

今日焦點:

► 華為昇騰：中國系統級 AI 算力策略

DeepSeek V4 整合昇騰晶片，確認國產 AI 算力已實現技術成熟及大規模商業化部署。同時，Agent AI 正推動模型由單輪回應轉向持續推理與任務執行，這可能帶動 token 消耗快速增長，並推動 AI 算力需求持續擴張。美國對高端 GPU 供應的限制，推動中國加快建立自主可控的 AI 算力生態。結合中國大模型在成本及能效方面的優勢，以及未來來自 token 出海的海外推理需求，華為昇騰生態已不再只是國產 GPU 替代故事，而是中國 AI 基礎設施國產化的核心主題。

下表比較華為昇騰與 NVIDIA 主流高端 AI 晶片的核心參數與產品定位：

類別	昇騰 910C	昇騰 950PR	昇騰 950DT	NVIDIA H200	NVIDIA B200
量產時間	2025 年一季度	2026 年一季度	2026 年四季度	2024 年	2025 年
產品定位	訓練與推理一體化	推理為主	訓練為主	推理優化型	訓練與推理旗艦
單顆晶片價格	約人民幣 12 萬元	約人民幣 5 萬至 7 萬元	暫未披露	約人民幣 19 萬元	約人民幣 28 萬元
支援資料格式	FP16 / BF16 / INT8	FP4 / FP8	FP4 / FP8	FP64 / FP32 / FP16 / BF16 / FP8	FP64 / FP32 / FP16 / BF16 / FP8 / FP4
核心算力	0.8 PFLOPS FP16	1 PFLOPS FP8; 2 PFLOPS FP4	2 PFLOPS FP8; 4 PFLOPS FP4	3.98 PFLOPS FP8	4.5 PFLOPS FP8; 9 PFLOPS FP4
記憶體容量及頻寬	128GB HBM; 3.2TB/s	128GB HBM; 1.6TB/s	144GB HBM; 4TB/s	141GB HBM3e; 4.8TB/s	192GB HBM3e; 8TB/s
互聯頻寬	784GB/s	2TB/s	2TB/s	900GB/s	1.8TB/s
製程及代工	7nm; SMIC N+2 / TSMC	約等同 5nm; SMIC N+3	約等同 5nm, 或採用更高密度封裝	4nm; TSMC 4N / N4P	4nm; TSMC N4P, 雙晶片共封裝

NVIDIA Blackwell 系列仍代表全球高端 AI 晶片的標杆。其優勢不僅來自單顆晶片算力，也來自 HBM 頻寬、NVLink 互聯，以及 CUDA 軟件生態。然而，對中國 AI 產業而言，核心問題並不是國產晶片能否在單卡性能上完全追平 NVIDIA，而是在可獲取的國產晶片基礎上，如何構建可規模化、可持續迭代的 AI 算力系統。華為 Atlas 950 SuperPoD (基於昇騰 950 NPU 構建的大規模 AI 算力系統) 圍繞「超節點 + UnifiedBus 互聯」設計，透過系統級架構提升多卡協同效率，從而部分抵消單卡性能差距。

更具體而言，Atlas 950 SuperPoD 背後的技术邏輯可概括為三個方面：

多卡效率 - SuperPoD 架構透過更多昇騰 NPU 組成可擴展算力，並提升多卡協同效率，從而彌補相較 NVIDIA Blackwell 系列在單卡性能上的差距。Atlas 950 SuperPoD 單櫃部署 64 張卡，並支援最高 8,192 張卡互聯，有助於提升大模型訓練與推理效率。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,393	-0.9%	3.0%
中資企業指數	8,889	-0.3%	-0.3%
紅籌指數	4,543	0.6%	13.1%
滬深300指數	4,871	-0.6%	5.2%
上海A股	4,383	-0.0%	11.6%
上海B股	283	0.4%	11.6%
深圳A股	3,009	0.1%	13.6%
深圳B股	1,177	-0.2%	-6.9%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,609	0.0%	3.2%
標普500	7,398	0.8%	8.1%
美國納斯達克指數	26,247	1.7%	12.9%
日經平均指數	63,284	0.9%	25.7%
英國富時指數	10,233	-0.4%	3.0%
法國證券公會指數	8,112	-1.1%	-0.5%
德國法蘭克福指數	24,338	-1.3%	-0.6%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,715	0.6%	8.6%
銅價 (美元/盎司)	3,257	-1.5%	28.1%
銀價 (美元/盎司)	80	2.4%	12.0%
原油 (美元/桶)	95	0.6%	72.1%
銅價 (美元/盎司)	13,573	1.4%	9.3%
鋁價 (美元/盎司)	3,503	-0.6%	16.9%
鎊價 (美元/盎司)	2,058	1.4%	-1.0%
鎘價 (美元/盎司)	3,430	0.9%	10.0%
小麥 (美分/蒲式耳)	607	0.2%	19.8%
玉米 (美分/蒲式耳)	471	0.8%	4.3%
糖 (美分/磅)	110	0.3%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,208	1.3%	13.1%
PVC (美元/噸)	5,160	-0.6%	58.3%
CRB 指數	389	0.4%	3.0%
BDI		-0.4%	58.7%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	156.7	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.0	9.9	0.9
歐羅	1.2	9.2		184.7	1.1	8.0
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.1	1.1	201.7		8.8
人民幣	0.1	1.2	0.1	23.0	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	17	1.2%

更高互聯頻寬 - UnifiedBus 互聯優化大量 NPU 之間的數據傳輸效率。大模型訓練及高併發推理需要 NPU 持續交換參數及數據，若傳輸出現瓶頸，將導致節點等待並影響效率。透過建立高效傳輸通道，UnifiedBus 互聯將系統總互聯頻寬提升至 16.3 PB/s，並將跨節點通訊延遲降至約 3 微秒，從而降低通訊開銷並提升整體集群效率。

統一調度 - 隨著大模型規模擴大，大量 NPU 需要頻繁共享數據，而跨節點重複搬運數據會拖低性能。Atlas 950 SuperPoD 採用統一記憶體尋址及共享調度，有效管理 NPU 本地記憶體，減少數據搬運及通訊開銷，從而提升算力利用率。同時，模組化設計支援由單櫃擴展至 160 個機櫃，可根據訓練及推理需求靈活調整集群規模。

CANN vs CUDA - CANN 是支撐昇騰生態大規模部署的核心軟件基礎。NVIDIA 的優勢在於其長期建立的 CUDA 軟件生態。雖然 AI 模型及工程代碼通常由 PyTorch、TensorFlow、vLLM 等框架編寫，但 CUDA 負責在硬件層面將這些框架轉換為可執行的 GPU 計算任務。在華為昇騰生態中，CANN 不僅讓 AI 模型能在昇騰 NPU 上運行，也負責模型執行、算力調度及性能優化，以提升工作負載效率。同時，CANN 亦支援遷移及適配，幫助原本基於 NVIDIA CUDA 開發的 AI 項目，以較少代碼改動及較低遷移成本轉移至昇騰平台。此外，透過開源 CANN，華為讓開發者及企業能夠接觸部分底層代碼，理解其運行邏輯，並針對自身模型及業務場景進行優化。合作夥伴亦可基於 CANN 開發工具、插件及解決方案，進一步提升昇騰晶片的易用性及生態兼容性。

我們的观点: DeepSeek V4 已開始使用國產華為昇騰晶片進行訓練。這證明國產 AI 晶片目前已能支撐頂級大模型，並將加速全鏈路適配，進一步帶動需求增長。

華為昇騰 950 具備較強性價比。雖然在部分高精度訓練任務中仍落後於 NVIDIA 旗艦產品，但其價格僅約為 H200 的三分之一。受益於中國大陸領先晶圓廠 7nm / 5nm 產能爬坡加快，華為據報已將 2026 年出貨預測上調 26% 至 120 萬顆，較此前 95 萬顆有所提升；晶圓產能亦預計由今年每月 10 萬片提升至 2030 年每月 60 萬片。多家頭部科技公司已下達訂單，包括字節跳動 25 萬顆、阿里巴巴 15 萬顆、百度 20 萬顆、騰訊 5 萬顆。

雖然單卡性能並非全球頂級，但電力約佔 AI 模型運營成本的 60% 至 70%，其餘則主要來自硬件折舊、頻寬及人力成本。中國西部綠電成本僅約人民幣 0.2 至 0.3 元 / kWh，遠低於美國約人民幣 1 元 / kWh，以及歐洲主要國家超過人民幣 1.5 元 / kWh 的水平，進一步放大國內 AI 運營的總成本優勢。

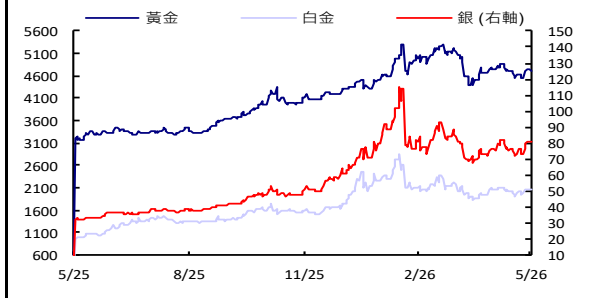
近期昇騰產業鏈股價上漲，主要由出貨增量推動。下一階段催化因素應來自產能爬坡及良率改善，隨後則是核心客戶大規模部署後帶來的業績確認。

我們看好以下昇騰產業鏈龍頭公司：

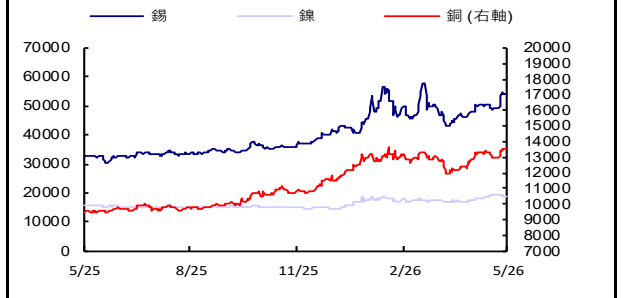
- 1) **中芯國際 (00981 HK, 人民幣73.35元, 市值人民幣5,880億元)** - 昇騰 AI 晶片的唯一代工廠；N+3 製程，即約等同 5nm，已進入量產。公司目前交易於 75 倍 FY26E P/E。
- 2) **華豐科技 (688629.SH, 人民幣136.54元, 市值人民幣630億元)** - 華為昇騰超節點高速背板連接器核心供應商。在 224G 高速銅互聯領域具備領先市場份額。由 910 系列向 950 系列的技術迭代，推動連接器單機價值量上升。公司目前交易於 89 倍 FY26E P/E。
- 3) **盛科通信 (688702.SH, 人民幣307.88元, 市值人民幣1,260億元)** - 少數具備高性能以太網交換晶片能力的國產廠商之一。超節點架構推動交換晶片對 NPU 的配比提升至 1:1 以上，需求呈現指數級增長。公司已量產 25.6T 交換晶片，受益於國產 AI 超節點滲透率提升。公司目前交易於 1,877 倍 FY26E P/E。
- 4) **深南電路 (002916.SZ, 人民幣320.37元, 市值人民幣2,180億元)** - 昇騰 PCB 及 FC-BGA 載板的主要供應商。公司是少數能夠量產 14 層以上 FC-BGA 載板的國內企業之一。昇騰 950 架構升級將推動 PCB 價值量持續提升。公司目前交易於 42 倍 FY26E P/E。

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

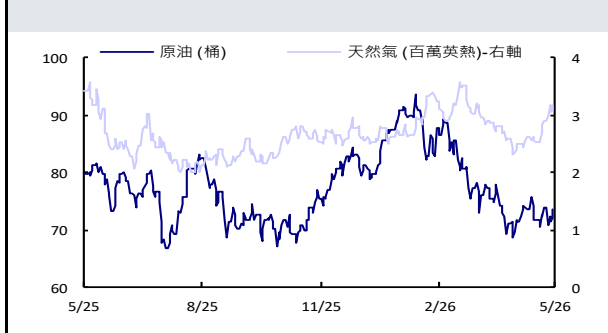
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4731	18	9.0	46.6
白金 (盎司)	2059	5.6	12	111.1
銀 (盎司)	80	7.3	13.9	148.2



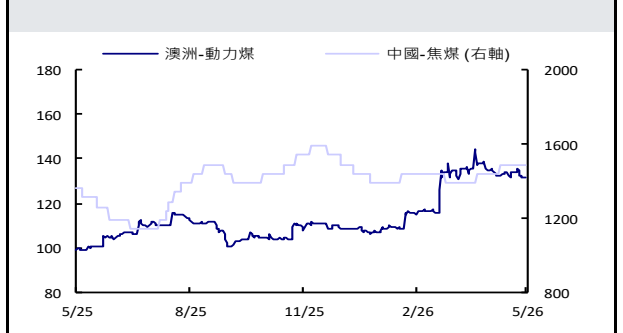
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13573	10.0	9.3	43.7
鎳 (噸)	18892	10.4	13.5	19.5
錫 (噸)	53877	15.3	32.8	69.0



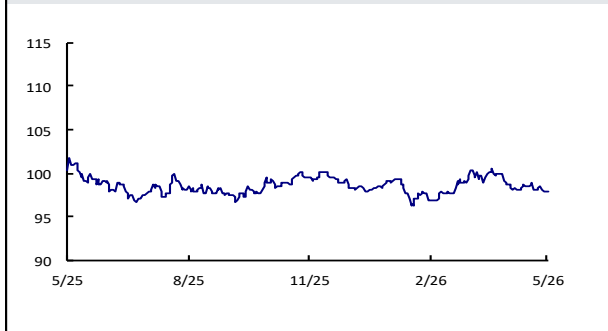
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	95.4	(5.9)	66.2	54.0
天然氣 (百萬英熱)	2.8	(4.4)	(25.2)	(27.4)



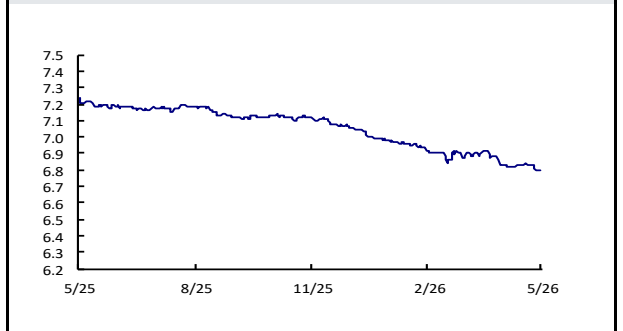
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	7.2	3.5	9.6
澳洲動力煤 (US\$/t)	1318	(7.5)	22.6	33.2



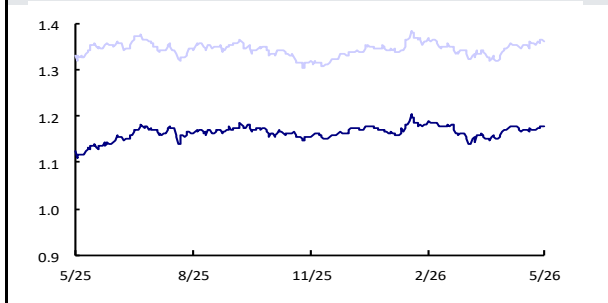
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	97.9	(2.1)	(0.4)	(2.4)



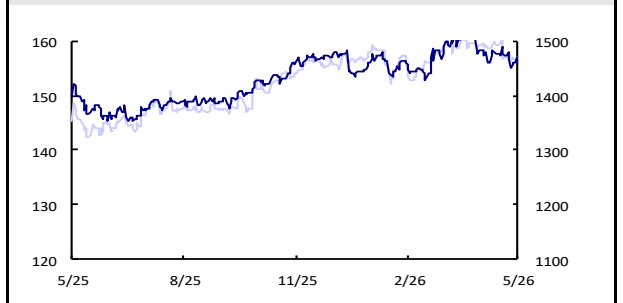
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(14)	(2.7)	(6.0)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	2.0	0.3	4.8
英鎊	1.4	3.1	12	2.4



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	156.7	(13)	(0.0)	7.8
韓圓	14615	(3.6)	12	4.5



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
成屋銷售量	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月12日
生產者物價指數	月		26年5月13日
首次申請失業保險金人數	週		26年5月14日
商業庫存	月		26年5月14日
工業生產指數	月		26年5月15日
新屋開工與營建許可	月		26年5月21日
消費者信心指數	月		26年5月26日
國內生產毛額	季		26年5月28日
新屋銷售	月		26年5月28日
批發庫存	月		26年5月29日
工廠訂單	月		26年6月3日
採購經理人指數	月		26年6月1日
個人收入與支出	月		26年5月28日
耐久財訂單	月		26年5月28日
貿易收支	月		26年6月9日
就業報告	月		26年6月5日
零售業銷售額	月		26年5月14日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年5月11日
生產者物價指數	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月11日
零售業銷售額	月		26年5月18日
工業生產報告	月		26年5月18日
採購經理人指數	月		26年5月31日
外匯儲備	季		26年6月7日
貿易收支	月		26年6月9日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
國內生產毛額	季		26年5月15日
失業率報告	月		26年5月19日
消費者物價指數	月		26年5月21日
貿易收支	月		26年5月28日
M2貨幣供應量	月		26年5月29日
零售業銷售額	月		26年6月2日
採購經理人指數	月		26年6月3日
外匯儲備	月		26年6月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有中芯國際集成電路製造有限公司(981.HK)之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455