

首次覆盖报告
璧仞科技 (6082. HK)

平安证券(香港) 研究
2026年6月3日

评级
强烈推荐
目标价
78.63 港元

破壁铸芯乘浪起，东方曦光映智芯

分析师

余浩樑

CE No. B01816

852-3762 9662

Albert.hl.yu@pingan.com

基本资料

现价: 61.65 港元

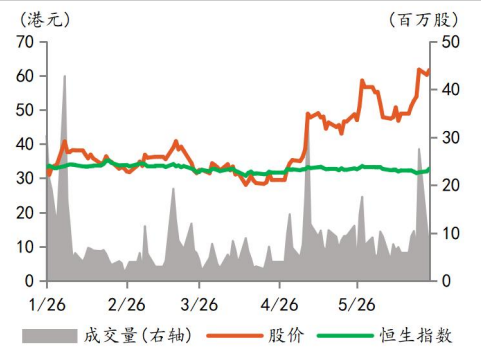
H 股市值: 150,356 百万港元

52 周股价振幅: 27.32-65.9 港元

近 3 个月日均成交额: 363.4 百万港元

来源: Bloomberg, 数据更新至 2026 年 6 月 2 日

股价表现



来源: Bloomberg, 数据更新至 2026 年 6 月 2 日

相关报告

投资亮点

翘楚聚力疾驰，铸就智能计算芯片领航者。璧仞科技自 2019 年成立以来，背靠业内顶尖创始及研发团队，以七年高速增长锚定通用智能计算引领者地位。公司自主研发的通用图形处理器 (GPGPU) 架构及芯片软硬件系统，构建完整技术闭环，覆盖全场景算力需求，其首款芯片从设计到商业化仅用三年，印证世界一流研发效率，产品竞争力突出，成为国内行业领先客户的首选。

AI 驱动智能芯片释放增长机遇，国产替代浪潮催生中国芯片龙头。在人工智能 (AI) 驱动下，智能计算芯片市场高速增长，训练与推理需求推动芯片向通用演进，GPGPU 成主流且中国市场增速超全球。当前中国市场仍由外资主导，中国芯片厂商虽暂处于空白地带，但同时暗藏着国产替代重大机遇。我们认为璧仞科技凭借扎实的技术积累、清晰的战略发展路径有望成长为国产智能计算芯片替代浪潮中的核心龙头企业。

建立软硬一体化全链条核心能力，彰显智能计算芯片领域领先自研优势。公司利用自研的软硬一体化解决方案，全面具备了核心架构、系统级芯片 (SoC) 设计、硬件系统、软件平台、集群部署的全链条能力，不仅高效适配大规模 AI 工作负载的持续演进，更以卓越的技术为客户提供高性能、低成本、易兼容的智能计算支撑，彰显智能计算芯片领域的领先自研优势。

上游构筑高韧性国产化供应链根基，下游覆盖优质客户实现跨越式商业突破。公司在供应链端，已构建起优质国内供应商为主体的高韧性国产化供应链，为业务拓展奠定坚实基础。在客户与商业化层面，公司持续加快客户拓展与生态合作步伐，在智算基础设施建设、大模型生态共建、垂直行业应用落地等领域实现多点突破。截止 2025 年底，公司存货同比增长超 5 倍达人民币 9.5 亿元，为 2026 年产品规模化交付和营收持续增长奠定了坚实基础。

盈利预测及估值

我们预计公司 2026 年/2027 年/2028 年收入分别增长至人民币 21.7 亿/70.3 亿/136.2 亿元，2025-2028 年 CAGR 达 136.1%，2026 年经调整亏损将逐步收窄，并于 2027 年扭亏为盈，2026 年/2027 年/2028 年经调整利润分别为人民币 -7.6 亿/14.3 亿/38.3 亿元。我们通过现金流折现估值、远期市销率两种估值方法得到的市值 1,918 亿港元，对应的估值倍数 PS 市销率 2027E 23.6x, 2028E 12.2x。综上所述，我们给予公司目标价 78.63 港元，潜在升幅达 27.5%，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示

市场竞争风险；上游供应商依赖风险；研发进展不及预期；国际地缘政治风险；客户集中风险；财务预测及估值模型风险；次新股股价波动风险。

人民币千元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	336,803	1,034,614	2,168,956	7,029,736	13,624,016
同比增长	443.0%	207.2%	109.6%	224.1%	93.8%
毛利	179,197	557,002	1,174,201	3,819,726	7,443,712
毛利率	53.2%	53.8%	54.1%	54.3%	54.6%
经调整利润	-767,253	-873,802	-761,538	1,429,645	3,834,652
经调整利润率	-227.8%	-84.5%	-35.1%	20.3%	28.1%

来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

目录

目录	2
图表	2
投资亮点一：翹楚聚力疾驰，铸就智能计算芯片领航者	4
七年高速增长，跻身智能计算芯片领航者	4
业内顶尖翹楚，护航发展之路	5
研发团队聚力，成果与投入彰显硬核实力	6
投资亮点二：AI 驱动智能芯片释放增长机遇，国产替代浪潮催生中国芯片龙头	7
AI 刺激智能计算芯片高速增长，中国市场领跑全球	7
全球 AI 资本开支持续加码，国产大模型 token 调用量快速提升	8
训练与推理驱动智能计算芯片向通用演进，GPGPU 通用性主导智能计算芯片主流	9
外资主导中国智能计算芯片市场，壁仞蓄力国产替代新动能	10
投资亮点三：建立软硬一体化全链条核心能力，彰显智能计算芯片领域领先自研优势	12
软硬一体化，构建智能计算全链条能力	12
自研 GPGPU 架构设计技术，奠定核心基石	13
卓越的 SoC 设计能力	13
硬件产品组合不断迭代升级，持续强化产品力	14
全面的软件生态系统，降低开发及迁移成本	16
综合适配性的智能计算集群能力	17
投资亮点四：上游构筑高韧性国产化供应链根基，下游覆盖优质客户实现跨越式商业突破	18
构筑高韧性国产化供应链	18
聚焦核心行业大客户，以标杆合作驱动业务规模化拓展	19
生态版图加速扩张，落地场景持续丰富	19
核心产品商业化持续突破，充足备货助力长期增长	20
财务分析及预测	22
总收入	22
毛利及毛利率	23
三费开支	24
预计 2027 年扭亏为盈	24
估值	27
现金流折现假设绝对估值	27
远期市销率相对估值	28
综合 DCF 及市销率 (PS) 估值法，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 78.63 港元	28
风险提示	29
附录	30
股权架构	31
公司专利	32
免责声明	35

图表

图表 1 . 公司发展历程	4
图表 2 . 公司管理层	5
图表 3 . 2022 年至 2025 年公司研发开支 (人民币亿元)	6
图表 4 . 截止 2025 年底公司员工比例	6
图表 5 . 全球智能计算芯片行业市场规模 (亿美元)	7
图表 6 . 中国智能计算芯片行业市场规模 (亿美元)	7
图表 7 . 海外主要 CSP 资本开支 (亿美元)	8
图表 8 . 中国主要 CSP 资本开支 (人民币亿元)	8
图表 9 . 过去一年 OpenRouter 平台模型 Token 调用量	8

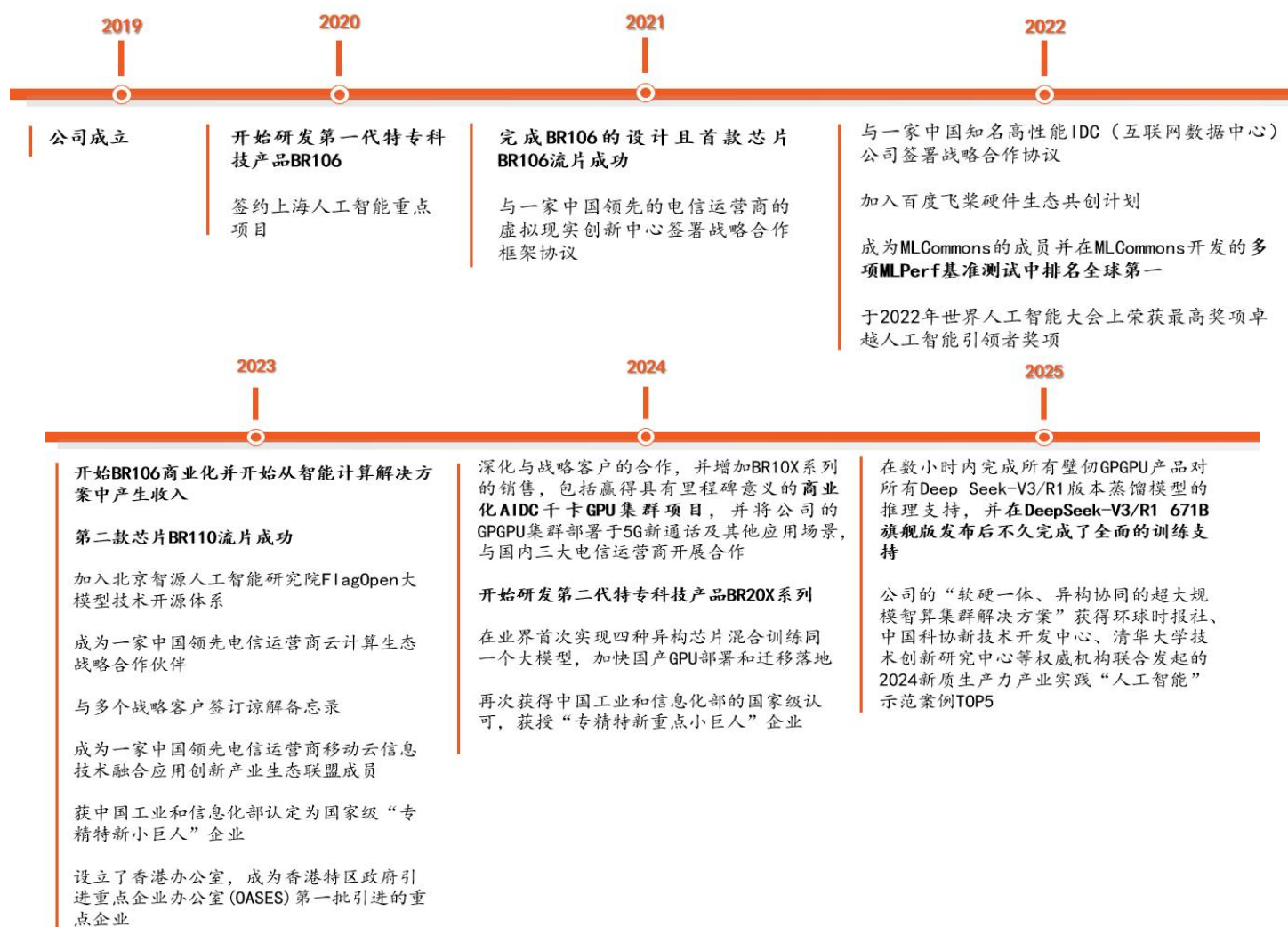
图表 10 . 2026 年 5 月 OpenRouter 平台模型 Token 调用量排名	9
图表 11 . 智能计算场景关键特征	10
图表 12 . 智能计算芯片的优缺点	10
图表 13 . 2024 年中国智能计算芯片行业的竞争格局	11
图表 14 . 2024 年中国 GPGPU 行业的竞争格局	11
图表 15 . 已上市国产 GPU 厂商对比	11
图表 16 . 公司软硬一体化解决方案	12
图表 17 . 公司全芯片结构图	13
图表 18 . 公司 SPC 结构图	13
图表 19 . 公司 SoC 设计	14
图表 20 . 公司 GPGPU 硬件系统组合	15
图表 21 . 公司产品路线图	15
图表 22 . 公司 BIRENSUPA 软件平台	16
图表 23 . 公司计算集群解决方案可靠性及性能的技术亮点	17
图表 24 . 公司计算集群解决方案通用灵活性和兼容性的技术亮点	17
图表 25 . 公司核心供应链	18
图表 26 . 公司与三大运营商的部分合作案例	19
图表 27 . 2023 年、2024 年、2024 上半年及 2025 上半年公司客户及新客户数量 (个)	20
图表 28 . 2023 年、2024 年、2024 上半年及 2025 上半年公司智能计算解决方案收入 (人民币千元)	20
图表 29 . 2023 年、2024 年、2024 上半年及 2025 上半年公司交易数量 (个)	21
图表 30 . 2023 年、2024 年、2024 上半年及 2025 上半年公司平均交易值 (人民币千元/个)	21
图表 31 . 2022 年至 2025 年公司存货 (人民币千元)	21
图表 32 . 2022 年至 2025 年公司预付款 (人民币千元)	21
图表 33 . 公司收入预测 (人民币千元)	22
图表 34 . 公司产品销售业务的收入分布 (人民币千元)	22
图表 35 . 公司 BR106 芯片销量及平均芯片价格假设	22
图表 36 . 公司 BR110 芯片销量及平均芯片价格假设	22
图表 37 . 公司 BR166 芯片销量及平均芯片价格假设	23
图表 38 . 公司 BR200 芯片销量及平均芯片价格假设	23
图表 39 . 公司 BR300 芯片销量及平均芯片价格假设	23
图表 40 . 公司毛利及毛利率预测 (人民币千元)	23
图表 41 . 公司销售及营销开支预测 (人民币千元)	24
图表 42 . 公司一般及行政开支预测 (人民币千元)	24
图表 43 . 公司研发开支预测 (人民币千元)	24
图表 44 . 公司经调整利润 (亏损) 预测 (人民币千元)	24
图表 45 . 公司损益表	25
图表 46 . 公司资产负债表	25
图表 47 . 公司现金流量表	26
图表 48 . 公司重要比率	26
图表 49 . 现金流折现估值预测	27
图表 50 . 同业可比公司的估值参考	28
图表 51 . 公司综合估值区间	28
图表 52 . 本报告正文中涉及上市公司股票代码一览	30
图表 53 . 公司股权架构	31
图表 54 . 公司自主开发或自研专利	32

投资亮点一：翘楚聚力疾驰，铸就智能计算芯片领航者

七年高速增长，跻身智能计算芯片领航者

壁仞科技2019年9月成立，公司自主研发的通用图形处理器（GPGPU）架构及芯片的硬件系统与BIRENSUPA的软件平台，构建了强大的软硬件协同技术闭环，形成从底层算力到上层应用的完整支撑体系，覆盖云端大规模训练至边缘端推理全场景，精准响应下游企业客户日益激增的算力需求。公司于2020年启动首款芯片BR106研发，仅用一年多时间于2021年完成产品流片；2022年公司正式对外发布第一代产品，并在MLPerf（全球最具权威的人工智能机器学习基准测试标准）基准测试登顶全球第一；2023年BR106商业化创收。公司三年内实现BR106从设计到商业化，融合尖端技术且性能领先，印证其世界一流的研发效率。2023年，BR10X系列第二款产品BR110流片成功。2024年BR10X系列攻坚人工智能数据中心（AIDC）千卡集群项目，并将公司的GPGPU集群部署于5G新通话等应用场景，同年公司启动BR20X研发。公司作为智能计算芯片领航者，从零开始自主研发出完整GPGPU架构，产品竞争力显著，在国内人工智能（AI）芯片公司中脱颖而出。

图表 1. 公司发展历程



来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

业内顶尖翘楚，护航发展之路

公司汇聚了顶尖图形处理器（GPU）团队，创始成员多来自英伟达、AMD、华为等国内外多家领先半导体公司，且均为领域内核心技术骨干。董事长、执行董事兼首席执行官张文先生，在 AI 和硬件技术领域拥有丰富的管理经验，深耕集成电路、人工智能等新一代信息科技行业，在战略规划、企业管理及资本市场运作等方面卓有建树。张文先生曾任职于商汤担任总裁，商业落地能力突出。执行董事兼首席技术官洪洲先生，负责监督并制定公司产品技术发展方向，作为公司首个 GPGPU 芯片的首席架构师，主导 GPGPU 架构的定义与设计。洪洲先生在 GPU 设计及工程方面拥有近 30 年经验，曾领导国内外多家领先半导体公司的研发团队，并在全球拥有 70 多项专利。执行董事兼首席运营官张凌岚先生，负责公司产品的项目管理及生产与质量控制。张凌岚先生于半导体行业拥有超过 20 年经验，曾任职于海光、三星、AMD 等企业。

图表 2. 公司管理层

姓名	职位及职责	重点经历	学历
张文先生	董事长、执行董事兼首席执行官 负责整体管理及商业战略	任职于商汤担任总裁（2018-2019） 任职于上海鼎域恒睿股权投资基金管理有限公司担任董事长兼首席执行官（2013-2017） 任职于 LED 芯片公司映瑞光电科技（上海）有限公司担任总裁兼首席执行官（2010-2013） 任职于 Kirkland & Ellis LLP 担任律师（2007-2009）	美国哈佛大学法学博士学位（2005） 美国哥伦比亚大学工商管理硕士学位（2007）
洪洲先生	执行董事兼首席技术官 负责主导核心技术及芯片架构的开发	任职于华为美国研究中心 Futurewei Technologies 担任首席架构师（2016-2020） 任职于美国计算机图形公司 S3 Graphics Inc. 担任硬件架构副总裁（2007-2016） 曾任职于英伟达	美国纽约州立大学水牛城分校理学硕士学位（1994） 中国清华大学工程学硕士学位（1989） 中国北京大学理学士学位（1986）
张凌岚先生	执行董事兼首席运营官 负责研发及工程运营管理	任职于 Higon Austin R&D Center Corporation 担任深度运算副总裁（2018-2019） 任职于三星电子美国研发中心担任高级研发经理（SMTS）（2015-2018） 任职于 Advanced Micro Devices 担任 GPU SoC 架构师（PMTS）（2001-2015）	美国加州大学伯克利分校工商管理硕士学位（2014） 美国南加州大学电机工程硕士学位（2001） 中国浙江大学电机工程学士学位（1996）
肖冰先生	执行董事兼总经理 负责监督及管理销售及市场营销	任职于商汤担任业务发展副总裁（2019-2020） 任职于人工智能解决方案公司 Petuum Inc. 担任中国区总经理	中国清华大学电子工程学士学位（1990）

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

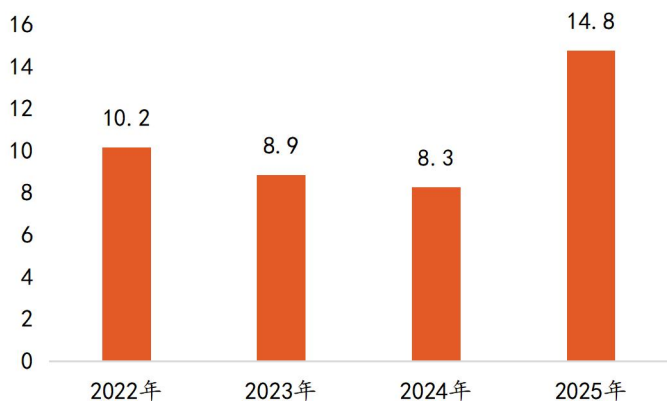
		任职于 Oracle 担任中国区通信行业总经理 (2014-2017) 任职于 IBM 担任中国区软件集团通信行业总经理 (2010-2014) 任职于 Teradata China 担任中国区副总裁 (2004-2010)	
--	--	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部

研发团队聚力, 成果与投入彰显硬核实力

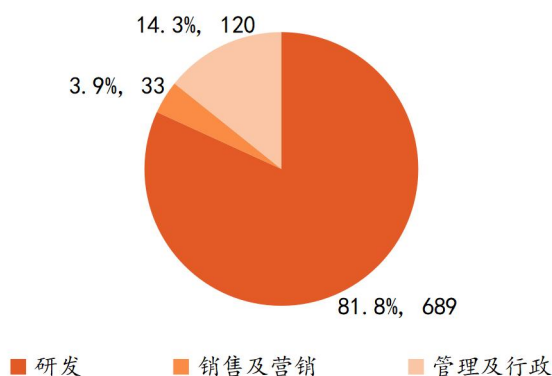
在核心管理层的引领下, 公司研发团队实力雄厚, 截止 2025 年底, 由 689 名资深专业人员组成, 占员工总数 81.8%, 团队成员的专业知识涵盖广架构设计、系统级芯片 (SoC) 设计、系统设计、软件工程、供应链管理等多领域, 且多数成员曾任职于领先半导体及信息技术企业。依托强大的研发实力, 公司专利成果显著。截止 2025 年底, 公司已累计申请全球专利 1,500 余项, 位列中国通用 GPU 公司第一; 获得专利授权 600 余项, 处于 GPU 行业前列; 发明专利授权率达 100%, 位列国内企业发明专利授权率榜首。研发投入方面, 公司过往四年 (2022-2025 年) 研发开支分别为人民币 10.2 亿、8.9 亿、8.3 亿元、14.8 亿元。研发开支波动与研发阶段同步, 2022 年商业化前聚焦流片等, 成本较高。2023 年转向非经常性工程解决方案, 以及芯片开发项目所需的工程和技术解决方案及相关技术支持服务 (NRE) 以筹备营销, 成本结构调整变化。作为将研发能力视为长期竞争力核心的企业, 公司未来将继续保持大额研发投入, 持续强化技术壁垒与创新优势。

图表 3. 2022 年至 2025 年公司研发开支 (人民币亿元)



来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部

图表 4. 截止 2025 年底公司员工比例



来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

投资亮点二：AI 驱动智能芯片释放增长机遇，国产替代浪潮催生中国芯片龙头

AI 刺激智能计算芯片高速增长，中国市场领跑全球

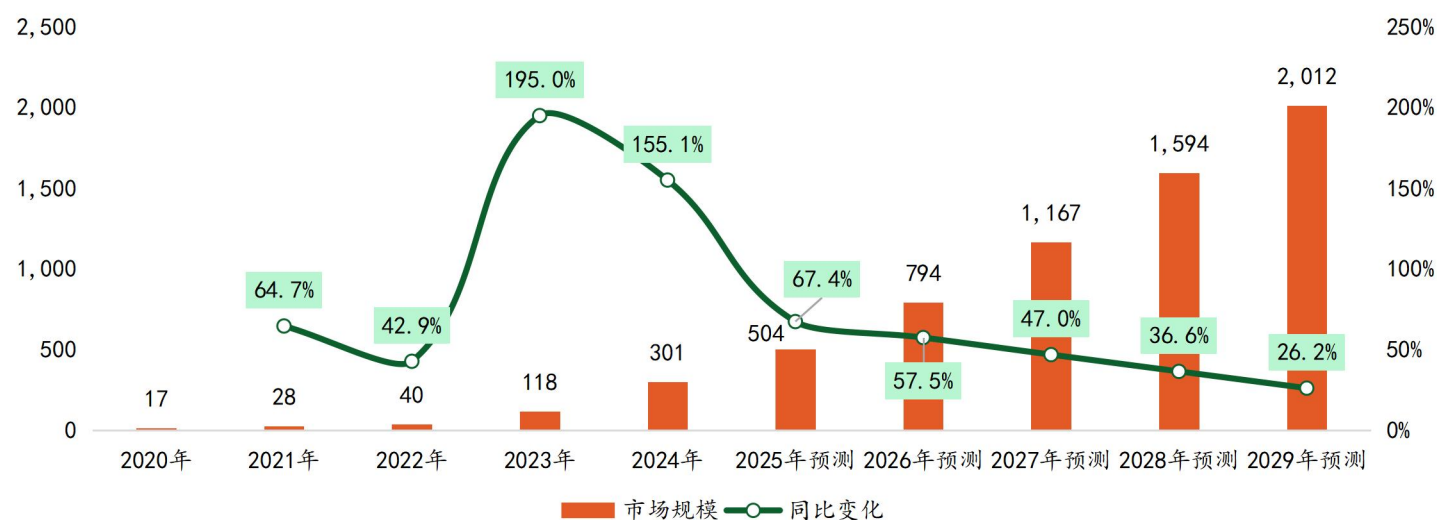
自 ChatGPT 推出以来，大语言模型 (LLM) 的突破性进展推动智能计算芯片需求快速攀升。需求初期聚焦于大规模基础模型训练，而随着模型架构持续迭代，预训练与后训练的分化、推理模型的引入，进一步带动训练与推理需求同步增长。根据灼识咨询数据，全球智能计算芯片市场规模预计 2029 年将突破 5,857 亿美元，2024-2029 年复合年增长率为 37.5%。中国市场的增长更为亮眼，预计 2029 年将达 2,012 亿美元，2024-2029 年复合年增长率 46.3%，增速超过全球市场。这一增长态势主要得益于 AI 数据中心等计算基础设施投资的激增，以及 LLM 相关 AI 应用的长期蓬勃发展，这些应用对智能算力的持续消耗，共同构成了市场扩张的核心驱动力。

图表 5. 全球智能计算芯片行业市场规模 (亿美元)



来源：灼识咨询，平安证券(香港)研究部

图表 6. 中国智能计算芯片行业市场规模 (亿美元)



来源：灼识咨询，平安证券(香港)研究部

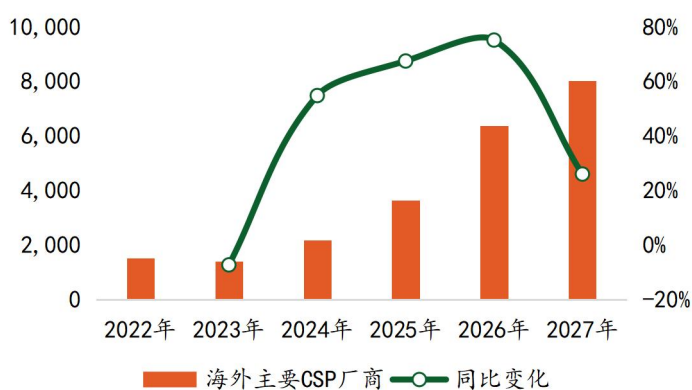
如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

全球 AI 资本开支持续加码，国产大模型 token 调用量快速提升

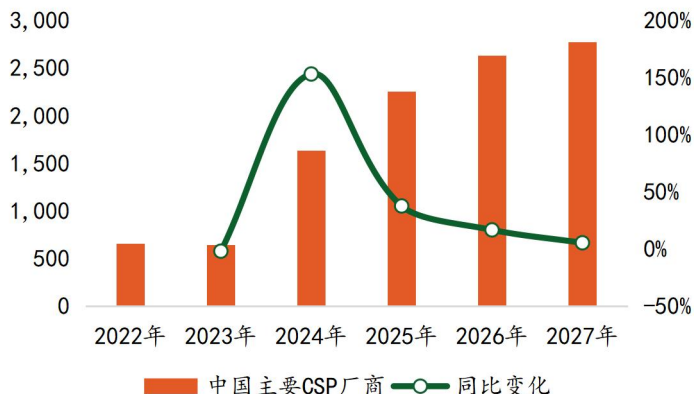
全球科技巨头正在持续加码 AI 领域投入，重点布局数据中心、服务器等底层基础设施。根据彭博的数据显示，海外市场方面，微软、Meta、谷歌、亚马逊四家核心云端服务供货商 (CSP) 2025 年的资本开支总计高达 3,638.8 亿美元，同比增长 67.5%，彭博一致预期，2026 年这四家厂商资本开支将延续高速增长态势，预计同比增长 75.2% 至 6,373.6 亿美元。与此同时，国内主要 CSP 同样保持高强度的投入，根据彭博数据显示，2025 年腾讯、阿里巴巴、百度三家资本开支总计达人民币 2,256.2 亿元，同比增长 37.8%，彭博一致预期，2026 年这三家厂商将进一步增长至人民币 2,635.4 亿元。全球 AI 资本投入的不断加码，同步带动 AI 芯片市场规模高速增长。

AI 推理需求的持续爆发正直接驱动大模型处理信息的基本单位 (token) 消耗量快速攀升，根据 OpenRouter 的数据，2026 年 5 月全球大模型 token 调用量已达到约 113.3 万亿，同比增长约 29.5%。2025 年美国厂商的模型 token 调用量仍是全球市场增长的主要动力，但自 2026 年以来，中国大模型 Token 调用量逐渐赶超美国。在 2026 年 5 月全球 token 调用量排名前十的大模型中，中国厂商占据了 6 席，具体包括 Deepseek 的 V4 Flash、V3.2、V4 Pro，腾讯的 Hy3 preview 及免费版，以及月之暗面的 Kimi K2.6。国产大模型 token 调用量快速提升，充分反映出中国 AI 推理需求正保持强劲的增长势头。

图表 7. 海外主要 CSP 资本开支 (亿美元)



图表 8. 中国主要 CSP 资本开支 (人民币亿元)



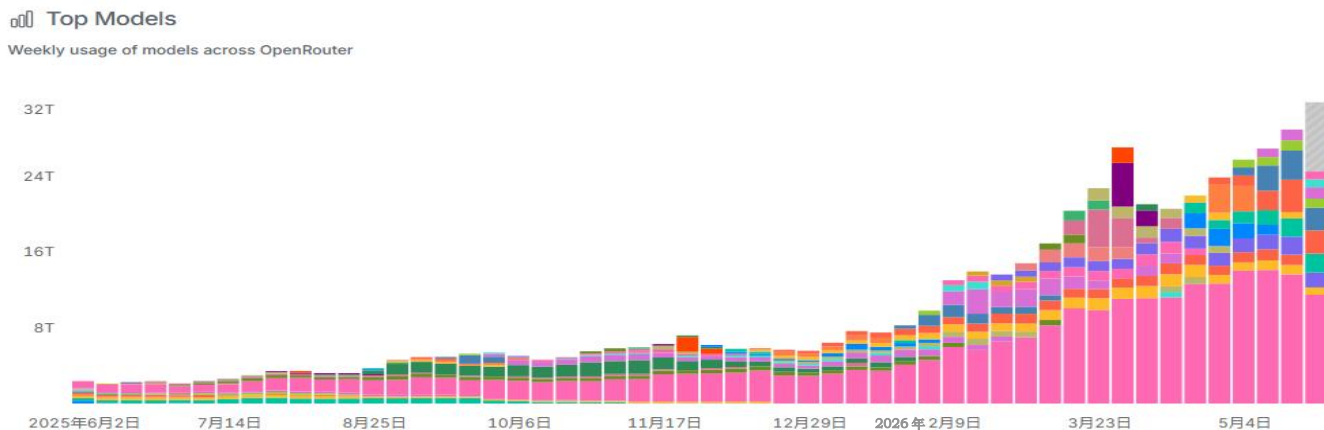
注：海外主要 CSP 厂商统计口径包括微软、Meta、谷歌、亚马逊，2026 年及 2027 年数据为彭博一致预期

来源：Bloomberg, 平安证券 (香港) 研究部

注：中国主要 CSP 厂商统计口径包括腾讯、阿里巴巴、百度，2026 年及 2027 年数据为彭博一致预期

来源：Bloomberg, 平安证券 (香港) 研究部

图表 9. 过去一年 OpenRouter 平台模型 token 调用量



注：OpenRouter 作为全球最大的 AI 模型 API 聚合平台，整合了来自 60 多家提供商的 400 多个主流大模型，拥有超过 800 万全球开发者用户，其平台上的 Token 调用量数据可作为全球 AI 应用落地趋势的晴雨表。

来源：OpenRouter, 平安证券 (香港) 研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 10. 2026年5月 OpenRouter 平台模型 token 调用量排名

LLM Leaderboard This Month

Compare the most popular models on OpenRouter

1.	DeepSeek V4 Flash by deepseek	9.43T tokens ↑>999%	11.	MiniMax M2.7 by minimax	2.85T tokens ↓33%
2.	Hy3 preview by tencent	8.87T tokens ↑>999%	12.	Gemini 2.5 Flash Lite by google	2.6T tokens ↑4%
3.	Claude Opus 4.7 by anthropic	7.15T tokens ↑279%	13.	Nemotron 3 Super (free) by nvidia	2.57T tokens ↑3%
4.	Claude Sonnet 4.6 by anthropic	7.1T tokens ↑30%	14.	Gemini 2.5 Flash by google	2.44T tokens ↑2%
5.	Kimi K2.6 by moonshotai	4.71T tokens ↑89%	15.	Step 3.5 Flash by stepfun	2.31T tokens ↑45%
6.	Hy3 preview (free) by tencent	4.67T tokens ↑237%	16.	Claude Opus 4.6 by anthropic	2.21T tokens ↓48%
7.	Gemini 3 Flash Preview by google	4.56T tokens ↑0%	17.	GPT-5.5 by openai	1.84T tokens ↑>999%
8.	DeepSeek V3.2 by deepseek	4.1T tokens ↓22%	18.	gpt-oss-120b by openai	1.69T tokens ↓5%
9.	DeepSeek V4 Pro by deepseek	4.03T tokens ↑>999%	19.	Gemini 3.1 Pro Preview by google	1.51T tokens ↓7%
10.	Owl Alpha by openrouter	3.66T tokens new	20.	GLM 5.1 by z-ai	1.51T tokens ↑12%

来源: OpenRouter, 平安证券(香港) 研究部

训练与推理驱动智能计算芯片向通用演进，GPGPU 通用性主导智能计算芯片主流

训练与推理作为智能计算核心场景。LLM 全球快速迭代，既持续推高训练算力需求，也因未来功能成熟、应用普及，使推理算力需求增长更迅猛。技术上，训练需超大规模集群算力支撑千亿、万亿参数 LLM，且依赖高带宽、高互连速度提效；推理单次算力适中，但高并发、长链条推理对算力需求渐增，还需低延迟保障快输出。此前两者特征差异大，芯片设计与商业化策略多差异化；但随模型规模扩大、场景复杂化，及行业从“预训练单阶段”转向“后训练+推理多阶段”流程，两者对芯片性能的要求日益融合，正推动智能计算芯片架构向更集成、通用的方向发展。在智能计算芯片架构向更集成、通用方向演进的趋势下，通用性优势显著的 GPGPU 成为了市场主流选择，其技术特点与市场表现也进一步印证了这一演进逻辑。在智能计算芯片中，GPGPU 因通用性成为主流，其基于非定制架构，能轻松应对多样化计算任务，相较之下，专用集成电路 (ASIC) 为特定应用定制，现场可编程门数组 (FPGA) 虽可重配置但需用户精通硬件编码、应用范围有限，因此 GPGPU 稳居领先地位。根据灼识咨询的数据，2024 年 GPGPU 占全球智能计算芯片市场的 92.0%，在中国占比 78.1%。预计中国 GPGPU 市场规模将从 2024 年的 235 亿美元增至 2029 年的 1,723 亿美元，复合年增长率 49.0%，快于全球同期 38.1% 的增速。

图表 11. 智能计算场景关键特征

智能计算场景	训练	推理
所需算力	<ul style="list-style-type: none"> • 千亿级或万亿级参数的 LLM 需要大规模的服务器集群提供的超大计算能力 	<ul style="list-style-type: none"> • 单次推理任务所需的计算能力适中，但潜在的高并发性导致总体计算能力相当大 • 长链条推理任务所需的计算能力越来越高 • 低延迟确保快速输出结果
其他要求	<ul style="list-style-type: none"> • 高带宽和高互连速度以提高训练效率，尤其是对于大型集群 	

来源：灼识咨询，平安证券（香港）研究部

图表 12. 智能计算芯片的优缺点

种类	优点	缺点
GPGPU	<ul style="list-style-type: none"> • 通用各种任务 • 适用高度并行任务 • 可扩展性高 	<ul style="list-style-type: none"> • 能耗较高
ASIC	<ul style="list-style-type: none"> • 为特定任务提供全面优化的性能及能效 	<ul style="list-style-type: none"> • 应用不灵活 • 开发周期长且容易过时
FPGA	<ul style="list-style-type: none"> • 可针对不同任务重新配置 	<ul style="list-style-type: none"> • 难以设计和编程

来源：灼识咨询，平安证券（香港）研究部

外资主导中国智能计算芯片市场，壁仞蓄力国产替代新动能

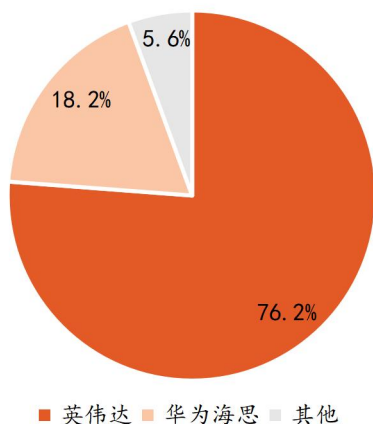
中国智能计算芯片市场格局呈现出鲜明特征，头部高度集中且外资主导地位突出，同时亦蕴含着国产替代的广阔空间与强劲增长动能。根据灼识咨询的数据，2024年前两大参与者合计占据94.4%的市场份额，而英伟达垄断近8成，中国芯片厂商暂处于空白地带，这既显示中国高端芯片领域的短板，更暗藏着国产替代重大机遇。

在国产替代浪潮中，摩尔线程、沐曦股份、壁仞科技和天数智芯已先后登陆资本市场，获得了充足的资金支持以持续投入研发和市场拓展，2025年四家企业营收均突破人民币10亿元，其中沐曦股份以人民币16.4亿元位居首位，摩尔线程以人民币15.1亿元紧随其后，壁仞科技和天数智芯分别实现营收人民币10.4亿元和人民币10.3亿元，同比增速均超过90%。我们认为目前四家公司仍处于商业化初期阶段，市场份额较为有限，未来成长空间巨大。

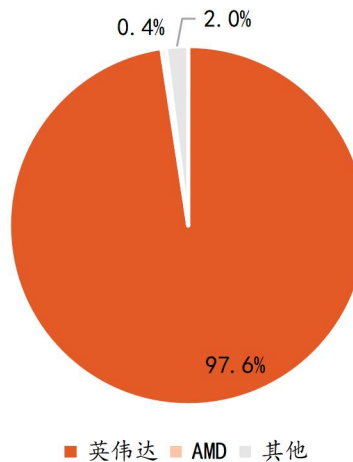
展望未来，随着以壁仞科技为代表的中国企业在智能计算芯片领域的竞争力持续增强，本土厂商的合计市场份额有望实现跨越式增长，根据灼识咨询的数据，预计中国智能计算芯片市场本土厂商的市占率将由2024年约20%提升至2029年约60%。而凭借扎实的技术积累、清晰的战略发展路径，以及对国产替代机遇的精准把握，我们认为壁仞科技有望在这一进程中逐步凸显领先优势，成长为国产智能计算芯片替代浪潮中的核心龙头企业。

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 13. 2024 年中国智能计算芯片行业的竞争格局







图表 14. 2024 年中国 GPGPU 行业的竞争格局



来源: 灼识咨询, 平安证券(香港)研究部

来源: 灼识咨询, 平安证券(香港)研究部

图表 15. 已上市国产 GPU 厂商对比

	壁仞科技	沐曦股份	摩尔线程	天数智芯
				
成立时间	2019 年	2020 年	2020 年	2015 年
主要产品形态	板卡、模组、一体机、集群等	板卡、模组、一体机、集群等	板卡、模组、一体机、集群等	板卡、模组、一体机、集群等
主要产品型号	壁砺 106、壁砺 166	曦云 C500、C550、C588、C600； 曦思 N100、N260、N300； 曦索 X206、X301、X302	MTT S5000、S4000、S3000； MTT S80、S70； MTT X300	天垓 100、天垓 150； 智铠 100； 彤央 TY1000、TY1100、TY1200
软件生态	BIRENSUPA	MXMACA	MUSA	天数智算软件栈
主要下游客户	智算中心、运营商、政企客户、行业客户等	智算中心、运营商、政企客户、行业客户等	智算中心、政企客户、电商平台等	行业客户等
2025 年收入 (人民币)	10.4 亿元	16.4 亿元	15.1 亿元	10.3 亿元
2025 年经调整亏损 (人民币)	-8.7 亿元	-8.3 亿元	-6.5 亿元	-4.4 亿元
2025 年研发开支 (人民币)	14.76 亿元	10.3 亿元	13.05 亿元	9.74 亿元
2025 年底研发人数	689 人	675 人	1009 人	530 人
2025 年底存货 (人民币)	9.49 亿元	14.96 亿元	13.32 亿元	7.1 亿元

来源: Wind, 壁仞科技官网及招股书, 沐曦股份官网及招股书、摩尔线程官网及招股书、天数智芯官网及招股书, 平安证券(香港)研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

投资亮点三：建立软硬一体化全链条核心能力，彰显智能计算芯片领域领先自研优势

软硬一体化，构建智能计算全链条能力

公司以自主研发的 GPGPU 架构为核心基石，专为大规模 AI 工作负载设计，既能适配模型规模、参数与复杂度的持续增长，又具备高效能、通用灵活性、能效及可扩展性，其统一且演进的特性更成为平台战略的基础，支撑下一代计算平台快速迭代。以此为依托，公司卓越的 SoC 设计实现了关键突破，作为中国首家采用 2.5D 芯粒技术 (Chiplet) 封装双 AI 计算裸晶的公司，成熟的设计流程保障了超大规模集成电路的成功执行与一次流片达标，为后续产品量产商业化奠定了基础。在此之上，公司构建了涵盖外围组件高速互连 (PCIe) 卡、开放式加速器模块 (OAM)、服务器等的完整硬件系统组合，支持风冷与液冷方案以降低数据中心电力使用效率 (PUE)，为企业提供高性能、可靠且可扩展的关键计算基础设施；同时，软件平台 BIRENSUPA 作为连接中枢，实现硬件与各类 AI 应用的互联互通，既能释放硬件性能、管理大型集群，又通过友好工具链简化开发部署，且兼容第三方平台以降低成本。此外，通过整合自身软硬件与合作伙伴的服务器、存储、网络设备等，公司开发出大规模智能计算集群解决方案，其集群管理平台 BIRENCUBE 可助力客户构建含数万块 GPGPU 芯片的高效集群，最终形成各环节深度协同的完整解决方案体系。总而言之，公司利用自研的软硬一体化解决方案，全面具备了核心架构、SoC 设计、硬件系统、软件平台、集群部署的全链条能力，不仅高效适配大规模 AI 工作负载的持续演进，更以卓越的技术为客户提供高性能、低成本、易兼容的智能计算支撑，彰显智能计算芯片领域的领先自研优势。

图表 16. 公司软硬一体化解决方案



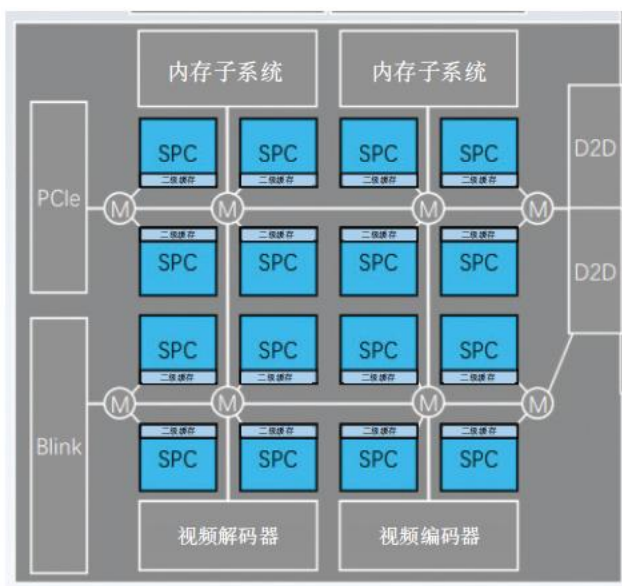
来源：公司资料，平安证券(香港)研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

自研 GPGPU 架构设计技术，奠定核心基石

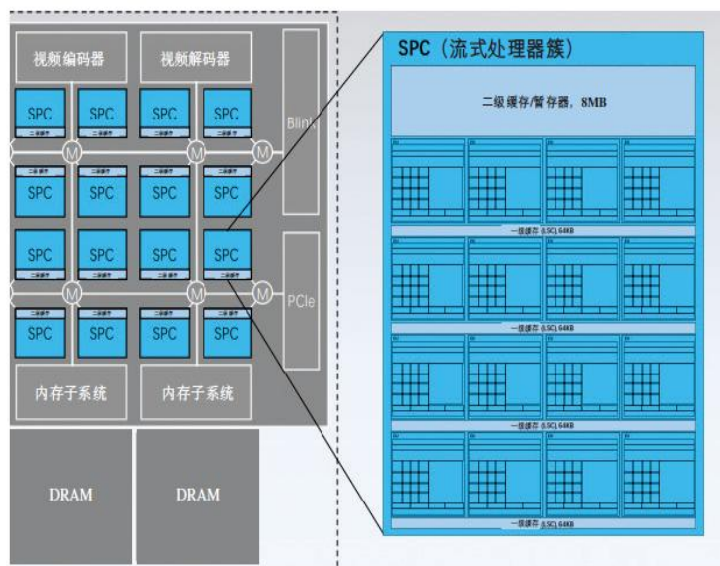
公司自研的 GPGPU 架构，专为大规模 AI 工作负载打造，可适应模型在大小、参数及复杂性上的持续增长，兼具通用灵活性、能效及可扩展性。其中涉及到的核心创新技术包括 1) 采用单指令多线程 (SIMT) 架构，作为经典 GPGPU 架构，高效处理并行计算，兼顾通用灵活性与 AI 加速，尤其适合人工智能和机器学习 (AI/ML) 算法方面；2) 专用张量引擎 (T-core)，减少矩阵运算中动态随机存取存储器 (DRAM) 数据重复检索，降低 AI 矩阵计算的带宽需求，提升能效与计算效率；3) 带组播的异步数据传输，通过数据组播技术实现一次读取数据供多个计算内核使用，提高计算速度并降低能耗；4) 近内存计算，融合多种存储技术，使数据靠近计算核心存储，减少远程 DRAM 数据获取，提升检索效率。

图表 17. 公司全芯片结构图



来源：公司资料，平安证券(香港)研究部

图表 18. 公司 SPC 结构图



来源：公司资料，平安证券(香港)研究部

卓越的 SoC 设计能力

公司凭借卓越的 SoC 设计与执行能力，成为中国首家采用 2.5D Chiplet 芯粒技术封装双 AI 计算裸晶的企业，同时也是支持先进互连规格的先驱。公司的 SoC 设计方法及工作流程，能够确保超大规模集成电路的成功执行与一次流片成功，为后续产品的大规模量产及商业化提供了有力支撑。公司的 SoC 设计核心技术涵盖了六大模块，包括 1) SoC 架构可灵活配置不同数量具备各类异构计算模块的流式处理器簇 (SPC) 核；2) 内存系统集成各类内存协议；3) 多 GPU 互连，集成了高速串行/解串器，可实现高速通信，同时最大限度地减少输入/输出接脚和互连的数量；4) SoC 测试采用可测试性设计技术，同时亦创造性地将功能测试引入晶圆针测阶段，将大大提高下游测试良率；5) SoC 设计流程，注重功率-性能-面积的优化及良率提升；6) 芯片封装设计采用 Chiplet 芯粒技术与先进芯片封装技术。

图表 19. 公司 SoC 设计



来源：公司资料，平安证券(香港)研究部

硬件产品组合不断迭代升级，持续强化产品力

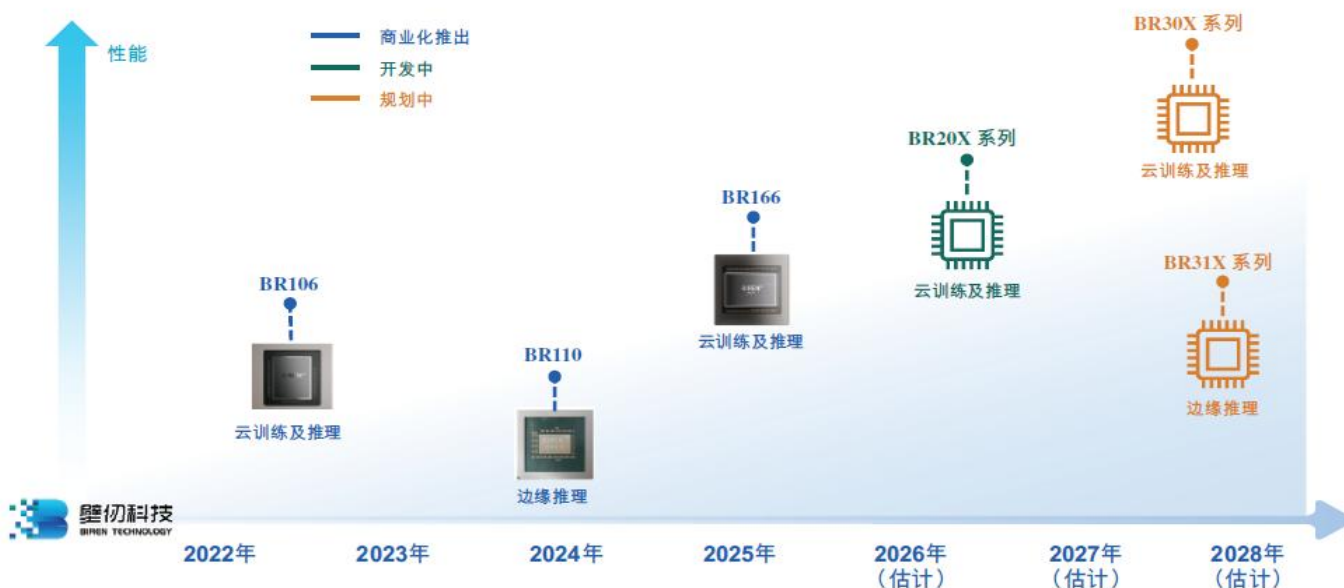
公司基于第一代 GPGPU 架构开发，成功推出 BR106、BR110 两款芯片，并在此基础上研发了一系列基于 GPGPU 的硬件，如 PCIe 卡、OAM 等，并且通过 Chiplet 芯粒技术与先进裸晶互连技术将两颗 BR106 裸晶共封装，进一步推出了性能更优的 BR166 芯片。BR166 在峰值算力、内存、视频编解码、互连等方面性能是 BR106 的两倍。此外，两颗 BR106 裸晶之间的双向带宽可高达 896GB/s，确保两个裸晶之间高速的内部数据交互。除现有产品外，公司计划推出基于第二代架构的下一代旗舰数据中心芯片 BR20X 系列，其在第一代成熟设计基础上，将提升单卡运算能力，增强对 FP8、FP4 等数据格式的原生支持，并配备更大更快的内存、更高互连带宽及超节点系统设计，以提升大模型训练推理性能、增加用户价值及降低总体拥有成本。该芯片现处开发阶段，预计 2026 年商业化。此外，公司同步规划未来一代产品，用于云训练及推理 BR30X 和用于边缘推理 BR31X，预计 2028 年商业化。

图表 20. 公司 GPGPU 硬件系统组合

基于 GPGPU 的硬件	外形规格	编码器/解码器	双向互连带宽	散热设计功率 (“散热设计功率”)	目标市场	当前状态
BR106	Biren 106L  OAM	32通道 / 256通道	256GB/s	400W	大模型的云训练及推理	商业化推出
	Biren 106M  OAM					
	Biren 106B  PCIe 卡					
BR166	Biren 166L  OAM	64通道 / 512通道	576GB/s	600W	大模型的云训练及推理	商业化推出
	Biren 166M  OAM		576GB/s	550W		
	Biren 166C  PCIe 卡		512GB/s	450W	云推理	待推出 (预计于2025年第四季度)

来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部

图表 21. 公司产品路线图



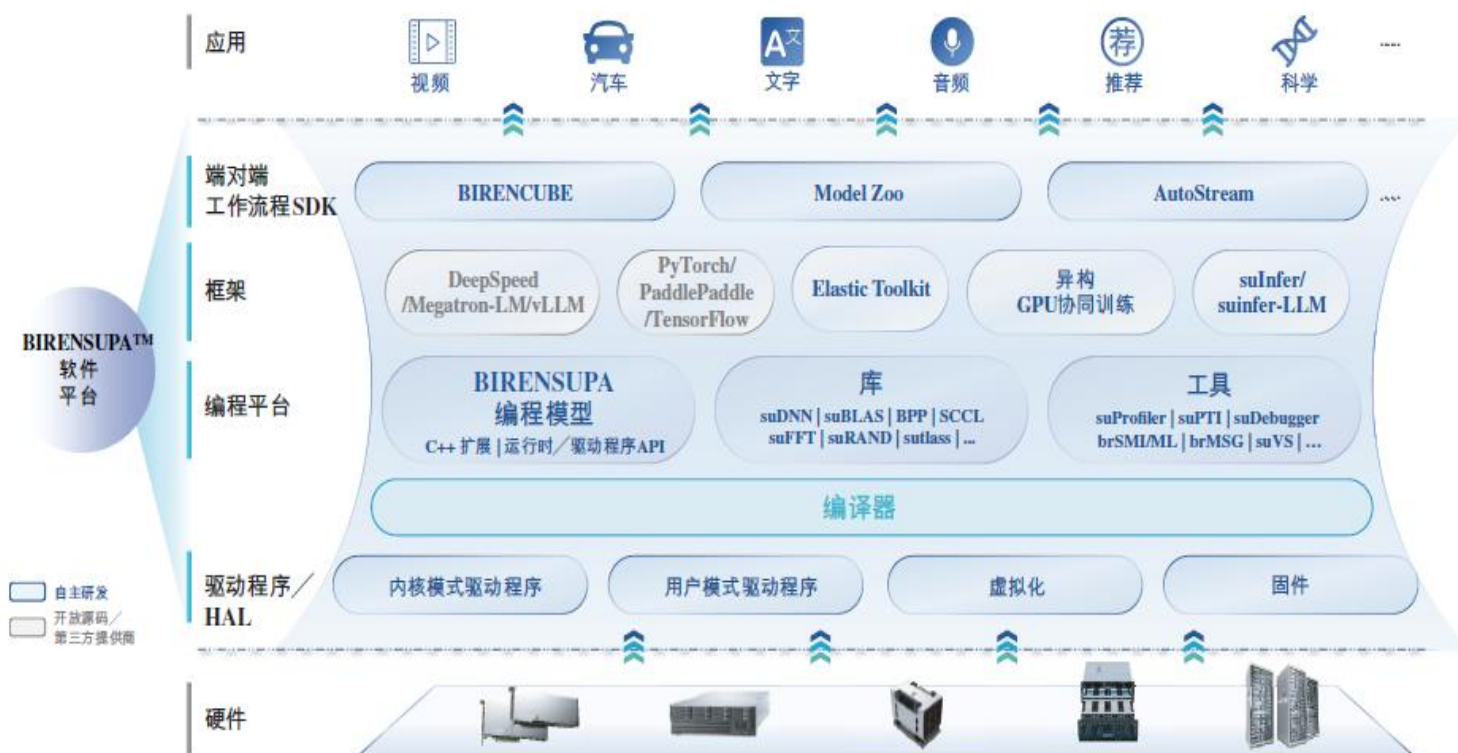
来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

全面的软件生态系统, 降低开发及迁移成本

公司构建了全面的软件生态系统, 其核心依托全自研 BIRENSUPA 编程模型, 高效支持主流大模型。BIRENSUPA 拥有全面软件堆栈(包括驱动程序、编程语言、库、工具链、AI 框架及应用程序界面), 既为深度 AI 模型开发客户提供开放编程平台、直观语言及丰富工具以支持代码编写与模型优化, 也为注重无缝集成的客户提供即用型端到端解决方案以减少部署工作。此外, BIRENSUPA 广泛支持开源社区, 兼容 PyTorch、TensorFlow 等主流深度学习框架及 DeepSpeed 等 LLM 框架, 自研推理引擎优化性能, 并原生支持 DeepSeek、GPT 等多类 LLM 及多模态工作负载, 同时适配 ResNet50、YOLO 等传统深度学习模型。

图表 22. 公司 BIRENSUPA 软件平台



来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

综合适配性的智能计算集群能力

复杂的 AI 模型与海量数据对 GPU 规模及算力资源提出较高要求，为此公司采用 GPU 集群/超节点，通过集成 GPU 硬件、高速互连、网络及全面优化的人工智能软件堆栈相集成，提供高应用级性能。公司以自研 GPGPU 芯片为核心，结合合作伙伴提供的服务器、存储设备及网络设备等基本硬件基础设施及优化的软件堆栈，形成数百至数万个芯片的大规模集群，提供端到端服务，可降低客户的集成复杂性，缩短采购部署周期，从而更加便捷地部署和应用 AI。

图表 23. 公司计算集群解决方案可靠性及性能的技术亮点

可靠性及性能

- 千卡集群训练30天以上无中断，五天以上无故障
- 业界首创三级异步检查点，提高可靠性的同时尽量减少存取开销
- 千卡集群5分钟内将千亿参数模型恢复至最后检查点，速度行业领先
- 损失函数在多次连续训练后实现零误差，并在一个月的训练周期后持续下降
- 支持主流大模型，性能领先，千卡集群线性加速比达95%
- 大模型的自动并行优化，具有业界首创的异步卸载以克服内存瓶颈

来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

图表 24. 公司计算集群解决方案通用灵活性和兼容性的技术亮点

通用灵活性和兼容性

- 全面的模型支持，与上下游合作伙伴共同构建支持50余种语言模型、文生图、图文理解和视频生成的大模型生态系统
- 开放生态，兼容三类异构软件加速平台
- 通过多种互连方式，如直连光互连、光交换机互连等，支持具有高扩展性及灵活拓扑结构的超节点，从而更高效地运行大模型
- 自研的HGCT解决方案在业界首次支持使用四种或更多不同供应商的异构GPU，总计超过一千块GPU同时训练大模型

注：HGCT 为壁仞科技自主研发的异构 GPU 协同训练方案
来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

投资亮点四：上游构筑高韧性国产化供应链根基，下游覆盖优质客户实现跨越式商业突破

构筑高韧性国产化供应链

公司采用轻资产导向的无晶圆厂运营模式，将核心资源聚焦于芯片设计、架构研发等价值链关键环节，通过利用第三方提供的具有知识产权核的集成电路芯核（IP）、电子设计自动化（EDA）工具等资源，并委托第三方代工生产芯片及采购原材料。在供应链建设方面，公司将深化与主要供应商合作，避免对单一供应商的过度依赖，从源头降低供应链波动风险。同时，建立精细化的库存动态追踪机制，结合市场需求预判与订单履约节奏，保持合理库存水平以保障交付能力。针对关键原材料，通过常态化的市场供需监测与战略储备规划，提前布局储备，有效应对潜在的供应短缺或价格波动。我们认为，目前公司已构建起以优质国内供应商为主体的韧性供应链体系，为业务持续拓展提供坚实支撑。

图表 25. 公司核心供应链

物项	功能	所属业务运营	中国供应商背景
IPs	构建 GPGPU 芯片所用若干功能单元或模块的附属 IPs	芯片设计	中国工业软件及设计解决方案提供商，注册资本介于人民币 500 万元至 10 亿元以上，并拥有约 100 至 600 名雇员。
EDA 工具	协助半导体器件的定义、规划、设计、实施、验证、签核及后续制造	芯片设计工具	中国 EDA 及服务提供商，注册资本介于人民币 1,000 万元以上至 5 亿元以上，并拥有 100 多名至 300 多名雇员。
仿真器	使用硬件仿真器模拟寄存传输级设计的功能，并分析芯片设计在不同工作负载及场景下的性能	芯片设计及验证工具	中国一家科技公司，注册资本超过人民币 10 亿元，雇员人数约为 600 人。
设计服务	主要包括若干后端及物理设计，此类任务可在内部执行或外包	支持芯片设计	中国的芯片设计服务商，业务范围涵盖芯片规格定义、逻辑设计及实体设计，注册资本介于人民币 1000 万元以上至约 5 亿元，雇员人数介于 200 多名至 500 多名。
芯片制造及封装	芯片制造、测试及封装	芯片制造、组装及封装	中国的代工厂及芯片封装及自主芯片测试服务供应商，注册资本介于人民币 10 亿元以上至 50 亿元以上，并拥有 500 多名至 2 万多名雇员。
其他制造材料	集成电路制造、组装及封装的原材料，如高带宽元件及基板	芯片制造、组装及封装	中国的半导体内存公司及中国的集成电路基板、高带宽内存及其他印刷电路板材料及组件的制造商，注册资本介于约人民币 10 亿元至 20 亿元以上，并拥有 3,000 多名至 5,000 多名雇员。
服务器	用于运行 EDA 工具的硬件服务器，以协助芯片设计、验证、执行及流片签核，亦包括用于开发 GPGPU 芯片的所有软件栈的服务器	芯片设计、研发	中国一家公司，主要从事开发及销售由头部信息及通信技术公司制造的信息及通信技术产品。

来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

聚焦核心行业大客户，以标杆合作驱动业务规模化拓展

公司聚焦拓展核心垂直行业大型企业客户，与高算力需求的重点行业蓝筹客户建立战略合作。同时，相较于全球对手，公司凭借中国本地化专业知识及现场客户支持能力，能与 AI 数据中心、电信、AI 解决方案、能源与公用事业、金融科技、互联网等重点行业大客户深度合作，满足其独特需求。其中，公司深耕电信核心垂直领域，已与三大电信运营商建立合作，通过嵌入客户价值链深化交互与交叉销售。2024年9月，联合信息与通信技术（ICT）伙伴为电信客户交付南京千卡智能计算集群，合约价值人民币1.8亿元，该集群部署1024个BR106M，具备低内存开销、95%线性可扩展性等高性能，彰显大规模部署关键智能计算基础设施的能力，助力超大规模AIDC项目竞争力提升。以此为基础，公司已获电信运营商多项战略合作，包括GPGPU服务器采购协议、5G新通话部署等，并推进其他大型智能计算集群开发，体现其在电信生态内商业化及扩展关键任务解决方案的成熟能力。此外，公司已为8家财富中国500强企业（其中有4家世界500强企业）提供解决方案，我们认为这些客户作为各行业的领军者，其选择本身已构成对公司产品技术实力与商业价值的权威认证。基于与这些头部客户合作中积累的技术落地经验、场景适配能力等因素，公司不仅能将成熟模式高效复制到更多同领域企业，更能凭借这些标杆客户的实践验证与口碑背书，在行业内形成强大示范效应，一方面吸引行业更多客户的主动合作，另一方面可依托相似业务场景的经验迁移，稳步切入新兴行业赛道，持续扩大客户覆盖范围，实现业务的规模化拓展。

图表 26. 公司与三大运营商的部分合作案例

时间	项目描述
2024年7月	中国移动与壁仞科技展开合作，壁仞系列通用GPU为中国移动呼和浩特智算中心提供算力支撑。该智算中心属于全国型N节点万卡训练场，其单体智能算力规模在FP16精度下可达每秒6.7次浮点运算（EFLOPS）。
2024年12月	壁仞科技联合中国电信研究院、江苏电信、中兴通讯与上海人工智能实验室，发布“智算异构四芯混训解决方案”。该方案依托多款GPU完成异构芯片混训测试，有效解决算力供给紧张、芯片兼容差引发的算力孤岛难题。
2025年7月	浙江联通、壁仞科技、中兴通讯、优云科技四方联合打造的国产算力集群，落地浙江乌镇智算中心。该集群项目的建成，不仅极大地丰富了浙江省的算力资源，更为智能网联汽车、智能制造、金融、医疗、政务等前沿领域的高性能计算需求，提供了强有力的数字支撑。
2025年12月	湖南移动、壁仞科技、中兴通讯三方联合打造的湖南移动国产算力资源池。资源池核心算力和稳定性等表现达到行业领先水平，壁仞科技高性能国产GPU为大模型训练与推理提供强劲动力；千卡集群断点续训平均恢复时间小于5分钟，确保大规模算力任务高效稳定运行；提供从基础设施即服务（IaaS），平台即服务（PaaS）到模型即服务（MaaS），软件即服务（SaaS）的全层级服务，助力大模型创新落地。

来源：公司官网，36氪，电子发烧友网，平安证券（香港）研究部

生态版图加速扩张，落地场景持续丰富

公司持续加快客户拓展与生态合作步伐，在智算基础设施建设、大模型生态共建、垂直行业应用落地等领域多点突破，收获多项实质性成果。今年年初，公司联合上海仪电智算服务、阶跃星辰共建的人工智能联合实验室正式揭牌，搭载壁仞166系列产品的千卡智算集群同步完成部署，为实验室运行筑牢算力底座。依托这一合作载体，三方进一步完成壁仞166系列与阶跃星辰 Step 3.5 Flash 模型的 Day0 适配，为后续持续开展联合技术优化打下良好基础。

依托壁仞166系列通用GPU扎实的硬件能力与完备的软件栈体系，公司大模型生态适配迈入快速发展阶段，多款国内头部大模型相继完成对接适配，多项工作均达到行业领先的 Day0 适配水平。公司率先完成 MiniMax M2.5 及智谱 GLM-5 两款主流大模型的本地化部署与适配工作，为后续生态

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

体系的全面拓展奠定了技术基础。随后，公司完成阿里巴巴千问 Qwen3.6-35B-A3B 模型的推理适配，以及中国移动九天 35B 通用大模型的全流程预适配与推理验证，有力支撑了央企大模型的国产化部署进程。公司陆续完成了腾讯混元 Hy3 preview、月之暗面 Kimi K2.6、商汤科技 SenseNova U1 等多款模型的 Day0 适配与性能调优，整体合作生态已辐射互联网头部厂商、中央企业与科技独角兽等各类行业标杆企业。

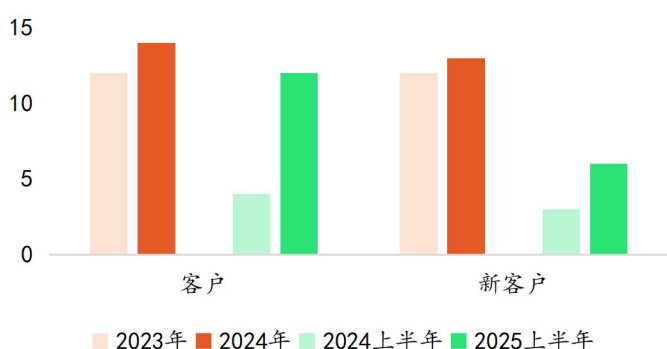
在大模型生态快速完善的同时，公司持续深化行业应用渗透与前沿技术商用落地。万达信息与公司签署生态合作框架协议，双方将聚焦智慧政务、医疗、智慧城市、智算中心等 AI 重点领域，打造“壁仞科技算力+万达信息应用”的一体化解决方案，加速国产算力在垂直行业的规模化渗透。近期，公司联合上海仪电、曦智科技、中兴通讯正式发布光跃超节点 128 卡商用版，标志着国产光互连光交换 GPU 超节点方案正式迈入规模商用阶段，目前该方案已实现数千卡规模部署。

核心产品商业化持续突破，充足备货助力长期增长

公司核心产品于 2022 年 8 月启动商业化，并于 2023 年开始从智能计算解决方案产生收入。2024 年业务增长全面提速，客户数量从 12 家增长至 14 家；收入规模大幅跃升，由人民币 6,203 万元增至 3.4 亿元，增速超 4 倍以上；交易数量增长超一倍以上，由 14 笔提升至 36 笔；平均交易值从 440 万元增长到 940 万元，增速约超 1 倍以上。

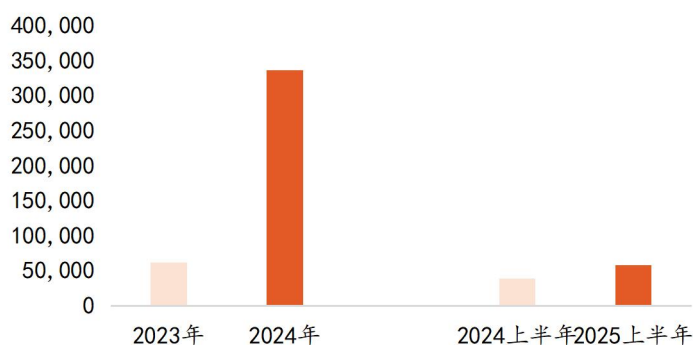
此外，公司存货规模大幅增长，由 2024 年末的人民币 1.53 亿元攀升至 2025 年末的人民币 9.49 亿元，增幅超过 520%。存货快速扩张主要是公司主动加大备货力度，一方面保障 BR166 产品实现规模化交付，另一方面为 BR20X 系列推进量产做好准备。预付款项同样保持增长，由 2024 年末的人民币 2.79 亿元增至 2025 年末的人民币 4.65 亿元，体现出公司提前锁定上游关键物料与产能的供应链策略。存货与供应链预付款同步走高，意味着公司产能储备已较为充足，2026 年产品交付能力有望持续增强，营收增长空间也随之打开。

图表 27. 2023 年、2024 年、2024 上半年及 2025 上半年公司客户及新客户数量 (个)



来源：公司资料，平安证券(香港)研究部

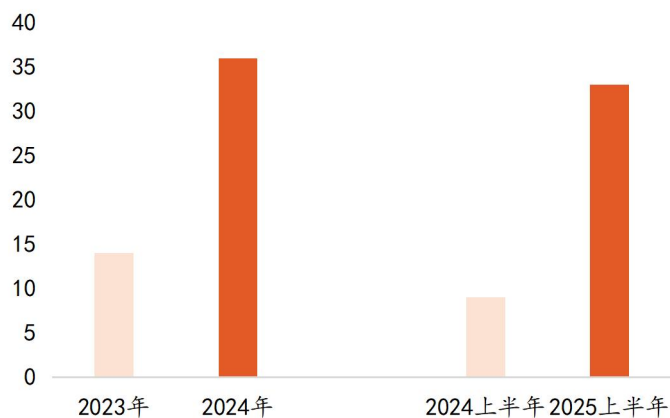
图表 28. 2023 年、2024 年、2024 上半年及 2025 上半年公司智能计算解决方案收入 (人民币千元)



来源：公司资料，平安证券(香港)研究部

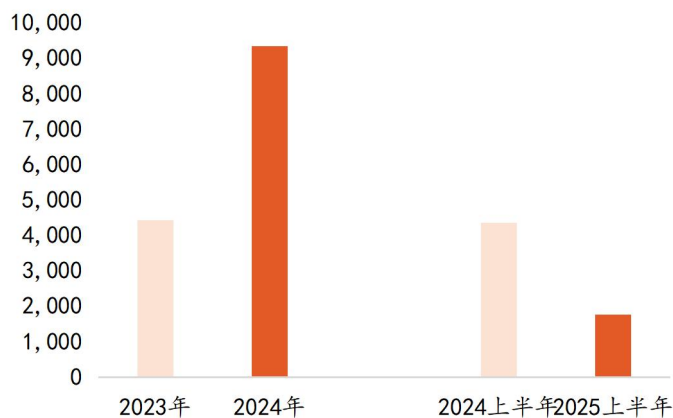
如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 29. 2023 年、2024 年、2024 上半年及 2025 上半年公司交易数量 (个)



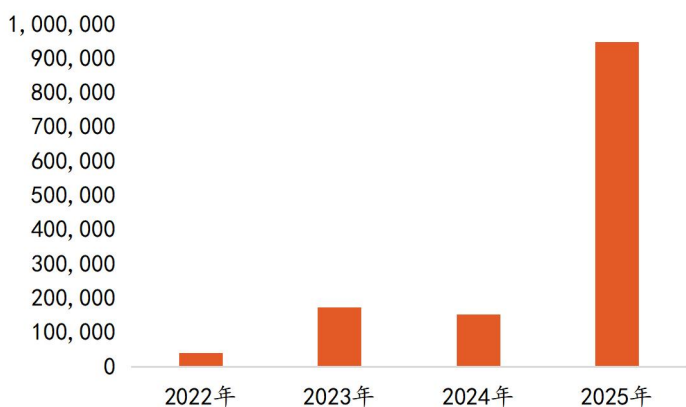
来源: 公司资料, 平安证券(香港)研究部

图表 30. 2023 年、2024 年、2024 上半年及 2025 上半年公司平均交易值 (人民币千元/个)



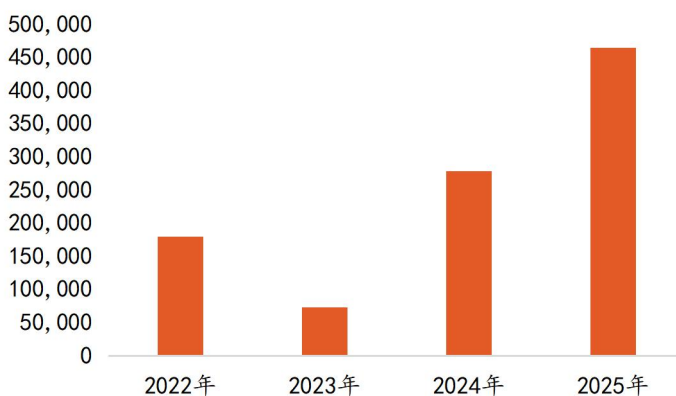
来源: 公司资料, 平安证券(香港)研究部

图表 31. 2022 年至 2025 年公司存货 (人民币千元)



来源: 公司资料, 平安证券(香港)研究部

图表 32. 2022 年至 2025 年公司预付款 (人民币千元)



来源: 公司资料, 平安证券(香港)研究部

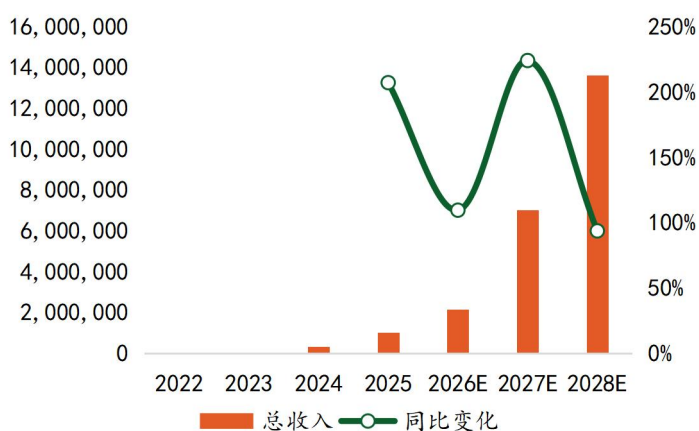
财务分析及预测

总收入

我们预计公司 2026 年/2027 年/2028 年收入将增长至人民币 21.7 亿/70.3 亿/136.2 亿元，2025-2028 年期间的年复合增长率达 136.1%，这一强劲增长主要由产品销售业务的放量驱动，核心逻辑在于：1) 下游需求持续旺盛，带动产品出货量大幅攀升；2) 产品迭代升级推高平均销售单价，实现量价齐升；3) 客户结构持续优化，公司有望在重点行业加速突破，或导入头部客户资源。

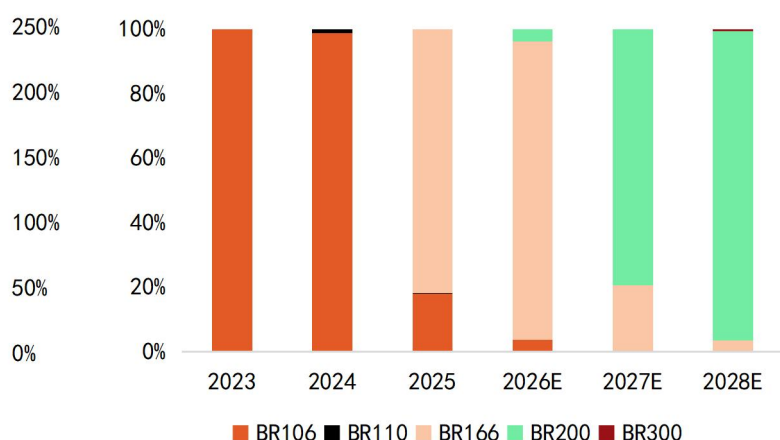
(具体 5 款芯片销量及平均价格假设参考图表 35 至图表 39)。从细分产品结构来看，BR166 系列将是 2026 年的营收主力，而 2027 及 2028 年的核心收入贡献将由 BR200 系列接棒。

图表 33. 公司收入预测 (人民币千元)



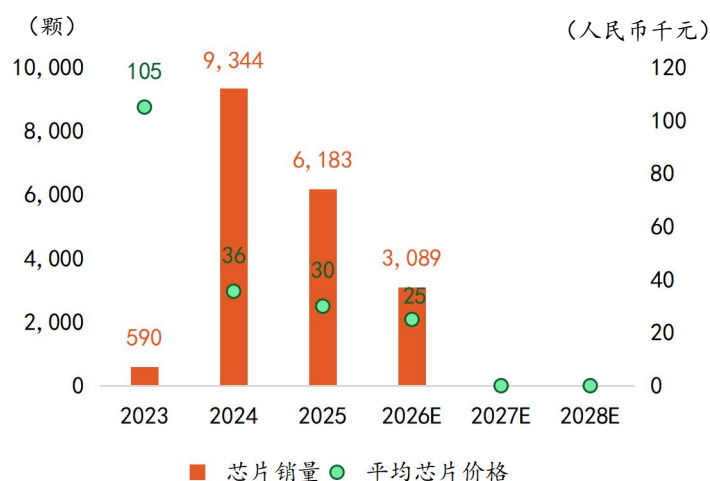
来源：公司资料，平安证券(香港)研究部预测

图表 34. 公司产品销售业务的收入分布 (人民币千元)



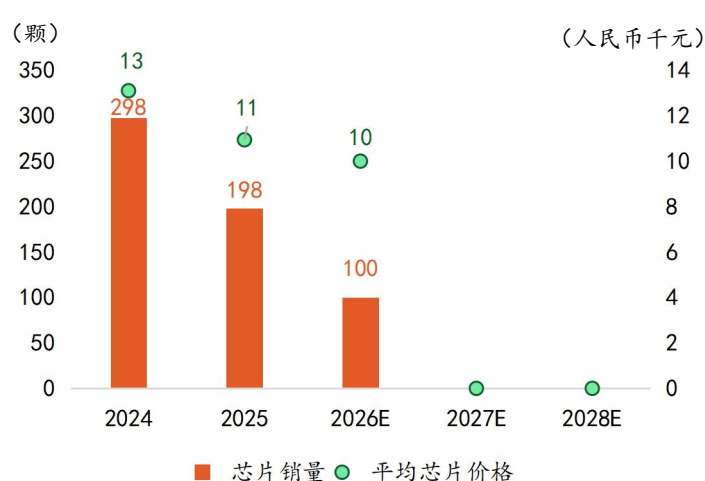
来源：公司资料，平安证券(香港)研究部预测

图表 35. 公司 BR106 芯片销量及平均芯片价格假设



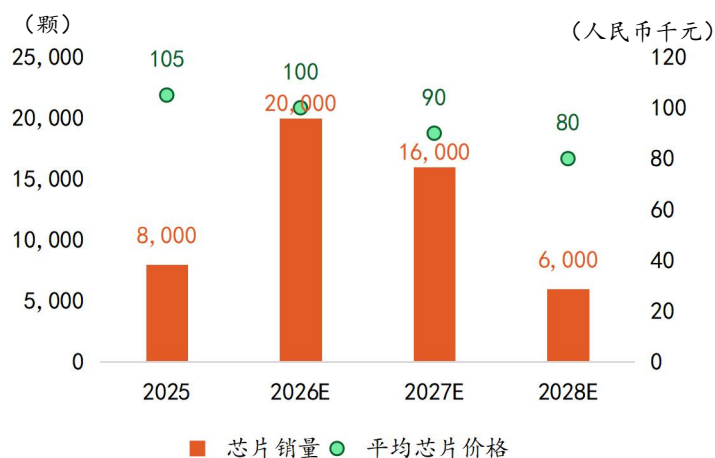
注：左轴(柱状图)为芯片销售，右轴(散点图)为平均芯片价格
来源：公司资料，平安证券(香港)研究部预测

图表 36. 公司 BR110 芯片销量及平均芯片价格假设



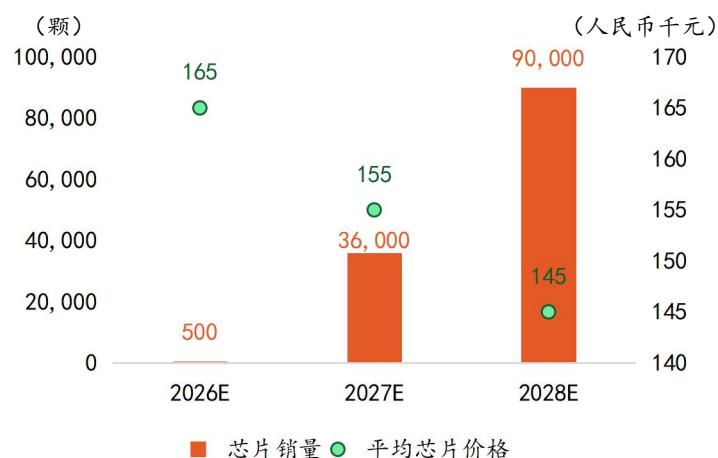
注：左轴(柱状图)为芯片销售，右轴(散点图)为平均芯片价格
来源：公司资料，平安证券(香港)研究部预测

图表 37. 公司 BR166 芯片销量及平均芯片价格假设



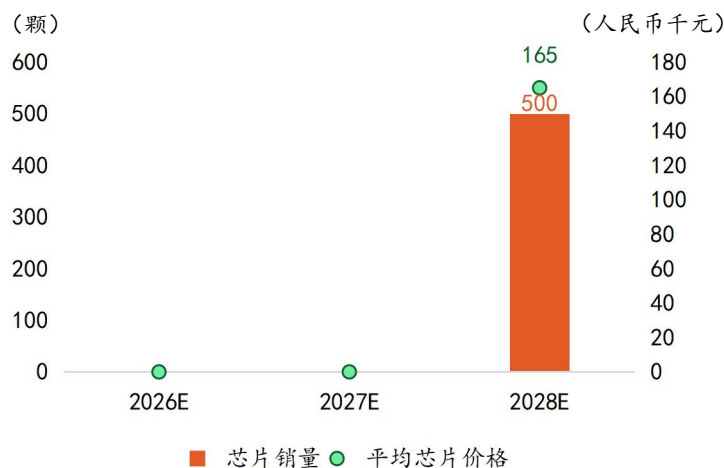
注：左轴（柱状图）为芯片销售，右轴（散点图）为平均芯片价格
来源：公司资料，平安证券（香港）研究部预测

图表 38. 公司 BR200 芯片销量及平均芯片价格假设



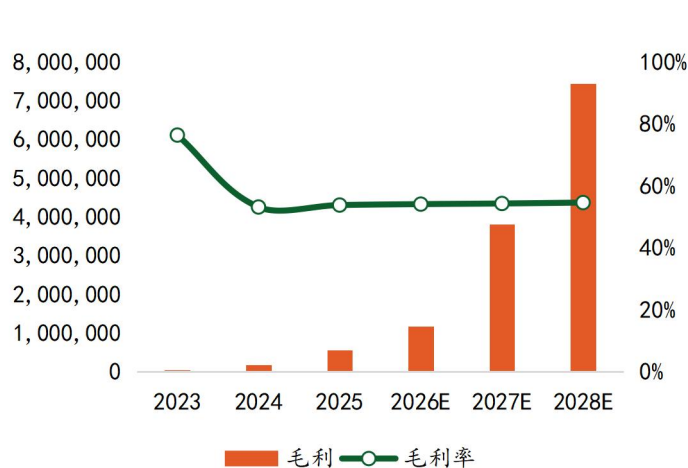
注：左轴（柱状图）为芯片销售，右轴（散点图）为平均芯片价格
来源：公司资料，平安证券（香港）研究部预测

图表 39. 公司 BR300 芯片销量及平均芯片价格假设



注：左轴（柱状图）为芯片销售，右轴（散点图）为平均芯片价格
来源：公司资料，平安证券（香港）研究部预测

图表 40. 公司毛利及毛利率预测（人民币千元）



来源：公司资料，平安证券（香港）研究部预测

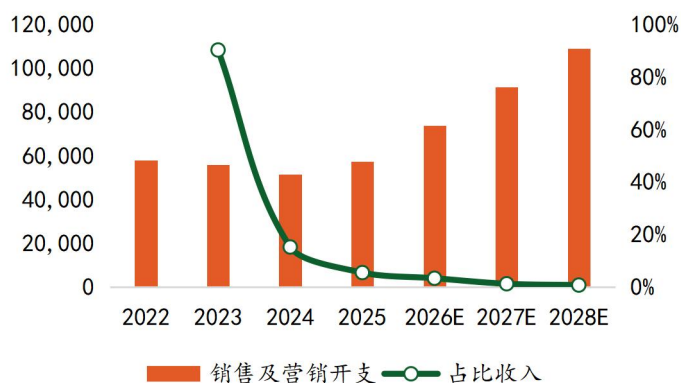
毛利及毛利率

我们认为 2024 年前公司仍处于商业化初始阶段，整体毛利率水平波动较大，中长期稳定来看，可维持 50% 以上水平。我们预计公司 2026 年/2027 年/2028 年毛利将增长至人民币 11.7 亿/38.2 亿/74.4 亿元，对应的毛利率分别为 54.1%/54.3%/54.6%。

三费开支

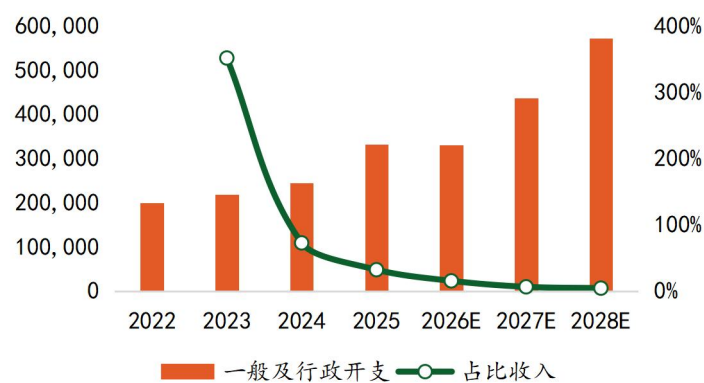
我们预计未来3年公司三项费用开支保持稳定增长，预计2026年/2027年/2028年的销售及营销开始预计将达到人民币0.7亿/0.9亿/1.1亿元，一般及行政开支预计将达到人民币3.3亿/4.4亿/5.7亿元，研发开支预计将达到人民币17.1亿/20.4亿/24.5亿元。

图表 41. 公司销售及营销开支预测 (人民币千元)



来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

图表 42. 公司一般及行政开支预测 (人民币千元)

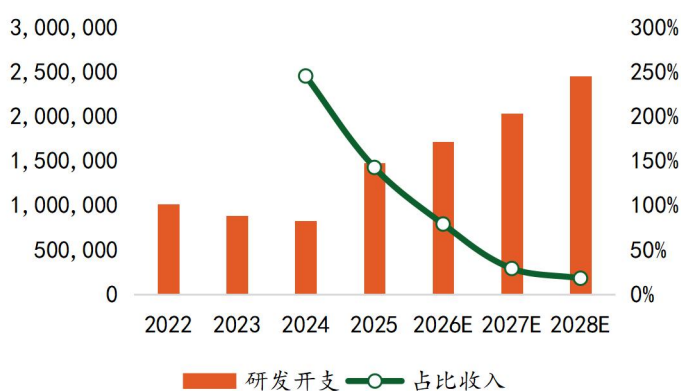


来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

预计 2027 年扭亏为盈

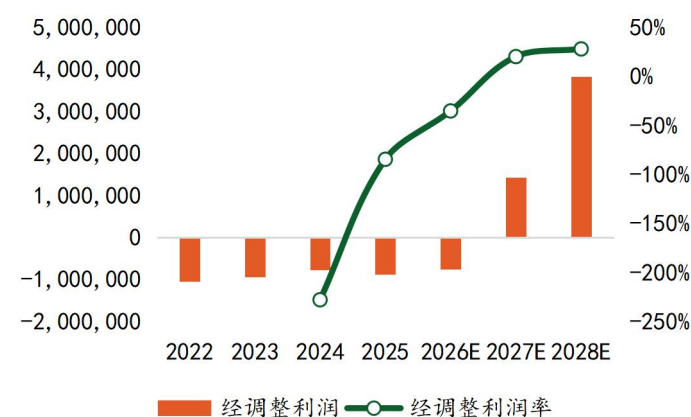
我们预计公司 2026 年的经调整亏损将逐步收窄，并于 2027 年扭亏为盈，2026 年/2027 年/2028 年经调整利润分别为人民币-7.6 亿/14.3 亿/38.3 亿元。

图表 43. 公司研发开支预测 (人民币千元)



来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

图表 44. 公司经调整利润 (亏损) 预测 (人民币千元)



来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

图表 45. 公司损益表

损益表 (人民币千元)						
年结 12 月 31 日	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收益	62,030	336,803	1,034,614	2,168,956	7,029,736	13,624,016
销售成本	-14,627	-157,606	-477,612	-994,755	-3,210,009	-6,180,304
毛利	47,403	179,197	557,002	1,174,201	3,819,726	7,443,712
销售及营销开支	-55,999	-51,523	-57,491	-73,744	-91,387	-108,992
一般及行政开支	-218,006	-244,160	-331,507	-329,681	-435,844	-572,209
研发开支	-885,646	-826,957	-1,476,147	-1,713,475	-2,038,623	-2,452,323
若干资产的特别亏损	-108,692	0	0	0	0	0
金融资产减值(亏损)/拨回净额	-1,075	171	-6,879	0	0	0
其他收入	103,062	99,970	289,564	161,305	152,488	167,047
其他开支	-2,181	-2,380	-6,353	0	0	0
其他收益/(亏损)净额	-24,309	10,534	-10,042	-10,765	-10,523	-10,214
财务成本净额	-598,615	-703,041	-15,451,176	30,622	33,807	44,334
除所得税前(亏损)/溢利	-1,744,058	-1,538,189	-16,493,028	-761,538	1,429,645	4,511,355
所得税(开支)/抵免	103	89	0	0	0	-676,703
期内(亏损)/溢利	-1,743,955	-1,538,100	-16,493,028	-761,538	1,429,645	3,834,652
经调整(亏损)/利润	-942,673	-767,253	-873,802	-761,538	1,429,645	3,834,652

来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

图表 46. 公司资产负债表

资产负债表 (人民币千元)						
年结 12 月 31 日	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
物业、厂房及设备	307,520	323,187	497,987	499,213	503,881	511,938
使用权资产	20,850	42,873	38,665	52,055	56,238	68,120
无形资产	65,537	84,400	176,455	182,414	197,214	201,459
其他	230,316	237,340	321,944	407,307	760,456	1,148,889
非流动资产	624,223	687,800	1,035,051	1,140,989	1,517,789	1,930,405
存货	173,484	152,906	948,597	904,645	2,261,392	2,818,310
贸易应收款项及应收票据	170,297	448,865	1,111,424	1,265,514	2,586,396	4,878,818
现金及现金等价物	659,335	1,100,694	1,037,701	992,135	1,137,828	1,612,144
其他	1,770,429	650,882	1,785,046	1,785,046	1,785,046	1,785,046
流动资产	2,773,545	2,353,347	4,882,768	4,947,340	7,770,662	11,094,318
总资产	3,397,768	3,041,147	5,917,819	6,088,328	9,288,450	13,024,724
租赁负债	5,579	20,588	12,925	12,925	12,925	12,925
其他	8,136,290	8,891,765	28,718,431	193,529	193,529	193,529
非流动负债	8,141,869	8,912,353	28,731,356	206,454	206,454	206,454
贸易及其他应付款项	369,593	424,393	733,133	1,665,180	3,435,657	3,337,279
其他	856,167	1,128,606	297,068	297,068	297,068	297,068
流动负债	1,225,760	1,552,999	1,030,201	1,962,248	3,732,725	3,634,347
总负债	9,367,629	10,465,352	29,761,557	2,168,702	3,939,179	3,840,801
权益总额	-5,969,861	-7,424,205	-23,843,738	3,919,626	5,349,271	9,183,923

来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 47. 公司现金流量表

现金流量表 (人民币千元)						
年结 12 月 31 日	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	-1,744,058	-1,538,189	-16,493,028	-761,538	1,429,645	4,511,355
折旧及摊销	200,152	118,869	144,906	141,523	145,830	151,076
营运资金变动	-85,231	-326,722	-1,360,922	821,909	-907,152	-2,947,719
其他	782,071	736,855	15,571,824	-32,411	-35,753	-722,988
经营活动(所用)/所得现金净额	-847,066	-1,009,187	-2,137,220	169,483	632,570	991,724
购置物业、厂房及设备以及无形资产	-138,984	-100,523	-351,245	-162,672	-168,714	-171,663
出售物业、厂房及设备以及无形资产所得款项	1,225	0	336	-19,521	-56,238	-102,180
其他	-167,654	1,318,976	-883,769	-16,086	-246,801	-229,675
投资活动(所用)/所得现金净额	-305,413	1,218,453	-1,234,678	-198,278	-471,752	-503,518
可换股债券所得款	0	262,037	0	0	0	0
其他	811,888	-44,915	3,329,527	418	2,112	3,413
融资活动(所用)/所得现金净额	811,888	217,122	3,329,527	418	2,112	3,413
现金及现金等价物(减少)/增加净额	-340,591	426,388	-42,371	-28,377	162,930	491,620
期初现金及现金等价物	983,326	659,335	1,100,694	1,037,701	992,135	1,137,828
汇率变动的影响	16,600	14,971	-20,622	-17,189	-17,237	-17,303
期末现金及现金等价物	659,335	1,100,694	1,037,701	992,135	1,137,828	1,612,144

来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

图表 48. 公司重要比率

现金流量表 (人民币千元)						
年结 12 月 31 日	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
同比增长						
收入	12330.9%	443.0%	207.2%	109.6%	224.1%	93.8%
毛利	9399.6%	278.0%	210.8%	110.8%	225.3%	94.9%
经调整利润	-	-	-	-	-	168.2%
盈利能力						
毛利率	76.4%	53.2%	53.8%	54.1%	54.3%	54.6%
经调整净利润率	-1519.7%	-227.8%	-84.5%	-35.1%	20.3%	28.1%

来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

估值

现金流折现假设绝对估值

我们认为以现金流折现模型 (DCF) 为代表的绝对估值法可以反应公司内在价值, 可作为参考基准之一。假设加权平均资本成本 (WACC) 及永续增长率分别为 11.2% 及 2%, 计算得到公司估值为 1,915 亿港元, 对应的 2027 年远期市销率为 23.6 倍, 2028 年远期市销率为 12.2 倍。

图表 49. 现金流折现估值预测

人民币千元	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
息税前利润	-792,160	1,395,838	4,467,022	8,592,653	14,312,291	20,411,300	27,283,971	33,298,688	40,327,875	46,250,698
折旧及摊销	154,913	150,013	162,958	176,749	210,396	271,315	348,126	436,540	535,240	639,923
税	0	0	-676,703	-1,303,534	-2,186,352	-3,149,419	-4,254,177	-5,255,750	-6,440,346	-7,215,196
营运资本变动	821,909	-907,152	-2,947,719	-3,542,126	-3,242,016	-3,151,256	-3,017,477	-3,621,394	-1,112,272	-1,543,762
资本开支	-127,968	-168,714	-219,347	-326,884	-496,451	-679,948	-853,559	-986,664	-1,151,016	-1,285,698
自由现金流	56,694	469,986	786,212	3,596,857	8,597,867	13,701,991	19,506,883	23,871,421	32,159,481	36,845,966

加权平均资本成本	11.2%
永续增长率	2.0%
现金流现值	40,558,874
终值现值	124,348,549

企业价值 164,907,423

(-) 负债 (+) 现金及等价物 (-) 少数股东权益 955,817

股权价值 165,863,240

贝塔值	1.1
无风险利率	1.4%
市场风险	9.4%
权益成本	11.3%
债务成本	-2.3%
债务/权益	0.9%
税率	15.0%
加权平均资本成本	11.2%

股权价值 (百万港元) 191,512.2

来源: 平安证券(香港) 研究部预测

远期市销率相对估值

同时考虑到 DCF 估值法在高成长、强技术驱动的 AI 芯片公司存在固有的局限性，未来 10 年预测跨度将经历多代产品更迭，无法精准预判公司每代新产品的产品竞争力、出货量、定价乃至整个行业的竞争格局变化等多种因素。此外，DCF 估值法存在假设较多，较为长期，受折现率影响较大，所以我们亦采用 PS 相对估值法进行交叉检验。我们选取了寒武纪、海光信息、摩尔线程、沐曦股份、天数智芯、景嘉微作为同业可比公司的估值参考。截止 2026 年 6 月 2 日，6 家可比公司的 2027 年远期市销率平均约为 33.8 倍。同时，考虑可比公司多数处于 A 股市场，不同市场的估值水平有所差异，以及考虑公司的商业化进程，因此我们对应给予公司约 30% 的估值折价，得到的公司市值 1,920 亿港元，对应的 2027 年远期市销率为 23.7 倍，2028 年远期市销率为 12.2 倍。

图表 50. 同业可比公司的估值参考

公司	股票代码	市值 (亿港元)	2026 年远期市销率	2027 年远期市销率
寒武纪	688256 SH	9,466.4	46.3	25.3
海光信息	688041 SH	7,636.9	29.5	21.4
摩尔线程	688795 SH	3,357.9	115.3	71.9
沐曦股份	688802 SH	3,076.6	73.0	44.3
天数智芯	9903 HK	1,173.9	37.3	18.3
景嘉微	300474 SZ	338.2	28.5	21.3
平均			55.0	33.8

来源: Bloomberg、平安证券(香港)研究部, 数据更新至 2026 年 6 月 2 日

综合 DCF 及市销率 (PS) 估值法，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 78.63 港元

我们综合上述两种估值方法 1) 现金流折现绝对估值法得到的公司市值 1,915 亿港元；2) 2027 年远期市盈率相对估值法得到的公司市值 1,920 亿港元，同时分别给予绝对估值法 50% 权重，相对估值法 50% 权重，得到公司最终市值 1,918 亿港元，对应的 2027 年远期市销率为 23.6 倍，2028 年远期市销率为 12.2 倍。我们给予公司目标价 78.63 港元，潜在升幅达 27.5%，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表 51. 公司综合估值区间

权重	估值方法	估值 (百万港元)	2027 年远期市销率	2028 年远期市销率
50%	DCF	191,512	23.6	12.2
50%	PS	192,044	23.7	12.2
综合估值 (百万港元)		191,778	23.6	12.2

来源: 平安证券(香港)研究部预测

风险提示

市场竞争风险。目前部分成熟参与者凭借长期积累已构建完善产品生态，用户转换成本高，且中国市场高度集中，公司当前市场份额低，销售网络与客户群尚不完善，商业化历史有限。同时，公司亦可能面临新进入者及全球科技公司的竞争，激烈的竞争可能导致销售额、利润下滑。

上游供应商依赖风险。公司在制造、组装、封装等环节均依赖第三方供应商，这降低了对产品数量和质量的控制，可能面临代工厂工艺不足、供应商数量有限、产能不足、失去供应商导致延误、订单被优先处理等多重风险，进而损害业务运营及财务业绩。

研发进展不及预期。AI及智能计算行业技术变革与创新快速，需投入大量资源研发以保持竞争力。但研发存在不确定性，商业化可能受阻，无法保证技术开发进展满足预期安排。同时，技术快速发展可能导致技术难以及时升级，行业新技术还可能使现有技术过时，进而影响成本回收及收入、盈利和市场份额。

国际地缘政治风险。公司或需面临国际贸易政策、出口管制、地缘政治及贸易保护措施带来的风险，近年来美国等国家已实施并可能进一步推出限制措施，如《芯片与科学法案》、“美国先进计算法规”、《对外投资法规》等一系列限制性措施、政策、法律及法规。地缘政治局势复杂多变，若相关限制进一步升级，公司可能面临潜在风险。

客户集中风险。公司收入高度依赖少数客户，存在集中风险。虽公司目前仍处于商业化早期阶段，预期未来客户集中度可能降低，但未必能实现，且可预见未来或仍依赖少数客户。若主要客户减少采购、转向竞争对手、因外部因素缩减业务，或公司无法获取新客户，将对业务、经营业绩及财务状况造成重大不利影响。

财务预测及估值模型风险。本研报涉及的盈利预测及现金流折现模型建立在一系列关键假设基础之上，包括但不限于公司主要产品的出货量、定价、半导体行业竞争格局变化、第三方行业数据、财务模型参数等因素。若后续公司发展或宏观因素变化方向与我们预期不符，均会导致财务预期及估值模型出现偏差。

次新股股价波动风险。公司作为次新股需关注限售股解禁压力，根据Wind数据显示，公司预计将于2026年7月2日解禁限售股约3.3万股，占解禁前流通股比例约82.34%，占解禁后流通股比例约45.16%，占公司总股本约6.07%，或引发市场短期情绪波动，导致股价出现阶段性调整风险。

附录

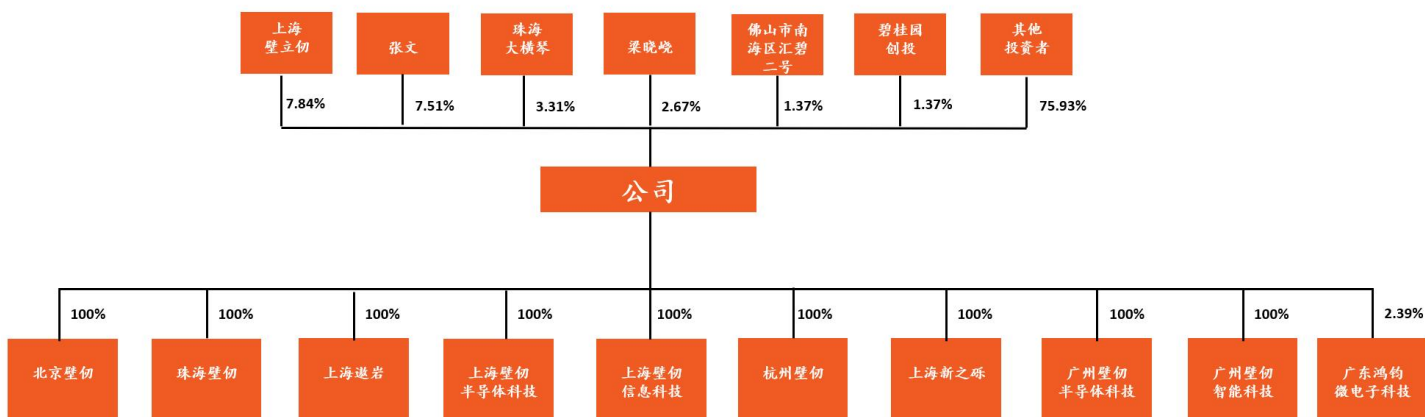
图表 52. 本报告正文中涉及上市公司股票代码一览

公司简称/股份名称	股票代码
英伟达	NVDA. US
Advanced Micro Devices	AMD. US
商汤	0020. HK
Oracle	ORCL. US
IBM	IBM. US
Teradata China	TDC. US
三星电子	005930. KS
摩尔线程	688511. SH
沐曦股份	688598. SH
天数智芯	9903. HK
微软	MSFT. US
Meta	META. US
谷歌	GOOGL. US
亚马逊	AMZN. US
百度	9988. HK/BIDU. US
腾讯	0700. HK
阿里巴巴	9988. HK/BABA. US
中国移动	600941. SH/0941. HK
中国联通	600050. SH/0762. HK
中国电信	601728. SH/0728. HK
万达信息	300168. SZ
中兴通讯	000063. SZ/0763. HK
MiniMax	0100. HK
智谱	2513. HK
寒武纪	688256. SH
海光信息	688041. SH
景嘉微	300474. SZ

来源: Bloomberg, 平安证券(香港)研究部

股权结构

图表 53. 公司股权结构



来源: Wind, 平安证券(香港) 研究部

公司专利

图表 54. 公司自主开发或自研专利

序号	专利/软件著作权及注册编号	涉及的关键技术
1	向量运算装置 ZL202011132750.6	GPGPU 架构—先进算法架构
2	乘法电路模块与乘法运算方法 ZL202410251295.3	
3	单指令多线程的处理装置及方法 ZL202410257036.1	
4	人工智能芯片、特殊函数计算方法和计算机可读存储介质 ZL202410101171.7	
5	用于处理数据的处理装置 ZL202011577665.0	
6	用于处理单元的数据处理方法、电子设备和计算机可读存储介质 ZL202110258250.5	
7	卷积设备、卷积方法、矩阵拆聚装置及矩阵拆聚方法 ZL202111195064.8	
8	计算装置、计算设备以及可编程调度方法 ZL202011283070.4	
9	用于卷积计算的方法、计算设备和计算机可读存储介质 ZL202011484326.8	
10	计算系统 ZL202011327689.0	
11	计算装置以及用于加载或更新数据的方法 ZL202011260055.8	
12	计算装置以及用于加载或更新数据的方法 ZL202011260174.3	
13	用于计算的方法、计算设备和计算机可读存储介质 ZL202110267725.7	
14	点积计算装置 ZL202110456687.X	
15	用于计算的方法、计算设备和计算机可读存储介质 ZL202110267756.2	
16	计算装置以及用于浮点数计算的方法 ZL202110214311.8	
17	基于内存区域的内存分配方法和设备以及访问方法和设备 ZL202110059908.X	GPGPU 架构—先进数据流架构
18	计算系统、计算处理器和数据处理方法 ZL202110514602.9	
19	多播路由方法、互连设备、网状网络系统及其配置方法 ZL202110811612.9	
20	信息处理方法、互连设备和计算机可读存储介质 ZL202011275787.4	
21	利用计算阵列来处理数据的方法和计算系统 ZL202110537558.3	
22	封装结构 ZL202222017863.2	SoC 设计—SoC 架构
23	半导体封装结构及封装方法 ZL202110796716.7	
24	芯片组及其制造方法 ZL202110662127.X	SoC 设计—内存系统
25	封装结构 ZL202420895671.8	SoC 设计—多 GPU 互连

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

26	SerDes 驱动器及系统、优化方法及装置、设备、介质和产品 ZL202410684024.7	
27	封装走线性能测试电路和方法 ZL202410698079.3	SoC 设计—SoC 测试
28	天线效应违例修复方法和装置 ZL202410491457.0	SoC 设计—SoC 设计流程
29	芯片电源网络规划方法、装置、电子设备和存储介质 ZL202410453028.4	
30	集成电路芯片的设计方法和集成电路芯片 ZL202110280844.6	
31	封装结构 ZL202421945509.9	
32	封装结构及其制造方 ZL202411545386.4	SoC 设计—芯片封装设计
33	封装结构 ZL202422654761.0	
34	服务器板卡及其监测系统、服务器及其监测系统 ZL202420643732.1	
35	板卡 ZL202123151456.2	硬件系统设计—PCIe 板
36	板卡 ZL202430116996.7	
37	散热器及其封装方法 ZL202110690141.0	
38	一种连接器辅助分离结构及 OAM 模组 ZL202520243417.4	硬件系统设计—OAM
39	一种板卡结构、扣卡固定结构及电子设备 ZL202520334460.1	
40	风冷板卡 ZL202430144992.X	
41	一种加速器集群超节点装置和计算加速装置 ZL202520415078.3	
42	服务器集群系统 ZL202420919632.7	硬件系统设计—UBB、服务器、服务器集群
43	计算系统、计算处理器和数据处理方法 ZL202110514602.9	
44	编译方法、电子设备以及存储介质 ZL202411112302.8	
45	人工智能模型的优化方法、编译器、电子设备与存储介质 ZL202411562252.3	软件技术—AI 工作负载的高级编译器优化
46	算子融合方法、电子设备与存储介质 ZL202411067103.X	
47	编译器的优化方法、电子设备与存储介质 ZL202411067048.4	
48	用于管理资源的方法、计算设备和计算机可读存储介质 ZL202011347122.X	软件技术—高性能 GPGPU 编程模型
49	用于深度学习框架适配硬件设备的中间件和方法 ZL202411104719.X	软件技术—高性能机器学习库
50	用于软硬件适配的方法、计算装置、介质和程序产品 ZL202410444215.6	
51	一种数据处理方法、装置、电子设备及存储介质 ZL202411166287.5	
52	一种内存架构映射方法、设备、存储介质及程序产品 ZL202410481963.1	软件技术—用于大规模 AI 训练

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发,该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料,应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议,平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

53	一种张量内存搬运方法、设备、存储介质及程序产品 ZL202411037672.X	的高效内存管理
54	一种内存分配的方法及装置、内存寻址的方法及装置 ZL202011163342.7	
55	分布式运算系统以及深度学习模型的模型训练优化方法 ZL202410132747.6	软件技术—用于分布式训练的虚拟层及动态流水线编排
56	交错式流水线并行训练方法、装置、设备、存储介质和程序产品 ZL202411968005.3	
57	数据搬运方法、分布式训练系统、电子设备和存储介质 ZL202410495934.0	
58	设备通信方法、设备及介质 ZL202411732925.5	
59	云端服务系统及其操作方法 ZL202110874293.6	软件技术—跨云及边缘的统一 AI 开发环境
60	AI 算力集群的主动测试方法、装置、设备、介质和产品 ZL202510012604.6	
61	壁仞科技 BIRENSUPA 编程框架软件 2020SR1579133	软件技术—编程模型
62	壁仞科技计算图智能调度与优化软件 V1.0 2022SR1446355	软件技术—图级优化
63	壁仞科技 ML 编译器算子优化图结构表达系统 V1.0 2020SR1579135	
64	壁仞科技向量引擎高性能汇编代码生成软件 V1.0 2022SR1145950	软件技术—机器学习库
65	壁仞科技 TCore 高性能汇编代码生成软件 V1.0 2022SR1145940	

来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

免责声明

分析员声明

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(1) 所有在本报告所表达的意见真实地反映其对本报告内所评论的发行人(“该公司”)及其证券当时的市场分析的个人意见。(2) 其薪酬过去、现在或未来，没有直接或间接与本报告所表达的市场分析意见或建议有关连。

根据香港《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》所适用的范围及相关定义，分析员确认其本人及其有联系者均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任本研究报告所评论的发行人的高级人员；(4) 持有本研究报告所评论的发行人任何财务权益。

免责声明

本报告由平安证券(香港)有限公司(下称“平安证券(香港)”)提供。平安证券(香港)已获取香港证券及期货事务监察委员会(“SFC”)第1类(证券交易)和第4类(就证券提供意见)受规管活动牌照。

本报告所载内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等，并非及不应被理解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约，亦不构成要约或邀请的一部分，而且本报告或其中的任何内容都不构成与订立任何合同或承诺有关的基础或依赖，也不作为任何诱因。

本报告的信息来源于平安证券(香港)认为可靠的公开数据并真诚编制，纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，平安证券(香港)并不就此等内容之公平性、准确性、完整性或合理性作出明示或默示之保证，亦不对因使用本报告或其内容或与此有关的其他方面而产生的任何损失承担任何责任。

本报告表达之所有内容、意见和估计等均可在不作另行通知下作出更改，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

对部分司法管辖区而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法规、规定或其他注册或发牌的规则。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本报告所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明或保证。此外，平安证券(香港)以理论模型为基础的估值是基于若干假设，并不一定能够完全反映证券的真实价值。由平安证券(香港)研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些金融产品的交易(包括涉及金融衍生工具的交易)会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，敬请阁下注意本报告不构成投资建议。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其它专业顾问(如需)，以评估投资建议是否合适。

平安证券(香港)控股有限公司及/或其香港从事金融业务的关联公司(下统称“平安证券(香港)集团”)可能持有该公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额可能相等于或高于该公司的市场资本值的1%或本报告所讨论的该公司证券的1%。一位或多位平安证券(香港)集团成员公司的董事、行政人员及/或雇员可能是该公司的董事或高级人员。平安证券(香港)集团成员公司及其管理人员、董事和雇员等(不包括分析员)，将不时持长仓或短仓、作为交易当事人，及买进或卖出此研究报告中所述的公司的证券或衍生工具(包括期权和认股权证)；及/或为该等公司履行服务或招揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。平安证券(香港)集团成员公司曾任本报告提及的该公司的联席保荐人、联席全球协调人和联席账簿管理人等，或现正参与或涉及本报告所讨论证券的庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的该公司提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。平安证券(香港)集团成员公司在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托及/或可能现正寻求该公司投资银行委托。

平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本报告只供指定收件人使用，不得复印、派发或发行本报告作任何用途，平安证券(香港)可保留一切相关权利。

投资评级系统由平安证券(香港)建构, 只反映平安证券(香港)对该证券及/或指数之自家建议, 仅作参考用途。

股票投资评级	备注
强烈推荐	预计 12 个月内, 股价表现强于恒生指数 20%以上
推荐	预计 12 个月内, 股价表现强于恒生指数 10%至 20%之间
中性	预计 12 个月内, 股价表现相对恒生指数在±10%之间
回避	预计 12 个月内, 股价表现弱于恒生指数 10%以上
行业投资评级	备注
强于大市	预计 12 个月内, 行业指数表现强于恒生指数 5%以上
中性	预计 12 个月内, 行业指数表现相对恒生指数在±5%之间
弱于大市	预计 12 个月内, 行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

地址: 香港中环皇后大道中 99 号中环中心 36 楼 3601 室

电话: (852) 37629688

电邮: research.pacshk@pingan.com

平安证券(香港) 2026 版权所有。保留一切权利。