

## 沐曦股份（688802.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月2日

## 基本信息

|        |           |
|--------|-----------|
| 所属行业   | TMT       |
| 当前股价   | 672.73    |
| 总市值    | 2691.59 亿 |
| PE-TTM | 1236.23   |
| PB-MRQ | 19.40     |

## 估值结果

|       |           |
|-------|-----------|
| 价值    | 430.30 亿  |
| DDM估值 | 上行空间 -84% |
| 状态    | 严重高估      |
| 价值    | 437.61 亿  |
| 动态估值  | 上行空间 -84% |
| 状态    | 严重高估      |

## 四维评级

|      |       |
|------|-------|
| 成长空间 | ★★★★★ |
| 盈利趋势 | ★★★★☆ |
| 产业格局 | ★★★☆☆ |
| 护城河  | ★★★☆☆ |

## 核心评级结论

沐曦股份是国内领先的第三方独立GPU设计厂商，致力于自主研发全栈高性能GPU芯片及计算平台。

公司成长空间极大，主要受益于生成式AI的爆发式增长和国产替代的刚性需求，AI推理市场tokens消耗量指数级提升，国内头部云厂商及大模型公司迫切需要摆脱对海外GPU的依赖。公司盈利趋势较好，短期看由于产能受限和国产替代需求，GPU供不应求，高性能产品价格和利润率相对提升；长期看云厂商自研芯片将带来价格压力，利润率可能会有所下降。公司产业格局一般，面临云厂商自研算力芯片的战略趋势以及华为昇腾的激烈竞争，公司目前市场份额较小，处于拓展客户的初期阶段。公司护城河较弱，研发投入与云厂商和华为等竞争对手相比差距较大，缺乏通信和大规模云服务器的积累，同时面临技术变革风险（如LPU等新架构的威胁）。

基于AI算力需求指数级提升、中国大模型厂商在海内外具有较强竞争力、推理用算力芯片实现高国产化率、沐曦股份在成熟期将在第三方独立GPU厂商中市占率处于中游位置的假设，公司当前高估。

## 我们区别于市场的观点

市场认为，沐曦股份作为国内稀缺的自主研发高性能GPU供应商，深度受益于AI算力国产替代加速与信创市场爆发，具备高壁垒技术优势。我们认为，公司具备潜在的高成长性溢价，短期深度受益于GPU供需缺口，但长期面临云厂商自研芯片和其他第三方厂商的激烈竞争风险，技术护城河待进一步加深。

## 风险提示

存在AI算力芯片技术发生巨大变革或公司技术研发落后于行业迭代的风险；大客户订单不确定性强，公开信息较少，存在订单变化导致公司收入低于预期的风险；先进制程产能紧张，公司为Fabless设计模式，存在一定供应链安全风险。

## 内容目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 1. 基本信息 .....            | 4  |
| 2. 业务介绍 .....            | 4  |
| 3. 商业模式 .....            | 4  |
| 3.1 资产强度 .....           | 4  |
| 3.2 研发强度 .....           | 5  |
| 3.3 人力资源密集度 .....        | 5  |
| 4. 历史经营绩效 .....          | 5  |
| 4.1 历史盈利能力 .....         | 5  |
| 4.2 历史成长能力 .....         | 6  |
| 4.3 历史业务控制力及财务健康评级 ..... | 6  |
| 4.4 股东回报评级 .....         | 6  |
| 5. 四维评级 .....            | 7  |
| 5.1 成长空间 .....           | 7  |
| 5.2 盈利趋势 .....           | 7  |
| 5.3 产业格局 .....           | 7  |
| 5.4 护城河 .....            | 8  |
| 6. 公司估值 .....            | 8  |
| 6.1 核心假设及逻辑 .....        | 8  |
| 6.2 动态估值 .....           | 9  |
| 6.3 DDM估值 .....          | 9  |
| 6.4 估值确定性 .....          | 10 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图1：预测2026年收入占比 .....          | 4 |
| 图2：预测2026年毛利占比 .....          | 4 |
| 图3：近年公司盈利能力趋势图 .....          | 5 |
| 图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....        | 6 |
| 图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ..... | 6 |
| 图6：近年股东回报能力趋势图 .....          | 6 |
| <br>                          |   |
| 表1：护城河详解表 .....               | 8 |
| 表2：公司整体业绩预测 .....             | 9 |
| 表3：公司分业务业绩预测 .....            | 9 |
| 表4：公司整体及分业务动态估值 .....         | 9 |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 .....        | 9 |

## 1. 基本信息

沐曦股份是国内高性能通用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。公司产品全面覆盖人工智能计算、通用计算和图形渲染三大领域，推出曦思N系列（智算推理）、曦云C系列（训推一体和通用计算）以及曦彩G系列（图形渲染）GPU产品。公司客户覆盖国家人工智能公共算力平台、运营商智算平台和商业化智算中心，在国产算力基础设施建设中发挥重要作用。

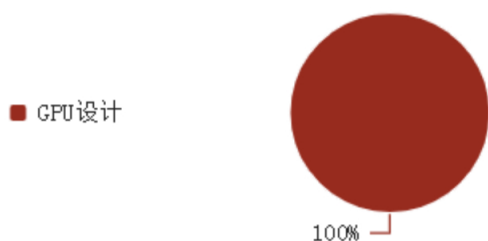
## 2. 业务介绍

对于沐曦股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

GPU设计：

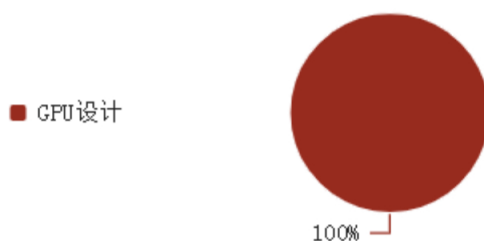
公司主力产品是用于AI计算的训推一体GPU，下游市场以信创数据中心（包括运营商、银行等）和国产云厂商、大模型厂商为主。GPU是一种原本用于处理图像渲染的并行计算芯片，因其拥有数千个计算核心，能高效同时处理大量简单重复的任务。在AI行业中，GPU已成为训练和推理大模型的核心算力底座，其并行计算能力直接决定了AI模型的迭代速度与应用效果。我们将公司GPU设计业务的下游市场界定为国内AI算力芯片市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

公司是无晶圆厂（Fabless）半导体设计公司，仅从事GPU芯片的设计业务，晶圆制造和封装测试外包给上游供应商，产品以芯片或服务器的形式出售给客户。公司资产轻，毛利率高，员工中研发人员占多数。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度较低，主要是由于公司是无晶圆厂（Fabless）半导体设计公司，芯片的生产制造外包给上游晶圆厂和封装测试厂商，公司团队以研发人员为主，聚焦于高附加值的芯片研发设计环节，无需投资厂房设备等大额固定资产。

### 3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发强度高，主要是由于用于AI计算的GPU技术和生态壁垒高、研发难度大。公司成立时间较短，处于发展初期，需要大量投入研发以追赶海外龙头的产品性能，同时25年及以前客户较少，营收规模小，主要资金来源于融资，因此研发费用占比极高。

### 3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司人力资源密集度高，主要是由于用于AI计算的GPU开发是复杂的系统工程，不仅硬件设计复杂，而且还要建设能够兼容CUDA的软件栈，需要投入大量的人力物力。截至2025年底，公司研发人员675人，占比73%，人均薪酬75万元，因此公司人员薪酬支出较高。

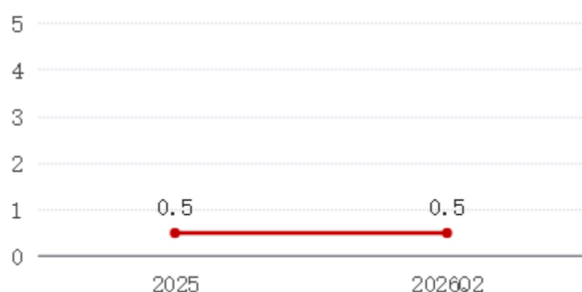
## 4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效较弱，主要是由于公司成立年份较短，仍处于高研发投入而产品没有大规模商业化落地的发展初期。公司技术迭代快，今年已进入营收快速增长的高速成长期，历史经营绩效参考意义较小。

### 4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



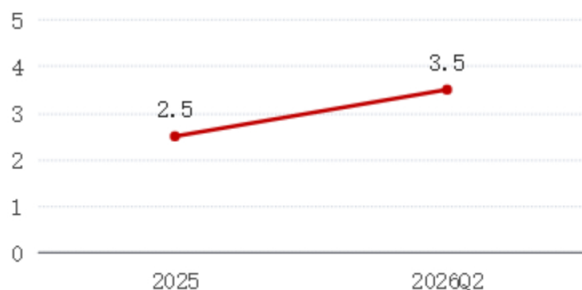
数据来源：公司财报，壹评级

公司持续亏损，主要是由于GPU设计研发投入极高，公司前期投入大量研发成本，但产品尚未商业化落地放量。随着营收放量，2026年二季度已经实现单季扣非净利润扭亏。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



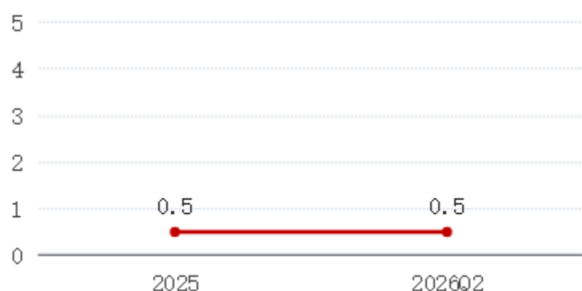
数据来源：公司财报，壹评级

公司2025年历史成长性较弱，主要是由于公司仍处于高技术研发投入的发展初期，2025年及以前产品销量较少。2026年起公司产品进入互联网云厂商等大客户，产品商业化放量带动营业收入快速增长。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

☆☆☆☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力较差，主要是由于公司处于发展初期，营收规模较小，但需投入大量研发费用，包括晶圆厂流片及生产费用，导致上游占款占收入比例较高。

## 4.4 股东回报评级

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司于2025年12月上市，目前仍处于亏损中，无分红计划。

## 5. 四维评级

受益于生成式AI与国产替代，公司GPU设计业务成长空间极大。盈利方面，短期供不应求可推升利润率，长期面临云厂商自研带来的价格压力。产业格局一般，面临云厂商自研与华为昇腾的激烈竞争，公司份额较小。护城河较弱，研发投入不及头部对手，且面临技术变革风险

### 5.1 成长空间

★★★★★

受益于生成式AI的爆发式增长和国产替代的需求，公司成长性极强。

GPU设计(5星):

GPU设计业务成长空间极大，主要有两方面原因：一是AI推理市场正迎来爆发式增长，tokens消耗量指数级提升，未来还将随边缘场景和实时交互的普及持续扩张，对高算力、低延迟GPU的需求呈指数级上升；二是国产替代已成刚性趋势，国内头部云厂商及大模型公司技术实力已跻身全球前列，但在自主可控要求下，迫切需要摆脱对海外GPU的依赖。沐曦作为国产高性能GPU厂商，充分受益于国产替代的本土需求。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆☆

公司虽然尚未盈利，但随着营收快速增长覆盖研发投入，盈利能力将大幅改善。

GPU设计(3星):

GPU设计业务盈利趋势较好。短期看，由于产能受限和国产替代的刚性需求，GPU供不应求，随着公司产品性能升级迭代，即使保证产品性价比，高性能产品的价格和利润率也会相对提升，公司近年有望实现利润的大幅增长；长期看，AI算力芯片的主力客户是有自研芯片的云厂商，若第三方独立模型厂商规模做大，也会考虑自研AI芯片降本。激烈的模型竞争必然要求硬件的性价比，行业进入稳定成长期后算力芯片利润率将有所下降。

### 5.3 产业格局

★★★★☆☆

虽然GPU设计的技术和产能壁垒较高，但是一方面推理市场不仅看重芯片性能，更看重性价比，另一方面第三方独立算力芯片厂商面临云厂商自研和国产龙头昇腾的竞争，公司产业格局一般。

GPU设计(2.5星):

GPU设计业务产业格局一般。对于自研大模型的云厂商而言，算力芯片自研是必然的战略，既可以降低成本、摆脱对第三方芯片厂商的依赖，还能实现模型+云+硬件的全栈优化，未来云厂商外采芯片的比例会逐渐下降。第三方厂商中，华为昇腾的算力芯片性价比和性能均位居前列，占有40%左右的市场份额。公司份额较小，处于正在拓展客户的初期。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较弱，主要是由于研发投入高、技术变革风险较高，和云厂商自研芯片、华为昇腾的研发投入差距较大。

表1：护城河详解表

|        | 护城河宽度及解释                                                                                                                                             | 护城河持续性及解释                                                                                                                                                                                             |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| GPU 设计 | (0.5星)GPU设计业务护城河宽度较小。虽然GPU设计技术门槛高，需投入大量资金和人力进行长时间研发，但和竞争对手相比，公司暂未形成明显优势，需关注后续研发进展；公司可投入的研发费用和团队规模相比云厂商和华为也较少。公司在第三方独立GPU设计厂商中技术领先，但面临技术变革和上下游一体化的威胁。 | (3星)GPU设计业务护城河持续性一般。软件上，国产高性能计算GPU以兼容CUDA为目标，无持续的独特生态壁垒；硬件上，虽然GPU或其他ASIC算力芯片的设计长期具有较深的技术壁垒，但已经成功流片的企业通常能保持一年一迭代，部分能在一两年内实现明显的技术提升。GPU/ASIC的技术变化快，为解决推理延迟问题，英伟达已推出了与传统GPU差距较大的LPU。较大的技术变革风险威胁着护城河的持续性。 |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于AI算力需求指数级提升、中国大模型厂商在海内外具有较强竞争力、推理用算力芯片实现高国产化率、沐曦股份在成熟期处于第三方独立GPU厂商中游位置的假设，公司当前高估。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司主营业务为应用于AI高性能计算的GPU，我们预期公司主要收入来自于AI算力芯片，用于图形渲染的GPU占比极少。核心假设及未来预测如下：

#### 1) 收入假设：

我们根据全球AI算力需求x推理市场占比x中国模型厂商市占率测算中国模型厂商的tokens收入总量，除去模型厂商毛利、电力成本以及非GPU的软硬件成本（包括CPU、通信设施、运维费用等），测算推理用算力芯片市场规模。我们预期成熟期市场呈现一超多强格局，华为昇腾芯片占据45%的市场份额，云厂商自研芯片合计占据40%以上份额，其他第三方厂商中的龙头占据10%左右，沐曦处于中游水准，占据2%的市场份额，而其他中小厂商份额极少。

#### 2) 毛利率假设：

由于AI算力需求增速远高于先进制程产能扩张，我们预期3年内随着供需失衡和公司产品性能提升，公司毛利率提升。长期由于云厂商自研芯片成熟以及大模型有激进的降本需求，公司产品毛利率将有所下滑。

表2：公司整体业绩预测

| 沐曦股份          | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 0.5   | 7.4   | 16.4  | 32.8  | 65.6  | 118.1 | 171.2 | 222.6 |
| 归母净利润(亿)      | -8.7  | -14.1 | -7.9  | -2.0  | 7.2   | 22.5  | 36.1  | 40.1  |
| 归母净利润增速(%)    | -11.2 | -61.7 | 44.0  | 74.8  | 463.0 | 211.5 | 60.5  | 11.3  |
| 经营性净利润(亿)     | -8.8  | -14.2 | -8.5  | -2.0  | 7.2   | 22.5  | 36.1  | 40.1  |
| 经营性净利润增速(%)   | -11.0 | -60.9 | 39.9  | 76.6  | 463.0 | 211.5 | 60.5  | 11.3  |
| 经营性归母净利润(亿)   | -8.8  | -14.2 | -8.5  | -2.0  | 7.2   | 22.5  | 36.1  | 40.1  |
| 经营性归母净利润增速(%) | -11.0 | -60.9 | 39.9  | 76.6  | 463.0 | 211.5 | 60.5  | 11.3  |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| GPU设计       | 2023A   | 2024A  | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-------------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 0.5     | 7.4    | 16.4  | 32.8  | 65.6  | 118.1 | 171.2 | 222.6 |
| 收入增速(%)     | 12230.2 | 1301.5 | 121.3 | 99.5  | 100.0 | 80.0  | 45.0  | 30.0  |
| 经营性净利润(亿)   | -8.8    | -14.2  | -8.5  | -2.0  | 7.2   | 22.5  | 36.1  | 40.1  |
| 经营性净利率(%)   | -1660.5 | -190.6 | -51.8 | -6.1  | 11.0  | 19.0  | 21.1  | 18.0  |
| 经营性净利润增速(%) | -11.0   | -60.9  | 39.9  | 76.6  | 463.0 | 211.5 | 60.5  | 11.3  |

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

| 业务        | 半显性期<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局  | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-----------|--------------|------------|-------|------------|--------------|------------|---------------|
| GPU设计     | 11.9%        | 中高         | 一般    | 较强         | 9.0%         | 14.14      | 39.1          |
| 业务        | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值  | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| GPU设计(亿)  | -52.8        | 391.9      | 339.1 | 98.5       | -            | -          | 437.6         |
| 公司整体测算(亿) | -52.8        | 391.9      | 339.1 | 98.5       | -            | -          | 437.6         |

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

| 业务        | 预测期<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值  | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值   |
|-----------|-----------|-----------|-------|------|--------------|------------|-------|
| GPU设计(亿)  | 62.1      | 269.7     | 331.8 | 98.5 | -            | -          | 430.3 |
| 公司整体测算(亿) | 62.1      | 269.7     | 331.8 | 98.5 | -            | -          | 430.3 |

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较弱，主要由于远期AI算力需求难以估算，整个AI产业链条中GPU的价值量也难以确定，无法准确估测成熟期AI算力芯片的市场规模。行业处于激烈的技术演进和竞争之中，算力芯片的远期市场格局和公司在行业中的地位具有较大不确定性。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

| 星级 | 5  | 4.5 | 4   | 3.5 | 3   | 2.5 | 2   | 1.5 | 1  | 0.5 |
|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|
| 比例 | 3% | 7%  | 10% | 15% | 15% | 15% | 15% | 10% | 7% | 3%  |

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间  $(X) = \text{估值}/\text{市值} - 1$ ，其与估值状态的对应关系如下：

| 区间   | $X < -50\%$ | $-50\% \leq X < -30\%$ | $-33\% \leq X < -20\%$ | $-20\% \leq X < 25\%$ | $25\% \leq X < 50\%$ | $50\% \leq X < 100\%$ | $X \geq 100\%$ |
|------|-------------|------------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------|
| 估值状态 | 严重高估        | 高估                     | 偏高估                    | 合理估值                  | 偏低估                  | 低估                    | 严重低估           |

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。