

The Compute China Can't Import

- US sanctions created a captive AI compute market — Cambricon is the pure-play.
- FY25 +454% y-y, first profit, 4x volume guide — the inflection is in the numbers.
- BUY, TP THB8.65, ~35% upside.

The Chip That Prints Money Inside the Wall

ชิปที่มีอิทธิพลมากที่สุดที่และไม่เคยได้ยินชื่อนั้นกำลังสร้างกำไรอยู่แล้วในปัจจุบัน Cambricon Technology (688256.SS / CAMBRI80) เป็นผู้พัฒนาชิปเร่งความเร็ว AI สำหรับกระบวนการอนุมานผลในศูนย์ข้อมูล ซึ่งคืองานที่มีปริมาณมหาศาลและมีความสำคัญอย่างยิ่งในเชิงเศรษฐกิจในการให้บริการโมเดลที่ฝึกฝนแล้วแก่ผู้ใช้งานจริงในวงกว้าง ทั้งนี้ ชิปรุ่นอย่าง Siyuan 590 มีประสิทธิภาพด้านการอนุมานผล เทียบเท่ากับ A100 ของ NVIDIA แต่มีต้นทุนที่ต่ำกว่าถึงประมาณ 45% ซึ่งส่วนต่างที่มากขนาดนี้สามารถตัดสินใจได้เลยว่าผลิตภัณฑ์ AI ของผู้ให้บริการตลาดขนาดใหญ่ จะทำกำไรหรือจะขาดทุน โดยในปัจจุบัน Alibaba ได้เปลี่ยนมาประมวลผลงาน AI Inference บนคลาวด์สาธารณะผ่านชิปของ Cambricon ถึง 60% และมี ByteDance เป็นลูกค้ารายใหญ่ที่สุด สิ่งเหล่านี้ไม่ใช่แค่คำสัญญาในอนาคต แต่มันเกิดขึ้นจริงและถูกบันทึกไว้ในยอดสั่งซื้อเรียบร้อยแล้ว

Demand Guaranteed, Supply Constrained

สถานการณ์ทางภูมิรัฐศาสตร์ในปัจจุบันถือเป็นเกราะป้องกันเชิงโครงสร้าง ที่แข็งแกร่งที่สุดเท่าที่ตลาดทุนจะเอื้ออำนวยได้ เนื่องจากการยกระดับมาตรการควบคุมการส่งออกของสหรัฐฯ อย่างต่อเนื่อง ได้ส่งผลให้ชิป A100, H100, H20 และ L40S ของ NVIDIA ต้องออกจากตลาดจีนไปโดยปริยาย ซึ่งเป็นการบังคับให้ตลาดต้องหันมาพึ่งพาการผลิตแทนด้วยเทคโนโลยีภายในประเทศแทน ในขณะที่เดียวกัน งบลงทุน (Capex) ของผู้ให้บริการตลาดขนาดใหญ่ในจีนก็กำลังเร่งตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว โดย ByteDance ได้ตั้งเป้าหมายงบลงทุนไว้ที่ 1.6 แสนล้านหยวนสำหรับปี 2026 ส่วน Alibaba ก็ให้คำมั่นว่าจะลงทุนแผนโครงสร้างพื้นฐาน AI ระยะเวลา 3 ปีที่ตั้งไว้ 3.8 แสนล้านหยวน พร้อมประกาศชัดเจนว่าจะให้ความสำคัญกับส่วนแบ่งการตลาดมากกว่าอัตรากำไรในระยะสั้น ส่งผลให้เม็ดเงินหยวนที่เพิ่มขึ้นในทุกๆ หน่วย ต้องไหลเข้าสู่ตลาดที่ถูกบีบให้เลือกใช้หน่วยประมวลผลภายในประเทศเท่านั้น ซึ่งสอดคล้องกับคาดการณ์ของอุตสาหกรรมที่ระบุว่า ชิปที่ผลิตในประเทศจะครองส่วนแบ่งสูงถึง 76% ของความต้องการชิปเร่งความเร็ว AI ทั้งหมดในจีนภายในปี 2030 พุ่งทะยานขึ้นจากเดิมซึ่งอยู่ที่ 41% ในปัจจุบัน

Share Doesn't Tell You Everything. Quality Does

สิ่งที่ทำให้สถานะของ Cambricon โดดเด่นและแตกต่างไม่ใช่ส่วนแบ่งในตลาดประเทศที่ 7% ในปัจจุบัน แต่เป็น "คุณภาพ" ของส่วนแบ่งนั้น เนื่องจากคู่แข่งรายใหญ่อื่นๆ ล้วนเติบโตได้ด้วยโครงสร้างที่เอื้อประโยชน์ตนเองภายในเครือ เช่น ชิปของ Huawei จะถูกป้อนเข้าสู่ระบบคลาวด์ของตนเอง, T-Head ป้อนให้กับปริมาณงานของ Alibaba และ Kunlunxin ป้อนให้กับ Baidu แต่สำหรับ Cambricon นั้น พวกเขาชนะมาจากการแข่งขันในตลาดซึ่งนั่นคือเหตุผลที่รายชื่อลูกค้าของบริษัทถือเป็นการยืนยันที่แท้จริง ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือ Alibaba แม้ว่าจะมีทีมพัฒนาชิปในเครืออย่าง T-Head อยู่แล้ว แต่ก็ยังเลือกประมวลผลงาน AI Inference บนคลาวด์สาธารณะผ่านชิปของ Cambricon ถึง 60% หรือแม้กระทั่ง DeepSeek ก็ได้มอบสิทธิ์ให้ Cambricon เข้าถึงโมเดลแรกๆ ควบคู่ไปกับ Huawei สิ่งเหล่านี้คือการยอมรับและการรับรองอย่างเป็นทางการจากลูกค้าที่มีเหตุผลและแรงจูงใจเพียงพอที่จะไปเลือกใช้บริการจากผู้ให้บริการรายอื่น แต่พวกเขาก็ยังเลือก Cambricon

First Profit. Then Acceleration

การพลิกฟื้นของผลประกอบการได้ก้าวข้ามจากเพียงแค่การคาดการณ์ล่าสุดจริงๆ โดยรายได้ในปีงบประมาณ 2025 อยู่ที่ 6.5 พันล้านหยวน (เติบโตขึ้นถึง +454% เมื่อเทียบกับปีต่อปี) ส่งผลให้ Cambricon สามารถทำกำไรสุทธิประจำปีได้เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ของบริษัทที่จำนวน 2.06 พันล้านหยวน พร้อมทั้งมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานพลิกกลับมาเป็นบวก ยิ่งไปกว่านั้น แค่ผลประกอบการในไตรมาสที่ 1 ของปี 2026 ก็มีมูลค่าเทียบเท่ากับครึ่งปีแรกของปี 2025 ทั้งปีแล้ว สำหรับเป้าหมายการส่งมอบชิปในปี 2026 ที่ตั้งไว้ที่ 500,000 ชิป ซึ่งคิดเป็นมากกว่า 4 เท่าของยอดจัดส่งในปี 2025 ที่ 116,000 ชิป ถือเป็นเป้าหมายเชิงปริมาณที่บวกที่สุดในบรรดาบริษัท AI สัญชาติจีนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ส่งผลให้กลุ่มนักวิเคราะห์คาดการณ์ไปในทิศทางเดียวกันว่า รายได้ในปีงบประมาณ 2026 นี้ น่าจะพุ่งทะยานเข้าใกล้ระดับ 2.3 หมื่นล้านหยวน

Initiated with BUY and a TP of THB8.65 (CNY1,800, CNY/THB at 4.80)

เราแนะนำ "ซื้อ" โดยราคาเป้าหมายที่ 8.65 บาท (โอกาส Upside ประมาณ 35%) ซึ่ง ณ ระดับราคานี้ หุ้นจะซื้อขายกันอยู่ที่อัตราส่วน P/E ประมาณ 95 เท่าของ EPS ปี 2026 ซึ่งอยู่ที่ 19 หยวน และจะลดลงมาอยู่ที่ประมาณ 55 เท่าเมื่อเทียบกับ EPS ปี 2027 ที่ 32 เท่าเมื่อเทียบกับต้นทุนขึ้นเรื่อยๆ กล่าวคือ ค่า P/E จะลดลงตามการเติบโตของกำไร อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงของบริษัทก็ยังมีอยู่ ไม่ว่าจะเป็นเรื่องการแข่งขันของคู่แข่งรายใหญ่, ห่วงโซ่อุปทานด้านบรรจุภัณฑ์ขั้นสูง ที่ต้องพึ่งพา TSMC รวมถึงศักยภาพของ Huawei ที่อาจขยายความเป็นผู้นำแทนจะแบ่งปันส่วนแบ่งตลาด แต่ถึงอย่างนั้น หากมองหาโอกาสการลงทุนในหุ้นที่มีสภาพคล่องและจดทะเบียนในตลาดเพื่อเกาะกระแสการเติบโตทางเทคโนโลยีประมวลผล AI ของจีนแล้ว ก็ไม่มีสินทรัพย์อื่นใดในตลาดหุ้นจีน ที่จะเทียบเคียงได้เลย ซึ่งมูลค่าส่วนเพิ่มจากความหายากนี้เพิ่งเริ่มถูกสะท้อนในราคาหุ้นเท่านั้น

Analyst

Suwat Sinsadok, CFA, FRM, ERP
suwat.s@globlex.co.th,
+662 687 7026

Assistant Analyst

Peerayu Sirivorawong

The Compute China Can't Import

Why Cambricon, Why Now?

The global AI race is, at its core, a compute race — and the US has used export controls to deny China access to NVIDIA's most advanced chips. The A100, H100, H20 and L40S have been progressively restricted from 2023 onward, severing China's hyperscalers from the silicon that powers every major Western AI lab. Yet China's AI ambitions have not paused; if anything, US 'Magnificent Seven' AI capex set to exceed USD 400b in 2026 has only intensified the pressure on China to build a domestic compute stack of its own. The economic security stakes are too high to remain a customer.

What Cambricon Does: The Inference Workhorse

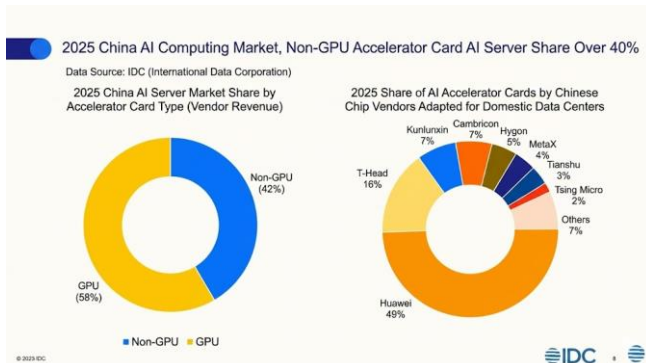
Cambricon designs the chips that run AI applications inside data centres. When ByteDance serves a recommendation, when Alibaba's cloud answers a chatbot question, when an enterprise runs an internal LLM — Cambricon's chips are increasingly the ones doing the work. The company specialises in **AI inference** — the ongoing 'serving' of trained AI models to real users — rather than the upfront 'training' that builds them. Inference is where the volume is, and where economics matter most.

What sets Cambricon apart is the commercial validation. Its flagship Siyuan 590 chip runs leading AI models at roughly the same speed as NVIDIA's A100 — but at **~45% lower cost**. For hyperscalers running billions of AI queries a day, that cost gap is the difference between profitable and unprofitable AI products. Alibaba reportedly uses Cambricon chips to serve 60% of its public cloud's AI inference demand. ByteDance is the largest single customer. Even DeepSeek — China's most-watched AI lab — gave Cambricon early access to its latest models, alongside Huawei, to optimise inference deployment

Market Share: From #3 Domestic to #2 in 12 Months

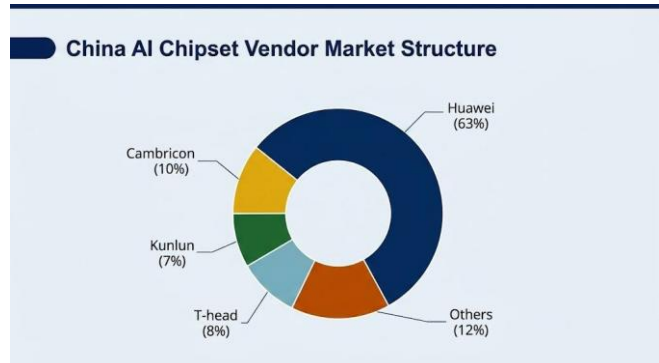
China's AI accelerator market shipped ~4mn units in 2025: foreign vendors (mainly NVIDIA) at 59%, domestic at 41%. Within domestic, Huawei dominates at 49%, T-Head/Alibaba sits at 16%, with Cambricon and Kunlunxin tied for #3 at 7% each. Industry forecasts have Cambricon overtaking T-Head as #2 domestic in 2026E (10% domestic share), supported by its 500k chip delivery target — over 4x the 2025 output of 116k units. Looking further out, domestic chips are forecast to reach 76% of total China demand by 2030 (from 41% today). The trajectory — not the headline 7% — is what the equity is pricing.

Exhibit 1: China domestic AI GPU market 2025



Sources: IDC, Globlex Research

Exhibit 2: China domestic AI GPU market 2026E



Sources: Company data, Morgan Stanley Research estimates

Investment Thesis: Three Pillars

#1 Riding China's compute sovereignty mega-trend. US sanctions on NVIDIA chips have created a captive domestic AI silicon market — forecast to grow from 41% of China demand today to 76% by 2030. Cambricon is the only listed pure-play A-share name positioned for this multi-year tailwind.

#2 Earnings inflection is real, not a story. FY25 revenue +454% y-y to RMB6.5b, first-ever annual profit of RMB2.06b, and 1Q26 alone matched all of 1H25. Operating cash flow turned positive. The 500k chip delivery target for 2026 (4x+ vs 2025) is the most aggressive volume guide among listed Chinese AI peers.

#3 Commercial validation that captive peers cannot claim. Cambricon ships parity volumes to Kunlunxin (Baidu's captive chip) and competes with T-Head (Alibaba's captive chip) — without a parent cloud feeding it. Every chip Cambricon sells is an independent commercial win. Alibaba uses Cambricon for 60% of its public cloud AI inference; DeepSeek optimised its latest model for Cambricon. The market is voting with orders.

Competitive Position: The Only Pure-Play

Within China's domestic AI chip cohort, Huawei dominates with 49% share (2025) — captive HiSilicon design heritage, end-to-end stack, the natural national champion. T-Head/Alibaba sits at 16%, structurally advantaged by being captive to Alibaba's own hyperscaler workloads. Cambricon and Kunlunxin (Baidu) are tied for #3 at 7% each.

Industry forecasts see the picture shifting meaningfully in 2026E: Huawei extending to 63%, Cambricon climbing to 10% and overtaking T-Head (8%) for #2 domestic, while Kunlunxin holds at 7%. This trajectory matters because the top four are forecast to consolidate to 88% of domestic shipments — Cambricon is on the right side of that consolidation.

What sets Cambricon apart from the broader domestic field is the only listed pure-play AI accelerator on A-shares, real technical edge (1.2TB/s memory bandwidth on Siyuan 590, domain-specific architecture, chiplet/3D stacking leadership), and execution: 2025 P&L (revenue RMB 6.5b, net profit RMB 2.06b) is materially ahead of every listed domestic peer, and the 500k chip delivery target for 2026 (4x+ uplift) is the most aggressive volume guide in the field. Our base case — ~18% domestic share by 2028E — assumes the 500k 2026 target is achieved and Cambricon converts its technical edge into continued share gains versus T-Head specifically.

Demand Signals: Hyperscaler Capex Is Inflecting

Alibaba's capex raise is a direct demand pull. At its March-quarter and FY26 results on 13 May 2026, Alibaba told the market it will spend beyond its previously announced RMB380b (USD56b) three-year AI-and-cloud capex plan, with CEO Eddie Wu stating explicitly that establishing AI-infrastructure leadership and market share now takes precedence over near-term margins.

Cloud Intelligence revenue rose 38% y-y, external cloud revenue +40% y-y, and AI-related product revenue posted an 11th consecutive quarter of triple-digit growth, now ~30% of external cloud revenue. Group free cash flow swung to an outflow, driven specifically by the cloud-infrastructure build — spending ahead of profit is exactly the signal a domestic accelerator supplier wants to see.

For Cambricon the mechanism is simple: every incremental yuan of Chinese hyperscaler capex lands in a market where NVIDIA's most advanced parts are restricted, so the marginal AI-compute dollar is increasingly forced onto domestic silicon. As noted above, Alibaba already serves a majority of its public-cloud AI inference on Cambricon parts; a larger Alibaba infrastructure envelope widens the absolute pool of inference workloads that domestic accelerators can address.

Alibaba is not alone. ByteDance — Cambricon’s largest single customer — is guiding to RMB160b of 2026 capex, and the aggregate Chinese hyperscaler AI-infrastructure commitment is inflecting just as Beijing has discouraged domestic use of NVIDIA’s H20. That combination, rising domestic capex plus tightening access to foreign chips, is the precise engine behind our forecast that domestic chips climb from 41% of China demand today to 76% by 2030. Through the recent earnings season, Chinese platforms repeatedly flagged domestic AI-compute supply shortages — a tailwind for every credible local supplier with volume, Cambricon among them given its 500k-unit 2026 delivery target.

Initiated with BUY and a TP of THB8.65

We initiate coverage of **CAMBRI80** with a **BUY** rating and a target price of **THB8.65**, implying ~35% upside. We set fair value for the Cambricon A-share (688256.SS) at CNY1,800, versus CNY1,340 at the close on our initiation date. Cambricon does not lend itself to trailing multiples: on FY25 earnings the stock trades on a trailing P/E in the low hundreds and ~100x sales, because the company is at the front edge of an earnings inflection, not in steady state.

We therefore anchor on forward earnings. FY25 delivered revenue of RMB6.5b (+454% y-y) and net profit of RMB2.06b; consensus looks for FY26E revenue to more than triple to roughly RMB23b as the 500k-unit ramp lands.

On our assumptions — net margin widening from ~32% in FY25 toward the high-30s as operating leverage builds, on ~420m shares, that points to FY26E EPS near CNY19 and FY27E EPS near CNY32. At CNY1,800 the stock would trade on ~95x our FY26E EPS, compressing toward ~55x on FY27E as earnings compound — the multiple de-rates into the growth, which is the heart of the bull case.

Exhibit 3: CAMBRI80 target under A-share scenarios

Scenario	A-share (CNY)	CNY/THB	DR (THB)
Bear	1,000	4.80	4.80
Base (our TP)	1,800	4.80	8.65
Bull (~Goldman)	2,400	4.80	11.52

Sources: Globlex Research

Exhibit 4: CAMBRI80’s Conversion Ratio

$$\text{CAMBRI80 (DR)} = \frac{\text{SHA:688256} \times \text{CNY/THB}}{1000}$$

Sources: Globlex Research; SET

Risks: What Would Break the Thesis

Valuation / multiple de-rating. The shares price in near-flawless execution. Any slip in the 500k 2026 delivery target, or a broader correction in China AI-chip equities, would hit a name on these multiples hardest — this is the dominant near-term risk to the DR.

Customer concentration and in-sourcing. ByteDance and Alibaba dominate the order book; loss of a major customer, or accelerated in-sourcing to captive silicon (Alibaba T-Head, Baidu Kunlunxin), would materially dent volumes.

GENERAL DISCLAIMER

Analyst Certification

Suwat Sinsadok, Register No. 020799, Globlex Securities Public Company Limited

The opinions and information presented in this report are those of the Globlex Securities Co. Ltd. Research Department. No representation or warranty in any form regarding the accuracy, completeness, correctness or fairness of opinions and information of this report is offered by Globlex Securities Co. Ltd. Globlex Securities Co. Ltd. Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of Globlex Securities Co. Ltd.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock Recommendations

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

- BUY:** Expected return of 10% or more over the next 12 months.
HOLD: Expected return between -10% and 10% over the next 12 months.
REDUCE: Expected return of -10% or worse over the next 12 months.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Sector Recommendations

- Overweight:** The industry is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.
Neutral: The industry is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.
Underweight: The industry is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight: Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.