

智微智能 (001339)

证券研究报告

2025年03月31日

稀缺的 AI 算力全场景服务商，业务推广进展顺利

公司全面拥抱算力，第二增长曲线持续兑现，三大方向发力算力业务：

1) 2024年1月智微智能成立子公司腾云智算，专注于提供 AIGC 高性能基础设施产品的全生命周期服务，已在 24 年 H1 为公司贡献净利润 4827 万元。腾云智算业务规划包括：1、销售自主品牌算力设备，提供从硬件选型与配置，到软件定制化配置与优化服务；2、对 GPU 服务器提供第三方专业维保服务；3、搭建自研云平台，为中小企业等提供碎片化算力租赁服务；4、提供硬件安装配置、故障处理等全方位运维服务。

2) 2025年初，发布算力一体机，并在 MINI PC、AI 边缘、工作站和信创等端侧产品线上实现 DeepSeek 大模型的本地化部署。智微智能端侧产品部署了 DeepSeekR1 从较小参数量到超大参数量的多个版本，有望在端侧部署趋势下满足不同用户对于计算资源和性能的需求。

3) 此外，公司于 2025年3月7日成立全资子公司智微智算，经营范围包括云计算设备销售，人工智能基础资源与技术平台等。

我们判断，公司作为 AIGC 基础设施全生命周期服务商，业务从销售 AI 服务器到端侧一体机销售再到算力租赁服务持续深化。

公告披露采购原材料进展验证业务持续推进，且毛利率或有望更高

3月18日公司发布公告，拟向多家供应商采购服务器，并签署相关采购合同，采购合同总金额预计不超过人民币 30 亿元。后于 3 月 28 日更新采购进展，拟采用分批方式采购高性能服务器及相关配件，同时对算力设备采购模式进行战略性调整，由固定资产采购转为经营性原材料采购模式。

我们判断，公司变更采购计划主要出于对上游供应链供应稳定性与订单交付节奏考量。通过分批采购与按需获取的柔性模式，有望平衡订单交付与供应链稳定性。同时，根据新公告披露，采购方式由固定资产采购转为原材料采购，即产业链向上延伸，算力设备生产由公司主导，有望增厚后续业务利润率。

盈利预测：AI 算力业务逐步推进，考虑公司新业务开展节奏，我们调整公司盈利预测，从 2024-2026 年营业收入为 42.27/48.63/55.99 亿元，调整至 2024-2026 年营业收入为 37.16/52.57/70.12 亿元，同比增长 1.37%/41.49%/33.37%；调整公司归母净利润，从预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.51/2.31/2.62 亿元，调整至 2024-2026 年归母净利润分别为 1.09/3.45/6.08 亿元，同比增速分别为 233.38%/215.11%/76.35%。

风险提示：AI 服务器需求不及预期风险；公司在智算集成服务行业的发展不及预期；行业竞争加剧的风险；预测假设具有一定主观性。

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,032.69 | 3,665.45 | 3,715.58 | 5,257.28 | 7,011.82 |
| 增长率(%) | 12.32 | 20.86 | 1.37 | 41.49 | 33.37 |
| EBITDA(百万元) | 375.44 | 339.19 | 295.96 | 553.74 | 863.30 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 119.08 | 32.81 | 109.39 | 344.69 | 607.85 |
| 增长率(%) | (39.60) | (72.45) | 233.38 | 215.11 | 76.35 |
| EPS(元/股) | 0.48 | 0.13 | 0.44 | 1.38 | 2.43 |
| 市盈率(P/E) | 107.48 | 390.07 | 117.00 | 37.13 | 21.06 |
| 市净率(P/B) | 6.91 | 6.65 | 6.29 | 5.52 | 4.57 |
| 市销率(P/S) | 4.22 | 3.49 | 3.45 | 2.44 | 1.83 |
| EV/EBITDA | 11.08 | 23.07 | 36.15 | 20.35 | 11.68 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 计算机/计算机设备 |
| 6个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 51.07 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 250.42 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 73.12 |
| A 股总市值(百万元) | 12,788.85 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,734.20 |
| 每股净资产(元) | 8.10 |
| 资产负债率(%) | 55.96 |
| 一年内最高/最低(元) | 66.66/24.60 |

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《智微智能-公司深度研究:从数据中心到机器人，稀缺的算力全场景产品服务商》 2024-08-26
- 《智微智能-首次覆盖报告:工控+AI+开源鸿蒙三轮驱动，公司成长动力充足》 2024-07-21

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 921.94 | 766.33 | 2,375.71 | 1,805.39 | 3,085.43 |
| 应收票据及应收账款 | 552.21 | 860.58 | 346.37 | 1,449.74 | 1,008.87 |
| 预付账款 | 5.44 | 15.91 | 6.37 | 13.37 | 14.84 |
| 存货 | 846.11 | 732.68 | 128.03 | 345.53 | 306.21 |
| 其他 | 114.49 | 114.40 | 296.83 | 195.58 | 170.79 |
| 流动资产合计 | 2,440.21 | 2,489.89 | 3,153.31 | 3,809.61 | 4,586.14 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 196.11 | 575.82 | 665.88 | 789.21 | 943.78 |
| 在建工程 | 268.14 | 42.92 | 42.92 | 42.92 | 42.92 |
| 无形资产 | 38.86 | 41.84 | 39.00 | 36.16 | 33.33 |
| 其他 | 71.82 | 58.23 | 54.56 | 56.37 | 54.41 |
| 非流动资产合计 | 574.92 | 718.81 | 802.36 | 924.66 | 1,074.43 |
| 资产总计 | 3,015.13 | 3,208.70 | 3,955.67 | 4,734.27 | 5,660.58 |
| 短期借款 | 119.33 | 81.05 | 200.00 | 200.00 | 300.00 |
| 应付票据及应付账款 | 885.31 | 1,038.07 | 788.13 | 1,785.64 | 1,500.53 |
| 其他 | 113.39 | 127.58 | 804.07 | 303.66 | 934.19 |
| 流动负债合计 | 1,118.04 | 1,246.70 | 1,792.21 | 2,289.30 | 2,734.72 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 25.79 | 20.75 | 25.24 | 23.93 | 23.31 |
| 非流动负债合计 | 25.79 | 20.75 | 125.24 | 123.93 | 123.31 |
| 负债合计 | 1,161.91 | 1,282.65 | 1,917.45 | 2,413.23 | 2,858.03 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 246.97 | 249.16 | 250.83 | 250.83 | 250.83 |
| 资本公积 | 1,125.16 | 1,196.04 | 1,196.04 | 1,196.04 | 1,196.04 |
| 留存收益 | 481.20 | 504.28 | 599.51 | 884.74 | 1,369.73 |
| 其他 | (0.11) | (23.42) | (8.16) | (10.56) | (14.05) |
| 股东权益合计 | 1,853.21 | 1,926.05 | 2,038.22 | 2,321.04 | 2,802.55 |
| 负债和股东权益总计 | 3,015.13 | 3,208.70 | 3,955.67 | 4,734.27 | 5,660.58 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 119.08 | 32.81 | 109.39 | 344.69 | 607.85 |
| 折旧摊销 | 25.13 | 52.56 | 74.40 | 84.66 | 97.10 |
| 财务费用 | 23.21 | 10.52 | 71.12 | 62.30 | 65.89 |
| 投资损失 | 0.00 | (4.05) | (4.05) | (4.05) | (4.05) |
| 营运资金变动 | (16.83) | (224.21) | 1,360.66 | (732.34) | 851.67 |
| 其它 | 8.95 | 106.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 159.54 | (26.28) | 1,611.52 | (244.74) | 1,618.46 |
| 资本支出 | 357.61 | 207.80 | 157.13 | 206.47 | 249.45 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (686.23) | (471.39) | (314.70) | (407.57) | (494.23) |
| 投资活动现金流 | (328.62) | (263.59) | (157.57) | (201.11) | (244.78) |
| 债权融资 | (21.33) | (42.35) | 152.65 | (62.61) | 32.71 |
| 股权融资 | 949.59 | 39.78 | 2.78 | (61.87) | (126.34) |
| 其他 | 21.18 | 142.53 | (0.00) | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 949.44 | 139.95 | 155.43 | (124.47) | (93.63) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 780.36 | (149.92) | 1,609.38 | (570.32) | 1,280.04 |

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 3,032.69 | 3,665.45 | 3,715.58 | 5,257.28 | 7,011.82 |
| 营业成本 | 2,568.68 | 3,230.65 | 3,098.54 | 4,261.98 | 5,511.78 |
| 营业税金及附加 | 9.72 | 13.05 | 12.03 | 17.53 | 23.68 |
| 销售费用 | 50.70 | 72.37 | 91.71 | 110.29 | 148.57 |
| 管理费用 | 78.40 | 98.59 | 111.47 | 145.10 | 203.20 |
| 研发费用 | 166.82 | 195.46 | 194.32 | 262.34 | 367.42 |
| 财务费用 | 12.85 | (4.65) | 71.12 | 62.30 | 65.89 |
| 资产/信用减值损失 | (37.36) | (58.08) | (15.00) | (15.47) | (16.49) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 4.05 | 4.05 | 4.05 | 4.05 |
| 其他 | 66.17 | 80.42 | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 营业利润 | 116.71 | 33.59 | 125.44 | 386.31 | 678.83 |
| 营业外收入 | 0.18 | 0.17 | 0.17 | 0.17 | 0.17 |
| 营业外支出 | 3.17 | 3.25 | 4.06 | 3.50 | 3.60 |
| 利润总额 | 113.72 | 30.50 | 121.54 | 382.99 | 675.39 |
| 所得税 | (5.37) | (2.31) | 12.15 | 38.30 | 67.54 |
| 净利润 | 119.08 | 32.81 | 109.39 | 344.69 | 607.85 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 119.08 | 32.81 | 109.39 | 344.69 | 607.85 |
| 每股收益 (元) | 0.48 | 0.13 | 0.44 | 1.38 | 2.43 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|---------|---------|----------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 12.32% | 20.86% | 1.37% | 41.49% | 33.37% |
| 营业利润 | -45.85% | -71.22% | 273.49% | 207.97% | 75.72% |
| 归属于母公司净利润 | -39.60% | -72.45% | 233.38% | 215.11% | 76.35% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 15.30% | 11.86% | 16.61% | 18.93% | 21.39% |
| 净利率 | 3.93% | 0.90% | 2.94% | 6.56% | 8.67% |
| ROE | 6.43% | 1.70% | 5.37% | 14.85% | 21.69% |
| ROIC | 19.41% | 3.14% | 14.92% | -481.23% | 87.37% |

| 偿债能力 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 资产负债率 | 38.54% | 39.97% | 48.47% | 50.97% | 50.49% |
| 净负债率 | -42.66% | -35.41% | -101.44% | -64.52% | -95.59% |
| 流动比率 | 2.15 | 1.97 | 1.76 | 1.66 | 1.68 |
| 速动比率 | 1.40 | 1.39 | 1.69 | 1.51 | 1.57 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 6.36 | 5.19 | 6.16 | 5.85 | 5.70 |
| 存货周转率 | 3.68 | 4.64 | 8.63 | 22.20 | 21.52 |
| 总资产周转率 | 1.27 | 1.18 | 1.04 | 1.21 | 1.35 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.48 | 0.13 | 0.44 | 1.38 | 2.43 |
| 每股经营现金流 | 0.64 | -0.10 | 6.44 | -0.98 | 6.46 |
| 每股净资产 | 7.40 | 7.69 | 8.13 | 9.25 | 11.17 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 107.48 | 390.07 | 117.00 | 37.13 | 21.06 |
| 市净率 | 6.91 | 6.65 | 6.29 | 5.52 | 4.57 |
| EV/EBITDA | 11.08 | 23.07 | 36.15 | 20.35 | 11.68 |
| EV/EBIT | 11.72 | 26.63 | 48.28 | 24.02 | 13.16 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |