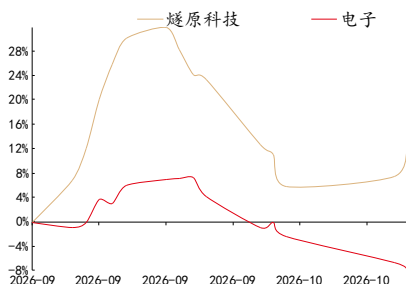




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	450.36
总股本/流通股本(亿股)	4.30 / 0.18
总市值/流通市值(亿元)	1,938 / 81
52周内最高/最低价	524.00 / 397.00
资产负债率(%)	30.4%
市盈率	-150.12
第一大股东	腾讯科技(上海)有限公司

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号: S1340525030001
Email: wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

燧原科技(688801)

燧石智算，芯火燎原

● 投资要点

全栈自研云端算力方案，构建软硬一体国产算力底座。公司成立以来陆续迭代四代架构、五款云端 AI 芯片，构建起芯片、加速卡模组、智算集群及编程软件平台的全栈产品体系。其中 AI 芯片历经四代迭代，结合算法深度打磨，在架构、计算核心、先进封装、算子框架等方面形成相对同业的技术优势，拥有从指令集、微架构到 SoC、先进封装的端到端全栈芯片自研能力；软件端自研全栈平台取算 TopsRider，摆脱 CUDA 生态依赖，兼容主流深度学习框架与多款大模型，依托软硬件耦合，降低模型迁移成本、充分释放硬件性能。

重视供应链保障，深度联动主流模型生态。本次 IPO 战略配售中，可以看到华虹、兆易创新、通富微电等上游供应链企业身影。公司高度重视供应链的安全保障和长期建设，与 EDA 软件/IP、制造、封装、测试、系统元器件等全产业链伙伴加强合作，联合国产供应链伙伴打造全国产国造的产品闭环。产品交付不仅需要上游供应链厂商支持，还需要与下游主流 AI 大模型和客户应用场景深度适配。公司与腾讯推进“芯模协同”联合研发，将芯片硬件定义与大模型开发同步迭代，实现芯片与模型双向优化，夯实商业化基本盘。

AI 算力需求高增，本土厂商迎战略机遇。GPT、DeepSeek、Gemini 等大模型持续突破，AI 重塑全球产业并驱动经济增长已成共识，当前产业瓶颈由算法转向算力。传统 CPU 难以适配 AI 算力需求，云端 AI 芯片构成的智能算力底座成为各国战略赛道；预计全球 AI 加速卡 2024-2028 年 CAGR 超 40%，规模自千亿美元增至 5000 亿美元以上。国内“人工智能+”写入十五五规划建议，2028 年国内市场有望破万亿元人民币，占全球约 30%，自主可控算力是国内 AI 产业突围关键。英伟达等海外龙头主导算力标准与软硬件生态，2025 年海外厂商占据国内 AI 加速卡近六成份额，大模型训练领域供给缺口尤为突出，行业亟需国产全栈软硬件方案实现自主、开放、低成本落地，本土厂商迎来历史性国产替代窗口期。

布局高端智算集群，携手合作伙伴推进超节点方案研发落地。依托第四代自研芯片，公司超节点方案采用 RoCE 协议搭建高速通信架构，可实现跨卡、跨节点高效互联，支持 64 卡规模化集群扩展，能够弹性聚合互联带宽、有效破除大规模集群的通信瓶颈，可适配 DeepSeek 等 MOE 架构大模型的专家并行运算、实时数据分发与并行计算需求，大幅提升集群算力性能，广泛适配各类大模型预训练与推理场景。此外，公司早在 2022 年便推出云端一体化分布式智算集群产品，凭借高带宽全互联拓扑架构，实现千卡级大规模集群高速互联，具备优秀的算力线性扩展能力；同时搭载冷板式液冷技术，显著降低数据中心 PUE 值，节能增效优势突出，可高效支撑大模型大规模并行

训练。

● **投资建议：**

我们预计公司 2026/2027/2028 年营收分别为 40/100/250 亿元，归母净利润分别为-10/1/45 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示：**

技术迭代不及预期的风险；市场竞争加剧风险；下游需求不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	990	3988	10000	25006
增长率(%)	37.07	302.73	150.77	150.07
EBITDA（百万元）	-984.01	-773.75	251.48	4527.68
归属母公司净利润（百万元）	-1163.88	-995.66	117.69	4504.06
增长率(%)	22.94	14.45	111.82	3727.12
EPS(元/股)	-2.70	-2.31	0.27	10.47
市净率（P/B）	61.58	24.03	23.72	15.89
EV/EBITDA	1.52	-240.82	744.14	40.55

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	990	3988	10000	25006	营业收入	37.1%	302.7%	150.8%	150.1%
营业成本	674	2697	6507	15523	营业利润	22.8%	14.6%	111.8%	3,727.8%
税金及附加	1	4	9	20	归属于母公司净利润	22.9%	14.5%	111.8%	3,727.1%
销售费用	138	518	800	1375	获利能力				
管理费用	175	558	900	1500	毛利率	31.9%	32.4%	34.9%	37.9%
研发费用	1135	1316	2000	3001	净利率	-117.5%	-25.0%	1.2%	18.0%
财务费用	9	21	29	3	ROE	-37.0%	-12.3%	1.4%	36.9%
资产减值损失	-32	0	0	0	ROIC	-30.9%	-10.4%	1.5%	32.5%
营业利润	-1164	-995	118	4501	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	30.4%	34.4%	50.3%	59.3%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	4.47	3.65	2.33	1.80
利润总额	-1164	-995	118	4501	营运能力				
所得税	0	1	0	-3	应收账款周转率	2.86	7.26	6.48	6.47
净利润	-1164	-996	118	4504	存货周转率	0.81	3.06	4.24	5.13
归母净利润	-1164	-996	118	4504	总资产周转率	0.19	0.47	0.70	1.08
每股收益(元)	-2.70	-2.31	0.27	10.47	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-2.70	-2.31	0.27	10.47
货币资金	2155	8779	8334	11857	每股净资产	7.31	18.74	18.98	28.33
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	224	902	2261	5655	PE	-166.52	-194.66	1646.84	43.03
预付款项	388	688	1659	3958	PB	61.58	24.03	23.72	15.89
存货	863	899	2169	3881	现金流量表				
流动资产合计	3943	12090	16276	29772	净利润	-1164	-996	118	4504
固定资产	140	130	114	153	折旧和摊销	192	199	105	24
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-54	620	-951	-462
无形资产	122	26	0	0	其他	61	-32	-92	-384
非流动资产合计	579	194	152	190	经营活动现金流净额	-965	-209	-820	3682
资产总计	4522	12284	16428	29962	资本开支	-401	-62	-60	-54
短期借款	126	126	126	126	其他	23	303	118	378
应付票据及应付账款	52	209	504	1203	投资活动现金流净额	-379	241	58	324
其他流动负债	703	2977	6361	15172	股权融资	0	5810	0	0
流动负债合计	882	3312	6991	16501	债务融资	36	644	359	0
其他	493	908	1268	1268	其他	-57	140	-41	-482
非流动负债合计	493	908	1268	1268	筹资活动现金流净额	-22	6595	318	-482
负债合计	1375	4220	8259	17769	现金及现金等价物净增加额	-1366	6623	-445	3523
股本	387	430	430	430					
资本公积金	7201	12968	12968	12968					
未分配利润	-4441	-5334	-5247	-1898					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	18	693					
所有者权益合计	3147	8064	8169	12194					
负债和所有者权益总计	4522	12284	16428	29962					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048