2026 年 11 月 23 日

燧原科技（688801.SH）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

深度协同腾讯，国产 AI 芯片加速放量

国产云端 AI 芯片厂商，推理产品进入规模交付阶段。1）公司成立于 2018 年，基于自研 GCU 架构，形成芯片、加速卡及模组、智算系统和软件栈，覆盖云端训推需求。2）招股书披露，报告期内加速卡及模组收入中超过 80%来自推理产品；2025 年该业务收入 8.56 亿元，占主营收入 86.83%。按终端客户口径，2025 年腾讯贡献公司收入 83.79%；截至 2026 年 9 月末持股 17.95%，为第一大股东。3）2026 年前三季度收入 23.32 亿元，同比增长 331.74%；研发费用率降至 42.40%，归母净亏损同比收窄 15.07%，收入放量带动费用摊薄。

IPO 募资支持芯片持续研发。公司于 2026 年 9 月 11 日在科创板上市，发行价 142.18 元/股，发行 4,303.52 万股，募集资金总额 61.19 亿元、净额 58.10 亿元，投向第五、第六代 AI 芯片及先进人工智能软硬件协同创新，支持产品持续迭代。

行业扩容与国产替代共振，软硬件协同强化竞争力。1）据招股书援引灼识咨询预测，中国 AI 加速卡市场 2024—2028 年复合增速约 50.40%，其中推理市场约 59.41%。应用普及、长上下文及多轮交互增加算力需求，公司推理布局契合市场增长方向。2）驭算（TopsRider）软件栈已适配近千个 AI 模型、覆盖超 300 个应用场景，通过算子优化、通信加速及量化提升硬件利用率；庆阳万卡推理集群等项目积累大规模部署经验，为后续集群交付提供支撑。

L600 及配套系统有望放量，拓展训推一体市场。1）L600 搭载第四代邃思 400 芯片，原生支持 FP8 等混合精度计算及单层最多 128 卡全互联。随着量产及客户导入推进，有望成为 2027 年核心放量产品，OGX、ESL 配套系统拓展整机及超节点交付。2）2026 年 9 月末合同负债 63.85 亿元、预付款项 77.09 亿元，客户预收款与采购投入支持生产备货，有望随交付验收推动收入增长。小米模型适配、中兴超节点及仪电市场合作，有助于拓宽客户覆盖、培育新增量。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司 2026—2028 年营业收入分别为 38.85 / 147.14 / 210.08 亿元，归母净利润分别为-9.11 / 12.14 / 25.07 亿元，给予 2027 年 15 倍 PS，对应目标市值约 2207 亿元、目标价 512.8 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

客户集中及关联交易风险；技术研发与商业化不及预期风险；供应链及资金周转风险；行业竞争加剧风险；流通盘较小及限售股解禁风险。

国金证券研究所

分析师：刘高畅（执业 S1130525120005）

liugaochang@gjzq.com.cn

分析师：李可夫（执业 S1130525120009）

likefu@gjzq.com.cn

分析师：张真桢（执业 S1130524060002）

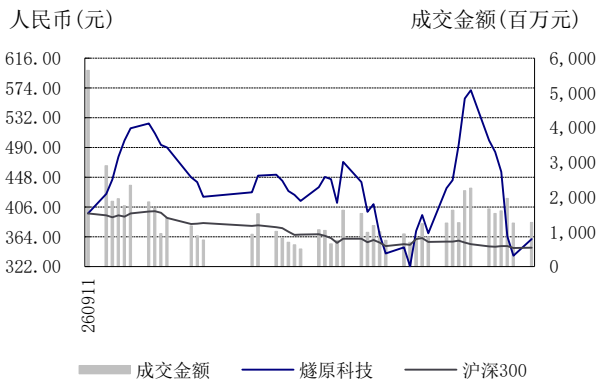
zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

分析师：李华熠（执业 S1130525030003）

lihuayi@gjzq.com.cn

市价（人民币）：360.59 元

目标价（人民币）：512.8 元



主要财务指标

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	722	990	3,885	14,714	21,008
营业收入增长率	139.85%	37.07%	292.36%	278.73%	42.78%
归母净利润(百万元)	-1,510	-1,164	-911	1,214	2,507
归母净利润增长率	-9.27%	-22.94%	-21.72%	N/A	106.58%
摊薄每股收益(元)	-3.899	-3.005	-2.117	2.820	5.825
每股经营性现金流净额	-5.02	-2.88	-6.03	-6.20	4.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	-36.30%	-36.98%	-11.02%	12.80%	20.92%
P/E	0.00	0.00	-170.32	127.87	61.90
P/B	0.00	0.00	18.78	16.37	12.95

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、深耕云端 AI 芯片，推理业务进入规模交付阶段 4
1.1、围绕自研架构持续迭代，产品由芯片延伸至智算系统 4
1.2、加速卡构成收入主体，系统和软件强化交付能力 4
1.3、创始团队具备芯片产业经验，产业股东资源丰富 5
1.4、收入增长加速，规模效应推动经营改善 6
二、行业扩容与国产替代共振，推理布局构筑竞争优势 9
2.1、AI 加速卡市场持续扩容，云端算力需求保持高增长 9
2.2、推理需求增速领先，训推市场同步扩张 10
2.3、国产替代与多元架构并进，竞争转向系统效率 10
2.4、客户积累与软硬件协同，构筑规模交付优势 11
三、产品升级与客户拓展协同，打开后续成长空间 13
3.1、存量客户扩大部署，采购备货支撑后续增长 13
3.2、L600 及配套超节点有望放量，打开训推一体市场 14
3.3、生态伙伴拓宽客户触达，多元合作培育新增量 14
3.4、第五及第六代产品接续研发，募投支撑长期迭代 14
四、盈利预测与估值 15
4.1、分业务收入及毛利率预测 15
4.2、费用率预测 16
4.3、估值与投资建议 17
风险提示 17

图表目录

图表 1： 公司主要芯片及加速产品迭代 4
图表 2： 燧原 S60 人工智能推理加速卡 4
图表 3： 主营业务收入结构变化 5
图表 4： 云燧智算集群产品形态 5
图表 5： 核心管理人员及职能 6
图表 6： 2026 年 9 月末主要股东持股情况 6
图表 7： 营业收入及同比增速 7
图表 8： 归母净利润及同比增速 7
图表 9： 毛利率与净利率 8
图表 10： 销售、管理及研发费用率 8

图表 11： 主要营运资金与融资指标 8
图表 12： 全球 AI 加速卡市场规模及预测（亿美元） 9
图表 13： 中国 AI 加速卡市场规模及预测（亿元） 10
图表 14： 中国训练与推理 AI 加速卡市场规模及预测（亿元） 10
图表 15： 云端 AI 芯片主要厂商与技术路线 11
图表 16： 云端 AI 芯片主要竞争维度 11
图表 17： 可比公司 2026 年上半年经营指标对比 11
图表 18： 驭算（TopsRider）软件平台架构 12
图表 19： 燧原 S60 适配的部分服务器产品 12
图表 20： 燧池（CloudBlazer Station）智算平台的算法服务与基础设施层 13
图表 21： 腾讯 2025—2026 年季度资本开支（亿元） 13
图表 22： 募投项目及调整后募集资金安排 14
图表 23： L600 与后续在研产品接续布局 15
图表 24： 分业务收入及毛利率预测（亿元） 16
图表 25： 费用率及盈利预测 16
图表 26： 可比公司估值比较 17

一、深耕云端 AI 芯片，推理业务进入规模交付阶段

1.1、围绕自研架构持续迭代，产品由芯片延伸至智算系统

燧原科技聚焦云端人工智能算力，业务覆盖 AI 芯片、加速卡及模组、智算系统与配套软件。公司成立于 2018 年 3 月，于 2026 年 9 月 11 日在上交所科创板上市。自成立以来，公司围绕 GCU-CARA 架构进行迭代，逐步建立芯片设计、软件开发与系统工程能力。与仅销售芯片的模式相比，公司以加速卡及模组和智算系统为主要交付形态，将底层硬件能力转化为客户可部署的计算资源。

产品迭代从训练、推理分立逐步走向训推一体。公司于 2019 年推出邃思 1.0，2021 年推出邃思 2.0 及邃思 2.5，2024 年推出邃思 320，2025 年推出邃思 400。对应产品从云燧 T 系列训练卡、i 系列推理卡延伸至 S60 推理加速卡和 L600 训推一体模组。代际升级不仅体现为计算精度和算力变化，也涉及互联规模、存储配置和整机形态，决定产品能够覆盖的模型规模及部署方式。

图表1：公司主要芯片及加速产品迭代

推出年份	芯片 / 架构	代表产品	主要应用
2019	邃思 1.0 / 第一代	云燧 T1x、i1x	云端训练、云端推理
2021	邃思 2.0 / 第二代	云燧 T2x	云端训练
2021	邃思 2.5 / 2.5 代	云燧 i2x	云端推理
2024	邃思 320 / 第三代	S60 加速卡	云端推理
2025	邃思 400 / 第四代	L600 模组	训推一体

资料来源：公司公告，国金证券研究所

推理产品支撑当前收入增长，训推一体产品提供后续增量。招股说明书披露，报告期内公司加速卡及模组收入中超过 80%来自推理产品；截至招股说明书签署日，L600 已经回片，尚未大规模量产交付。公司已建立推理业务的商业化基础，随着新一代产品量产和客户导入推进，有望进一步拓展大模型训练及推理市场。

图表2：燧原 S60 人工智能推理加速卡



来源：公司官网，国金证券研究所

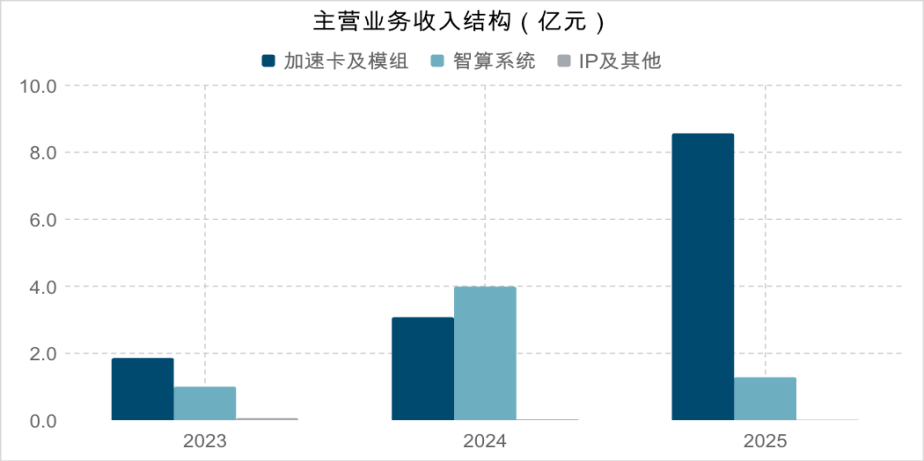
1.2、加速卡构成收入主体，系统和软件强化交付能力

公司的商业模式以 Fabless 研发设计和客户验收交付为核心。晶圆制造、封装测试等环节由外部供应商承担，公司主要负责芯片及板卡设计、软件研发、系统集成和客户支持。针对互联网客户，公司可通过 AVAP 模式向客户指定的服务器厂商销售加速卡；智算系统则根据项目需要采购服务器、网络及其他部件，完成组装调试和验收。不同产品的验收节奏和采购结构存在差异，使年度收入结构与现金占用具有波动性。

加速卡及模组收入快速提升，2025 年重新成为主营收入的绝对主体。2023—2025 年，该业务收入分别为 1.86 亿元、3.08 亿元和 8.56 亿元，占主营业务收入的 63.62%、43.36%和 86.83%；同期智算系统收入分别为 1.00 亿元、3.99 亿元和 1.28 亿元。系统项目收入

受交付时点影响，2024 年占比较高，2025 年增长则主要由加速卡及模组放量驱动。加速卡规模交付与系统项目拓展相结合，有利于覆盖不同客户的部署需求。

图表3：主营业务收入结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

软件并非独立收费主体，而是硬件被客户持续使用的重要条件。驭算（TopsRider）软件栈覆盖固件、驱动、编译与开发工具、算子及通信库、框架适配等层次；燧池（CloudBlazer Station）智算平台则面向 AI 开发服务与集群算力资源管理，并与公司异构算力调度平台、智能运维平台配套，服务于智算集群的部署与运营。上述软件与硬件配套交付，收入不单独列示。其价值主要体现为缩短模型迁移时间、提高系统可用性及利用率，并降低客户后续扩容的适配成本。

系统业务将公司的交付能力从单卡拓展到集群。招股说明书披露，公司的智算系统通常以 POD 形式交付，单个 POD 包含 4—8 台服务器，每台配置 8 张加速卡，形成 32—64 卡规模；除成都高新电子项目由公司承担总集成外，其他相关项目主要由公司作为 POD 供应商参与。公司按合同约定的供应范围参与项目，通过系统集成、调试和部署积累工程经验，为客户扩大集群规模提供支持。

图表4：云燧智算集群产品形态



来源：公司官网，国金证券研究所

1.3、创始团队具备芯片产业经验，产业股东资源丰富

创始团队兼具芯片研发与产业管理经验。赵立东曾在 AMD 负责产品及业务管理，参与建立 AMD 中国研发中心，现任董事长、首席执行官；张亚林曾在 AMD 担任芯片研发及技术管理职务，现任董事、首席运营官、总经理。两位创始人在公司创立之前已积累较长的半导体从业经历，有利于统筹复杂芯片研发、产品定义及客户导入。2026 年 10 月 29 日，公司聘任黄凯然为董事会秘书，赵立东不再兼任该职务。

图表5：核心管理人员及职能

人员	职务	相关经历 / 分工
赵立东	董事长、首席执行官	曾任职 AMD、紫光等，负责战略与整体经营
张亚林	董事、首席运营官、总经理	曾任职 AMD，具备芯片研发和技术管理经验
柴菁	副总经理	负责硬件及芯片业务，曾任职 AMD
高笑天	副总经理	负责客户成功与解决方案，曾任职世芯、AMD
唐伟	财务负责人	、高盛、中金等机构工作经历
黄凯然	董事会秘书	2026 年 10 月获聘，曾任职德勤、证券机构

资料来源：公司公告，国金证券研究所

公司无控股股东，赵立东与张亚林为共同实际控制人。根据 2026 年三季报，腾讯持有公司 17.95%的股份，为第一大股东；赵立东和张亚林分别持股 8.07%，上海燧原汇智持股 7.79%，国家集成电路产业投资基金二期持股 3.89%。创始团队保持经营主导作用，互联网客户与产业资本参与持股，有利于公司对接应用需求和产业资源，推动技术研发与商业化协同。

图表6：2026 年 9 月末主要股东持股情况

股东	持股数量（万股）	持股比例
腾讯	7,726.70	17.95%
张亚林	3,472.04	8.07%
赵立东	3,472.04	8.07%
上海燧原汇智	3,354.02	7.79%
国家集成电路产业投资基金二期	1,673.95	3.89%

资料来源：公司公告，国金证券研究所

腾讯长期合作为公司商业化和产品迭代提供重要支撑。公司自 2019 年起与腾讯合作，经历较长的适配验证后逐步实现批量采购。大客户持续采购验证了产品在互联网场景中的应用能力，也为后续研发提供需求反馈。现阶段公司客户集中度较高，既有客户合作深化与新客户拓展有望共同带动业务增长。

华虹、兆易创新及通富微电等产业方参与战略配售，丰富公司产业资源。招股说明书及战略配售法律意见书显示，华虹集团全资子公司上海鑫智时代获配 51.44 万股，金额 7,313.23 万元；兆易创新旗下深圳外滩、通富微电分别获配 49.23 万股、56.27 万股，金额分别约 7,000 万元、8,000 万元。此外，小米集团旗下武汉壹捌壹零、中兴通讯及仪电集团旗下上海埃迪希亦参与本次 IPO 战略配售。产业股东参与有望加强供应链与客户合作，为公司产品迭代和市场开拓提供资源支持。

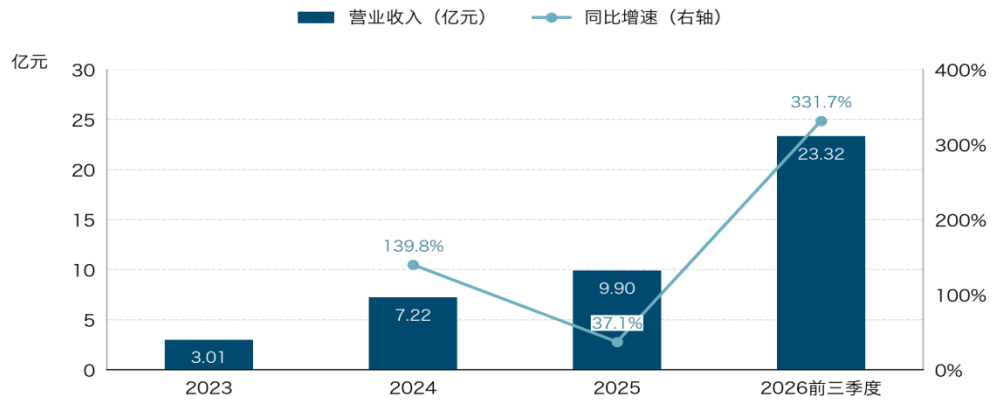
股权激励覆盖较广，有助于增强团队凝聚力。截至招股说明书签署日，公司通过燧原汇智、燧原崇英等持股平台实施的股权激励涉及 658 名员工，相关激励人员合计持有 3,953.33 万股，占发行前总股本的 10.21%。员工持股将个人收益与公司长期发展相联系，有利于稳定人才队伍、支持持续创新。

1.4、收入增长加速，规模效应推动经营改善

收入规模持续扩大，2026 年前三季度增长明显提速。2023—2025 年，公司营业收入由 3.01 亿元增至 7.22 亿元、9.90 亿元；2026 年前三季度实现营业收入 23.32 亿元，同比增长 331.74%，其中第三季度收入 12.12 亿元，同比增长 395.34%。公司在三季报中将增长归因于下游需求增加及产品交付提速。2026 年第一、第二、第三季度收入分别约为 2.87 亿元、8.33 亿元和 12.12 亿元，反映年内交付规模连续提升。

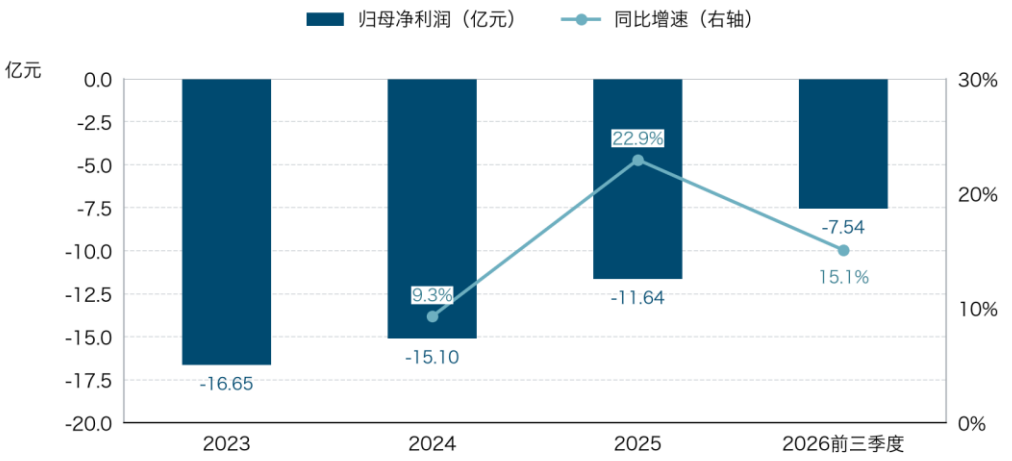
腾讯采购放量成为收入增长的重要支撑。根据招股说明书，2023—2025 年，公司对腾讯科技（深圳）的直接销售及对应 AVAP 模式销售合计收入分别为 1.00 亿元、2.73 亿元和 8.30 亿元，占营业收入的 33.34%、37.77%和 83.79%。按终端客户统计，腾讯连续三年为公司第一大客户，2025 年采购规模明显扩大，带动公司收入增长。

图表7：营业收入及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：归母净利润及同比增速

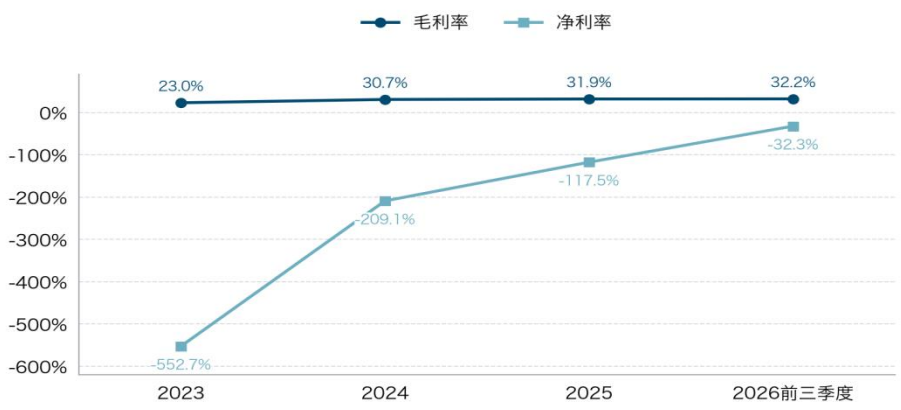


来源：公司公告，国金证券研究所

加速卡销量快速增长，产品升级与成本优化有望增强盈利能力。2025 年公司加速卡及模组销量为 64,890 张，同比增长 197.81%，平均售价由 2024 年的 14,115.35 元降至 13,198.09 元，下降 6.50%；同期单位成本由 8,358.50 元升至 8,880.96 元。销量放大带来收入增长，大客户销售折扣与存储等成本因素使该业务毛利率由 40.78%回落至 32.71%。后续产品升级、成本管理与销售结构优化，有望推动规模增长向盈利改善转化。

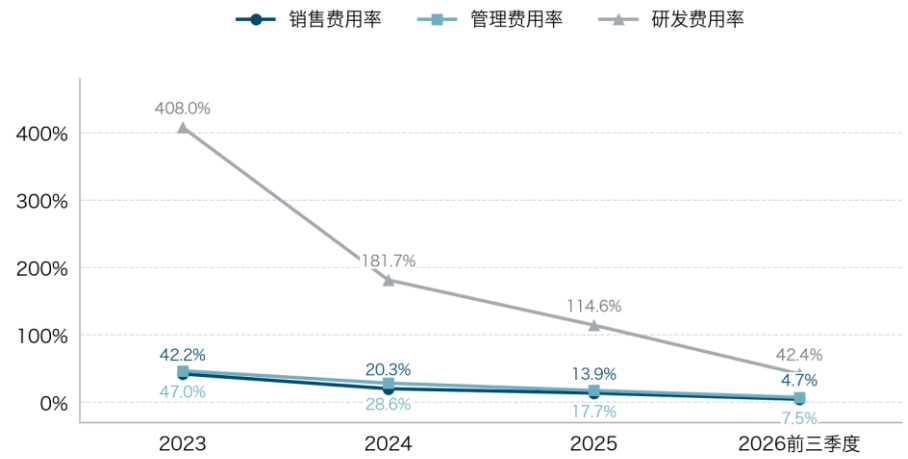
持续研发夯实产品能力，收入放量带动费用率下降和亏损收窄。2023-2025 年，公司研发费用分别为 12.29 亿元、13.12 亿元和 11.35 亿元，2025 年仍高于全年营业收入。2026 年前三季度研发费用 9.89 亿元，同比增长 11.11%，研发费用率由上年同期 164.77%降至 42.40%；同期归母净亏损 7.54 亿元，同比收窄 15.07%。公司保持研发投入的同时，收入增长已带来明显的费用摊薄效应，为后续经营改善奠定基础。

图表9：毛利率与净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：销售、管理及研发费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率阶段性回落，采购融资成本增加影响当期盈利。按三季报营业收入及营业成本计算，2026 年前三季度综合毛利率为 32.15%，较上年同期 36.41%下降 4.26 个百分点；同期财务费用增至 1.65 亿元，其中利息费用 1.79 亿元。毛利率下降及采购融资相关资金成本增加，对当期盈利形成压力。随着后续产品交付放量，收入规模扩大带来的费用摊薄有望推动盈利能力改善。

采购预付款与合同负债同步增长，为后续规模交付提供支撑。2026 年 9 月末，公司预付款项 77.09 亿元，较 2025 年末 3.88 亿元大幅增加；合同负债由年末 3.46 亿元增至 63.85 亿元，反映客户预收款规模扩大。同期存货由 8.63 亿元小幅降至 8.07 亿元，应收账款为 11.26 亿元。前三季度经营活动现金净流出 20.17 亿元，公司披露主要因业务发展及采购相关支出增加。采购预付款增加支持公司提前安排采购，客户预收款为生产交付提供资金支持。随着产品交付及验收推进，相关采购投入和客户订单有望逐步转化为收入，支撑后续业绩增长。

图表11：主要营运资金与融资指标

指标（亿元）	2025 年末	2026 年 9 月末
货币资金	21.55	74.27
应收账款	2.19	11.26

指标（亿元）	2025 年末	2026 年 9 月末
预付款项	3.88	77.09
存货	8.63	8.07
合同负债	3.46	63.85
长期借款	4.32	20.44

资料来源：公司公告，国金证券研究所

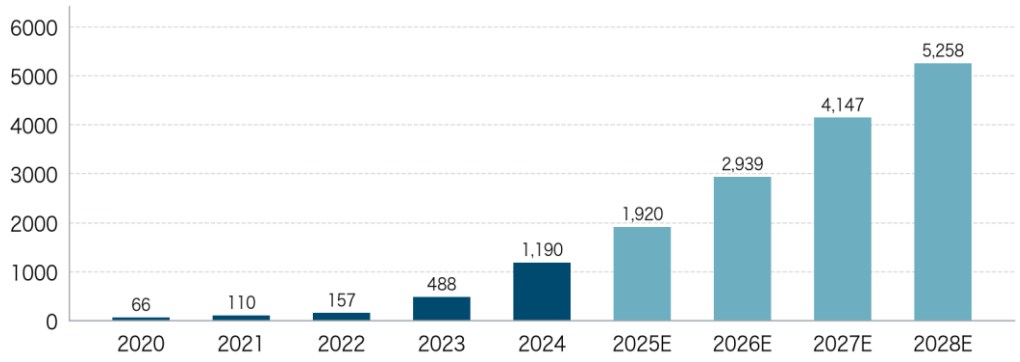
二、行业扩容与国产替代共振，推理布局构筑竞争优势

2.1、AI 加速卡市场持续扩容，云端算力需求保持高增长

大模型训练与应用部署共同拉动算力需求，AI 加速卡成为数据中心扩容的重要载体。训练需求来自模型规模扩大和持续迭代，推理需求则随应用渗透、调用频次及单次任务复杂度提升而增长。随着人工智能进入搜索、办公、编程及企业业务流程，算力采购逐步由模型研发延伸至持续运营，市场需求具备更广泛的应用基础。

全球 AI 加速卡市场快速增长，云端部署构成主要需求来源。据招股说明书援引灼识咨询的数据及预测，全球 AI 加速卡市场规模由 2020 年的 66.06 亿美元增至 2024 年的 1,190.28 亿美元，预计 2028 年达到 5,257.70 亿美元，2024—2028 年复合增速约 44.97%。其中，全球云端 AI 加速卡市场预计由 2024 年的 1,078.66 亿美元增至 2028 年的 4,523.96 亿美元，复合增速约 43.11%，云端市场占整体市场的比例保持在 80%以上。燧原聚焦云端计算，有望持续受益于大型模型和规模化应用带动的算力投入。

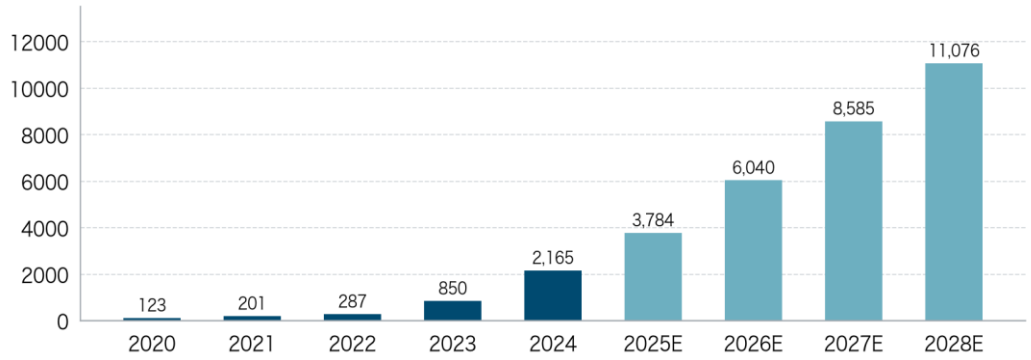
图表 12：全球 AI 加速卡市场规模及预测（亿美元）



来源：灼识咨询（引自公司招股说明书），国金证券研究所

中国 AI 加速卡市场增长快于全球，国产厂商面临规模扩张与替代升级双重机遇。据灼识咨询，中国市场由 2020 年的 122.54 亿元增至 2024 年的 2,164.77 亿元，预计 2028 年达到 11,076.46 亿元，2024—2028 年复合增速约 50.40%。国内大模型研发、应用落地和数据中心建设共同支撑采购需求；随着国产产品的软件适配与交付能力增强，本土厂商有望在市场扩容过程中持续提高渗透率。

图表13：中国AI加速卡市场规模及预测（亿元）

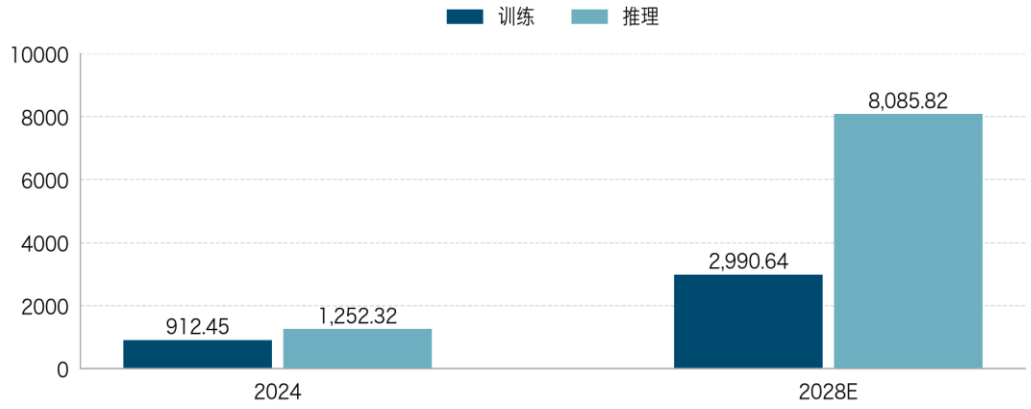


来源：灼识咨询（引自公司招股说明书），国金证券研究所

2.2、推理需求增速领先，训推市场同步扩张

推理市场增速领先，成为AI加速卡需求增长的主要来源。据灼识咨询，中国推理AI加速卡市场预计由2024年的1,252.32亿元增至2028年的8,085.82亿元，复合增速约59.41%；训练市场同期由912.45亿元增至2,990.64亿元，复合增速约34.55%。按上述预测测算，推理占中国AI加速卡市场的比例将由2024年的57.9%提升至2028年的73.0%，提高约15.2个百分点。训练需求保持增长的同时，推理应用扩张为产业带来更大的新增市场。

图表14：中国训练与推理AI加速卡市场规模及预测（亿元）



来源：灼识咨询（引自公司招股说明书），国金证券研究所

应用普及与计算任务复杂化，有望推动推理需求持续释放。开源模型降低应用开发门槛，使更多企业能够围绕自身业务部署模型；用户调用增加、上下文延长及多轮交互，则进一步增加推理计算与存储需求。相较模型研发阶段，持续运营更重视响应时延、服务稳定性及单位任务成本，厂商围绕特定模型和业务负载优化软硬件的价值随之提升。

公司推理产品的商业化基础与行业需求结构相契合。招股说明书披露，报告期内公司加速卡及模组收入中超过80%来自推理产品，已积累互联网客户部署与软件适配经验。我们认为，推理市场扩张有望直接带动现有产品需求；同时，训练市场仍具备较高增长速度，为L600等训推一体产品提供增量空间，推动公司形成现有推理业务放量与新产品拓展相互支撑的增长格局。

2.3、国产替代与多元架构并进，竞争转向系统效率

国产替代与推理需求扩张，为公司提升市场份额提供机遇。招股说明书援引IDC数据，中国市场2025年AI加速卡出货量约400万张，其中英伟达约220万张、占比约55%。公司按包含智算系统用卡的约6.6万张出货量计算，市场份额约1.7%；单独销售的加速卡及

模组为 64,890 张。公司当前市场份额仍较低，依托既有推理产品的交付基础和软件适配积累，有望在行业扩容与国产替代过程中拓展客户、提升份额。

行业技术路线多元，软硬件协同优化是提升产品竞争力的关键。GPU 通过通用可编程架构和成熟开发生态覆盖多类计算负载；面向 AI 计算优化的 DSA 则围绕特定领域的计算特征优化执行单元、数据流和存储访问，并支持多种模型。两类路线各有侧重，最终产品表现与模型、精度、批量及系统配置密切相关。围绕目标场景协同优化计算、存储和软件，有利于提高有效吞吐与能效，降低客户使用成本。

图表15：云端 AI 芯片主要厂商与技术路线

市场与路线	代表厂商 / 产品	主要布局
国际 GPGPU	英伟达、AMD	通用加速计算与软硬件生态
国际 DSA	谷歌 TPU、亚马逊 Trainium、微软 Maia	围绕 AI 负载开展专用架构优化
国内 GPGPU	海光、摩尔线程、沐曦、天数智芯、壁仞	通用计算能力与本土软件适配
国内 DSA	华为昇腾、寒武纪、燧原科技、昆仑芯	面向 AI 计算的架构与系统优化

资料来源：公司公告，国金证券研究所

多元架构为国产厂商提供差异化竞争路径，产业竞争逐步延伸至实际业务运行效果。国际厂商在通用计算及成熟生态方面积累较深，GPGPU 和 DSA 厂商则围绕本土客户需求持续推进模型适配、系统优化和交付服务。燧原以互联网推理场景切入，通过自研架构与软件栈协同提高目标负载下的有效算力，并以客户合作经验支持后续产品迭代与应用拓展。

图表16：云端 AI 芯片主要竞争维度

维度	客户关注内容	对厂商的要求
单卡计算与存储	不同精度下的有效吞吐、显存容量及带宽	硬件设计与算子优化协同
多卡互联与系统	扩展效率、通信时延、稳定运行时间	互联、网络、散热和系统调优
软件生态	框架兼容、模型迁移、开发调试	持续更新工具链与算子库
交付与服务	供货周期、验收效果、运行维护	供应链组织及现场工程支持
整体经济性	采购、能耗、部署与运维成本	在真实负载下改善单位任务成本

资料来源：公司公告，国金证券研究所

系统效率与软件适配能力的重要性持续提升。大模型输入处理阶段更强调并行计算吞吐，逐步生成阶段则更容易受到存储访问、通信及时延要求影响，多卡部署还涉及互联效率和负载调度。计算、存储、通信和软件执行的协同优化，有助于将硬件能力转化为客户实际使用效果。我们认为，随着客户采购从试点走向持续运营，具备真实业务适配经验和系统工程能力的厂商，有望在吞吐、单位输出成本和稳定性等维度形成竞争优势。

选取五家国产芯片作为可比公司，与可比公司相比，燧原收入快速增长，盈利能力仍有改善空间。2026 年上半年公司收入 11.20 亿元，同比增长 279.08%，增速高于寒武纪、摩尔线程、沐曦股份和天数智芯；综合毛利率 30.37%相对较低。随 L600 及配套系统导入，产品组合升级与收入增长有望改善盈利能力。

图表17：可比公司 2026 年上半年经营指标对比

公司	收入（亿元）	收入同比	综合毛利率	研发费用率
燧原科技	11.20	279.08%	30.37%	57.09%
寒武纪	59.96	108.13%	55.25%	11.72%
摩尔线程	17.36	147.42%	56.95%	44.30%
沐曦股份	13.24	44.67%	57.22%	39.65%
天数智芯	9.46	191.64%	17.19%	59.10%
壁仞科技	12.36	1997.59%	42.66%	65.11%

资料来源：各公司 2026 年中报、燧原科技招股意向书附录，国金证券研究所。

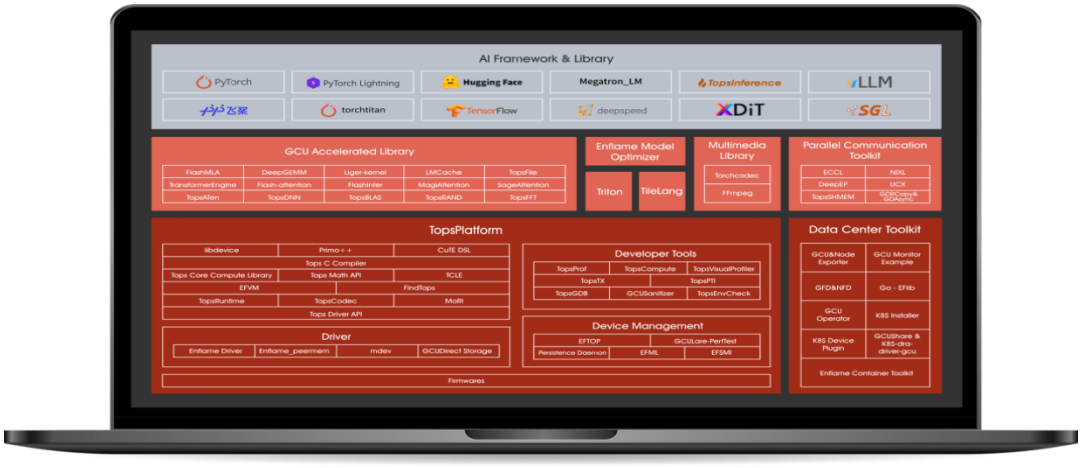
2.4、客户积累与软硬件协同，构筑规模交付优势

从芯片联合研发到芯模协同，腾讯合作强化公司面向真实业务的迭代优势。腾讯自 2019 年与公司合作，经过多轮验证后形成规模采购。据《21 世纪经济报道》，腾讯于 2021 年发布的 AI 推理芯片“紫霄”为双方联合研发成果。据腾讯云官网 2026 年 8 月 28 日文章，

腾讯混元 Hy4 preview 在模型设计初期即考虑燧原产品特性，双方开展芯模协同联合设计，使模型结构与硬件能力更好匹配。合作前置至模型设计环节，有助于公司提前把握算力需求、优化产品研发，并提高后续扩容效率。

自研架构与软件栈协同，持续提升目标场景下的有效算力。公司已形成从芯片到驭算（TopsRider）软件栈及燧池智算平台的产品体系，支持 PyTorch、TensorFlow 以及 Megatron、DeepSpeed 等框架；据招股说明书，已适配近千个 AI 模型、覆盖超过 300 个应用场景。针对长上下文及 MoE 模型，公司驭算（TopsRider）软件平台结合算子融合、通信加速、低精度量化与预填充 / 解码分离（PD 分离），并优化 KV Cache 缓存和推理引擎。据公司披露，上述方案可支持百万 token 长上下文场景下的高吞吐推理。软件持续优化有助于提高硬件利用率，改善客户部署和使用体验，增强产品黏性。

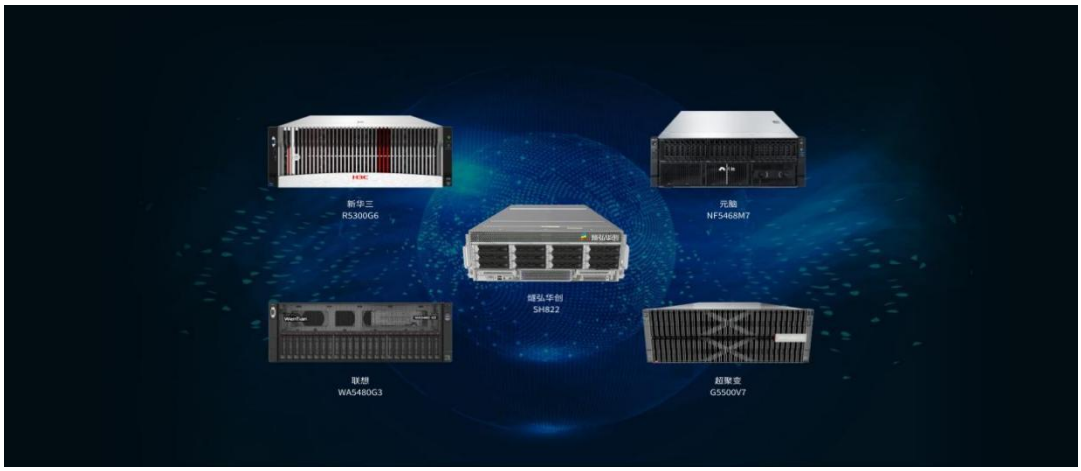
图表18：驭算（TopsRider）软件平台架构



来源：公司官网，国金证券研究所

多类互联网场景规模化应用，为商业拓展积累可复用经验。公司 2026 年 10 月披露，其算力产品已在在线会议、社交应用、大模型数据处理、游戏 AI 及互联网搜索、广告、推荐等场景实现规模化落地。多元业务负载为软件优化提供实践基础，既有适配和部署经验有望向更多客户复制，支持商业化规模扩大。

图表19：燧原 S60 适配的部分服务器产品



来源：公司官网，国金证券研究所

万卡集群落地与服务认证，体现公司大规模算力系统的交付能力。招股说明书披露，公司相关千卡、万卡级项目已形成收入，2024 年末在庆阳落地万卡规模推理集群；该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，“基于燧原万卡集群的先进计算技术底座实践”入选工信部 2025 年计算技术底座典型应用案例。集群工程经验有望缩短同类项目部署周期，提升公司承接大规模推理需求的能力。

图表20：燧池（CloudBlazer Station）智算平台的算法服务与基础设施层



来源：公司官网，国金证券研究所

高比例研发团队支撑持续迭代，供应链组织保障产品交付。2025 年末，公司共有员工 838 人，其中研发人员 643 人，占比 76.73%，与芯片、软件、系统协同推进的业务布局相匹配。Fabless 模式使公司能够集中资源开展研发设计，并通过外部供应商完成晶圆制造、封装及存储配套。公司仍面临供应商集中和国际贸易环境变化相关风险；研发能力建设与生产采购统筹，有助于推动产品迭代和规模交付。

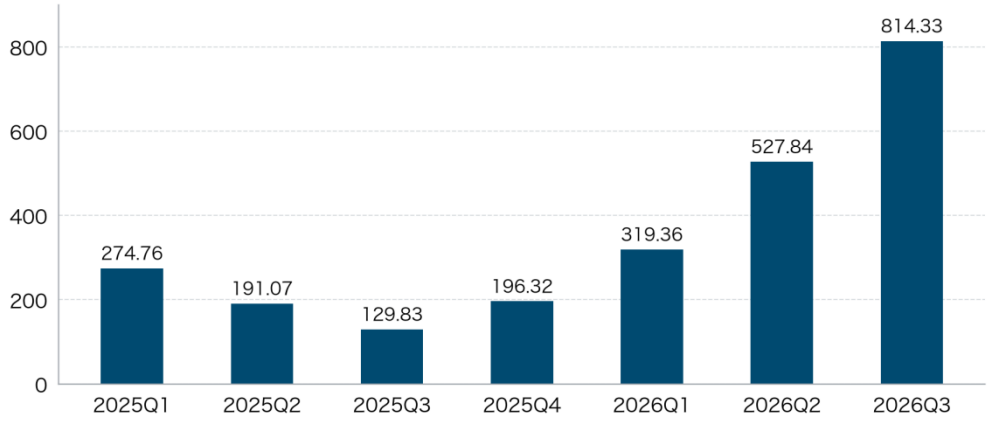
三、产品升级与客户拓展协同，打开后续成长空间

3.1、存量客户扩大部署，采购备货支撑后续增长

腾讯资本开支超预期增长，AI 算力投入加速。2026 年 11 月 18 日腾讯披露第三季度业绩，单季资本开支 814.33 亿元，同比增长 527.2%、环比增长 54.3%；前三季度合计 1661.53 亿元，同比增长 178.9%。据财联社报道，三季度资本开支市场预估为 554 亿元，实际值高出约 47%，显示腾讯算力及基础设施投入力度持续提升。

模型迭代与推理应用扩张带动算力需求，公司有望受益于腾讯扩大部署。腾讯在三季报中表示，Hy4 及 Hy4 flash 持续提升模型能力与推理性价比，WorkBuddy 应用增长及更多算力投入模型即服务、GPU 租赁，推动云服务收入增速进一步提升。我们认为，随着大模型迭代和 AI 应用调用量增长，腾讯有望持续加大 GPU 及配套算力基础设施投入，带动国产 AI 加速卡采购需求。燧原与腾讯长期合作形成的模型适配、联合研发及规模部署经验，有利于承接核心客户扩容需求；随着新一代产品交付放量，有望进一步推动公司收入增长。

图表21：腾讯 2025—2026 年季度资本开支（亿元）



来源：腾讯公告，国金证券研究所；注：2026 年第四季度尚未披露。

客户预收款与采购投入同步扩张，为后续收入增长提供支撑。2026 年 9 月末合同负债 63.85 亿元、预付款项 77.09 亿元，反映公司业务扩张带动客户预收款和生产采购需求增加。合同负债对应已收款的履约义务，公司提前安排采购有利于衔接后续交付。随着采购投入转化为可交付产品、客户验收逐步完成，相关业务有望贡献收入增量，并通过规模扩大进一步摊薄研发及其他期间费用。

3.2、L600 及配套超节点有望放量，打开训推一体市场

L600 有望成为 2027 年核心放量产品，推动公司由推理向训推一体拓展。L600 基于第四代邃思 400 芯片，采用 OAM 模组形态，支持 FP8 等多种计算精度及单层最多 128 卡全互联拓扑。招股说明书签署时，L600 已回片，尚未大规模量产交付，公司已联合客户推进大模型训练应用研发。我们认为，随着量产交付、软件优化和客户导入推进，L600 有望成为 2027 年收入增长的重要来源，扩大公司在大模型训练及高性能推理市场的覆盖。

L600 配套系统产品有望同步放量，提升单客户算力交付规模。据公司招股说明书，OGX 是公司基于自研的第四代训推一体加速模组 L600 打造的单机 8 卡标准化 AI 专用系统产品，属于智算系统产品。ESL 采用多卡 Scale-up 架构，可在单节点集成 32 卡或 64 卡，特别适用于大模型的预训练与高并行推理场景。OGX 和 ESL32/64 超节点产品在招股说明书报告期内尚未实现批量收入。L600 交付规模扩大有望带动配套系统导入，将单模组销售延伸至整机和超节点方案，增强公司承接大规模算力需求的能力。

联合中兴发布超节点，推动芯片能力向系统方案延伸。2026 年 7 月，公司与中兴通讯发布云燧 ESL64-0 超节点。据公司披露，该产品采用 OEX 正交无背板设计，实现零线缆互联，并围绕芯片、整机、集群及软件开展系统协同。超节点优化有助于降低部署复杂度，结合中兴的设备与客户资源，公司有望拓展高并发推理和大规模智算场景。

先进封装合作取得样品进展，为后续芯片迭代拓展技术储备。2026 年 7 月，公司与先封科技联合发布适配 AI 算力芯片的 CoPoS 面板级先进封装样品，将自研高端 AI 芯片与国产 CoPoS 技术结合。该方案探索玻璃材料在封装基板、临时载板等环节的应用。封装与芯片设计协同有望丰富产品实现路径，增强国内产业链联合开发能力，为后续芯片升级提供支撑。

3.3、生态伙伴拓宽客户触达，多元合作培育新增量

战略合作为公司进入不同客户体系提供了渠道。公司战略配售法律意见书披露，小米已基于公司新一代芯片开展自研模型适配，双方约定后续根据需求、在同等条件下优先采购；中兴通讯与公司共同发布 ESL64-0 超节点，并计划面向运营商、电力及互联网等领域推进合作；仪电方面与公司开展芯片适配和市场推广合作，并提出智算集群相关建设计划。这些合作覆盖模型应用、系统设备和算力运营等环节，有助于扩大产品触达范围。

模型适配与渠道合作相互补充，有望加快新客户导入。模型适配降低了产品进入业务场景的技术门槛，联合发布则补充系统集成和行业渠道能力。小米、中兴通讯及仪电相关合作，为公司拓展模型应用、行业客户和算力运营场景提供了切入点。上述优先采购和项目规划尚非确定订单；随着产品适配、客户项目推进及工程支持逐步落地，合作有望转化为新增收入，推动客户结构更加多元。

3.4、第五及第六代产品接续研发，募投支撑长期迭代

上市募集资金增强研发投入能力，为后续产品迭代提供支持。根据 2026 年 10 月 31 日披露的募投金额调整公告，公司首次公开发行募集资金净额 58.10 亿元，拟分别投入第五代 AI 芯片 15.03 亿元、第六代 AI 芯片 11.97 亿元、先进人工智能软硬件协同创新项目 31.10 亿元。三项项目总投资合计 74.30 亿元，高于本次募集资金净额，差额需结合自有资金及其他资金来源统筹安排。募集资金到位有助于公司持续布局后续产品，增强研发资源保障。

图表 22：募投项目及调整后募集资金安排

项目	总投资（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
第五代 AI 芯片及计算设备研发及产业化	19.75	15.03
第六代 AI 芯片及计算设备研发及产业化	20.89	11.97
先进人工智能软硬件协同创新	33.66	31.10
合计	74.30	58.10

资料来源：公司公告，国金证券研究所

第五代、第六代产品接续研发，为 L600 之后的增长储备产品。招股说明书披露，截至 2025 年末，公司第五代、第六代高性能云端 AI 产品均处于研发阶段。第五代项目拟在第四代

基础上支持 FP4 计算精度，强化高效集群互联，并覆盖文本、音频、图像和视频等多模态生成需求；第六代项目进一步强化卡间互联与多芯粒异构集成，提升算力密度、存储带宽及能效。两代项目均覆盖芯片、加速卡及模组、智算系统和集群，有望推动公司产品体系持续升级。

图表23：L600 与后续在研产品接续布局

产品 / 项目	产品能力与研发方向
燧原 L600 训推一体加速模组	支持单层最多 128 卡全互联拓扑 OAM 模组形态 云端训练推理一体
云燧 OGX400 超节点 ESL32/64	OGX 是公司基于自研的第四代训推一体加速模组 L600 打造的单机 8 卡标准化 AI 专用系统产品，属于智算系统产品。 ESL 采用多卡 Scale-up 架构，可在单节点集成 32 卡或 64 卡，特别适用于大模型的预训练与高并行推理场景。
第五代高性能云端 AI 产品研发	公司第五代云端 AI 芯片不仅支持 FP4 数据计算精度，而且全面覆盖文本、音频、图像及视频的生成功能，并实现文本、音频、视频之间的跨模态生成能力。
第六代高性能云端 AI 产品研发	第六代云端 AI 芯片计划将进一步强化卡间互联能力与多芯粒异构集成技术，实现性能增强的同时为 AI 模型的研发与落地提供坚实的算力底座。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所。

L600 规模交付与后续产品迭代共同支撑公司成长。近期，存量客户扩容与 L600 及配套超节点导入有望推动收入增长；中长期，第五代、第六代产品研发及软件生态建设有望扩大公司可服务市场。我们看好公司依托头部客户积累和软硬件协同能力，实现产品放量、客户拓展与经营效率提升。

四、盈利预测与估值

4.1、分业务收入及毛利率预测

中报交付数据与核心客户投入共同支撑收入预测。2026 年上半年，公司收入 11.20 亿元，同比增长 279.08%；其中 AI 加速卡及模组收入 8.54 亿元，同比增长 205.68%，智算系统及集群收入 0.54 亿元，同比增长 339.97%。其他业务收入 2.11 亿元，主要来自原材料销售，须与芯片产品收入分开分析。2026 年前三季度收入进一步增至 23.32 亿元，同比增长 331.74%，体现产品交付规模扩大。

腾讯对 AI 投入力度提供强力需求支撑。腾讯 2026 年第三季度资本开支 814.33 亿元，同比增长 527.2%，前三季度累计 1,661.53 亿元，同比增长 178.9%；上半年资本开支 847.20 亿元，同比增长 81.9%。上述为腾讯整体资本开支，并非全部用于 GPU 或采购燧原产品。我们结合公司中报交付增长、三季度合同负债 63.85 亿元，判断核心客户扩容有望持续带动公司芯片放量。

1）AI 加速卡及模组：L600 规模交付有望成为收入增长的核心动力。S60 等推理产品已形成互联网客户部署基础，存量客户扩容有望延续采购需求；腾讯算力投入加大有望拉动采购需求，L600 及配套产品放量、产品结构向高算力型号升级，有望共同推动收入增长。预计 2026—2028 年 AI 加速卡及模组收入分别为 34.55 / 141.12 / 201.92 亿元，同比增长 303.38 / 308.50 / 43.08%。

产品组合升级与规模效应有望带动毛利率改善。随着 L600 收入占比提升、采购及交付规模扩大，公司有望改善产品盈利能力。预计 2026—2028 年 AI 加速卡及模组毛利率分别为 34.00 / 34.50 / 35.00%。

2）智算系统及集群：配套系统导入贡献增量。公司千卡、万卡集群交付经验为系统业务拓展提供基础，OGX 及 ESL 系列产品有望随 L600 客户导入扩大销售规模。预计 2026—2028 年该业务收入分别为 1.92 / 3.37 / 5.22 亿元，同比增长 50.00 / 75.00 / 55.00%；毛利率分别为 26.00 / 27.00 / 28.00%。

3）其他主营业务及其他业务：配套收入与原材料销售分别预测。其他主营业务在年度披露中列为“IP 授权及其他”，主要包括 IP 授权及少量技术开发收入；中报列为“其他”，未单

列 IP 授权金额。预计 2026—2028 年其他主营业务收入分别为 0.06 / 0.09 / 0.13 亿元，毛利率分别为 25.00 / 30.00 / 35.00%。其他业务 2026 年收入按上半年实际值的 1.1 倍预测，2027—2028 年分别增长 10%，收入为 2.32 / 2.55 / 2.81 亿元；2026 年毛利率沿用中报 9.79%，后两年均为 10%。

加速卡及模组放量带动收入增长，产品结构优化推动综合毛利率提升。预计 2026—2028 年公司营业收入分别为 38.85 / 147.14 / 210.08 亿元，同比增长 292.36 / 278.73 / 42.78%；综合毛利率分别为 32.14 / 33.90 / 34.49%。

图表24：分业务收入及毛利率预测（亿元）

项目	2024A	2025A	2026H1	2026E	2027E	2028E
AI 加速卡及模组收入	3.08	8.56	8.54	34.55	141.12	201.92
同比增速	65.50%	178.46%	205.68%	303.38%	308.50%	43.08%
毛利率	40.78%	32.71%	36.43%	34.00%	34.50%	35.00%
智算系统及集群收入	3.99	1.28	0.54	1.92	3.37	5.22
同比增速	298.49%	-67.85%	339.97%	50.00%	75.00%	55.00%
毛利率	22.76%	25.71%	15.85%	26.00%	27.00%	28.00%
其他主营业务收入	0.03	0.02	0.01	0.06	0.09	0.13
同比增速	-53.57%	-42.46%	-40.56%	250.00%	65.00%	40.00%
毛利率	26.33%	23.09%	-11.13%	25.00%	30.00%	35.00%
其他业务收入	0.13	0.04	2.11	2.32	2.55	2.81
同比增速	43.48%	-70.43%	8430.19%	5917.67%	10.00%	10.00%
毛利率	39.37%	60.40%	9.79%	9.79%	10.00%	10.00%
营业收入合计	7.22	9.90	11.20	38.85	147.14	210.08
同比增速	139.85%	37.07%	279.08%	292.36%	278.73%	42.78%
综合毛利率	30.75%	31.90%	30.37%	32.14%	33.90%	34.49%

资料来源：公司招股说明书，国金证券研究所。注：2026H1 为未经审计的上半年实际值，同比按上年同期计算。“其他主营业务”年度披露名称为“IP 授权及其他”，中报列为“其他”，未单列 IP 授权金额；“其他业务”主要为原材料销售。

4.2、费用率预测

收入规模扩大有望带动期间费用率下降。公司需要持续投入芯片迭代、软件生态与客户服务，但相关投入与收入增长并非完全同步。随着产品交付放量，研发及管理投入有望在更大的收入基础上摊薄，推动经营业绩改善。

1）销售费用：客户拓展与规模交付带动销售投入增长，存量客户扩容及服务经验积累有望提高销售效率。预计 2026—2028 年销售费用率分别为 5.00 / 4.00 / 3.00%。

2）管理费用：经营规模扩大有望提高管理资源利用效率，管理费用增长预计低于收入增长。预计 2026—2028 年管理费用率分别为 6.50 / 5.00 / 3.50%。

3）研发费用：持续投入产品迭代，收入增长摊薄研发费用率。预计 2026—2028 年研发费用分别为 14.00 / 20.00 / 28.00 亿元，支持 L600 优化、后续芯片研发与软件生态建设；对应研发费用率分别为 36.04 / 13.59 / 13.33%。

收入放量、毛利率改善及费用率下降有望共同推动公司盈利，预计同期归母净利润分别为 -9.11 / 12.14 / 25.07 亿元，2027 年实现扭亏为盈，2028 年盈利规模进一步扩大。所得税方面，预计 2026 年亏损期不计提所得税，2027—2028 年按 15%的所得税率测算。

图表25：费用率及盈利预测

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	20.35%	13.90%	5.00%	4.00%	3.00%
管理费用率	28.57%	17.71%	6.50%	5.00%	3.50%
研发费用率	181.66%	114.63%	36.04%	13.59%	13.33%
归母净利润（亿元）	-15.10	-11.64	-9.11	12.14	25.07
归母净利率	-209.07%	-117.54%	-23.45%	8.25%	11.93%

资料来源：公司招股说明书、国金证券研究所

4.3、估值与投资建议

公司仍处于新产品放量与持续研发投入阶段，收入规模能够较直接地反映客户导入和交付进展。我们以市销率（PS）作为主要估值参考，选取寒武纪、摩尔线程、沐曦股份、天数智芯和壁仞科技作为可比公司。按 2026 年 11 月 23 日收盘价计算，五家公司 2026—2028 年平均 PS 为 28.58 / 12.76 / 7.75 倍，其中 A 股可比公司 2027 年均值 18.14 倍、港股 4.69 倍。燧原科技按 360.59 元收盘价计算，同期 PS 为 39.94 / 10.55 / 7.39 倍。两地市场估值差异较大，综合客户协同、产品放量预期及上市市场因素按 2027 年收入 147.14 亿元，给予 15 倍 PS，对应目标市值约 2207 亿元、目标价 512.8 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表26：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）			PS（倍）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688256.SH	寒武纪	5752.76	155.46	375.83	602.43	37.00	15.31	9.55
688795.SH	摩尔线程	1314.29	39.98	74.59	111.11	32.87	17.62	11.83
688802.SH	沐曦股份	1489.97	35.47	69.36	124.88	42.01	21.48	11.93
09903.HK	天数智芯	372.02	30.50	71.75	103.63	12.20	5.18	3.59
06082.HK	壁仞科技	441.83	23.51	105.31	240.64	18.79	4.20	1.84
—	平均值	—	—	—	—	28.58	12.76	7.75
688801.SH	燧原科技	1551.81	38.85	147.14	210.08	39.94	10.55	7.39

资料来源：同花顺，国金证券研究所。注：股价基准日 2026 年 11 月 23 日；港股市值按 1 港元=0.8563 元人民币折算。A 股收入为同花顺机构预测均值；天数、壁仞收入采用国金 2026 年 7 月 20 日、9 月 16 日覆盖报告预测。

风险提示

客户集中及关联交易风险：按终端客户口径，2025 年公司向腾讯直接销售及通过授权合作伙伴向腾讯间接销售的收入合计 8.30 亿元，占公司营业收入 83.79%；截至 2026 年 9 月末腾讯持股 17.95%，既是第一大股东，也是最大客户，上述销售构成关联交易。若腾讯削减算力投入、压低采购价格，或扩大自研芯片覆盖、改变合作模式及引入其他方案，可能减少对公司产品的采购，影响公司收入和毛利率。

技术研发与商业化不及预期风险：公司后续芯片迭代方面若产品性能、研发进度或量产导入不及预期，可能推迟收入释放，并影响研发费用摊薄及扭亏进程。

供应链及资金周转风险：公司采用 Fabless 模式，依赖外部晶圆制造、封装测试及关键部件供应。美国 BIS 于 2026 年 11 月发布并于 11 月 19 日生效的新规，进一步限制部分境外远程算力访问，并收紧先进制程逻辑芯片代工、封测环节相关出口管制推定的豁免路径。若相关产能供给发生不利变化，可能延长供货周期、提高成本或影响产品量产交付；较高采购预付款及应收账款也可能增加资金占用和减值压力。

行业竞争加剧风险：国内外 AI 芯片厂商持续迭代产品、完善软件生态。若竞争加剧导致产品降价，或公司在有效算力、部署成本和生态适配方面的竞争力提升不及预期，可能影响市场拓展、毛利率改善及盈利增长。

流通盘较小风险：公司发行后总股本 43,035.17 万股，上市初期无限售流通股仅 1,790.03 万股，占比 4.16%。较小流通盘可能放大买卖冲击，带来流动性不足及股价较大波动，股票交易价格可能偏离基本面。

限售股解禁风险：按上市公告书披露的锁定安排，2027 年 3 月 11 日、6 月 11 日分别有 22.95 万股、1,629.83 万股网下配售股份锁定期届满。2027 年 9 月 11 日为上市满 12 个月时点，仅按 12 个月锁定的首发前股份与战略配售股份合计约 18,688.48 万股，占总股本 43.43%，2027 年 9 月可能存在大额解禁压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**301**	**722**	**990**	**3,885**	**14,714**	**21,008**
增长率	234.3%	139.8%	37.1%	292.4%	278.7%	42.8%
主营业务成本	-232	-500	-674	-2,636	-9,726	-13,762
%销售收入	77.0%	69.3%	68.1%	67.9%	66.1%	65.5%
毛利	69	222	316	1,249	4,988	7,246
%销售收入	23.0%	30.7%	31.9%	32.1%	33.9%	34.5%
营业税金及附加	-1	-2	-1	-105	-74	-84
%销售收入	0.4%	0.3%	0.1%	2.7%	0.5%	0.4%
销售费用	-127	-147	-138	-194	-589	-630
%销售收入	42.2%	20.3%	13.9%	5.0%	4.0%	3.0%
管理费用	-141	-206	-175	-253	-736	-735
%销售收入	47.0%	28.6%	17.7%	6.5%	5.0%	3.5%
研发费用	-1,229	-1,312	-1,135	-1,400	-2,000	-2,800
%销售收入	408.0%	181.7%	114.6%	36.0%	13.6%	13.3%
息税前利润（EBIT）	-1,430	-1,446	-1,133	-703	1,590	2,996
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	10.8%	14.3%
财务费用	5	-6	-9	-209	-134	-110
%销售收入	-1.5%	0.8%	0.9%	5.4%	0.9%	0.5%
资产减值损失	-160	-82	-62	-46	-94	-27
公允价值变动收益	-111	0	0	0	0	0
投资收益	5	1	20	12	15	20
%税前利润	-0.3%	-0.1%	-1.7%	-1.3%	1.1%	0.7%
营业利润	-1,661	-1,508	-1,164	-911	1,428	2,949
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	9.7%	14.0%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	-1,661	-1,508	-1,164	-911	1,428	2,949
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	9.7%	14.0%
所得税	-3	-2	0	0	-214	-442
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	15.0%	15.0%
净利润	-1,665	-1,510	-1,164	-911	1,214	2,507
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**-1,665**	**-1,510**	**-1,164**	**-911**	**1,214**	**2,507**
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	8.2%	11.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-1,665	-1,510	-1,164	-911	1,214	2,507
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	377	323	254	406	351	395
非经营收益	105	8	-1	232	159	123
营运资金变动	-106	-764	-204	-2,322	-4,391	-884
经营活动现金净流	**-1,287**	**-1,943**	**-1,115**	**-2,596**	**-2,667**	**2,140**
资本开支	-235	-215	-401	-390	-615	-780
投资	0	-2	0	-7	0	0
其他	311	2	23	12	15	20
投资活动现金净流	**76**	**-214**	**-379**	**-386**	**-600**	**-760**
股权募资	2,237	3,573	0	5,810	0	0
债权募资	0	575	36	1,832	300	200
其他	-37	-26	-57	-244	-174	-143
筹资活动现金净流	**2,200**	**4,122**	**-22**	**7,398**	**126**	**57**
现金净流量	**988**	**1,965**	**-1,516**	**4,417**	**-3,141**	**1,438**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,511	3,522	2,155	6,568	3,420	4,848
应收款项	256	795	393	1,214	3,801	4,572
存货	102	797	863	1,121	3,360	4,023
其他流动资产	252	332	531	8,150	9,250	10,400
流动资产	2,121	5,445	3,943	17,053	19,831	23,843
%总资产	83.5%	93.4%	87.2%	95.2%	94.2%	93.5%
长期投资	0	0	0	7	7	7
固定资产	145	133	140	206	308	436
%总资产	5.7%	2.3%	3.1%	1.1%	1.5%	1.7%
无形资产	180	153	138	608	875	1,174
非流动资产	419	383	579	852	1,224	1,657
%总资产	16.5%	6.6%	12.8%	4.8%	5.8%	6.5%
资产总计	**2,541**	**5,827**	**4,522**	**17,905**	**21,055**	**25,500**
短期借款	53	612	216	0	0	0
应付款项	175	678	149	391	1,188	1,759
其他流动负债	211	265	516	6,687	7,458	8,598
流动负债	439	1,556	882	7,078	8,646	10,356
长期贷款	0	15	432	2,500	2,800	3,000
其他长期负债	74	96	61	63	132	159
负债	513	1,666	1,375	9,641	11,578	13,515
普通股股东权益	2,028	4,161	3,147	8,264	9,478	11,985
其中：股本	104	387	387	430	430	430
未分配利润	-1,767	-3,277	-4,441	-5,352	-4,138	-1,631
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**2,541**	**5,827**	**4,522**	**17,905**	**21,055**	**25,500**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-15.963	-3.899	-3.005	-2.117	2.820	5.825
每股净资产	19.447	10.743	8.126	19.203	22.023	27.848
每股经营现金净流	-12.347	-5.017	-2.880	-6.031	-6.198	4.973
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-82.09%	-36.30%	-36.98%	-11.02%	12.80%	20.92%
总资产收益率	-65.52%	-25.92%	-25.74%	-5.09%	5.76%	9.83%
投入资本收益率	-68.83%	-30.24%	-29.87%	-6.53%	11.01%	17.00%
增长率						
主营业务收入增长率	234.27%	139.85%	37.07%	292.36%	278.73%	42.78%
EBIT增长率	26.57%	1.14%	-21.62%	-37.98%	N/A	88.43%
净利润增长率	49.16%	-9.27%	-22.94%	-21.72%	N/A	106.58%
总资产增长率	57.33%	129.37%	-22.39%	295.92%	17.60%	21.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	189.8	177.9	127.4	110.0	90.0	75.0
存货周转天数	296.5	328.0	449.4	160.0	130.0	110.0
应付账款周转天数	54.3	215.8	162.0	20.0	25.0	30.0
固定资产周转天数	175.3	67.1	51.5	19.3	7.6	7.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-71.87%	-69.57%	-47.91%	-49.23%	-6.55%	-15.42%
EBIT利息保障倍数	314.2	-248.8	-132.4	-3.4	11.9	27.3
资产负债率	20.18%	28.59%	30.40%	53.85%	54.99%	53.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究