

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	5010.88
52 周最高	5841.52
52 周最低	3963.29

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:陈涵泊
SAC 登记编号:S1340525080001
Email:chenhanbo@cnpsec.com
分析师:李佩京
SAC 登记编号:S1340525080003
Email:lipeijing@cnpsec.com
分析师:王思
SAC 登记编号:S1340525080002
Email:wangsi1@cnpsec.com

近期研究报告

《太空算力：从地面到轨道，算力基建的“升维战争”》 - 2025.12.01

沐曦 17 日上市，关注国产算力产业链

● 事件

沐曦股份将于 2025 年 12 月 17 日在上海证券交易所科创板上市，自上市之日起将纳入科创成长层，发行价格为 104.66 元/股，拟融资 39.04 亿元，用于投资“新型高性能通用 GPU 研发及产业化项目”、“新一代人工智能推理 GPU 研发及产业化项目”和“面向前沿领域及新兴应用场景的高性能 GPU 技术研发项目”。

● 收入受益于国产化实现快速增长，亏损大幅收窄，现金流好转

公司主营业务收入全部来源于自主研发的 GPU 芯片及配套软件栈，产品线覆盖曦云 C 系列（训推一体）、曦思 N 系列（AI 推理）及在研曦彩 G 系列（图形渲染）；2025Q1-3 营收 12.36 亿，同比+453.5%；毛利率 55.76%，同比+2.92pct；

费用端，公司 2025Q1-3 销售/管理/研发费用率分别为 9.53%/19.75%/56.25%，同比-33.85/-46.57/-218.48pct；利润端，公司 2025Q1-3 归母净利润-3.46 亿，同比大幅减亏；经营活动产生的现金流量净额-9 亿，同比大幅收窄；

公司收入增长主要得益于国家算力基础设施自主化政策推动，产品已部署于 10 余个智算集群，算力网络覆盖公共、运营商及商业智算平台，服务北京、上海、杭州、长沙、香港等多地，香港地区收入占比不足 3%（2024 年）；根据 Bernstein Research & IDC 数据及公司测算结果，公司在 2024 年中国 AI 芯片市场中的份额约为 1%。

● 沐曦 GPU 产品具备全栈自主可控竞争力

公司主打全栈高性能 GPU 芯片，核心技术具备自主性，产品覆盖 AI 训练、推理与图形渲染全场景。曦云 C588 芯片性能与英伟达 H100 差距大幅缩小，国内领先；首创 MXMACA 指令集与软件栈，兼容 CUDA 生态，迁移成本低；独有 MetaXLink 高速互连技术，单芯片集成 7 接口，带宽达 H200 水平，支持 2-64 卡灵活拓扑；全面支持 FP64 至 FP4 多精度混合计算，率先落地 FP8 训练能力；自研多级缓存架构与 HBM3/HBM3e 显存控制，显著提升算力利用率。产品通过国家“专精特新”认定，已应用于智算中心、金融、医疗等关键领域，实现训推一体、软硬协同的国产算力替代。

集群方面，公司是国内少数真正实现千卡集群大规模商业化应用的 GPU 供应商，并正在研发和推动万卡集群的落地，目前已成功支持 128B MoE 大模型等完成全量预训练。

● 订单：在手 14.3 亿，预计互联网企业 2025Q4 小批量下单

目前，曦云 C500 系列仍延续着较好的销售态势，截至 9 月 5 日，在手订单金额（不含税）为 14.30 亿元，下游客户持续采购需求旺盛，

主要包括超讯通信、新华三、汇天网络、武珞智慧等报告期内存量客户的复购订单以及部分新客户大订单，部分在手订单预计将于 2026 年发货和确收。随着发行人下一代国产供应链产品曦云 C600 正式推出并稳步启动量产，将与现有曦云 C500 系列形成优势互补；

公司目前正在大力开拓互联网企业和运营商两类关键客户，互联网企业预期 2025 年 4 季度可能小批量试产下单；公司目前已进入中国电信的集采短名单，并持续积极参与中国移动、中国联通的集采项目入围测试，同时深度融入运营商的 AI 生态建设。此外，发行人与部分运营商区域公司合作的多个地方智算中心项目也正在同步推进过程中。

● **供应：加大战略备货，三季度末存货与上年末相比+90%**

公司与部分境外供应商就晶圆代工和封装测试进行合作，HBM 以及芯片研发设计所需的 EDA 工具和部分接口 IP 等方面的采购，也涉及主要终端供应商来自于境外的情况；为保障原材料供应稳定，公司于 2024 年积极进行战略备货，期末存货及预付账款余额大幅增加；2025Q3 末存货达到 14.72 亿，与上年末的 7.77 亿相比+89.48%，以半成品和库存商品为主；预付款项达到 7.51 亿，与上年末的 8.90 亿相比-15.58%。

● **投资建议**

建议关注：

- 1) 沐曦链：沐曦股份、亿都国际控股、瑞晟智能、超讯通信、立讯精密、优刻得等；
- 2) 摩尔链：摩尔线程、华大九天等；
- 3) 海光链：海光信息、中科曙光、曙光数创等；
- 4) 寒武链：寒武纪、浪潮信息等；
- 5) 华为链：华丰科技、神州数码、拓维信息、软通动力、四川长虹等。

● **风险提示：**

宏观环境风险、上游供应风险、中游竞争加剧风险、下游客户需求不及预期风险、产品和技术迭代不及预期风险。

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 10%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，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，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等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

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