

2026 年 03 月 13 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
王硕
SAC: S1350524120002
wangshuo@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 03 月 11 日

收盘价（元） 75.54
一年内最高/最低（元） 80.00/36.20
总市值（百万元） 19,054.73
流通市值（百万元） 9,018.76
总股本（百万股） 252.25
资产负债率（%） 57.49
每股净资产（元/股） 8.93

资料来源：聚源数据

智微智能 (001339.SZ)

——智联网整体解决方案提供商, 强化 AI 算力服务能力

投资要点：

- **智微智能是国内领先的智联网硬件产品及解决方案提供商。**公司坚持“ODM+OBM 双轮驱动”战略，深耕智联网硬件领域，构建起涵盖多场景产品定义、多形态研发、柔性制造及数智化管理的综合能力体系。依托自主研发与前沿技术融合创新，公司目前已形成行业终端、ICT 基础设施、工业物联网及智能计算四大核心业务板块的完整布局。公司以多元化产品矩阵深入赋能智慧教育、办公、金融、医疗及工业等垂直领域，积极拓展具身智能与 AI 智算等前沿赛道，前瞻构建“AI+”创新生态。
- **AI 算力需求驱动全球云厂商资本开支新周期。**2023 年以来，在 AI 技术驱动算力需求激增、数字化转型加速及全球数据总量快速增长的共同作用下，数据中心基础设施建设需求持续扩大，进而推动全球云服务提供商（CSP）的资本开支进入高增长周期。根据 TrendForce 数据，2025 年全球八大主要 CSPs 资本支出总额年增率达 65%，预计 2026 年资本开支总额达 6020 亿美元，增速在 40%左右的高位。
- **积极强化 AI 算力服务能力。**公司提供从 AI 算力规划与设计、GPU 及高性能服务器设备交付、运维调优、算力调度与优化管理平台服务、算力租赁+MaaS、算力及网络设备售后的全流程服务。公司推出腾云 HAT 云平台，凭借丰富资源池、灵活付费与统一管理优势，为 AI 开发者提供一站式解决方案，有效破解算力资源匮乏、扩展受限和利用率低等核心难题。为满足 AI 行业对高性能服务器的多样化需求，公司推出面向专业创作的塔式服务器、适配大模型的机架式系列以及边缘部署服务器。
- **积极布局 AI 应用，加速产品创新，实现多类大模型的本地化部署。**在 AI 终端方面，公司全面推出 AI OPS、AI PC、AI 边缘网关、AI 大模型算力一体机、AI 工控机等多样产品，满足多种 AI+场景的应用需求。成功在端侧产品上实现多类大模型的本地化部署，部署从较小参数量到超大参数量的多个版本，满足不同场景下对于计算资源和性能的需求。同时深度推动主板、整机、行业专用方案与 AI 及大模型的融合。
- **盈利预测与评级：**我们预计 2025–2027 年智微智能归母净利润分别为 2.17、4.58、6.50 亿元，同比分别增长 74.08%、110.74%、41.73%，对应 PE 分别为 88、42、29 倍。我们选取浪潮信息、软通动力、中科曙光作为可比公司。公司专注为 AI+场景提供全方位智能化硬件、附加方案及增值服务，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**产品及技术研发、行业竞争加剧、下游市场需求波动

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,665	4,034	4,547	5,163	5,815
同比增长率（%）	20.86%	10.06%	12.72%	13.54%	12.63%
归母净利润（百万元）	33	125	217	458	650
同比增长率（%）	-72.45%	280.73%	74.08%	110.74%	41.73%
每股收益（元/股）	0.13	0.50	0.86	1.82	2.57
ROE（%）	1.70%	5.97%	9.63%	17.57%	20.92%
市盈率（P/E）	580.73	152.53	87.62	41.58	29.34

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

预计 2025–2027 年智微智能归母净利润分别为 2.17、4.58、6.50 亿元，同比分别增长 74.08%、110.74%、41.73%，对应 PE 分别为 88、42、29 倍。我们选取浪潮信息、软通动力、中科曙光作为可比公司。公司专注为 AI+场景提供全方位智能化硬件、附加方案及增值服务，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

行业终端业务：核心产品包括 PC、OPS、云终端等，公司早期与 Intel 共同发布了 OPS-C 的标准，作为标准的制定者将该产品迅速推广，根据公司 2025 年半年度报，市场占有率位居行业前三。我们预测该业务 2025 年至 2027 年收入增速分别为 4%、4.5%和 5%，营收分别为 27.01、28.23、29.63 亿元。

ICT 基础设施业务：公司 ICT 基础设施包括数据通信产品、服务器、网络安全产品，主要应用于数据中心、数据库、企业园区、政企办公、云计算、金融机构等领域。我们预测该业务 2025 至 2027 年收入增速分别为 2%、3%和 4%，营收分别为 6.44、6.63、6.90 亿元。

工业物联网业务：核心产品包括工控主板、工控整机、机器视觉及机器人控制器等。公司已与工业自动化、医疗、能源、轨道交通、汽车电子、具身智能等领域的多家头部企业建立了深度合作关系。我们预测该业务 2025 至 2027 年收入增速分别为 40%、35%和 30%，营收分别为 2.12、2.86、3.71 亿元。

智算业务：公司已服务多家知名互联网客户、国企客户及 IDC 客户等，在行业内积累较好口碑，业务规模逐步扩大。我们预测该业务 2025 至 2027 年收入增速分别为 107%、62%和 38%，营收分别为 6.23、10.09、13.93 亿元。

其他业务：预计 2025–2027 年营收增速分别为 4%、4%、4%，营收分别为 3.68、3.82、3.97 亿元。

投资逻辑要点

AI 算力需求驱动全球云厂商资本开支新周期。根据 TrendForce 数据，2025 年全球八大主要 CSPs 资本支出总额年增率达 65%，预计 2026 年资本开支总额达 6020 亿美元，增速在 40%左右的高位。

公司积极强化 AI 算力服务能力，覆盖 AI 算力规划、设备交付、运维调优、平台管理、算力租赁及售后置换的全流程服务。推出的腾云 HAT 云平台为 AI 开发者提供一站式解决方案，同时推出了面向专业创作的塔式服务器以及边缘部署服务器。

核心风险提示

产品及技术研发风险、行业竞争加剧的风险、下游市场需求波动的风险

内容目录

1. 智微智能：智联网整体解决方案提供商	5
1.1. 专注智能制造，产品覆盖多元应用场景	5
1.2. 营收规模稳健增长，智算业务贡献突出	7
2. AI 资本开支增长，AI 端侧及 AI 服务器需求快速增长	9
2.1. AI 算力需求激增，海内外头部厂商加大 AI 资金投入	9
2.2. AI 端侧新品竞相涌现，AI 服务器需求快速增长	11
3. 强势布局 AI 算力，全面覆盖云、边、端三大方向	13
3.1. 成立子公司腾云智算，强化 AI 算力服务能力	13
3.2. 全面覆盖云、边、端三大层级，推动 AI+落地	15
4. 盈利预测与评级	17
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1： 行业终端业务主要产品	5
图表 2： ICT 基础设施业务主要产品	5
图表 3： 工业物联网业务主要产品	6
图表 4： 公司发展历程	6
图表 5： 公司股权结构	7
图表 6： 公司营业收入	7
图表 7： 公司归母净利润	7
图表 8： 2024 年公司营收构成	8
图表 9： 2024 年公司各业务毛利率	8
图表 10： 公司毛利率及净利率	8
图表 11： 期间费用率	9
图表 12： 2021-2026 全球八大 CSP 厂商资本开支总额	9
图表 13： 海外 CSP 头部厂商资本开支（亿美元）	10
图表 14： 阿里巴巴、腾讯资本开支（亿元）	11
图表 15： 2024-2029 年中国 GenAI IaaS 服务市场（训练推理）预测	11
图表 16： 2025-2030 年全球企业活跃 Agent 关键数据预测	12
图表 17： 2020-2024 年中国 AI 服务器出货量变化（万台）	13
图表 18： 海光信息及寒武纪的收入、库存（亿元）	13
图表 19： 腾云智算是 AI 算力全生命周期综合服务商	14
图表 20： 腾云智算股权结构	14
图表 21： 腾云 HAT 云平台	15
图表 22： 智微智能算力一体机	16
图表 23： 智微智能视觉 AI 边缘	16
图表 24： 智微智能生成式 AI BOX	16
图表 25： 智微智能具身智能控制器	16
图表 26： 智微智能产品创新矩阵	17
图表 27： 可比公司估值表	18

1. 智微智能：物联网整体解决方案提供商

1.1. 专注智能制造，产品覆盖多元应用场景

智微智能是国内领先的物联网硬件产品及解决方案提供商。公司坚持“ODM+OBM 双轮驱动”战略，深耕物联网硬件领域，构建起涵盖多场景产品定义、多形态研发、柔性制造及数字化管理的综合能力体系。依托自主研发与前沿技术融合创新，公司持续推动产品迭代与方案优化，目前已形成行业终端、ICT 基础设施、工业物联网及智能计算四大核心业务板块的完整布局。公司以多元化产品矩阵深入赋能智慧教育、办公、金融、医疗及工业等垂直领域，同时积极拓展具身智能与 AI 智算等前沿赛道，前瞻构建“AI+”创新生态，致力于为各行业的智能化转型提供全栈式技术支撑与场景化服务。

行业终端：行业终端业务基于 Intel、NVIDIA、AMD、Rockchip、海光、龙芯、飞腾等主流芯片平台，推出覆盖智慧教育、办公、医疗、金融、政务、家庭、商业等多场景的物联网智能终端，并通过部署开源模型进行全面 AI 升级。

图表 1：行业终端业务主要产品

产品类别	具体产品	主要特点	应用领域
PC 产品	消费级台式机及主板、一体机、MINI PC、笔记本电脑、泛信创整机、平板等	形态多样，覆盖通用及信创需求	家庭、企业办公、网吧网咖、游戏、教育等
OPS 产品	开放式可插拔规范电脑模块	即插即用、协作交互强、高度定制集成、系统模块可扩展性	教育、广告、交通、媒体、医疗、金融等场景
云终端产品	云终端设备(通过网络运行远端服务器桌面的解决方案)	部署响应快、维护简单、数据存储便捷、能耗低	政企办公、教育教学、医疗、安全领域

资料来源：公司公告，华源证券研究所

ICT 基础设施：公司 ICT 基础设施包括数据通信产品、服务器、网络安全产品，主要应用于数据中心、数据库、企业园区、政企办公、云计算、金融机构等领域。

图表 2：ICT 基础设施业务主要产品

产品类别	产品细分及特点	应用领域
数据通信产品	交换机：分为企业级、工业级，涵盖接入层、汇聚层、核心层、数通交换机，带宽覆盖 100M 至 100G。 网关产品：包括网络安全网关、SDWAN、边缘多业务网关、4G 或 5G 工业网关。	企事业单位、工业、个人终端用户等。
服务器产品线	AI 推理服务器：包含面向专业创作的塔式服务器系列、适配 Qwen 等大模型的机架式系列以及可用于端侧部署的边缘系列服务器等。 NAS：容量大、可玩性高、可靠性高、扩展性强、数据安全。	政企、安防、教育、交通、医疗、数据中心；企业、个人、技术爱好者的私有化存储。
网络安全产品	基于 Intel/MTK 等芯片，包括网络行为管理、防火墙、网闸、VPN 等设备；采用模块化设计涵盖 SOHO 桌面式、机架式等多种类型。	金融网络、教育网络、政务网络、公安网络、企业网络等安全要求高的环境，覆盖网络接入、安全、优化场景。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

工业物联网：智微工业是公司旗下自主品牌，融合云计算、大模型、边缘计算等技术，

提供云网边端硬件及多场景解决方案，涵盖工业计算机、边缘计算终端等产品线。

图表 3：工业物联网业务主要产品

产品类别	核心产品	主要特点	应用领域
机器视觉方案	4U 机架式、可扩展 BOXPC、导轨式 BOXPC	广泛用于深度视觉和轻度视觉的应用中，采用 CORE+GPU/ASIC 加速卡和 ARM SOC 等多个芯片解决方案	锂电、光伏、3C、半导体、医疗影像、新能源汽车、食品包装、物流分拣等
机器人控制器	机器人控制器产品线（基于 Intel/Nvidia/Rockchip）	实时响应、抗震抗干扰、融合大算力智能升级与传统工业控制技术	3C 电子、半导体、汽车制造、制药及食品包装
新能源行业方案	视觉检测解决方案、“光储充”采集网关	能在高精密生产设备中稳定运行、经济效益高、降低能耗和维护成本	光伏储能、锂电池检测制造
激光行业方案	激光控制器、操控面板、嵌入式视觉方案、远距离显示传输的一体化解决方案	集成度高、尺寸小、快速定制、嵌入式视觉方案具备 AI 深度学习能力和便于灵活部署	激光加工设备
PAC 自动化控制	IPC+软 PLC+视觉应用整合方案	简化多层架构、降低部署难度、提升运行效率	工厂自动化

资料来源：公司公告，华源证券研究所

智算业务：包括 AI 算力规划与设计、GPU 及高性能服务器设备交付、运维调优、算力调度与优化管理平台服务、算力租赁+MaaS、算力及网络设备售后及置换等，公司为客户提供端到端的智算中心全流程服务，致力于成为 AIGC 基础设施全生命周期综合服务商。

深耕智联网硬件领域，致力于成为产业数智化转型的硬件基石。公司成立初期设立消费类及物联网事业部，并迅速与英特尔建立核心战略合作伙伴关系，共同发布 OPS 规范标准，2013 年成立海外销售部拓展国际市场。2014 年组建云计算团队推动云方案落地，物联网整体解决方案及通信事业部相继成立，2017 年成为英特尔 IOTG 联盟中国区最高会员，获国家级高新技术企业认证，交换机方案大规模上市。此后，公司持续加大研发投入，武汉研发中心成立，屡获英特尔创新奖项，工业事业部及第三制造中心落成。2021 年入选国家专精特新“小巨人”企业。2022 年在深交所主板成功上市，成立南京研发中心，2024 年成立腾云智算切入 AI 算力服务，2025 年与深信服达成战略合作。

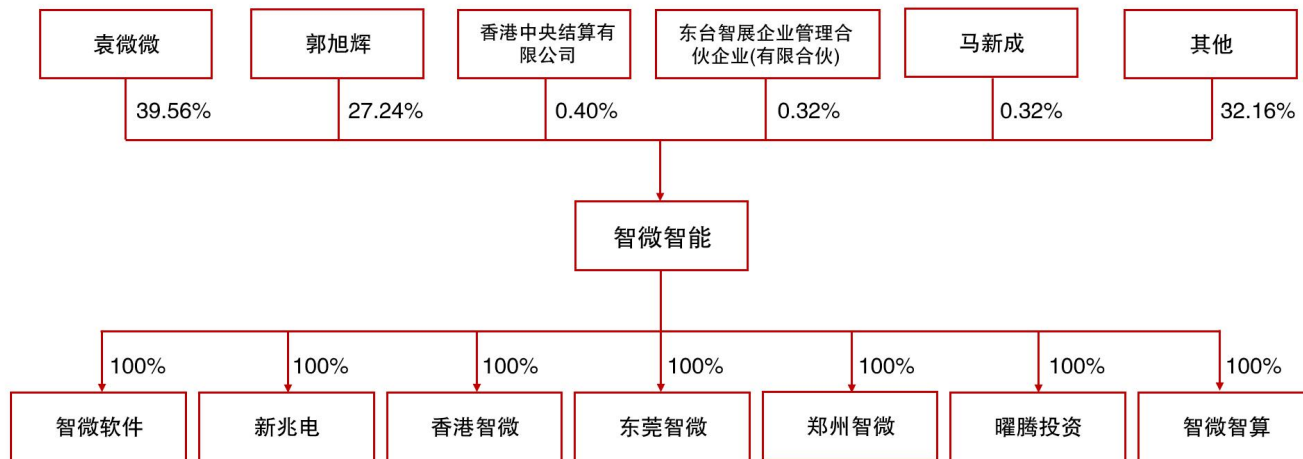
图表 4：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司实际控制人为袁微微与郭旭辉。袁微微直接持股约 39.56%，担任公司董事长兼总经理；郭旭辉直接持股约 27.24%，担任公司董事，两人系夫妻关系，合计持有公司约 66.80% 股份，公司股权结构高度集中。

图表 5：公司股权结构

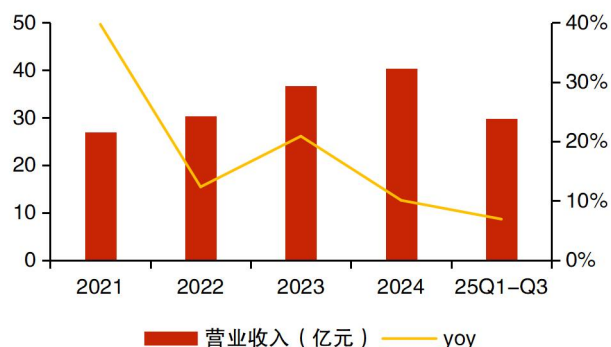


资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：股东持股比例截至 2026 年 1 月 9 日，子公司持股比例截至 2025 年中报）

1.2. 营收规模稳健增长，智算业务贡献突出

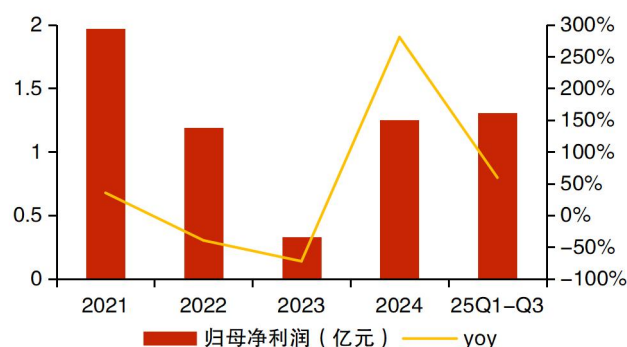
营业收入稳定增长，归母净利润回升。2021–2024 年营业收入从 27 亿元增长至 40.34 亿元，CAGR=14.32%，归母净利润从 1.97 亿元减少至 1.25 亿元，2023 年归母净利润同比下滑 72.45%，主要系股权激励计划实施，以及东莞湾区总部制造基地一期投入使用并进行老厂房搬迁，导致厂房折旧及长期待摊费用较上期有大幅增加。2025Q1–Q3 实现营收 29.73 亿元，同比增长 6.89%，主要系销售规模增加所致；归母净利润为 1.31 亿元，同比增长 59.30%，主要系公司智算业务订单增加，同时积极推进主营业务进展，提升运营效率。

图表 6：公司营业收入



资料来源：iFinD，华源证券研究所

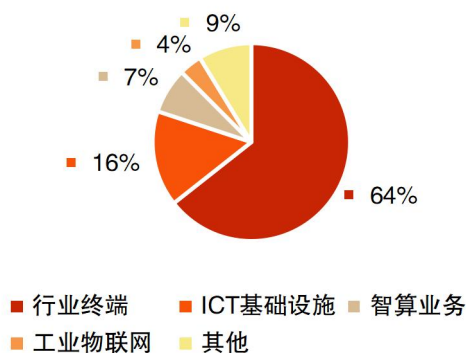
图表 7：公司归母净利润



资料来源：iFinD，华源证券研究所

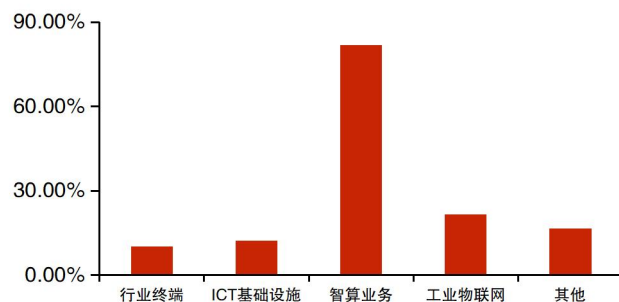
公司传统优势业务覆盖行业终端、ICT 基础设施及工业物联网三大领域，可充分满足多种 AI+场景的应用需求。2024 年，公司新布局智算相关业务，强化“云网边端”的战略布局，致力于为客户提供 AIGC 高性能基础设施产品。2024 年公司主营业务稳健，四大核心业务贡献了超过 90% 的营业收入，其中智算业务毛利率高达 81.89%，显著高于其他业务板块。

图表 8：2024 年公司营收构成



资料来源：iFinD，华源证券研究所

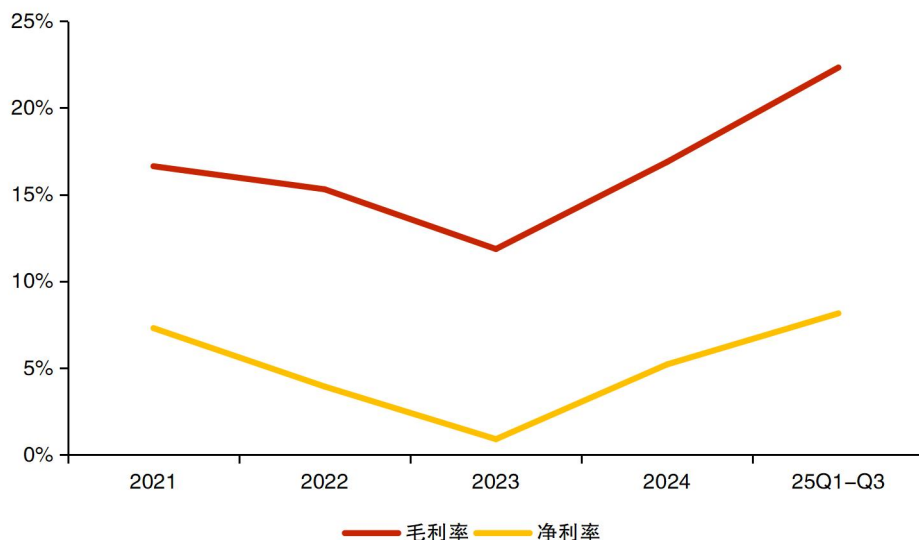
图表 9：2024 年公司各业务毛利率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

毛利率净利率积极修复。公司 2022 年、2023 年毛利率持续下滑，主要系宏观经济波动，以及市场竞争激烈，客户对产品价格、成本更加敏感。2024 年布局智算业务，毛利率明显反弹。2025 年 Q1-Q3，公司毛利率为 22.32%，同比+4.56pct，净利率为 8.15%，同比+2.97pct，或主要系公司智算业务订单增加、主营业务推进。

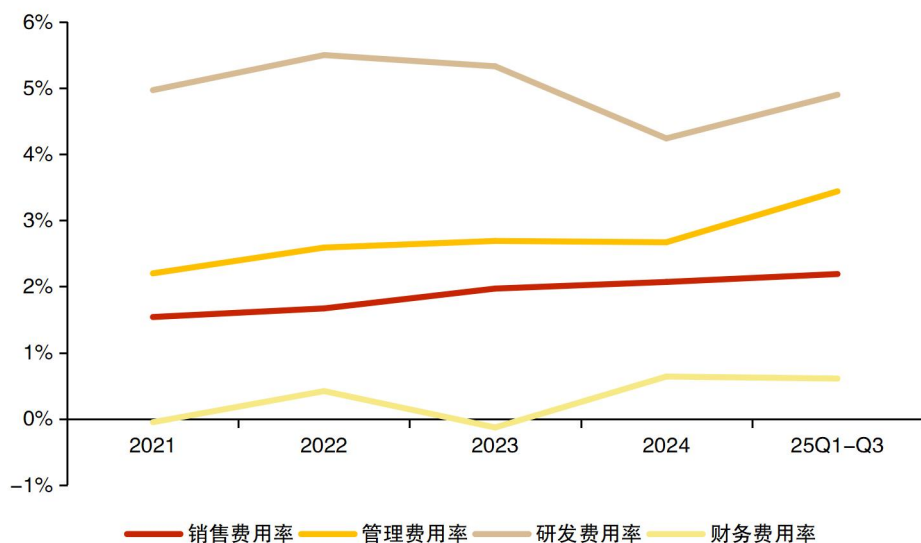
图表 10：公司毛利率及净利率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

期间费用率保持相对平稳。2025 年 Q1-Q3，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.19%、3.44%、4.90%、0.61%，其中，管理费用同比增长 56.58%，或主要系子公司管理人员薪酬增加所致。

图表 11：期间费用率



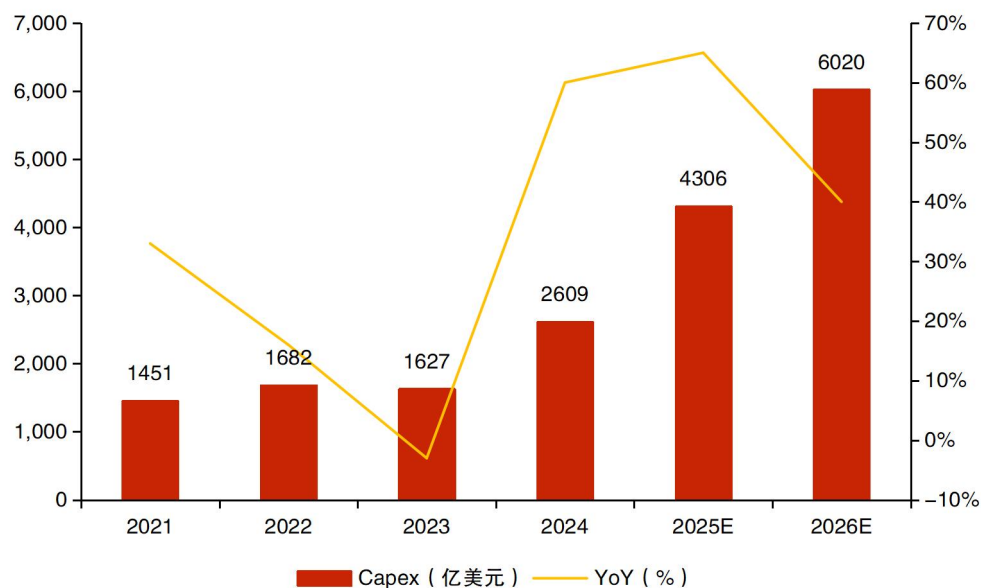
资料来源：iFind，华源证券研究所

2. AI 资本开支增长，AI 端侧及 AI 服务器需求快速增长

2.1. AI 算力需求激增，海内外头部厂商加大 AI 资金投入

AI 算力需求驱动全球云厂商资本开支新周期。2023 年以来，AI 技术创新驱动算力需求激增、数字化转型加速与云计算基础设施广泛扩张，以及全球数据总量的快速增长，共同拉动数据中心基础设施建设需求，进而推动全球云服务提供商（CSP）的资本开支进入高增长周期。根据 TrendForce 数据，2025 年全球八大主要 CSPs 资本支出总额年增率达 65%，预计 2026 年资本开支总额达 6020 亿美元，增速在 40%左右的高位。

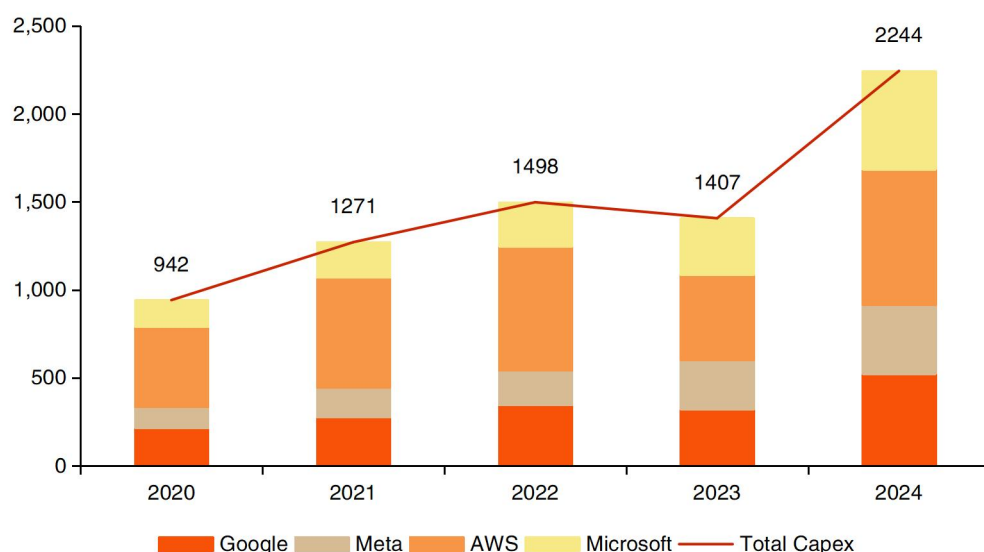
图表 12：2021-2026 全球八大 CSP 厂商资本开支总额



资料来源：Trend force，华源证券研究所

海外 CSP 头部厂商加大 AI 资金投入。为了应对 AI 数据中心与云端运算需求激增，以 Google、Meta、AWS、Microsoft 为代表的海外 CSP 厂商预计将继续加大资金投入。根据 Trendforce 在 11 月公布的数据，Google 已上调 2025 年资本支出至 910–930 亿美元；Meta 上调 2025 年资本支出至 700–720 亿美元，并计划 2026 年还将保持高增长，其中 Meta 超级智能实验室团队算力需求增长最强烈；Amazon 则预计 2025 年资本支出约 1250 亿美元，主要用于 AWS 云基础设施重点升级、AI 数据中心扩容与算力网络优化等。Microsoft 预计在 2025 年投资 800 亿美元建设 AI 智算中心，全球运营超 400 个数据中心，以为其 AI 业务扩张奠定基础，预期 2026 年的资本支出将继续增长。

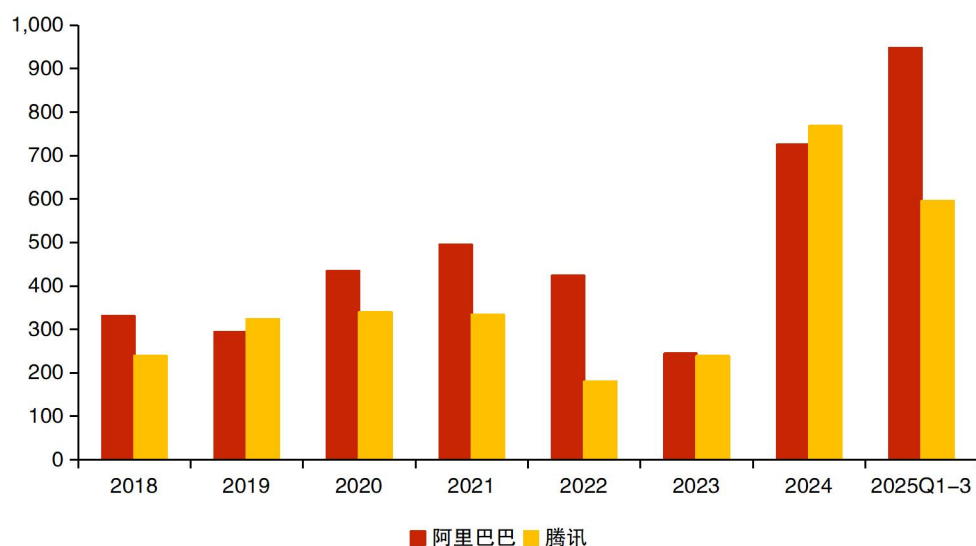
图表 13：海外 CSP 头部厂商资本开支（亿美元）



资料来源：Houlihan Lokey Report 2025 等，华源证券研究所

海内外算力建设同频共振。从国内来看，阿里、腾讯、字节等 CSP 厂商的资本开支与海外保持相似的增长趋势。阿里巴巴 2025 年前三季度资本开支为 948 亿元，同比增长 132.68%，主要用于云业务、运营移动平台、数据中心建设等。根据公司公告，阿里计划未来三年投入 3800 亿元用于 AI 和云计算基础设施，预计 2032 年，阿里云全球数据中心的能耗规模将提升 10 倍。此外，腾讯 2025 年前三季度资本开支为 595.66 亿元，同比增长 48.24%，预计全年资本开支达到千亿元，主要用于 IT 基础设施、数据中心等投入；字节 2024 年 AI 相关投入约为 800 亿元，预计 2025 年预算达 1500 亿元，同样为国内第一梯队。

图表 14：阿里巴巴、腾讯资本开支（亿元）



资料来源：阿里巴巴公告，腾讯公告，华源证券研究所

国内厂商算力建设投入仍有广阔增长空间。对比中美两国经济体量，根据 wind 数据，2024 年中国 GDP 约为 18.48 万亿美元（现价），为美国 GDP 的 63%左右，而从 CSP 厂商资本开支情况来看，综合 Trendforce、Houlihan Lokey 等机构和各大厂商财报的数据，我们预计国内外 CSP 厂商的资本开支差距为 5 倍左右，以我国的经济规模来看，国内厂商资本开支仍有较大的增长空间。

图表 15：2024-2029 年中国 GenAI IaaS 服务市场（训练推理）预测



资料来源：IDC，华源证券研究所

2.2. AI 端侧新品竞相涌现，AI 服务器需求快速增长

AI 端侧及 AI 服务器需求有望快速增长。AI 加速赋能，在端侧智能化需求的带动下，智能硬件技术迭代，推动人工智能应用落地迈入新阶段。低成本高性能开源模型的轻量化优势使其能更好适配终端设备相对有限的硬件资源，降低模型存储与计算需求，通过模型优化、

软硬协同、跨平台适配等技术手段，显著提升设备端侧部署的兼容性，带动整体 AI 端侧及 AI 服务器市场需求快速增长。

AI 智能终端新品竞相涌现。硬件层面，随着生成式 AI 的蓬勃发展，在低功耗端侧设备进行边缘 AI 计算的需求也将显著增加，而智能终端则是 AI 应用发展的关键载体。软件层面，AI Agent 产品正重塑人们的工作、生活方式，IDC 预计，活跃 Agent 的数量将从 2025 年的约 2860 万，快速攀升至 2030 年的 22.16 亿。AI 端侧应用通过本地化数据处理实现低延迟、高隐私与强交互体验，从单一语音助手拓展至多模态全场景，AI 手机、AI PC、AI 眼镜、AI 耳机等端侧 AI 产品不断涌现，人工智能终端产业规模有望迎来“排浪式”增长。

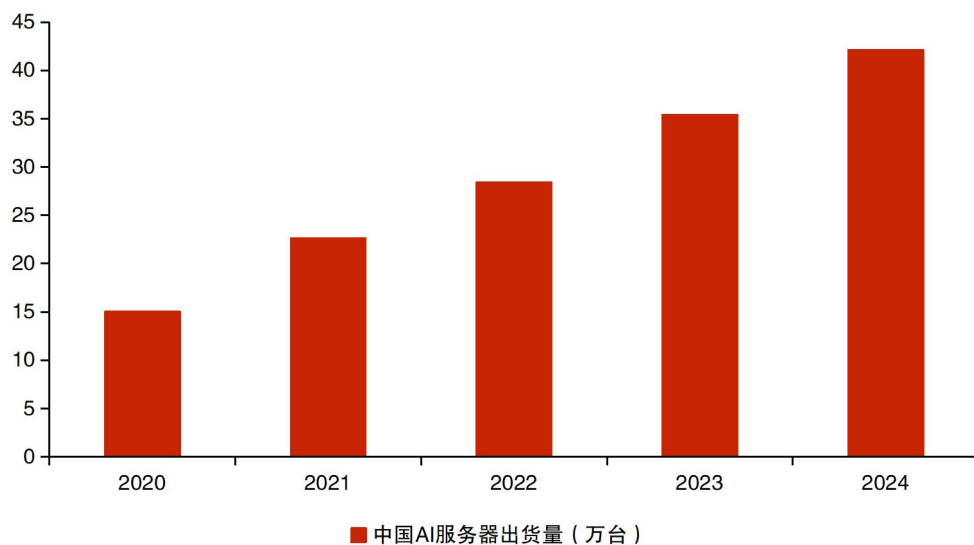
图表 16：2025-2030 年全球企业活跃 Agent 关键数据预测



资料来源：IDC，华源证券研究所

海内外 AI 服务器需求快速增长。AI 服务器作为支撑算力的关键基础设施，凭借其在模型训练与推理、海量数据并行运算在成本与速度方面的显著优势，市场规模快速增长。根据 IDC 的数据，2024 年全球 AI 服务器市场规模 1251 亿美元，2025 年将增至 1587 亿美元；其中，2024 年中国市场 AI 服务器市场规模达到 190 亿美元，同比增长 87%。据 Trend Force 数据，2024 年全球 AI 服务器出货量较 2023 年增长 40% 达到 165.5 万台，预计到 2026 年将增长至 241.3 万台，2022-2026 年 CAGR 达 28.8%。其中，2022 年中国 AI 服务器市场出货量约达 28.4 万台，2024 年超过 40 万台，2025 年将达到 48.8 万台。

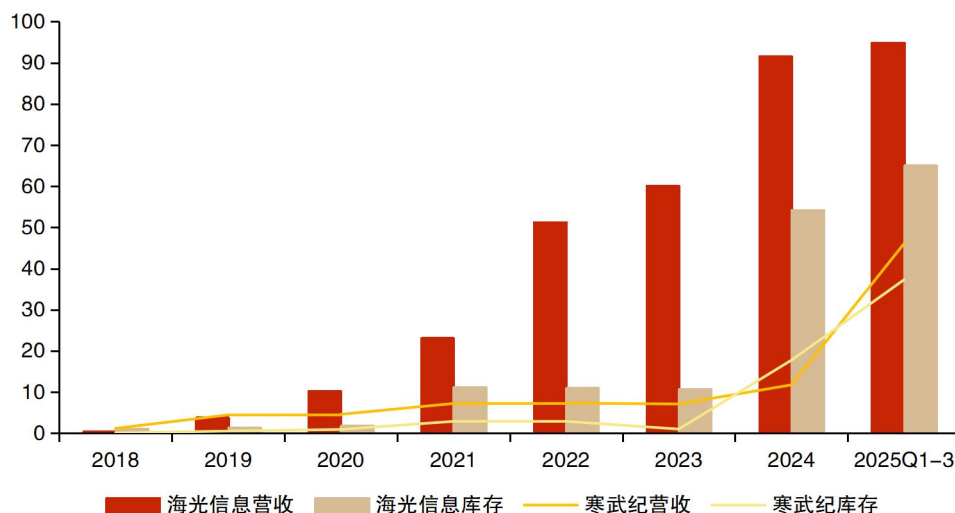
图表 17: 2020-2024 年中国 AI 服务器出货量变化 (万台)



资料来源: Trend Force、中投产业研究院, 智微智能 2025 半年度报告, 华源证券研究所

国产 AI 算力芯片设计公司货单情况良好。2023 年以来, 以海光信息、寒武纪为代表的国内 AI 算力芯片厂商, 同样获益于 AI 应用需求的增长。2025 年前三季度, 海光信息、寒武纪营收分别达 94.90 亿元、46.07 亿元, 同比增长约 55%、2386%; 其库存余额分别 65.02 亿元、37.29 亿元, 库存高企主要系因市场需求变化而进行的提前备货, 反映下游订单的良好预期。

图表 18: 海光信息及寒武纪的收入、库存 (亿元)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

3. 强势布局 AI 算力, 全面覆盖云、边、端三大方向

3.1. 成立子公司腾云智算, 强化 AI 算力服务能力

2024 年初成立控股子公司腾云智算, 全面布局 AI 算力服务领域。腾云智算专注于 AIGC 高性能基础设施和全生命周期服务, 依托稳定的算力供应体系、深厚的行业经验、持续的技

术创新能力以及强大的资源整合能力，构建起覆盖智算中心建设与运营的核心竞争力。腾云智算致力于为客户提供 AIGC 高性能基础设施产品，围绕 AI 算力规划与设计、设备交付、运维调优、算力调度管理、设备维保及置换等，提供端到端的智算中心全流程综合服务。2025 年上半年腾云智算实现营业收入 2.98 亿元，实现净利润 1.62 亿元，2025 年半年度该公司收入与利润大幅增长主要系智算业务需求旺盛，新客户拓展取得成效，在手订单显著增加。

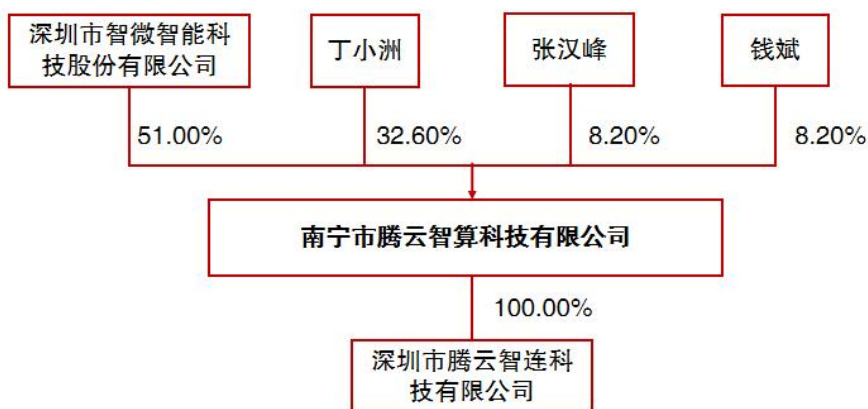
图表 19：腾云智算是 AI 算力全生命周期综合服务商



资料来源：智微智能微信公众号，华源证券研究所

公司控股腾云智算 51%股权。腾云智算注册资本 2000.00 万元，其中公司以货币资金出资 1020 万元，持有腾云智算 51%的股权。

图表 20：腾云智算股权结构



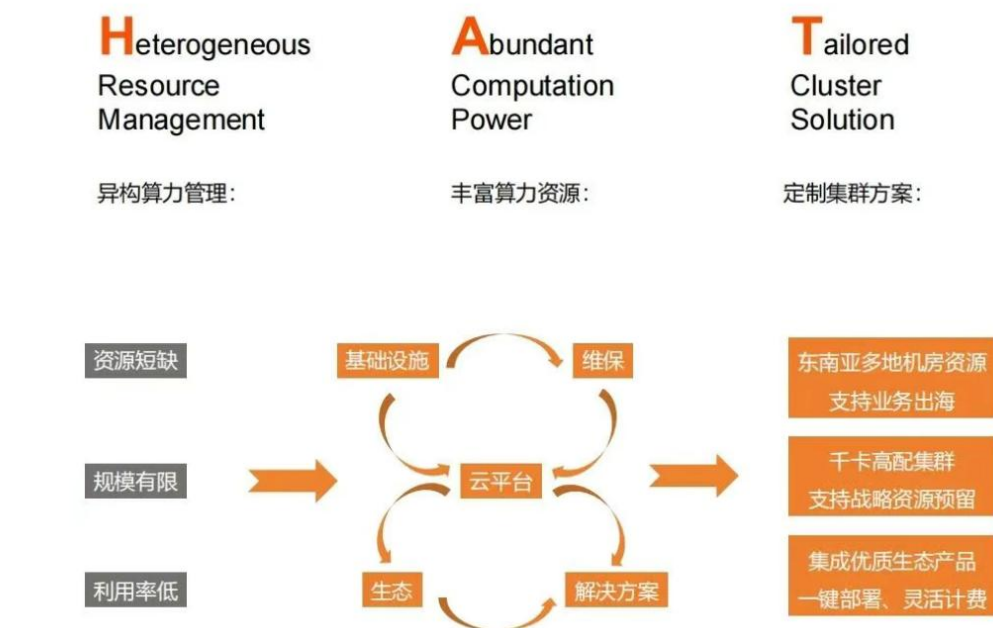
资料来源：iFinD，华源证券研究所（注：股东持股比例截至 2026 年 3 月）

合作开发 AI 超算 5U 机架式 SYS-8043 系列。公司与腾云智算合作开发的 AI 超算 5U 机架式 SYS-8043 系列，可用于智算中心，实现算力资源充分供给、灵活部署、异构算力最优调度，能够在分布式训练等场景下，支持 AI 集群训练、高性能算力集群及调度，让用户实现算力、存储力、运力协同感知。

积极强化 AI 算力服务能力，全面拥抱 AI。根据公司 2025 年半年报，公司提供从 AI 算力规划与设计、GPU 及高性能服务器设备交付、运维调优、算力调度与优化管理平台服务、

算力租赁+MaaS、算力及网络设备售后到置换回收的全流程服务。公司推出腾云 HAT 云平台，具有丰富的资源池、灵活多样的付费模式和统一的资源管理能力三大优势，旨在为 AI 开发者提供一站式解决方案，将有效解决算力资源匮乏、扩展受限和利用率低三大核心问题。为满足 AI 行业对高性能服务器的多样化需求，公司推出面向专业创作的塔式服务器系列、适配 Qwen 等大模型的机架式系列、可用于端侧部署的边缘系列服务器。

图表 21：腾云 HAT 云平台



资料来源：智微智能微信公众号，华源证券研究所

3.2. 全面覆盖云、边、端三大层级，推动 AI+落地

在云侧 AI 领域，打造智算中心，提供全周期 AI 算力服务。智微智能提供涵盖算力规划、硬件供应与调度，并支持租赁及 MaaS 模式，以一站式服务推动 AI 应用与发展，提供 AI 算力全生命周期综合服务，凭借自身优势打造智算中心（AIDC），为各类 AI 应用提供稳定、高效的算力支持，保障其顺畅运行，助力智能算力供给普惠易用、经济高效、绿色安全。

推出算力一体机与视觉边缘 AI BOX，全面赋能 ICT 与行业应用。公司可为边缘 AI 领域提供一站式解决方案，除了整合计算、存储、GPU 及网络等多种硬件，满足边侧 AI 需求，还支持开源模型整合。推出基于 X86 和国产化平台的算力一体机，涵盖单路与双路，4 卡、8/10 卡、16 卡等多种配置规格，精准匹配专业创作、数据中心、高性能计算集群等不同场景下的多样化算力需求。智微视觉边缘 AI BOX 采用 NVIDIA Jetson、Rockchip、国产 SoC 等芯片，结合多路摄像头等外设，将高精度图像识别、实时视频分析等能力带到多种传统行业等应用场景，为传统行业实现智能化升级。

图表 23: 智微智能视觉 AI 边缘



资料来源：智微智能微信公众号，华源证券研究所

图表 24: 智微智能生成式 AI BOX

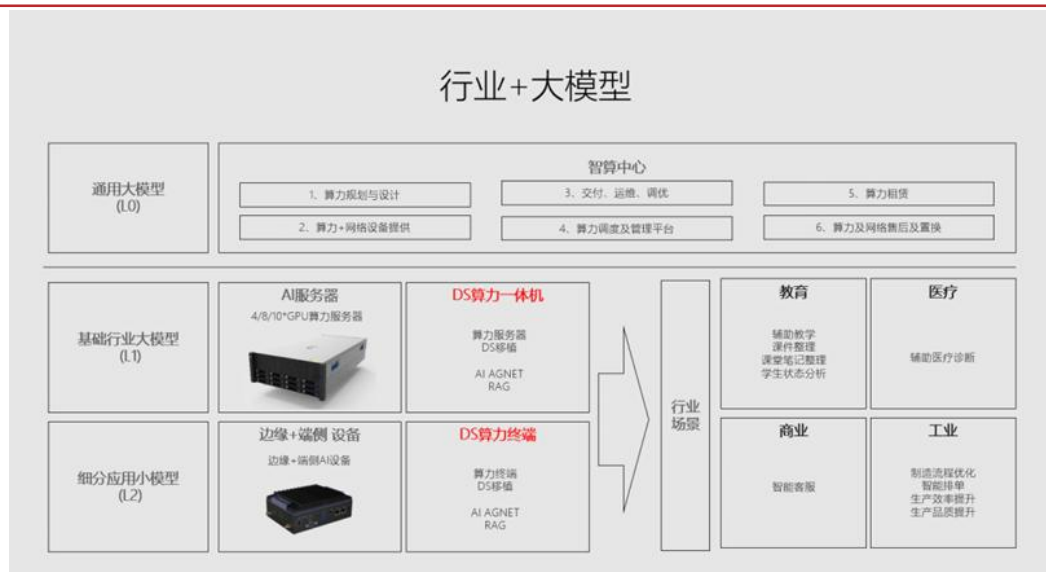
图表 25: 智微智能具身智能控制器



资料来源：智微智能微信公众号，华源证券研究所

公司积极布局 AI 应用，加速产品创新，实现多类大模型的本地化部署。在 AI 终端方面，根据公司 2025 年半年报，公司全面推出 AI OPS、AI PC、AI 边缘网关、AI 大模型算力一体机、AI 工控机等多样产品，满足多种 AI+场景的应用需求。成功在端侧产品上实现多类大模型的本地化部署，部署从较小参数量到超大参数量的多个版本，满足不同用户、不同场景下对于计算资源和性能的需求。同时，全力加速产品创新步伐，深度推动主板、整机、行业专用方案与 AI 及大模型的融合。

图表 26：智微智能产品创新矩阵



资料来源：智微智能 2024 年年报，华源证券研究所

强化“端边云网”的战略布局，逐步向“ODM+OBM+服务”方向升级。公司专注于为客户提供智能场景下“端边云网”一体化软硬件产品及方案，基于“AI+”战略导向，完成感知 AI、生成式 AI、AGENT+RAG、物理 AI（具身智能）全链条的产品线布局，推动业务模式逐步完成从“ODM”到“ODM+OBM+服务”方向的升级。

4. 盈利预测与评级

预计 2025–2027 年智微智能营收增速分别为 12.72%、13.54%、12.63%，营收分别为 45.47、51.63、58.15 亿元。

行业终端业务：核心产品包括 PC、OPS、云终端等，公司早期与 Intel 共同发布了 OPS-C 的标准，作为标准的制定者将该产品迅速推广，根据公司 2025 年半年度报，市场占有率位居行业前三。我们预测该业务 2025 年至 2027 年收入增速分别为 4.00%、4.50%和 5.00%，营收分别为 27.01、28.23、29.63 亿元。

ICT 基础设施业务：公司 ICT 基础设施包括数据通信产品、服务器、网络安全产品，主要应用于数据中心、数据库、企业园区、政企办公、云计算、金融机构等领域。我们预测该业务 2025 至 2027 年收入增速分别为 2.00%、3.00%和 4.00%，营收分别为 6.44、6.63、6.90 亿元。

工业物联网业务：核心产品包括工控主板、工控整机、机器视觉及机器人控制器等。公司已与工业自动化、医疗、能源、轨道交通、汽车电子、具身智能等领域的多家头部企业建立了深度合作关系。我们预测该业务 2025 至 2027 年收入增速分别为 40.00%、35.00%和 30.00%，营收分别为 2.12、2.86、3.71 亿元。

智算业务：公司已服务多家知名互联网客户、国企客户及 IDC 客户等，在行业内积累较好口碑，业务规模逐步扩大。我们预测该业务 2025 至 2027 年收入增速分别为 107.00%、62.00%和 38.00%，营收分别为 6.23、10.09、13.93 亿元。

其他业务：预计 2025-2027 年营收增速分别为 4.00%、4.00%、4.00%，营收分别为 3.68、3.82、3.97 亿元。

浪潮信息主要从事云计算基础设施产品的研发、生产、销售，软通动力主要从事数字化创新业务服务、通用技术服务、数字化运营服务，中科曙光主要从事高端计算机、存储、数据中心产品的研发及制造，选取作为可比公司。预计 2025-2027 年智微智能归母净利润分别为 2.17、4.58、6.50 亿元，同比分别增长 74.08%、110.74%、41.73%，对应 PE 分别为 88、42、29 倍。公司专注为 AI+场景提供全方位智能化硬件、附加方案及增值服务，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 27：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2026-3-11	25E	26E	27E	25E	26E	27E
000977.SZ	浪潮信息	915.60	28.03	37.32	47.55	33	25	19
301236.SZ	软通动力	492.03	3.68	5.51	7.73	134	89	64
603019.SH	中科曙光	1,288.27	24.42	30.17	36.72	53	43	35
	算术平均					73	52	39
001339.SZ	智微智能	190.55	2.17	4.58	6.50	88	42	29

资料来源：iFinD，华源证券研究所。注：浪潮信息、软通动力、中科曙光盈利预测来自 iFinD 一致预期，智微智能盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

产品及技术研发风险：公司所属行业具有个性化需求强、产品和方案复杂度高、技术含量高等特点，如果公司的技术和产品研发时机掌握不准确，技术转化速度减缓或研发方向偏离客户需求，将存在产品不能形成技术优势的风险。

行业竞争加剧的风险：随着行业市场规模不断增长，若公司不能在产品研发、技术储备、产品质量等方面保持自己的竞争力，将面临市场竞争加剧的风险。

下游市场需求波动的风险：公司产品覆盖行业终端、ICT 基础设施、工业物联网及智算业务等多个领域，若产品的市场需求及价格发生波动，将对公司业绩产生不利影响。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,478	909	1,033	1,163	营业收入	4,034	4,547	5,163	5,815
应收票据及账款	885	966	1,096	1,235	营业成本	3,353	3,587	3,901	4,289
预付账款	30	21	24	26	税金及附加	18	17	19	22
其他应收款	2	4	5	6	销售费用	84	127	232	221
存货	856	970	1,055	1,160	管理费用	108	232	232	238
其他流动资产	1,108	1,139	1,158	1,179	研发费用	171	264	170	215
流动资产总计	4,359	4,010	4,371	4,769	财务费用	26	29	27	13
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-51	-50	-57	-64
固定资产	605	592	598	611	信用减值损失	-12	-16	-18	-20
在建工程	60	161	186	149	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	42	45	51	53	投资收益	6	3	3	3
长期待摊费用	3	3	4	6	公允价值变动损益	4	8	5	2
其他非流动资产	56	61	55	52	资产处置收益	0	1	1	1
非流动资产合计	767	861	895	870	其他收益	20	18	18	18
资产总计	5,125	4,870	5,266	5,639	营业利润	243	255	534	756
短期借款	765	770	598	193	营业外收入	0	0	0	0
应付票据及账款	2,009	1,512	1,645	1,809	营业外支出	0	2	2	2
其他流动负债	124	161	176	194	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	2,898	2,443	2,418	2,195	利润总额	243	252	532	754
长期借款	5	5	4	2	所得税	33	1	2	3
其他非流动负债	35	35	35	35	净利润	210	251	530	751
非流动负债合计	40	39	39	37	少数股东损益	85	34	72	102
负债合计	2,938	2,483	2,457	2,232	归属母公司股东净利润	125	217	458	650
股本	251	252	252	252	EPS(元)	0.50	0.86	1.82	2.57
资本公积	1,256	1,255	1,255	1,255	主要财务比率				
留存收益	586	752	1,102	1,598	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	2,093	2,259	2,609	3,105	成长能力				
少数股东权益	95	129	201	302	营收增长率	10.06%	12.72%	13.54%	12.63%
股东权益合计	2,188	2,388	2,809	3,407	营业利润增长率	623.43%	4.75%	109.83%	41.57%
负债和股东权益合计	5,125	4,870	5,266	5,639	归母净利润增长率	280.73%	74.08%	110.74%	41.73%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	4,468.36%	-129.02%	261.19%	41.74%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	210	224	505	729	毛利率	16.88%	21.12%	24.45%	26.24%
折旧与摊销	68	76	81	88	净利率	5.21%	5.53%	10.26%	12.92%
财务费用	26	29	27	13	ROE	5.97%	9.63%	17.57%	20.92%
投资损失	-6	-3	-3	-3	ROA	2.44%	4.47%	8.70%	11.52%
营运资金变动	743	-679	-91	-86	估值倍数				
其他经营现金流	107	19	19	19	P/E	152.53	87.62	41.58	29.34
经营性现金净流量	1,148	-333	537	761	P/S	4.72	4.19	3.69	3.28
投资性现金净流量	-1,078	-159	-106	-57	P/B	9.11	8.44	7.30	6.14
筹资性现金净流量	567	-77	-308	-574	股息率	0.21%	0.27%	0.57%	0.81%
现金流量净额	623	-568	123	130	EV/EBITDA	25	53	30	22

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。