2026 年 10 月 28 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

推理卡放量收入增近三倍，训推一体与超节点打开成长空间

—燧原科技-U（688801.SH）公司动态研究报告

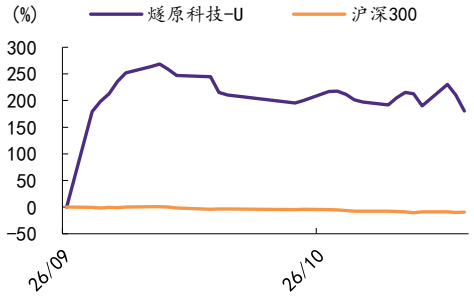
买入(首次)

分析师：庄宇 S1050525120003
zhuangyu@cfsc.com.cn
分析师：何鹏程 S1050525070002
hepc@cfsc.com.cn

基本数据 2026-10-28

当前股价（元）	410.2
总市值（亿元）	1765
总股本（百万股）	430
流通股本（百万股）	18
52 周价格范围（元）	397-524
日均成交额（百万元）	1432.56

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

推理卡规模放量驱动收入高增，单季亏损收窄确立经营拐点

2026 年上半年，公司实现营业收入 11.20 亿元，同比增长 279.08%；归母净利润-6.32 亿元。第二季度单季营收 8.33 亿元，同比增长 200.50%；单季亏损收窄至 1.88 亿元，同比减亏 34.86%，收入放量摊薄费用、叠加税金及附加集中于一季度的一次性影响消退，单季拐点确立。公司预计 1-9 月实现营业收入 23.00-30.00 亿元，同比增长 325.78%-455.36%；归母净利润-8.60 亿元至-7.00 亿元，较上年同期减亏 3.13%-21.15%。

产品结构层面，公司收入重心已由项目制智算系统切换至标准化 AI 加速卡及模组。2025 年 AI 加速卡及模组实现收入 8.56 亿元，占主营业务收入 86.83%，较 2024 年占比大幅提升；智算系统及集群实现收入 1.28 亿元、占比 13.00%，较 2024 年明显回落。同期 AI 加速卡及模组销量 64,890 张，同比增长 197.81%；平均单价 13,198.09 元/张，同比下降 6.50%；单位成本 8,880.96 元/张，同比上升 6.25%。产品形态由项目交付转向板卡规模化出货，是收入弹性释放的直接来源。

盈利质量方面，2025 年主营业务毛利率 31.78%，同比提升 1.19 个百分点；其中 AI 加速卡及模组毛利率 32.71%，同比下降 8.07 个百分点，主要系头部互联网客户采购持续放量后销售价格有所优惠，叠加存储颗粒等核心物料价格波动推升单位成本；智算系统及集群毛利率 25.71%。费用端，2025 年研发费用 11.35 亿元，占营业收入比例 114.63%，较 2024 年的 181.66%下降 67.03 个百分点，规模效应下费用率快速摊薄。现金流方面，2026 年上半年经营活动产生的现金流量净额为-8.78 亿元，净流出主要系预收客户款项同时向上游预付锁定产能、预收款开票缴税所致，其中第二季度净流出 4.60 亿元，与上年同期的 4.71 亿元基本持平。

推理需求接棒叠加架构窗口，国产云端 AI 芯片进入放量期

资本开支是算力需求的最上游变量。根据公开数据，全球人工智能资本支出规模将由 2024 年的 0.2 万亿美元增长至 2028 年的 1.4 万亿美元，年均复合增长率超过 50%；北美四家头部

云厂商 2026 年资本开支合计将超过 7,000 亿美元，同比增长 70%以上。按照 AI 服务器价值量约占人工智能资本支出 40%-50%、AI 加速卡约占 AI 服务器 70%的结构测算，AI 加速卡约占人工智能支出的 30%，资本开支的抬升将直接传导至加速卡需求。

市场规模层面，根据灼识咨询数据，2024 年全球 AI 加速卡以收入计的市场规模约为 1,190.28 亿美元，预计 2028 年将达到 5,257.70 亿美元；中国 AI 加速卡市场由 2020 年的 122.54 亿元增长至 2024 年的 2,164.77 亿元，复合年增长率 105.01%，预计 2028 年将达到 11,076.46 亿元，2024-2028 年复合年增长率 50.40%，占届时全球市场需求的约 30%。其中云端应用市场 2024 年为 1,078.66 亿美元，预计 2028 年增至 4,523.96 亿美元，复合增长率 43.11%，占全球 AI 加速卡市场比重始终超过 80%。

需求结构正在发生关键切换。根据灼识咨询预测，全球 AI 加速卡的推理用需求将从 2024 年的 476.11 亿美元增长至 2028 年的 3,256.18 亿美元，复合增长率 61.71%，显著高于整体市场平均水平，且 2026 年全球 AI 推理对加速卡的需求将超过训练场景。中国市场这一趋势更为明显，推理用 AI 加速卡 2024-2028 年复合增速 59.41%，2028 年市场规模将达 8,085.82 亿元、占比提升至超过 70%，同期训练用市场规模为 2,990.64 亿元。

技术路线上，推理场景对 CUDA 生态的依赖持续减弱。随着 AI 应用底层大模型开发者收敛至头部厂商，加速卡厂商所需适配的模型逐步收敛，能效比取代生态通用性成为核心指标；以谷歌 TPU、华为昇腾及公司为代表的非 GPGPU（DSA）架构，通过牺牲场景通用性换取特定应用场景下的效率提升，在推理市场的份额具备提升基础。

四代架构全栈自研，训推一体与超节点打开训练场景

公司创立于 2018 年 3 月，成立 8 年来自研迭代四代架构 5 款云端 AI 芯片，构建了覆盖 AI 芯片、AI 加速卡及模组、智算系统及集群与 AI 计算及编程软件平台的完整产品体系。芯片谱系由邃思 1.0、邃思 2.0、邃思 2.5 演进至邃思 320、邃思 400，第四代架构支持包括 FP8 在内的多种计算精度、支持万卡及以上集群。底层硬件基于自主指令集，原创自主架构的 GCU-CARE 加速计算单元与 GCU-LARE 片间高速互连技术，对标英伟达 Tensor Core 与 NVLink；软件侧未跟随 CUDA 生态，自研驭算 TopsRider 全栈平台，可支持 TensorFlow、PyTorch、Megatron-LM、DeepSpeed 等主流深度学习与并行计算框架，并支持 DeepSeek、Qwen、LLaMa 等主流大模型。截至 2025 年末，公司拥有境内发明专利 313 项，承担 12 项国家及地方科技攻关项目，参与 58 项 AI 芯片与智算系统国家及行业标准制定。

产品代际的下一步指向训练场景。2023-2025 年公司 AI 加速卡及模组收入 80%以上为推理产品，而国内可比公司同类收入 50%以上为训练/训推一体产品，公司产品在 AI 大模型训练场景尚未广泛落地。基于第四代架构的燧原 L600 训推一体加速模组已回片，板卡功耗 700W、支持单层最多 128 卡全互联拓扑。系统侧同步推进，OGX400 单机 8 卡标准化 AI 专用系统已于 2025 年 7 月发布；ESL32/64 超节点基于 RoCE 协议实现单节点 32 卡或 64 卡 Scale-up 互联，存储容量 9.2TB、功耗 90kW，适用于大模型预训练与高并行推理。OGX 与 ESL 在 2023-2025 年尚未实现批量收入，训练与超节点产品是后续收入结构升级的主要变量。

客户与产能构成放量的现实约束与保障。2025 年公司对腾讯科技实现销售收入 7.68 亿元，占营业收入比例 74.90%；对成都高新电子实现销售收入 1.45 亿元、占比 14.15%；前五大客户合计占比 96.89%。公司采取“优先单点突破、后续以点带线、逐步以线带面”的客户战略，将有限资源优先聚焦头部互联网客户。交付能力方面，公司甘肃庆阳万卡集群为国内首个获中国信通院大规模智算集群服务成熟度五星级认证的国产万卡推理集群。此外，公司募集资金投向基于五代 AI 芯片系列产品研发及产业化项目（总投资额 19.75 亿元）、基于六代 AI 芯片系列产品研发及产业化项目（总投资额 20.89 亿元）与先进人工智能软硬件协同创新项目（总投资额 33.66 亿元），三个项目合计总投资 74.30 亿元、拟投入募集资金 60.00 亿元。

盈利预测

预测公司 2026-2028 年收入分别为 37.64、86.43、180.89 亿元，EPS 分别为-1.20、1.99、8.41 元，当前股价对应 PE 分别为-342.5、205.8、48.8 倍，考虑到公司 AI 加速卡及模组已在头部互联网客户实现规模化放量，2026 年第二季度单季亏损同比收窄；推理需求接棒叠加 DSA 架构对 CUDA 生态依赖减弱，国产云端 AI 芯片进入放量窗口；四代架构全栈自研与训推一体、超节点产品打开训练场景增量，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

第四代训推一体产品量产交付及训练场景验证进度不及预期；下游互联网客户 AI 资本开支不及预期、客户集中度较高的风险；晶圆及存储颗粒等核心物料价格波动、预付款项与存货跌价的风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	990	3,764	8,643	18,089
增长率（%）	37.1%	280.2%	129.6%	109.3%
归母净利润（百万元）	-1,164	-515	858	3,617
增长率（%）	22.9%	55.7%	266.4%	321.8%
摊薄每股收益（元）	-3.00	-1.20	1.99	8.41
ROE（%）	-37.0%	-6.1%	9.2%	28.0%

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	2,155	6,851	8,548	13,036
应收款	393	1,031	1,184	1,239
存货	863	1,033	1,144	1,435
其他流动资产	531	1,134	1,301	2,356
流动资产合计	3,943	10,049	12,177	18,067
非流动资产：				
金融类资产	5	5	5	5
固定资产	140	272	488	827
在建工程	0	0	0	0
无形资产	122	190	257	358
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	317	317	317	317
非流动资产合计	579	779	1,063	1,503
资产总计	4,522	10,828	13,240	19,570
流动负债：				
短期借款	126	126	126	126
应付账款、票据	52	275	715	1,464
其他流动负债	357	357	357	357
流动负债合计	882	1,893	3,448	6,160
非流动负债：				
长期借款	432	432	432	432
其他非流动负债	61	61	61	61
非流动负债合计	493	493	493	493
负债合计	1,375	2,386	3,941	6,653
所有者权益				
股本	387	430	430	430
股东权益	3,147	8,442	9,299	12,916
负债和所有者权益	4,522	10,828	13,240	19,570

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-1164	-515	858	3617
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	30	53	87
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	199	-399	1124	1310
经营活动现金净流量	-965	-885	2034	5014
投资活动现金净流量	-379	-133	-216	-339
筹资活动现金净流量	6039	5810	0	0
现金流量净额	4,695	4,793	1,818	4,675

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**990**	**3,764**	**8,643**	**18,089**
营业成本	674	2,505	5,201	10,443
营业税金及附加	1	8	17	36
销售费用	138	301	475	814
管理费用	175	339	519	814
财务费用	9	-52	-67	-107
研发费用	1,135	1,129	1,556	2,352
费用合计	1,457	1,717	2,483	3,873
资产减值损失	-32	-50	-70	-90
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	20	0	0	0
营业利润	**-1,164**	**-516**	**858**	**3,617**
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	**-1,164**	**-515**	**858**	**3,617**
所得税费用	0	0	0	0
净利润	**-1,164**	**-515**	**858**	**3,617**
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	**-1,164**	**-515**	**858**	**3,617**

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	37.1%	280.2%	129.6%	109.3%
归母净利润增长率	22.9%	55.7%	266.4%	321.8%
盈利能力				
毛利率	31.9%	33.4%	39.8%	42.3%
四项费用/营收	147.1%	45.6%	28.7%	21.4%
净利率	-117.5%	-13.7%	9.9%	20.0%
ROE	-37.0%	-6.1%	9.2%	28.0%
偿债能力				
资产负债率	30.4%	22.0%	29.8%	34.0%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.7	0.9
应收账款周转率	2.5	3.6	7.3	14.6
存货周转率	0.8	2.4	4.6	7.3
每股数据(元/股)				
EPS	-3.00	-1.20	1.99	8.41
P/E	-136.5	-342.5	205.8	48.8
P/S	160.5	46.9	20.4	9.8
P/B	50.5	20.9	19.0	13.7

资料来源：Wind、华鑫证券研究

电子通信组介绍

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。

免责条款

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。