

策略点评

国产算力产业链贯通，行情催化在即

国产算力产业链“产业突破-业绩验证-需求验证”逻辑链条已逐步打通，产业链行情正在迎来催化。

- 国产算力产业链“产业突破-业绩验证-需求验证”逻辑链条已逐步打通，产业端，沐曦集成、摩尔线程两大国产 GPU 厂商科创板 IPO 获受理，填补 A 股全功能 GPU 空白，华为算力集群性能媲美英伟达，产业链重点公司业绩来看，工业富联中报业绩创历史同期新高，需求端，国产大模型 Tokens 消耗量高速增长。国产 GPU 上市潮、硬件厂商业绩兑现与 AI 大模型需求增长形成共振，国产算力产业从技术研发、商业落地到需求支撑已进入高速增长周期，全产业链自主化进程提速，国产算力行情亦有望受到催化，建议关注国产算力芯片、服务器、PCB、光通信厂商等。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：高天然
tianran.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

策略点评

国产算力产业链“产业突破-业绩验证-需求确认”逻辑链条已逐步打通，产业端，沐曦集成、摩尔线程两大国产 GPU 厂商科创板 IPO 获受理，填补 A 股全功能 GPU 空白，华为算力集群性能媲美英伟达，产业链重点公司业绩来看，工业富联中报业绩创历史同期新高，需求端，国产大模型 Tokens 消耗量高速增长。国产 GPU 上市潮、硬件厂商业绩兑现与 AI 大模型需求增长形成共振，国产算力产业从技术研发、商业落地到需求支撑已进入高速增长周期，全产业链自主化进程提速，国产算力行情亦有望受到催化，建议关注国产算力芯片、服务器、PCB、光通信厂商等。

国产 GPU 厂商上市加速，华为算力集群性能媲美英伟达。据上交所官网，6 月 30 日沐曦集成、摩尔线程科创板首发申请获上交所受理。两家公司均是 GPU 芯片厂商。据沐曦招股书，公司是中国高性能通用 GPU 产品的主要领军企业之一，致力于自主研发全栈高性能 GPU 芯片及计算平台，截至报告期末(2025 年 3 月 31 日)，沐曦 GPU 产品累计销量超过 25000 颗，已在多个国家人工智能公共算力平台和商业化智算中心实现规模化应用。而对于摩尔线程，据招股书，公司成功自主研发并量产四代高性能 GPU 架构，并基于此推出了十余款高性能 GPU 加速卡与模组，以及 D800 计算服务器和 KUAE 智能计算集群等产品，构建了包含芯片设计、硬件产品及软硬一体化解决方案的全方位自主可控产品体系。目前 A 股尚无以全功能 GPU 为主营业务的科技公司，两家公司均是国内 GPU 一线厂商，国产 GPU 公司的陆续上市，是国产算力产业化的重要进程，有望带动国产算力行情。

另一方面，6 月 20 日华为开发者大会召开，发布盘古大模型 5.5 与 CloudMatrix 384 超节点昇腾 AI 云服务，标志着国产大模型在推理能力、行业应用与算力架构上实现三重跃迁。华为云新一代昇腾 AI 云服务基于 CloudMatrix 384 超节点创新性地采用全新高速网络 MatrixLink，将 384 颗昇腾 NPU 与 192 颗鲲鹏 CPU 实现全对等互联，从而构建出一台超级“AI 服务器”。在此架构下，单卡推理吞吐量大幅提升至 2300 Tokens/s，相较于非超节点架构，性能提升近 4 倍。CloudMatrix 384 在多项关键指标上实现对英伟达旗舰产品 GB200 NVL72 的超越，标志着中国在人工智能基础设施领域实现里程碑式突破。尽管单芯片性能仍与英伟达 GB200 NVL72 存在一定差距，但其 Cloud Matrix 384 通过架构优化与集群协同，在密集 BF16 算力（300PFLOPS vs 180PFLOPS）、总内存容量（49.2TB vs 13.8TB）等核心指标实现对 GB200 NVL72 的反超，任务并行处理效率显著提升，这一突破表明，国产算力正通过系统级创新弥补单芯片性能短板，为大规模算力基础设施建设提供可行方案。

图表 1. 华为 Cloud Matrix 384 与英伟达 GB200 NVL72 性能对比

性能指标	华为 Cloud Matrix 384	英伟达 GB200NVL72
密集 BF16 算力 (PFLOPS)	300	180
总内存容量 (TB)	49.2	13.8
内存带宽 (TB/s)	1,229	576
功耗 (W)	559,378	145,000

资料来源：新浪财经，中银证券

国产算力产业链代表厂商工业富联中报业绩预告亮眼，算力产业链业绩景气延续。2025 年 7 月 7 日，工业富联发布 2025 年中报业绩预告，预计第二季度实现归母净利润 67.27 亿元到 69.27 亿元，同比上升 47.72%至 52.11%，创下同期历史新高。工业富联表示，业绩大幅增长主要得益于 AI 相关业务的增长，在第二季度 AI 服务器营收同比增长超过 60%，800G 交换机营收达 2024 全年的 3 倍，同时分业务来看，工业富联在公告中指出，云计算业务在二季度实现高速增长，整体板块营业收入较去年同期增长超过 50%。工业富联亮眼的业绩表现或预示着算力产业链特别是国产算力产业链景气的延续。

国产大模型 Tokens 增长迅速催化国产算力需求，需求端进入加速拐点。Tokens 是衡量算力需求的重要指标，国产大模型及海外 AI 推理侧 Tokens 消耗量的明显增长表明，算力需求正在进入加速拐点。火山引擎 FORCE 原动力大会数据显示，截至今年 5 月底，火山引擎豆包大模型 tokens 日均调用量已经达到 16.4 万亿，是发布时的 137 倍。而从海外特别是推理侧来看，Tokens 消耗量也同样处于加速拐点，Alphabet 在 1Q25 共推理≈634 万亿（634T）tokens，到 2025 年 4 月，月度推理量已升至 480T，较一年前的 9.7T 增长 50 倍。

当前，产业端华为算力集群性能提升叠加国产 GPU 上市潮催化、硬件厂商业绩兑现与 AI 大模型需求增长形成共振，国产算力产业从技术研发、商业落地到需求支撑已进入高速增长周期，全产业链自主化进程提速，国产算力行情亦有望受到催化，建议关注国产算力芯片、服务器、PCB、光通信厂商等。

图表 2.国产算力产业链重点个股跟踪

证券代码	证券简称	7月9日收盘价 (元)	7月9日市盈率 PE(TTM) (倍)	市盈率分位数 (%)	2025年Q1营业收入 增速(%)	2025年Q1归母净利润 增速(%)
688256.SH	寒武纪-U	535.00	1,724.28	0.00	4,230.22	256.82
688041.SH	海光信息	135.39	146.48	42.74	50.76	75.33
300474.SZ	景嘉微	70.92	-177.82	—	-5.46	-375.50
688521.SH	芯原股份	87.00	-74.46	—	22.49	-6.45
000977.SZ	浪潮信息	51.28	30.84	52.21	165.31	52.78
601138.SH	工业富联	26.60	21.77	90.19	35.16	24.99
688981.SH	中芯国际	85.85	150.81	81.86	29.44	166.50
002463.SZ	沪电股份	47.81	32.44	74.91	56.25	48.11
002916.SZ	深南电路	118.09	39.58	79.10	20.75	29.47
688668.SH	鼎通科技	63.37	60.84	77.57	95.25	190.12
300308.SZ	中际旭创	145.30	28.10	25.81	37.82	56.83
300502.SZ	新易盛	135.55	32.97	38.80	264.13	384.54
300394.SZ	天孚通信	83.88	46.50	53.63	29.11	21.07
603083.SH	剑桥科技	47.55	74.03	55.38	5.18	21.11
688498.SH	源杰科技	199.90	-7,315.15	—	40.52	35.93

资料来源：万得，中银证券

注释：市盈率分位数统计时间为2020年1月1日-2025年7月9日

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371