

公司新视角

国内供给与需求双向奔赴，公司通用 GPU 业务驶入快车道

壁仞科技（6082.HK）

2026-10-29 星期四

近期我们调研了壁仞科技（6082.HK），通过与公司沟通，我们判断：1) 公司产品性能提升很快，可在一定程度上满足国内大客户需求；2) 国内大客户充分认识到了 AI 算力国产化的必要性，并正将此意愿快速转化为国内需求；3) 国内供应链已具备比较完整和充裕的产能，能够比较顺畅地将订单转化为产品。公司营收已经具备了快速增长的充分条件，值得重点关注。

相关报告

➤ 公司团队：集合业内顶尖专家，精准定位 AI 算力环节

公司创始人张文：在 2011 年曾与“中芯国际之父”张汝京博士一起在上海临港做 LED 芯片；之后加入商汤，恰逢中国 AI 起飞。张总加入后迅速带入政府资源、商业资源和战略性融资，推动商汤迅速发展。在商汤期间他看到：中美在 AI 领域进行激烈竞争，AI 三大要素算法、数据和算力，只有算力是美国最容易卡中国脖子的环节。2019 年商汤作为纯民用 AI 公司被美国以安全理由列入实体清单，算力获取受到很大限制，这是张总下定决心做大芯片的重要原因。过去二十年中国以消费电子模拟小芯片为主，做大芯片的非常少；做大芯片是人才、资金、资源三大要素密集行业，他认为自己有能力整合。

技术联合创始人/首席架构师洪洲：洪总 1980 年代末出国，90 年代 3D 显卡兴起时入行，最早在 GPU 鼻祖级公司 S3，2000 年代在英伟达已是 principal engineer，经历 NV 从图形架构向计算架构转型的经典架构。2016 年任华为海思 GPU 首席架构师、达芬奇项目负责人。

公司成立之初即有很多在 AMD、高通、英伟达、英特尔硅谷工作过 15—20 年的资深华人工程师组成架构团队，这些都是中国半导体产业非常稀缺的人才。

➤ **公司产品：**始终对标国际先进水平，依托国内供应链实现快速迭代
2020 年公司做产品定义时面临选择：对标国际龙头英伟达，公司要做其前一代、现在一代还是未来一代的产品？若做前一代/现在一代，两年周期后自己的产品出来就落后，故公司当时决定“超强对标两年后”，直接对标英伟达 2022 年 9 月 GTC 才推出的 H100。2022 年，公司推出的 BR100 系列从性能上完全达到公司预期的目标。

研究部

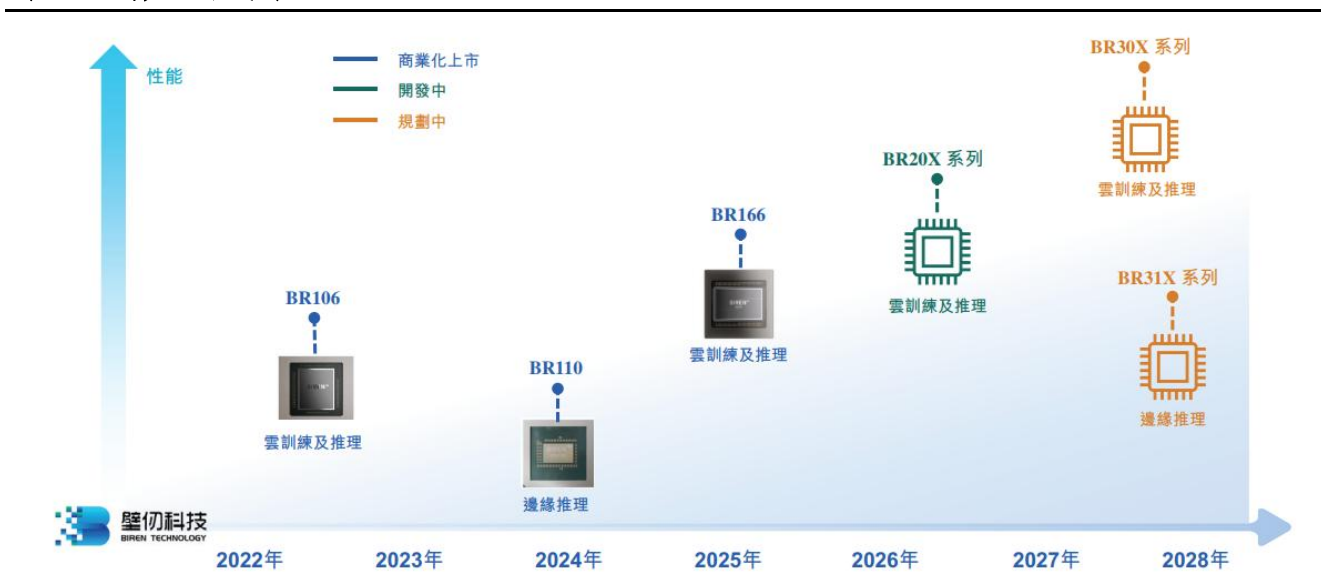
姓名：杨森

SFC：BJO644

电话：0755-21519782

Email：yangsen@gyzq.com.hk

图 1：公司产品路线图



资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

由于公司 2023 年被美国列入实体清单，无法再使用台积电的先进制程，所以近年来公司一直在通过国产重构产业链。目前二代产品已正式回片、成功点亮，目前处于大量内部测试中，预计 2027 年实现量产。

根据公司的规划，未来平均 1.5 年实现一次产品迭代。

单纯从芯片制程角度，英伟达能够使用台积电的 2nm 甚至更先进制程，具备领先优势。公司采用组合拳——架构、制程、封装、软件、整个系统级集群——去提升整体性能，而不是去比单卡性能。

➤ 业务生态：以全栈自研构建适配国内客户需求的软硬件体系

公司开发 GPGPU 芯片及基于 GPGPU 的智能计算解决方案，为 AI 提供所需的基础计算能力。通过整合自主研发的基于 GPGPU 的硬件及专有的 BIRENSUPA 软件平台，公司的解决方案支持从云端到边缘的广泛应用中 AI 模型的训练及推理。特别是，公司基于 GPGPU 的解决方案在大语言模型（「LLMs」）的预训练、后训练及推理方面的强大性能与高效能，拥有高技术壁垒，使公司在国内竞争中具有关键优势。公司的技术是支撑 AI 发展、推动 AGI 进步的重要基础设施，能够满足各行业日益增长的计算需求，从而助力生产力提升、创新与转型。

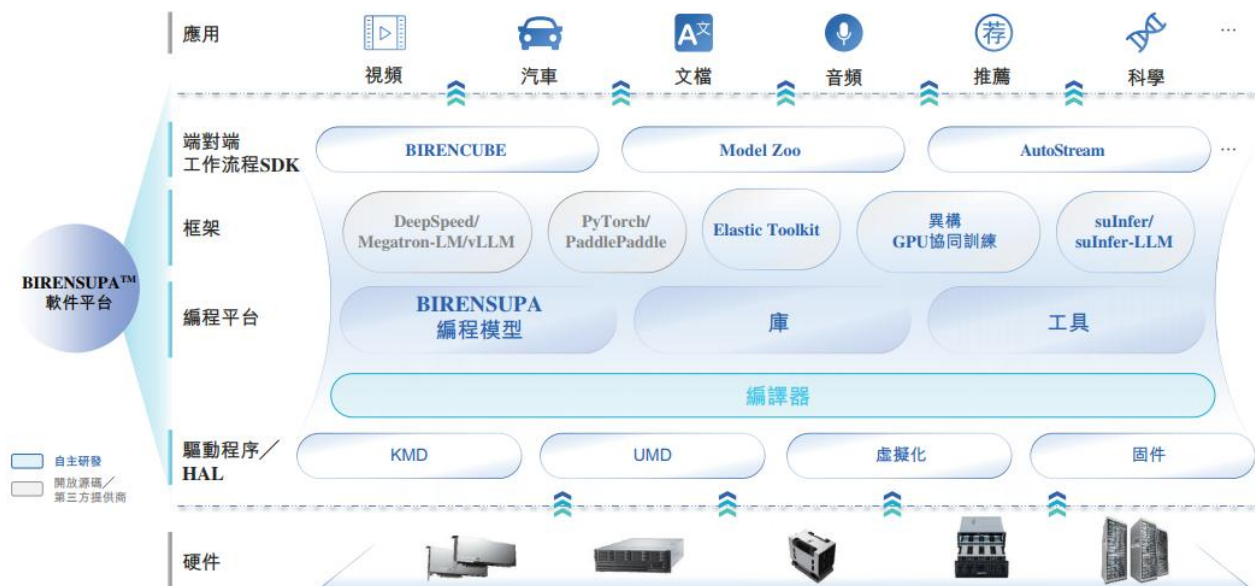
尤其是底层的驱动、固件、中间层算子库、工具链都是由公司自己开发，有意识地方便原本习惯 CUDA 环境的客户使用，便于客户迁移。

图 2：公司已开发全面的 GPGPU 硬件系统组合

	基於 GPGPU 的硬件	形態規格	編碼器／解碼器	雙向互連帶寬	散熱設計功率 (「散熱設計功率」)	主要目標市場	當前狀態
BR106	壁礪™ 106L	 OAM (液冷)	32通道／256通道	256GB/s	400W	雲訓練及推理，尤其適用於大模型	商業化上市
	壁礪™ 106M	 OAM (風冷)		192GB/s	300W	雲訓練及推理	商業化上市
	壁礪™ 106B	 PCIe板卡		128GB/s	150W	雲推理	商業化上市
	壁礪™ 106C	 PCIe板卡					
BR166	壁礪™ 166L	 OAM (液冷)	64通道／512通道	576GB/s	600W	雲訓練及推理，尤其適用於大模型	商業化上市
	壁礪™ 166M	 OAM (風冷)		576GB/s	550W		
	壁礪™ 166C	 PCIe板卡		512GB/s	450W	雲推理	商業化上市

资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司自主开发的软件平台 BIRENSUPA



资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

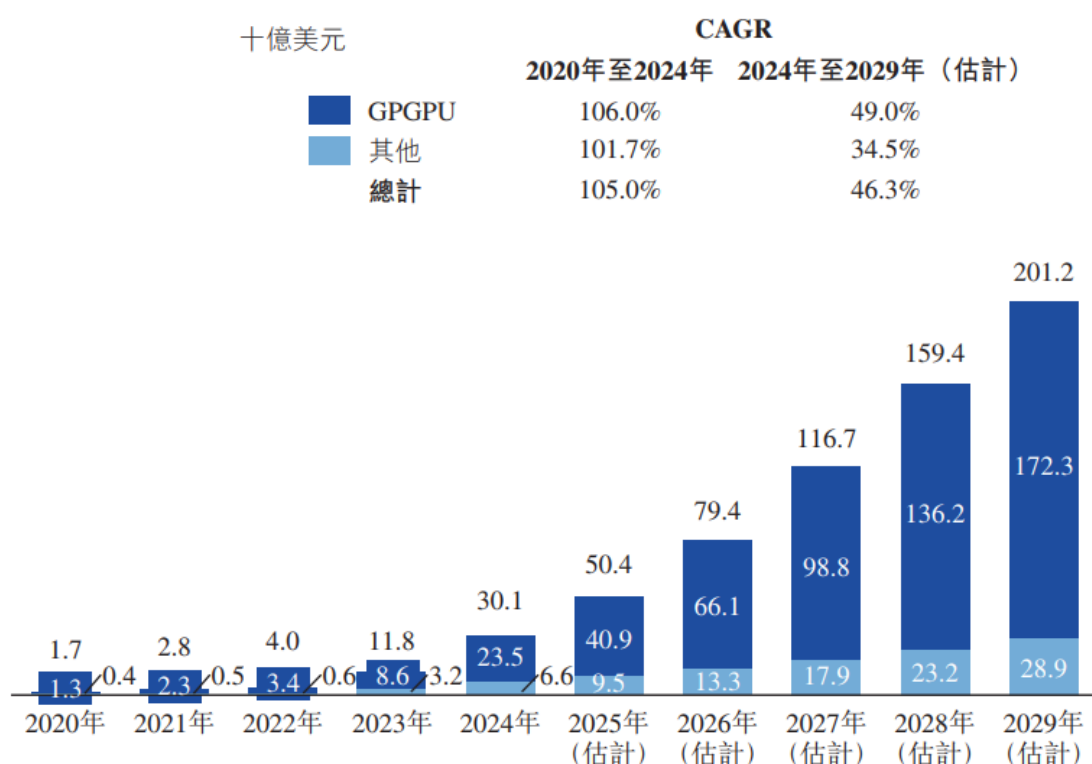
➤ **国产客户：**越来越意识到国产供应链的战略意义，2027 年或是国产通用 GPU 大年

从 2020 年美国开始进行实体清单制裁，国内互联网巨头已经意识到要转

向国内供应链。近几年 AI 需求爆发，国内巨头更加感受到：企业要进化成 AI 时代最重要公司，算力是根本。但美国的算力无法顺畅、足量地获取，叠加近几年国产 AI 芯片的性能已有大幅度提升，所以国内大厂开始积极下单采购国产 GPU。从 2024 年 Q4 开始订单不断放量，2027 年应该 是大年。

由于公司在重塑国内供应链方面起步早，与晶圆厂的合作发展顺利，在供应方面的保障程度相对更可靠。

图 4：2020 年至 2029 年（估计）中国智能计算芯片行业市场规模



资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

➤ 公司营收指引：2027 年收入或达到 200 亿元人民币

公司明年出货以 2 代产品为主。数量在十万颗级别。上半年是小批量，下半年大批量出货。出货价格的天花板是对标的 H200 的价格。初步预计，公司 2027 年的收入或可达到 200 亿元人民币。

2025 年，公司收入 10.35 亿；2026 年 H1，公司收入 12.36 亿。

➤ 风险提示

1) 供应链扰动；2) 下游客户需求不达预期；3) 市场竞争加剧导致产品价格和毛利率不达预期。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>