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	122	882	1,475	2,138
其他流动负债	188	188	188	188
流动负债合计	427	1,195	1,854	2,587
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	82	82	82	82
非流动负债合计	82	82	82	82
负债合计	509	1,278	1,936	2,669
所有者权益				
股本	400	400	400	400
股东权益	13,165	13,373	14,585	17,068
负债和所有者权益	13,675	14,651	16,521	19,737

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-789	219	1249	2534
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	166	21	31	45
公允价值变动	1	1	1	1
营运资金变动	-638	865	-511	-819
经营活动现金净流量	-1260	1105	770	1760
投资活动现金净流量	-3309	-117	-148	-135
筹资活动现金净流量	5497	-11	-37	-51
现金流量净额	928	977	585	1,574

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,644	3,504	6,308	9,507
营业成本	715	1,501	2,674	3,984
营业税金及附加	5	11	19	19
销售费用	204	214	372	428
管理费用	371	417	574	694
财务费用	0	-67	-72	-85
研发费用	1,027	1,034	1,293	1,721
费用合计	1,603	1,597	2,167	2,757
资产减值损失	-174	-152	-163	-157
公允价值变动	1	1	1	1
投资收益	73	0	0	0
营业利润	-768	230	1,277	2,579
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	12	7	7	7
利润总额	-779	223	1,271	2,572
所得税费用	10	4	22	39
净利润	-789	219	1,249	2,534
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	-789	219	1,249	2,534

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	121.3%	113.1%	80.0%	50.7%
归母净利润增长率	-44.0%		470.8%	102.9%
盈利能力				
毛利率	56.5%	57.1%	57.6%	58.1%
四项费用/营收	97.5%	45.6%	34.4%	29.0%
净利率	-48.0%	6.2%	19.8%	26.7%
ROE	-6.0%	1.6%	8.6%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	3.7%	8.7%	11.7%	13.5%
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.2	0.4	0.5
应收账款周转率	2.2	1.8	2.6	2.8
存货周转率	0.5	1.7	2.0	2.3
每股数据(元/股)				
EPS	-1.97	0.55	3.12	6.33
P/E	-251.9	908.9	159.2	78.5
P/S	121.0	56.8	31.5	20.9
P/B	15.1	14.9	13.6	11.7

■ 电子组介绍

庄宇：清华大学硕士，金融学&工科复合背景。10 年科技行业研究经验。立足产业，做深入且前瞻的研究，主要覆盖 AI 硬件领域。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于半导体、PCB 行业。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，专注于光通信领域研究。

石俊烨：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

王屿熙：中山大学金融学硕士，5 年计算机研究经验，曾任职计算机新财富上榜团队，2026 年加入华鑫证券，主要覆盖 AI 硬件上游设备/材料和存储领域。

刘煜：南洋理工大学集成电路专业硕士，电子科技大学微电子专业本科，寒武纪芯片设计工程师从业经验，头部买方及多年卖方从业经验，2026 年加入华鑫证券，主要覆盖电子/消费电子领域。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。