

沐曦二轮问询核查通过，算力龙头上市加速推进

2025 年 09 月 23 日



分析师：方竞

执业证号：S0100521120004

邮箱：fangjing@glms.com.cn

分析师：李萌

执业证号：S0100522080001

邮箱：lmeng@glms.com.cn

➤ **事件：**1) 上交所上市审核委员会定于 9 月 26 日召开 2025 年第 40 次上市审核委员会审议会议，审议摩尔线程首发事项；2) 沐曦股份于 9 月 21 日公告二轮审核问询函的回复意见。

➤ **沐曦股份二轮问询核查通过，摩尔线程上市稳步推进。**继 8 月 27 日首轮问询核查通过之后，沐曦股份于 9 月 21 日公告二轮问询函的审核意见，关于客户和收入、应收账款和存货、研发人员数量变动等三个核心问题作了详细解释。相较于首轮问询的 14 个问题，二轮问询大幅减少到 3 个，后续问询若无重大问题，交易所会提交至上市委员会召开审议会议，投票决定是否同意上市，参考摩尔线程，二轮问询通过后仅 1 天后就公告了上市审核日程。同时根据上交所公告，上市审核委员会定于 9 月 26 日召开 2025 年第 40 次上市审核委员会审议会议，审议摩尔线程首发事项。整体来看，以沐曦股份、摩尔线程为代表的国产 GPU 企业上市进程在不断加速，我们认为这不仅是国产 GPU 产业的一次资本飞跃，通过募资推动国产 GPU 在制程工艺、芯片架构、计算密度和能效比等方面不断迭代，缩小与国际领先水平的代差，更是代表国产 GPU 产业链正从技术追赶迈向生态构建，打造自主可控的国产算力产业链，国产算力有望全面崛起。

➤ **沐曦股份：在手订单充裕，互联网客户开拓顺利，C600 成功点亮。**根据二轮问询回复意见，我们梳理核心要点如下：**1) 在手订单：**截至 2025 年 9 月 5 日，沐曦在手订单金额为 14.30 亿元，以曦云 C500 系列板卡为主，主要是超讯通信、新华三、汇天网络、武珞智慧等客户，包括存量客户的复购订单以及部分新客户大订单。从确收节奏来看，受客户货款资金筹集、下游招标进度等因素影响，沐曦部分在手订单预计将于 2026 年发货和确收。**2) 互联网客户开拓进度：**沐曦目前正在大力开拓互联网企业和运营商两类关键客户，稳步推进相关产品测试、导入及商务洽谈，并已取得一定成效。沐曦与公司 4 自 2024 年上半年开始进行实质性交流及样卡测试，根据目前进度，预计 9 月底将完成相关场景的所有性能测试，随后进入到采购综合成本评估和正式产品导入环节，2025 年内有望实现首个订单签署。同时沐曦于 2025 年 1 季度开始和公司 5 进行接洽并开展产品适配、性能测试等工作，目前沐曦产品在集群推理、训练优化及行业解决方案打造等多方面已得到客户认可，双方商务合作进展良好，预期 2025 年 4 季度可能小批量试产下单。**3) 产品及供应链：**训推一体系列曦云 C500 于 2023 年 6 月首批芯片回片，2024 年 2 月正式量产，正式量产至今尚不足两年，目前处于成熟稳定期，仍具有较强的市场竞争力，预计仍将是沐曦未来 1-2 年重要的收入来源。此外，持续的技术迭代使沐曦训推一体系列产品在性能、功能等方面持续保持竞争力，曦云 C600 芯片于 2025 年 7 月完成回片并成功点亮，正在进行功能测试，预计于 2025 年底进入风险量产，正式量产后将与曦云 C500 系列形成优势互补，进一步产品矩阵。

➤ **摩尔线程：KUAE 2 支持万卡互联，国产工艺平台助力突破。**摩尔线程 KUAE 2 采用 S5000，目前处于客户定制化阶段，未来拟标准化销售，KUAE2 当前支持万卡互联，具备高效的 AI 大模型训练能力，覆盖 FP64 至 FP8 全精度计算。

推荐

维持评级

相关研究

1. 电子行业点评：AI 驱动存储升级，eSSD 有望加速渗透-2025/09/22
2. 电子行业点评：端侧 AI 迎来拐点，重视供应链低位机遇-2025/09/22
3. 电子行业点评：昇腾路线图重磅发布，超节点全面赶超加速放量-2025/09/19
4. 电子行业点评：中恒电气成立海外合资公司，HVDC 出海节奏加快-2025/09/19
5. 电子行业动态：中国光博会亮点，OCS 引领互联升级-2025/09/16

在供应链方面，摩尔强调在国内工艺平台上实现对标国际旗舰水平的产品，需与国产 Foundry 厂深度联合研发，进行大量工艺定制和优化开发工作。

➤ **投资建议：**随着沐曦股份 IPO 全面加速，相关产业链公司有望显著受益，我们认为当前国产算力崛起趋势已相对确定，建议关注：**ASIC：**芯原股份；**电源：**科华数据；**代工+封装：**中芯国际、华虹半导体、长电科技；**代理商：**超讯通信；

➤ **风险提示：**AI 需求不及预期；AI 资本开支不及预期；AI 产品迭代不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
688521.SH	芯原股份	203.00	-0.20	0.09	0.60	/	2256	338	推荐
688981.SH	中芯国际	128.92	0.67	0.84	1.05	192	153	123	推荐
1347.HK	华虹半导体	57.17	0.28	0.71	1.07	201	80	54	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 22 日收盘价，汇率 1 美元：7.11 人民币；1 人民币：1.09 港币）

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048