

智微智能（001339.SZ）

优于大市

物联网数字化核心方案商，智算业务打开第二成长曲线

核心观点

智微智能：以物联网为基，横向切入 AIGC 基础设施领域。公司为国内领先的物联网硬件产品及解决方案提供商，成立于 2011 年，产品覆盖行业终端、ICT 基础设施、工业物联网三大业务板块；2024 年投资设立控股子公司腾云智算，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。根据 2024 年年报披露数据，2024 年行业终端、ICT 基础设施、工业物联网、智算业务收入分别为 25.97、6.31、1.51、3.01 亿元，占比分别为 64.4%、15.6%、3.7%、7.5%。

传统主业：行业终端、ICT 基础设施、工业物联网三大板块。1) **行业终端业务：**公司产品主要有教育商显 OPS、云终端、PC 类产品，其中 PC 类产品受全球将进入后疫情时代换机潮，叠加 Win10 停更带来的换机需求拉动，根据 IDC 披露数据，预计 25 年全球 PC 出货量同比+3.7%，全球 PC 市场有望企稳回升。2) **ICT 基础设施业务：**公司产品主要有服务器、交换机、网络安全设备，其中受全球 AI 训练、推理需求拉动，2029 年全球服务器市场规模有望达到 5186 亿美金，对应 24-29 年 CAGR 为 16.3%。3) **工业物联网业务：**公司产品主要有工业 ICT 类、工业计算机、PAC 控制等，其中工业计算机受益于工业数字化需求推动，有望重回增长赛道，预计 28 年出货量为 619 万台，对应 24-28 年 CAGR 为 13.1%。

智能算力：千亿级别市场规模，开辟第二成长曲线。从公司维度来看，24 年 1 月公司出资设立子公司南宁市腾云智算，持股 51%，定位为 AIGC 基础设施全生命周期服务商，根据 2024 年报披露数据，24 年子公司腾云智算实现营业收入 3.0 亿元，净利润 1.74 亿元，盈利能力优秀。从行业维度来看，受 AI 大模型训练、推理需求拉动，全球 AI 服务器市场规模快速增长，根据 IDC 披露数据，24 年全球 AI 服务器 1352 亿美金，同比+156%，预计 29 年增长至 3576 亿美金，对应 24-29 年 CAGR 为 21.5%。

盈利预测与估值：智算业务有望拉动公司归母净利润快速增长，预计 2025-27 年归母净利润 3.01/4.00/4.96 亿元（+141%/33%/24%），EPS 分别为 1.20/1.59/1.98 元。通过多角度估值，预计公司合理估值 59.90-65.89 元，较当下有 11%-23%的估值空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：传统主业所处行业下行的风险、产品价格下行及毛利率下降的风险、部分产品依赖单一大客户的风险、贸易保护主义和贸易摩擦风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,665	4,034	4,843	5,604	6,433
(+/-%)	20.9%	10.1%	20.1%	15.7%	14.8%
归母净利润(百万元)	33	125	301	400	496
(+/-%)	-72.4%	280.7%	140.7%	33.1%	24.0%
每股收益(元)	0.13	0.50	1.20	1.59	1.98
EBIT Margin	1.5%	7.5%	12.8%	14.1%	14.8%
净资产收益率(ROE)	1.7%	6.0%	13.1%	15.5%	16.9%
市盈率(PE)	380.2	100.7	41.8	31.4	25.3
EV/EBITDA	136.7	43.3	22.3	17.8	15.2
市净率(PB)	6.48	6.01	5.46	4.87	4.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

计算机·计算机设备

证券分析师：熊莉

021-61761067

xionglli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：艾宪

0755-22941051

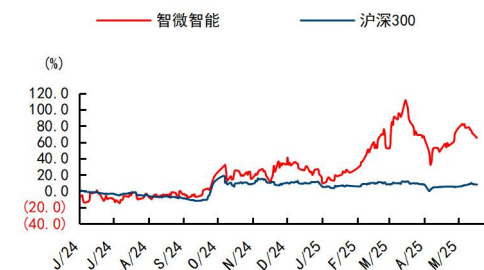
aixian@guosen.com.cn

S0980524090001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	59.90 - 65.89 元
收盘价	50.07 元
总市值/流通市值	12539/3662 百万元
52 周最高价/最低价	66.66/24.78 元
近 3 个月日均成交额	607.90 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

一、智微智能：物联网数字化核心方案商	5
1.1 公司概况：国内领先的物联网硬件产品及解决方案提供商	5
1.2 主营业务：以物联网为基，横向切入 AIGC 基础设施领域	7
1.3 财务分析：收入稳步增长，盈利能力大幅改善	9
二、物联网：万亿市场空间，领先的物联网硬件产品及解决方案提供商	11
2.1 行业终端业务：市场稳步增长，绑定核心客户	13
2.2 ICT 基础设施业务：服务器业务快速增长，网安设备、交换机增长趋稳	15
2.3 工业物联网业务：市场规模稳步增长，产品覆盖工业 ICT 类、计算机及 PAC 控制	19
三、智能算力：千亿级别市场规模，开辟第二成长曲线	21
3.1 公司层面：成立控股子公司腾云智算，发力 AI 智算产品	21
3.2 行业层面：智能算力快速增长，打开千亿级别市场空间	22
盈利预测	26
估值与投资建议	30
绝对估值：58.89-62.99 元	30
相对估值：59.90-65.89 元	31
辅助估值判断：PEG 估值	32
投资建议	32
风险提示	33
附表：财务预测与估值	34

图表目录

图 1: 智微智能发展历史	5
图 2: 智微智能股权结构	6
图 3: 智微智能分业务营业收入 (单位: 亿元)	8
图 4: 智微智能各业务收入占比情况 (单位: %)	8
图 5: 智微智能产品矩阵	8
图 6: 智微智能营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	9
图 7: 智微智能归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	9
图 8: 智微智能毛利率及净利润情况 (单位: %)	10
图 9: 智微智能分业务毛利率情况 (单位: %)	10
图 10: 智微智能期间费用情况 (单位: 亿元)	10
图 11: 智微智能期间费用率情况 (单位: %)	10
图 12: 物联网体系架构-应用层、平台层、传输层、感知层	11
图 13: 物联网产业各层级产值占比	11
图 14: 全球物联网市场规模及预测 (单位: 十亿美金, %)	12
图 15: 全球分部门物联网市场增长情况 (单位: 十亿美金, %)	12
图 16: 中国物联网市场规模及预测 (单位: 亿元)	12
图 17: 中国物联网连接数预测 (单位: 十亿美金, %)	12
图 18: 中国分部门物联网 23-27 年 CAGR 预测	13
图 19: 全球 PC 市场出货量预测 (单位: 亿台, %)	13
图 20: 中国 PC 市场出货量预测 (单位: 亿台, %)	13
图 21: 25Q1 全球 PC 市场竞争格局 (单位: %)	14
图 22: 2024 年中国 PC 市场竞争格局 (单位: %)	14
图 23: 符合英特尔 OPS-C 规范的课堂嵌入式一体机设备	14
图 24: 中国云终端市场预测 (单位: 百万台, %)	15
图 25: 2024 年中国云终端市场出货量占比 (单位: %)	15
图 26: 全球服务器市场规模及预测 (单位: 十亿美元)	15
图 27: 中国服务器市场规模 (单位: 十亿美元)	15
图 28: 2024 年全球服务器市场份额 (单位: %)	16
图 29: 中国网络安全市场规模预测 (单位: 百万美元, %)	17
图 30: 中国网络安全硬件技术发展趋势	17
图 31: 中国网络安全硬件市场规模预测 (单位: 亿元, %)	17
图 32: 2023 年中国网络安全硬件市场份额情况 (单位: %)	17
图 33: 全球智算中心用交换机市场规模 (单位: 百万美元, %)	18
图 34: 全球非数据中心用交换机市场规模 (单位: 十亿美元, %)	18
图 35: 2024 年全球 TOP5 交换机公司收入 (单位: 百万美元)	18
图 36: 2024 年中国交换机市场规模及增速 (单位: 亿元, %)	18
图 37: 中国交换机细分市场占比 (单位: %)	18

图 38: 中国交换机市场格局 (单位: %)	18
图 39: 中国工业计算机出货量预测 (单位: 百万台, %)	19
图 40: 2024 年中国工业计算机分类占比 (按产品形态)	19
图 41: 24Q3 中国工业计算机主要厂商市场份额 (按出货量)	19
图 42: 大型、中型、小型 PAC 产品占比	20
图 43: 全球 PAC 市场规模 (单位: 亿美元)	20
图 44: 子公司腾云智算股权架构	21
图 45: 训练数据大幅提升后, 模型能力“涌现”	22
图 46: 模型参数大幅提升后, 模型能力“涌现”	22
图 47: 多模态模型 (图像模态) 训练过程	23
图 48: AI Agent 在生成类场景有望率先落地	23
图 49: AI Agent 在能源、金融、政务等行业场景开始逐步试点	23
图 50: 中国人工智能应用场景发展	23
图 51: 全球人工智能市场总投资额 (单位: 亿美元)	24
图 52: 全球人工智能企业数量国家分布 (单位: %)	24
图 53: 中国智能算力规模 (单位: EFLOPS)	24
图 54: 中国智能算力应用分布 (单位: %)	24
图 55: 全球 AI 服务器市场规模及预测 (单位: 十亿美元)	25
图 56: 中国 AI 服务器市场规模 (单位: 亿元)	25
图 57: 2024 年全球 AI 服务器市场份额 (单位: %)	25
表 1: 公司高级管理人员情况	6
表 2: 智微智能股权激励情况	7
表 3: 子公司腾云智算财务数据 (单位: 亿元, 截至 2024 年报)	22
表 4: 智微智能业务拆分	27
表 5: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	28
表 6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	29
表 7: 公司盈利预测假设条件 (%)	30
表 8: 资本成本假设	30
表 9: 智微智能 FCFE 估值表	30
表 10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	31
表 11: 同类公司估值比较	32
表 12: 智微智能 PEG 估值	32

一、智微智能：物联网数字化核心方案商

1.1 公司概况：国内领先的智联网硬件产品及解决方案提供商

公司为国内领先的智联网硬件产品及解决方案提供商。公司成立于 2011 年，是物联网数字化核心方案商，主营业务包括工业物联网、ICT 基础设施、智能终端、个人与家庭以及其他电子设备产品的研发、生产、销售及服务，拥有全自主研发中心和全资制造工厂。公司为多行业提供标准化产品，下游覆盖工业、交通、物流、医疗、金融、教育等行业，同时为行业龙头客户提供定制化服务。

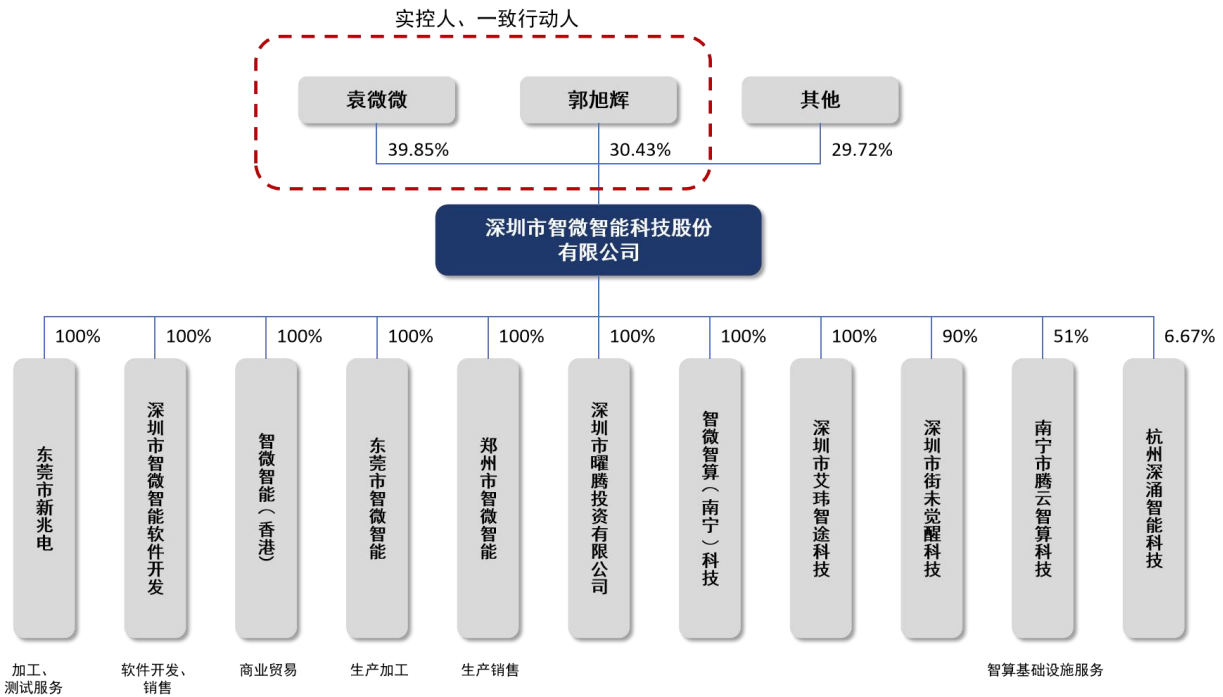
图1：智微智能发展历史



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构高度集中，股权激励彰显业绩信心。公司董事长、总经理袁微微女士持有 39.85% 股权，郭旭辉持有公司 30.43% 股权，两人系夫妻关系，为一致行动人、公司实控人，合计持有公司 70.28% 股权，股权结构高度集中。公司管理层行业经验丰富，多为内部晋升。2023 年公司进行股权激励，以 2021 年为基数，23/24/25 年营业收入增长率目标值分别为 25%、50%、80%，23/24/25 年营净利润增长率分别为 25%、50%、80%，彰显业绩信心。

图2：智微智能股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2025 年 4 月 19 日）

表1：公司高级管理人员情况

姓名	职位	性别	年龄	履历
袁微微	董事长、总经理	女	51	✓ 中国国籍，拥有香港永久居留权，本科学历，中欧国际工商学院 EMBA 在读； ✓ 历任深圳市智微智能科技开发有限公司执行董事兼总经理、上海凡迪信息技术有限公司执行董事兼总经理、海宁市智微智能科技有限公司董事长兼总经理； ✓ 2011 年创办公司，现任公司董事长、总经理。
袁烨	董事、副总经理	女	44	✓ 中国国籍，拥有香港永久居留权，硕士学历； ✓ 历任深圳市智微智能科技股份有限公司销售经理、董事长助理，现任公司董事、副总经理。
涂友冬	董事、副总经理	男	49	✓ 中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历； ✓ 历任深圳市先冠电子有限公司研发部经理、深圳市智微智能科技开发有限公司研发中心负责人，现任公司董事、副总经理、研发中心负责人。
刘迪科	副总经理、产品中心负责人	男	46	✓ 中国国籍，无境外永久居留权，大专学历； ✓ 历任深圳市艾瑞奥电子科技有限公司监事、深圳市智微智能科技开发有限公司副总经理；现任公司副总经理、产品中心负责人。
许力钊	副总经理、行业终端产品负责人	男	46	✓ 中国国籍，无境外永久居留权，大专学历； ✓ 历任深圳市先冠电子有限公司消费类事业部客户经理、副总经理，深圳市智微智能科技开发有限公司消费类事业部负责人；现任公司副总经理、行业终端产品负责人。
翟荣宣	副总经理、研发中心联席负责人	男	48	✓ 中国国籍，无境外永久居留权，大专学历； ✓ 历任深圳市先冠电子有限公司-硬件工程师/笔记本硬件主管，深圳市智微智能科技开发有限公司研发中心联席负责人；现任公司副总经理、研发中心联席负责人。
李波	财务总监	男	50	✓ 中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历； ✓ 历任深圳警翼智能科技股份有限公司财务总监，现任公司财务总监。
张新媛	董事会秘书	女	35	✓ 中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历； ✓ 历任深圳达实智能股份有限公司证券事务代表、投资者关系总监，深圳市智微智能科技股份有限公司董事长助理，现任公司董事会秘书。

资料来源：公司财报、招股说明书，国信证券经济研究所整理

表2: 智微智能股权激励情况

行权/解除限售期	考核年度	以 2021 年营业收入为基数， 考核年度的营业收入增长率		以 2021 年净利润为基数， 考核年度的净利润增长率	
		目标值	触发值	目标值	触发值
第一个行权/解除限售期	2023 年	25%	20%	25%	20%
第二个行权/解除限售期	2024 年	50%	42%	50%	42%
第三个行权/解除限售期	2025 年	80%	70%	80%	70%

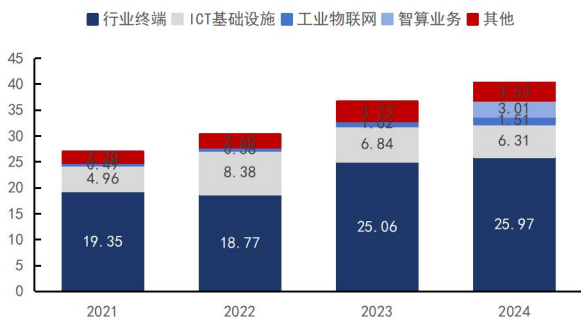
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.2 主营业务：以物联网为基，横向切入 AIGC 基础设施领域

公司以物联网为基，横向切入 AIGC 基础设施领域。公司以智能网硬件设备及解决方案起家，致力于为产业数智化发展提供强大的硬件底座，全面推动智能网场景化应用。公司基于自主研发和新技术应用，持续优化产品结构，完善产品方案，产品覆盖行业终端、ICT 基础设施、工业物联网三大业务板块。公司 2024 年投资设立控股子公司腾云智算，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。从收入维度来看，根据 2024 年年报披露数据，2024 年行业终端、ICT 基础设施、工业物联网、智算业务收入分别为 25.97、6.31、1.51、3.01 亿元，占比分别为 64.4%、15.6%、3.7%、7.5%，行业终端、ICT 基础设施收入占比略有下滑，工业物联网收入占比持续提升。

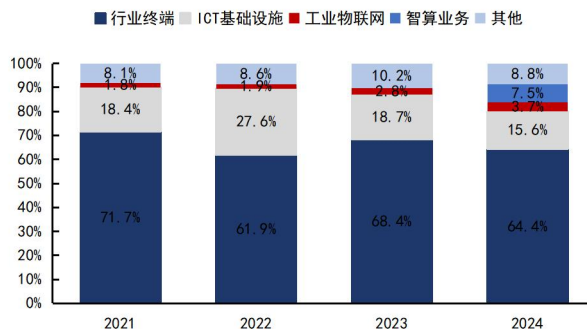
- **行业终端业务：**核心产品为 OPS 和云终端，其中，1) **OPS 产品：**公司早期同 Intel 共同发布了 OPS-C 标准，作为标准制定者快速推广产品，市占率行业前三，主要客户包括鸿合科技（智能交互平板所使用的 OPS 的主要供应商）；2) **PC 产品：**公司是同方计算机、紫光计算机、宏碁股份等 PC 行业龙头的主要供应商之一；3) **云终端：**公司为深信服、锐捷网络等云终端领先厂商的核心供应商之一。
- **ICT 基础设施业务：**1) **网络安全设备硬件：**深信服是网络安全领域的知名企业，公司是其网络安全设备硬件的主要供应商之一；2) **交换机：**新华三是交换机领域的知名企业，公司是其交换机的主要供应商之一。
- **工业物联网业务：**该业务为公司新兴业务板块，产品主要包括工业计算机、嵌入式 BOX PC、工业显示、PAC 控制设备等，目前行业客户开拓已取得初步成效，下游客户包括奥普特、比亚迪、理想汽车、汇川技术、先导智能、盛视科技等。
- **智算业务：**2024 年成立控股子公司腾云智算，致力于为客户提供 AIGC 高性能基础设施产品，2024 年实现收入 3.01 亿元。

图3：智微智能分业务营业收入（单位：亿元）



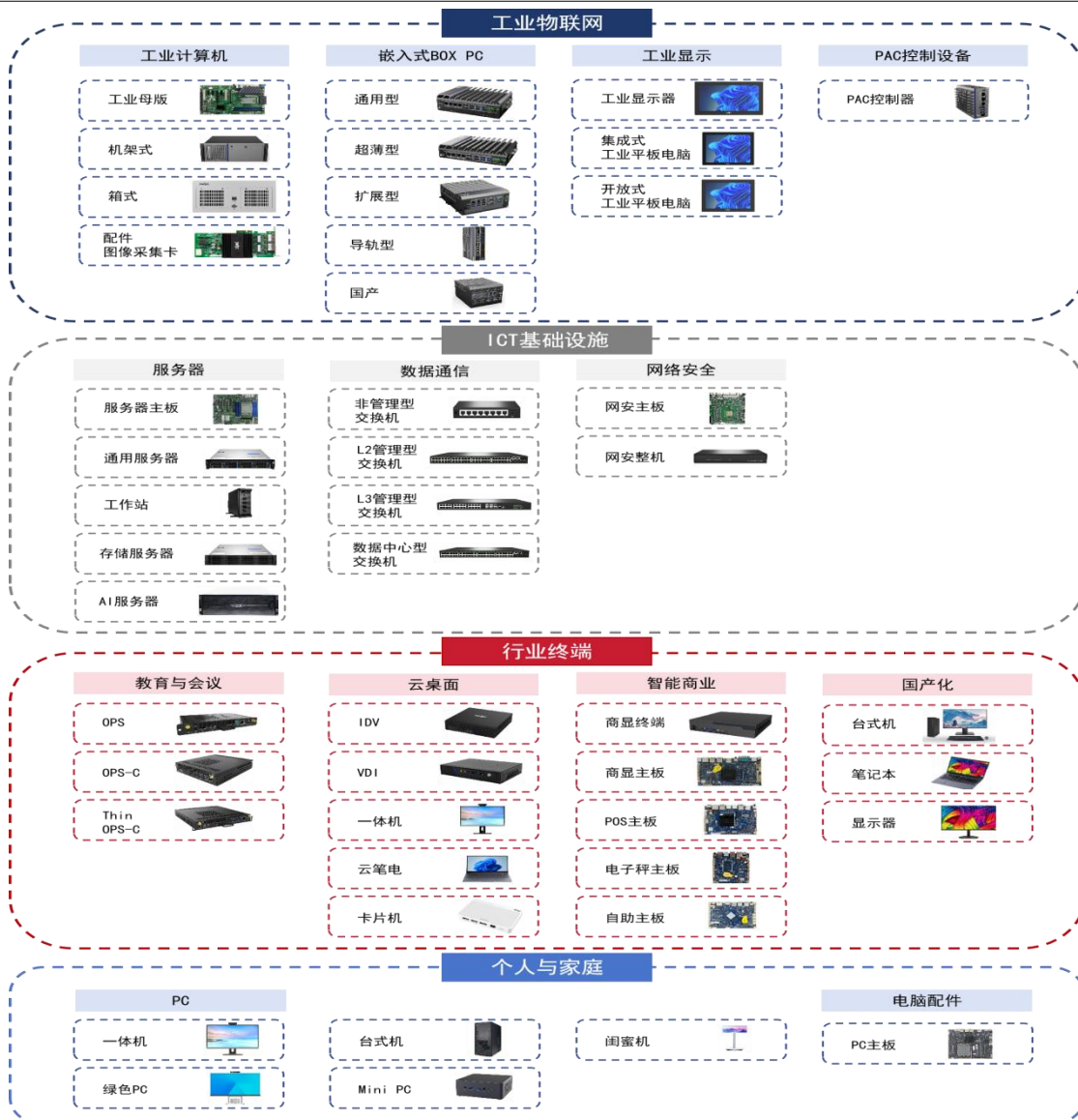
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：智微智能各业务收入占比情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：智微智能产品矩阵



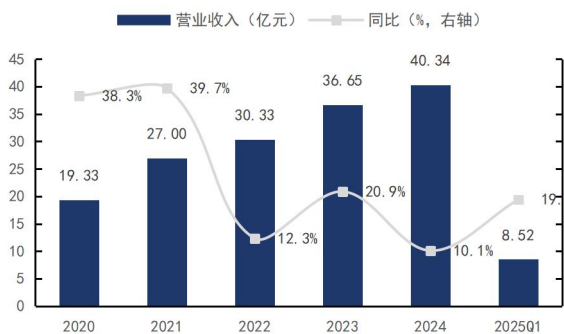
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

商业模式：ODM+OBM 双轮驱动。1) **ODM 模式：**公司以自主生产为主，主要通过 ODM 模式为下游客户提供主板及整机产品，公司根据客户订单和客户的预测需求制定生产计划和备料计划，结合现有原材料库存情况组织原材料的采购，部分情况下，客户提供主要原材料或指定原材料价格，公司为其提供受托加工服务。目前，公司主要采用“以产定销”的生产方式，但基于不同客户对产品的要求不同进而工艺有一定区别，公司构建了适应多机型、多批次的柔性生产体系，快速响应客户需求。2) **OBM 模式：**公司以“智微工业”品牌推出全系列工业产品家族，为客户提供自主品牌工控产品及方案。

1.3 财务分析：收入稳步增长，盈利能力大幅改善

营业收入稳步增长，归母净利润同比高增。从收入端看，公司 2024 年实现营业收入 40.34 亿元，同比+10.1%，对应 20-24 年 CAGR 为 20.2%，公司营收稳步增长。从利润端看，公司 20、21 年归母净利润快速增长；22 年受宏观经济影响，下游需求疲软，毛利率略有下滑，同年加大对自有品牌“智微工业”的投入，研发、销售人员均有增加，费用亦有所提升，22 年净利润同比下滑；23 年净利润持续下滑，主要由于：1) 股权支付费用：23 年实施股权激励计划，全年支付股份支付费用 0.5 亿元，剔除股份支付费用后归母净利润为 0.82 亿元，同比下滑 34.9%；2) 新厂商折旧：23 年公司东莞湾区总部制造基地一期投入使用，并于年中进行了老厂房搬迁工作，厂房折旧及长期待摊费用较上期有大幅增加。2024 年公司实现归母净利润 1.25 亿元，同比+280.7%，主要由于公司智算业务需求旺盛，新客户拓展取得成效，在手订单显著增加，拉动利润增长。

图6：智微智能营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

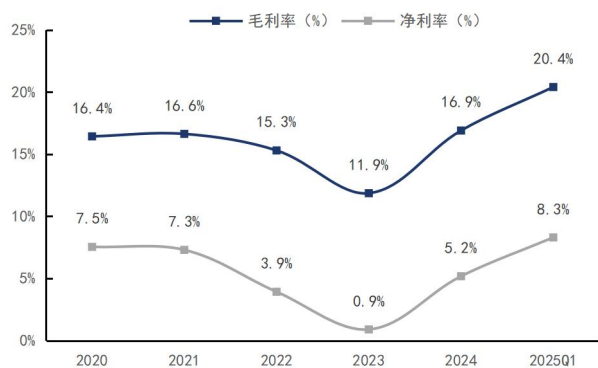
图7：智微智能归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

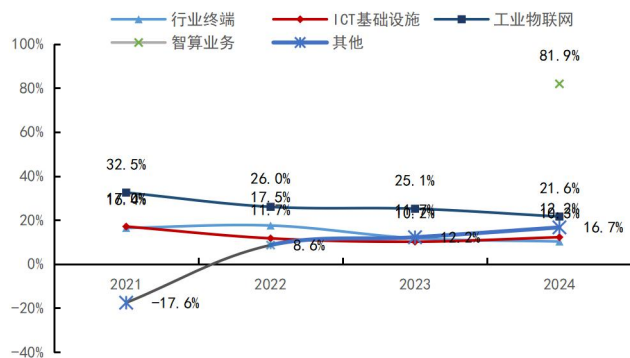
盈利能力大幅改善，期间费用率基本维稳。公司 22、23 年毛利率持续下滑，主要由于宏观经济波动，以及市场竞争激烈，客户对产品价格、成本更加敏感，公司 2024 年毛利率为 16.9%，相比于 23 年提升 5.0 个 pct，主要由于公司智算业务毛利率较高，拉动公司整体毛利率提升。公司期间费用率相对稳定，2024 年期间费用率为 9.6%，相比于 23 年下降 0.3 个 pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.2%、2.8%、5.2%、1.6%，基本维稳。

图8: 智微智能毛利率及净利润情况 (单位: %)



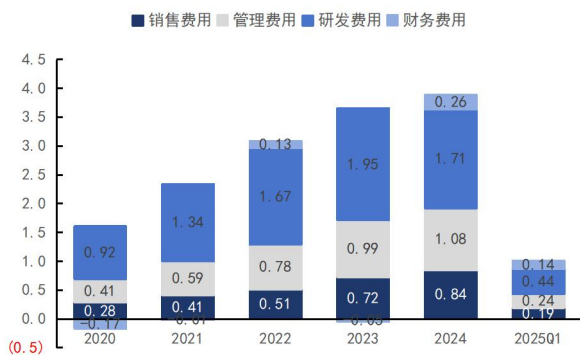
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 智微智能分业务毛利率情况 (单位: %)



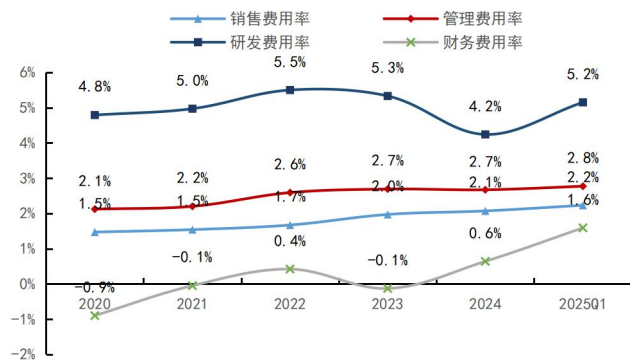
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 智微智能期间费用情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 智微智能期间费用率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二、物联网：万亿市场空间，领先的物联网硬件产品及解决方案提供商

物联网：体系架构包括应用层、平台层、传输层、感知层。物联网指通过射频识别（RFID）、传感器、定位系统等信息采集设备，将物品与互联网进行连接（通过协议），进行信息交互和通讯，实现智能化识别、追踪、定位、监控和管理的一种网络。从体系架构维度来看，物联网作为新一代信息技术的重要组成部分，为推进产业数字化的关键技术底座，其体系架构通常可划分为应用层、平台层、传输层、感知层四层。从价值量维度来看，根据 McKinney 披露数据，应用层、平台层、传输层、感知层分别占比 35%、34%、10%、21%，其中应用层、平台层占比相对较高。

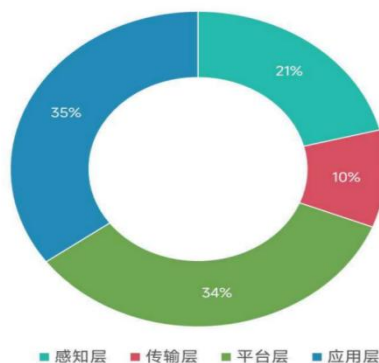
- **应用层：**物联网运行的驱动力，核心功能在于更高层次地管理、运用资源，目前可分为消费物联网和产业物联网两大方向。
- **平台层：**硬件端具备物联网能力后，需要平台实现整个网络和应用的具体实现，平台按功能可分为 CMP 设备管理平台（远程监控、系统升级等）、DMP 连接管理平台（连接配置、账单管理等）、AEP 应用使能平台（提供成套开发工具、对接第三方 API 等）、BAP 业务分析平台（大数据分析服务等）。
- **传输层：**目前以无线传输为主，按照传输距离不同，可以进一步分为局域网（LAN）、广域网（WAN）两种。1）局域网（LAN）：主要包括蓝牙、星闪、Wi-Fi 等技术，特别是通讯距离相对较短，适用于室内移动场景；2）广域网（WAN）：包括蜂窝网络技术、LoRa/TPUNB/RBF 等 LPWAN 技术，特点为通信范围广，适合于大范围覆盖场景。
- **感知层：**通过传感器等信息采集设备，将物理状态信息采集并转化为电子信息，信息系统可以处理的电信号，包括温度、湿度、压力等；传感器采集的信息、输入界面的用户指令等，经过 MCU（单片机或微控制器）的分析和处理，进而控制执行机构（例如电机等），实现物联网功能。

图12：物联网体系架构-应用层、平台层、传输层、感知层



资料来源：AIoT 星图研究院，国信证券经济研究所整理

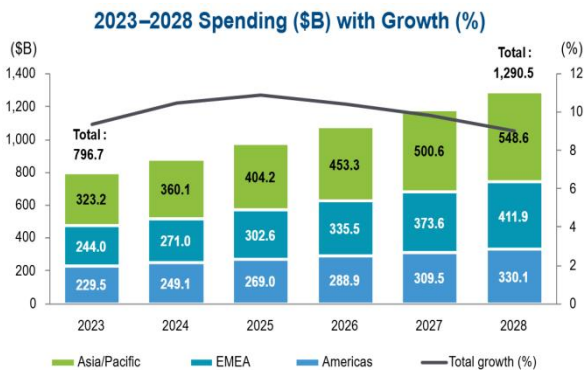
图13：物联网产业各层级产值占比



资料来源：McKinney、AIoT 星图研究院，国信证券经济研究所整理

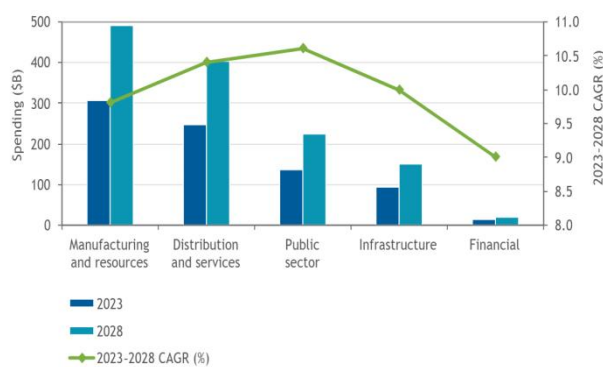
全球万亿级别物联网市场，中国物联网市场增速快于全球。根据 IDC 披露数据，2023 年全球物联网市场规模约 7967 亿美金，预计 28 年增长至 12905 亿美金，对应 23-28 年 CAGR 为 10.1%；分行业来看，制造和资源、分销服务板块物联网支出占比较高，预计 28 年两板块物联网支出分别为 4901、4047 亿美元，分别占比 38.0%、31.5%，合计占比 69.5%。

图 14: 全球物联网市场规模及预测（单位：十亿美金，%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 15: 全球分部门物联网市场增长情况（单位：十亿美金，%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

国内物联网市场稳步增长，制造、医疗健康、交通板块增速较快。根据中商产业研究院披露数据，2023 年中国物联网市场规模约 3.35 亿美金，预计 25 年将达到 4.55 亿美金，对应 23-25 年 CAGR 为 16.5%，高于全球增速。此外，根据 IDC 披露数据，中国物联网连接规模预计从 2022 年的 55.51 亿个增长至 2027 年 118.44 亿个，对应 22-27 年 CAGR 为 16.4%，亦高于全球增速。从连接方式来看，根据 IDC 披露数据，预计 27 年固网、WiFi、蜂窝网络、低功耗连接分别为 33.66、19.36、48.14、17.04 亿台，对应 22-27 年 CAGR 分别为 9.4%、20.2%、21.1%、17.0%。从下游领域来看，制造、医疗健康、交通板块增速较快，对应 23-27 年 CAGR 分别为 31.3%、28.1%、23.1%。

图 16: 中国物联网市场规模及预测（单位：亿元）



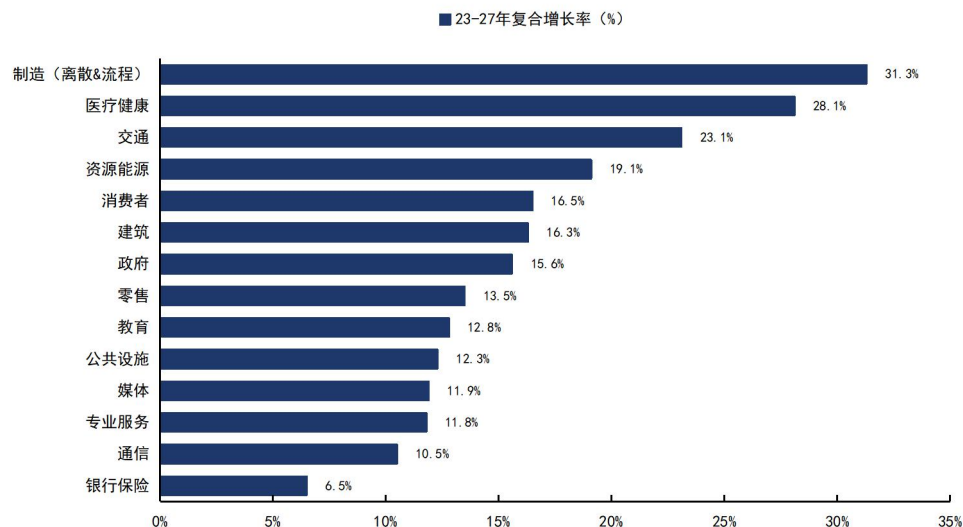
资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 17: 中国物联网连接数预测（单位：十亿美金，%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图18: 中国分部门物联网 23-27 年 CAGR 预测



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

2.1 行业终端业务：市场稳步增长，绑定核心客户

PC 产品：市场有望企稳回升，公司为同方计算机、紫光计算机、宏碁股份核心供应商。从全球 PC 市场来看，24 年全球 PC 出货量为 2.63 亿台，同比+1.1%，市场开始逐步企稳，25 年全球将进入后疫情时代换机潮，叠加 Win10 停更带来的换机需求，预计 25 年全球 PC 出货量同比+3.7%，全球 PC 市场有望企稳回升。从中国 PC 市场来看，24 年中国 PC 出货量为 4063 万台，同比-11.08%，整体复苏节奏晚于全球市场，预计 2025 年中国 PC 市场逐步企稳，26 年中国 PC 出货量有望实现正增长。从竞争格局来看，25Q1 全球 PC 出货量前五名分别为联想、惠普、戴尔、苹果、宏碁，市占率分别为 25.9%、21.6%、16.3%、10.1%、6.5%；2024 年全年中国 PC 出货量前五名分别为联想、华为、惠普、软通动力（同方计算机）、华硕，市占率分别为 35%、11%、9%、9%、8%。根据公司财报披露数据，公司通过了同方计算机、紫光计算机、宏碁、联想等合格供应商认证，为同方计算机、紫光计算机、宏碁股份核心供应商，产品包括个人电脑、一体机、电脑主板等。

图19: 全球 PC 市场出货量预测（单位：亿台，%）



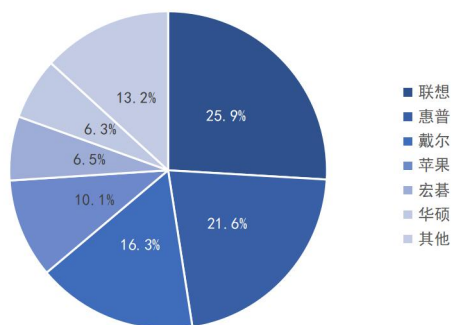
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图20: 中国 PC 市场出货量预测（单位：亿台，%）



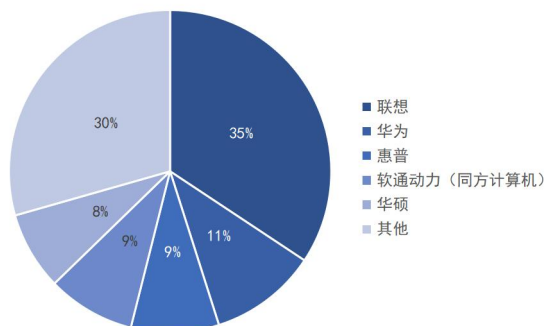
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图21: 25Q1 全球 PC 市场竞争格局 (单位: %)



资料来源: Gartner, 国信证券经济研究所整理

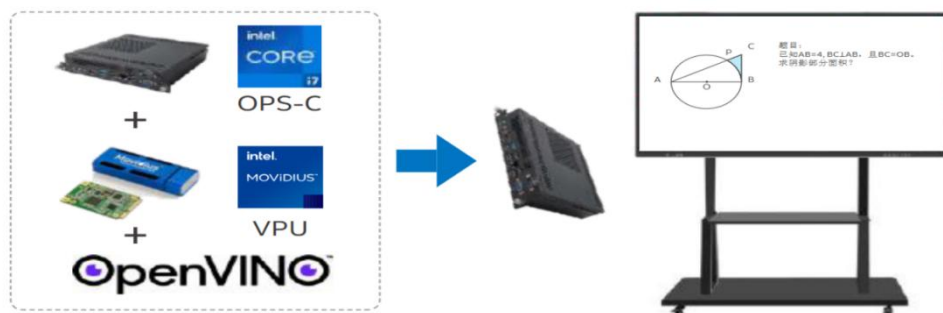
图22: 2024 年中国 PC 市场竞争格局 (单位: %)



资料来源: Canalys, 国信证券经济研究所整理

OPS 电脑模块: 鸿合科技智能交互平板 OPS 主要供应商。英特尔 OPS 及拓展版本 OPS-C 是英特尔针对各类数字显示系统, 例如智慧教室的电子白板、嵌入式一体机等设备推出的开放式可拔插规范, 其在可用性、可维护性、功耗等方面具有优势, 且兼容性好、易管理。2015 年公司联合英特尔共同推出 OPS-C 标准作为行业标准在全国推广, 成功将 OPS 的应用推向教育、商显、会议等众多行业, 2017 年成为英特尔电子白板 OPS 核心战略伙伴, 联手发布新一代 OPS+/SDM 行业规范。公司产品覆盖了低功耗嵌入式 CPU 平台、移动 CPU 平台、高性能 CPU 平台等一系列平台的产品研发设计能力, 为市场与客户全栈式 OPS 研发制造, 满足客户对高性能、高性价比、低功耗等不同层次的产品需求, 根据公司 2023 年报披露数据, 公司 OPS 市占率居行业前三。从下游需求来看, 根据公司 2023 年报披露, 公司是鸿合科技智能交互平板 OPS 主要供应商。

图23: 符合英特尔 OPS-C 规范的课堂嵌入式一体机设备



资料来源: 英特尔, 国信证券经济研究所整理

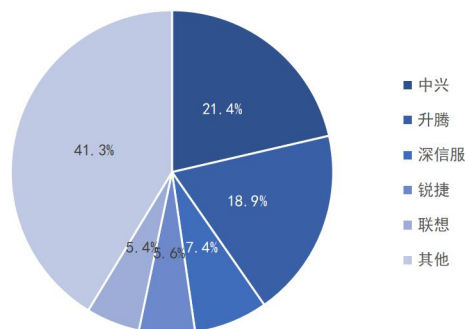
云终端: 市场稳步增长, 公司为深信服、锐捷网络云终端业务核心供应商。根据 IDC 披露数据, 24 年中国云终端市场出货量为 427.1 万台, 同比+40%, 预计 29 年中国云终端市场出货量达 962 万台, 对应 24-29 年 CAGR 为 17.9%, 市场稳步增长。从市场格局来看, 2024 年中国云终端出货前五大供应商分别为中兴、升腾、深信服、锐捷、联想, 市占率分别为 21.4%、18.9%、7.4%、5.6%、5.4%, 合计占比为 58.7%。根据公司财报披露, 公司为深信服、锐捷的核心供应商, 产品包括 IDV、VDI 等。

图24: 中国云终端市场预测 (单位: 百万台, %)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图25: 2024 年中国云终端市场出货量占比 (单位: %)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

2.2 ICT 基础设施业务：服务器业务快速增长，网安设备、交换机增长趋稳

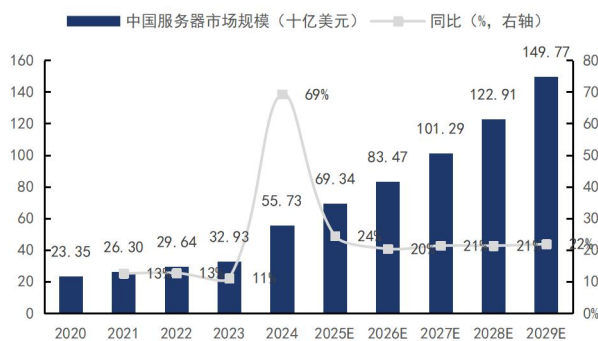
服务器市场：全球千亿美金市场，中国市场增速快于全球。2024 年受全球智算基础设施建设需求拉动，全球服务器市场规模快速增长，根据 IDC 披露数据，2024 年全球服务器市场规模为 2442 亿美金，同比+73%，后续随着 AI 大模型向多模态方向发展带来的训练算力需求增长，以及 AI 应用逐步落地拉动推理算力需求增长，2029 年全球服务器市场规模有望达到 5186 亿美金，对应 24-29 年 CAGR 为 16.3%。从国内来看，中国 AI 大模型发展迅速，2024 年互联网大厂资本开支快速增长，中国服务器市场规模亦快速增长，根据 IDC 披露数据，2024 年中国服务器市场规模为 557.3 亿美金，同比+69%，预计 2029 年增长至 1497.7 亿美金，对应 24-29 年 CAGR 为 21.9%，快于全球增速。从竞争格局来看，根据 IDC 披露数据，2024 年全球服务器仍以 ODM 模式为主，2024 年全球占比约 42.0%，其次依次为戴尔、超微、HPE、浪潮、联想，市占率分别为 9.9%、8.0%、6.0%、5.9%、5.3%。

图26: 全球服务器市场规模及预测 (单位: 十亿美元)



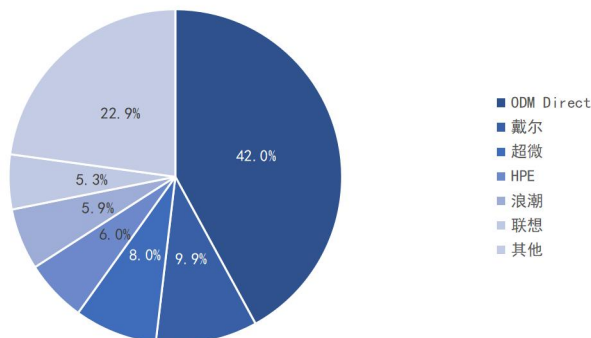
资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图27: 中国服务器市场规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图28: 2024 年全球服务器市场份额（单位：%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

公司服务器产品：产品矩阵丰富，为海康威视核心供应商之一。公司服务器产品主要包括标准服务器主板和定制型整机（包括管理服务器、计算服务器、存储服务器、AI 服务器、AI 工作站、AI 算力一体机等），服务于政企、安防、教育、交通、医疗等行业客户，同时横向拓展信创领域，为多家客户定制信创服务器产品。1) **服务器主板**：公司已自主研发并迭代多款服务器主板，包括 P15DRE 高性能服务器主板，具有性能强、内存大、集成度高、拓展能力强等特点；2) **通用服务器**：基于先进主板技术，搭载基于第四代、第五代英特尔至强可扩展处理器，推出基于 Intel OCS 规范的 SYS-80215R 2U 机架式高性能服务器等；3) **AI 服务器**：公司推出一系列 AI 超算服务器，包括 4U10 卡、5U8 卡、4U4 卡、2U7 卡等产品，满足 AI 训练和推理需求，例如结合文生视频大模型新趋势推出的 4U 机架式 SYS-60415WG AI 服务器以及与腾云智算合作开发的 AI 超算 5U 机架式 SYS-8043 系列服务器。根据公司 2024 年报披露信息，公司为海康威视在服务器主板及塔式服务器领域的核心供应商。

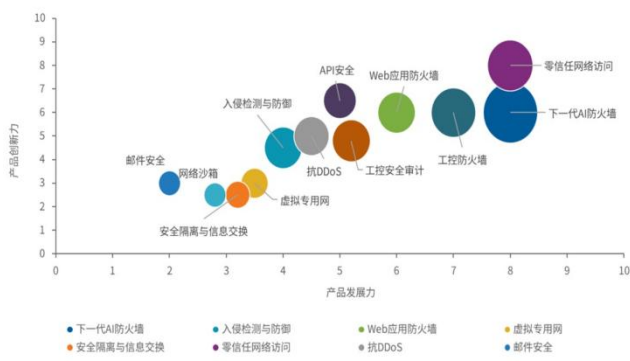
网络安全硬件市场：市场规模稳步增长，公司为深信服网络安全设备硬件主要供应商之一。从技术发展趋势来看，在中国网络安全硬件技术中，下一代 AI 防火墙、零信任网络访问发展潜力较大；从市场空间来看，根据 IDC 披露数据，24 年中国网络安全硬件市场规模约 280 亿人民币，预计 28 年增长至 350 亿人民币，对应 24-28 年 CAGR 为 5.7%；从竞争格局来看，23 年 TOP5 厂商分别为启明星辰、深信服、新华三、华为、天融信，市占率分别为 11.6%、10.6%、9.8%、9.4%、9.1%。公司具备高性能网络安全设备、低功耗网络安全设备以及嵌入式网络安全设备的开发能力，产品主要包括网络行为管理、防火墙、网闸、VPN、网络安全主板等设备，根据公司财报披露，公司为深信服网络安全设备硬件主要供应商。

图29: 中国网络安全市场规模预测（单位：百万美元，%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图30: 中国网络安全硬件技术发展趋势



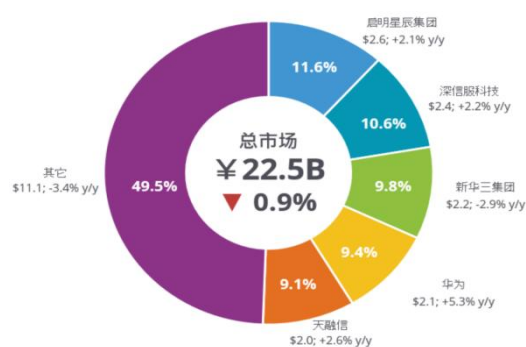
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图31: 中国网络安全硬件市场规模预测（单位：亿元，%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

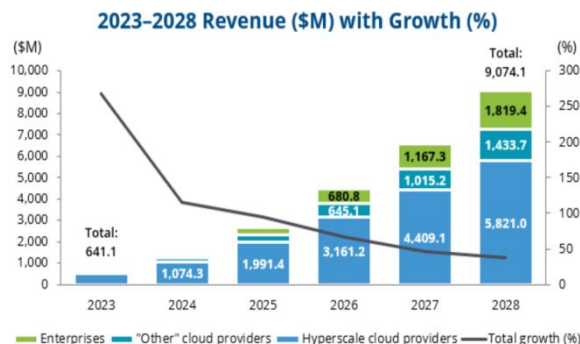
图32: 2023年中国网络安全硬件市场份额情况（单位：%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

交换机市场：智算中心用交换机市场快速增长，公司为新华三交换机产品主要供应商之一。 1) 从市场规模来看，根据 IDC 披露数据，24 年全球交换机市场规模 418 亿美金，同比-5.4%；其中，23 年全球智算中心用交换机市场规模 6.4 亿美金，预计 28 年增长至 90.7 亿美金，对应 23-28 年 CAGR 为 69.9%，市场规模快速增长；23 年全球非数据中心用交换机市场规模 258 亿美金，预计 28 年为 256 亿美金，基本持平。根据中商情报网披露数据，预计 24 年中国交换机市场规模为 749 亿元，同比+9.3%，其中数据中心用交换机、非数据中心用交换机占比分别为 47%、53%。2) 从市场格局来看，根据 IDC 披露数据，24 年全球交换机 TOP5 为思科、Arista、华为、HPE、新华三，市占率分别为 35.9%、13.0%、10.5%、5.8%、2.3%，合计占比 67.5%；根据中商情报网披露数据，23 年中国交换机 TOP5 为华为、新华三、锐捷网络、思科、中兴通讯，市占率分别为 35.8%、32.4%、14.6%、4.8%、2.1%，合计占比 89.7%，市场集中度较高。3) 公司交换机产品：以太网数据交换机包含非管理型、L2 管理型和 L3 路由管理型等多种规格，产品类型丰富，产品覆盖了百兆、千兆、万兆、40G、100G 等速率，端口密度覆盖了 5 口到 52 口，支持 RIP、OSPF、BGP 等动态路由协议，根据公司财报披露数据，公司是新华三交换机产品主要供应商之一。

图33: 全球智算中心用交换机市场规模 (单位: 百万美元, %)



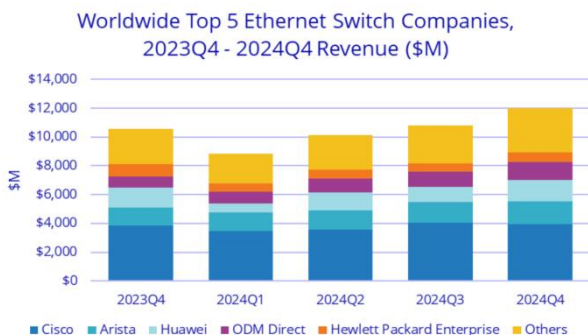
资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图34: 全球非数据中心用交换机市场规模 (单位: 十亿美元, %)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图35: 2024 年全球 TOP5 交换机公司收入 (单位: 百万美元)



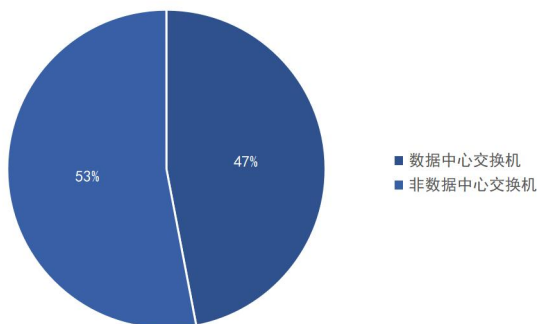
资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图36: 2024 年中国交换机市场规模及增速 (单位: 亿元, %)



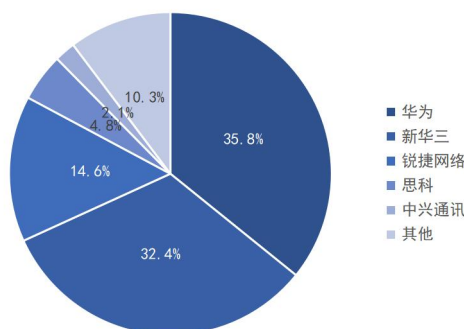
资料来源: 中商情报网, 国信证券经济研究所整理

图37: 中国交换机细分市场占比 (单位: %)



资料来源: 中商情报网, 国信证券经济研究所整理

图38: 中国交换机市场格局 (单位: %)



资料来源: 中商情报网, 国信证券经济研究所整理

2.3 工业物联网业务：市场规模稳步增长，产品覆盖工业 ICT 类、计算机及 PAC 控制

智微智能工业物联网业务：工业 ICT 类、工业计算机、工业控制。1) **工业 ICT 类**：公司提供工业平台管理服务器，可运行 ERP、MES、PLM、CRM 等软件；此外，公司亦提供工业交换机产品，实现工业设备与工业平台的数据交互。2) **工业计算机**：公司提供工业控制层的工业主板、嵌入式板卡等主板产品，以及工业计算机、无风扇 BOXPC、工业一体机等硬件产品。3) **工业控制**：公司推出 PAC 控制器产品，围绕数智化工厂提供全链条的工业产品和解决方案。

工业计算机：工业主板占比较高，市场稳步增长。1) **产品划分**：工业计算机是指专门为工业环境设计的计算机，其能承受极端条件，满足宽温、防尘、防震等要求，通常应用于自动化、制造、过程控制等高耐用性、可靠性工业场景中，具备耐用性、寿命长、可定制、多种接口、可靠性、无风扇设计等特征。工业计算机通常包括桌面工控机、无风扇/嵌入式工控机、工业主板/嵌入式板卡、行业专机、工业平板/HMI，根据 IDC 披露数据，2024 年中国工业主板/嵌入式板卡在工业计算机中占比较高，约 34.4%，其次为桌面式工控机（22.1%）和无风扇嵌入式工控机（18.2%）。2) **市场出货量**：根据 IDC 披露数据，24 年中国工业计算机出货量达 378 万台，同比-2.8%，受益于工业数字化需求推动，有望重回增长赛道，预计 28 年出货量为 619 万台，对应 24-28 年 CAGR 为 13.1%。3) **市场格局**：根据 IDC 披露数据，研华、研祥为该行业领导者，24Q3 国内市占率分别为 33.6%、11.2%，合计占比为 44.8%。

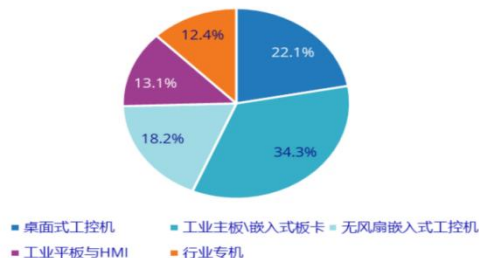
图39：中国工业计算机出货量预测（单位：百万台，%）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图40：2024 年中国工业计算机分类占比（按产品形态）

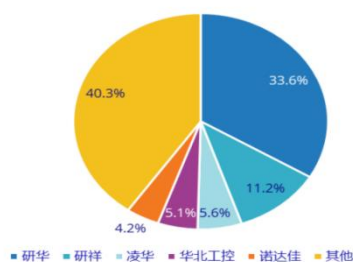
中国工业计算机市场份额预测（按产品形态），2024



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图41：24Q3 中国工业计算机主要厂商市场份额（按出货量）

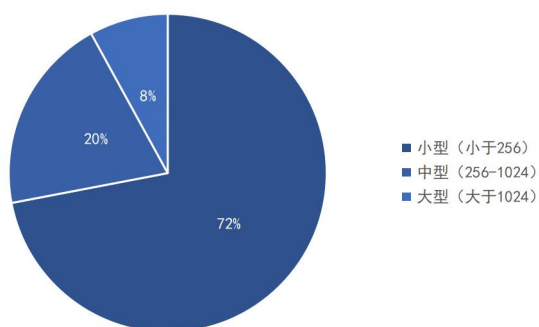
中国工业计算机市场主要厂商市场份额（按出货量），2024Q3



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

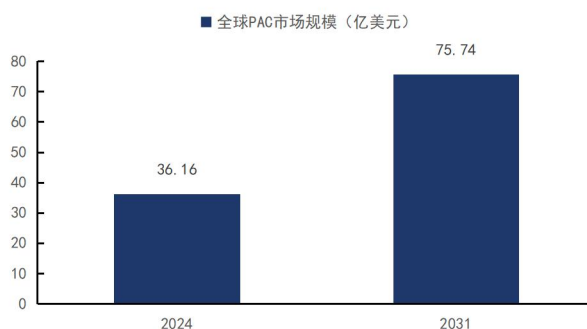
PAC 控制器：小型 PAC 占比较高，全球市场稳步增长。1) **产品优势：**可编程自动化控制器（PAC）是将可编程逻辑控制器（PLC）和工业计算机的特性组合在一起的多功能工业用自动化控制器，与 PLC 不同，其性能基于其轻便控制引擎，标准、通用、开放的实时操作系统，以及嵌入式硬件系统设计。用户面对相同的应用，不需修改即可下载到不同的 PAC 硬件中，用户系统和程序不需更改即可无缝移植，其具备高生产效率、高操作效率、低操作成本、高用户控制力等优势。1) **产品划分：**根据 QYResearch 数据，按 I/O 点数，可以将 PAC 划分为小型（小于 256）、中型（256-1024）、大型（大于 1024）三类，2023 年占比分别为 72%、20%、8%，小型 PAC 占比较高。3) **市场规模：**根据 QYResearch 披露数据，2024 年全球 PAC 市场规模约为 36.16 亿美金，预计 2031 年增长至 75.74 亿美金，对应 24-31 年 CAGR 为 11.1%，市场稳步增长。3) **市场格局：**从全球维度来看，PAC 控制器厂商主要有西门子、罗克韦尔自动化、三菱电机、欧姆龙、施耐德等；从国内维度来看，主要参与者包括台达电子、研华科技、泓格科技、瀚达电子和固高科技。

图42：大型、中型、小型 PAC 产品占比



资料来源：QYResearch，国信证券经济研究所整理

图43：全球 PAC 市场规模（单位：亿美元）



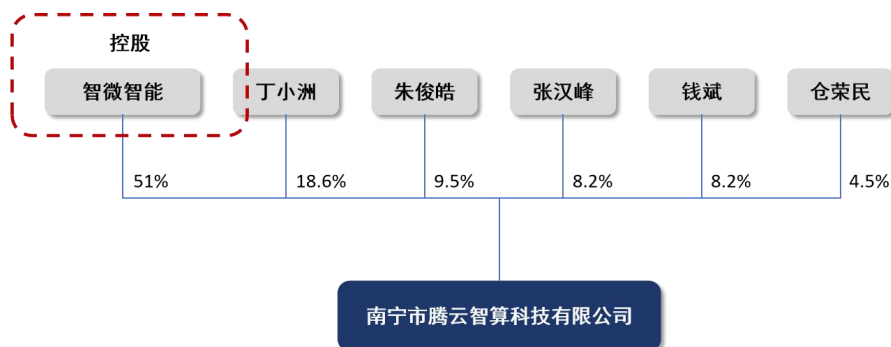
资料来源：QYResearch，国信证券经济研究所整理

三、智能算力：千亿级别市场规模，开辟第二成长曲线

3.1 公司层面：成立控股子公司腾云智算，发力 AI 智算产品

公司成立控股子公司腾云智算，提供端到端智算中心全流程服务。根据公司公告披露数据，24 年 1 月公司出资设立子公司南宁市腾云智算，注册资本 2000 万元，公司以货币资金出资 1020 万元，持有腾云智算 51% 的股权。1) 从子公司业务范围来看，腾云智算定位为 AIGC 基础设施全生命周期服务商，围绕 AI 算力规划与设计、设备交付、运维调优、算力租赁、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；根据公司《2025 年 2 月 13 日投资者关系活动记录表》披露数据显示，腾云智算主营业务为：a) 从硬件选型与配置，到软件定制化配置与优化，再到外观设计与包装，打造与销售腾云自己品牌的算力设备；b) 基于原厂及自有团队技术能力、高效的备件库存管理能力，对 GPU 服务器提供第三方专业维保服务；c) 依托合作伙伴多渠道推广，挖掘并获取种子客户，搭建自研云平台，为中小企业及个人提供碎片化算力租赁服务；d) 提供硬件安装配置、故障处理、软件安装更新、资源分配、安全备份管理等全方位运维服务。根据公司 24 年中报数据，公司与腾云智算共同开发出 AI 超算系列 SYS-8043，该服务器采用 Intel 和 AMD 两大主流平台，适用于多种 GPU 加速卡。2) 从子公司对内协同来看，公司服务器主板可供货给腾云智算，东莞智微也会为其提供整机加工制造服务，这种分工与协作使得集团公司和子公司腾云智算能够在各自的细分市场中发挥优势，提供更专业化和定制化的产品和服务，从而提升整体市场竞争力。3) 从子公司客户来看，腾云智算的主要客户为互联网大厂及运营商等对训练算力要求较高的客户。4) 从子公司盈利能力来看，根据 2024 年报披露数据，24 年子公司腾云智算实现营业收入 3.0 亿元，净利润 1.74 亿元，净利率为 58%，盈利能力优秀。

图44：子公司腾云智算股权架构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 子公司腾云智算财务数据 (单位: 亿元, 截至 2024 年报)

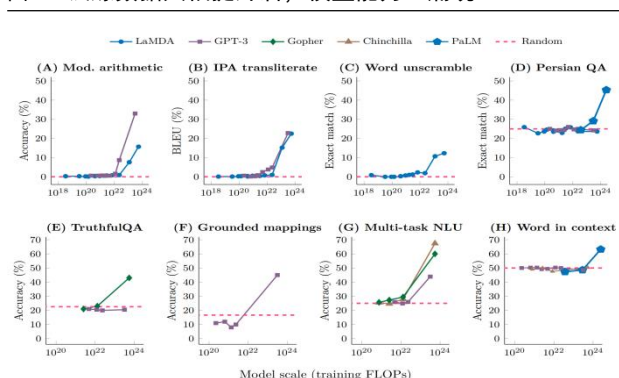
子公司名称	流动资产	非流动资产	资产合计	流动负债	非流动负债	负债合计
	4.27	0.13	4.40	2.37	0.09	2.46
腾云智算	营业收入	净利润	综合收益总额	经营活动现金流		
	3.00	1.74	1.74	10.27		

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理和预测

3.2 行业层面: 智能算力快速增长, 打开千亿级别市场空间

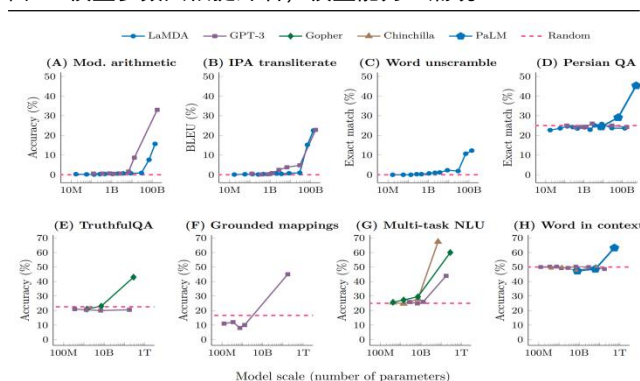
多模态+Agent 驱动, 全球智算需求快速增长。1) **Scaling Law**: 根据 2022 年谷歌、斯坦福大学和 Deepmind 联合发表的《Emergent Abilities of Large Language Models》, 很多新能力在中小模型上线性放大都得不到线性的增长, 模型规模必须呈指数级增长并超过某个临界点, 新技能才会突飞猛进, 参数量、训练数据量快速增长, 拉动智算需求增长; 2) **多模态**: 大模型将对多模态信息进行理解和学习, 训练过程中加入图像、视频训练数据, 推理侧也以多模态信息进行输入输出, 同时拉动训练、推理过程智能算力需求; 3) **Agent**: 根据人类和 AI 完成任务的比重, 将 AI 产品划分为 ChatBot、Copilot、AI Agent, 在 AI Agent 阶段, 人类仅需负责设定目标、提供资源和监督结果, AI 完成绝大部分工作, 大幅提升生产效率, 根据爱分析预测数据, AI Agent 在生成类场景有望率先落地, 能源、金融、政务等场景开始逐步试点, 基于 AI Agent 任务的复杂度和长流程, 对于智算的需求持续提升; 4) **应用场景持续落地**: 根据 IDC 披露数据, 2025 年前 AI 应用有望在智慧金融、智慧交通、生物识别等领域率先落地, 26-30 年, AI 应用有望在智慧医疗、智慧电信、智慧能源、智能制造、智能教育等领域逐步落地, 拉动算力需求增长。**从全球维度来看**, 根据 Frost & Sullivan 披露数据, 2023 年全球人工智能市场总投资额为 1835 亿美元, 预计 28 年增长至 6196 亿美元, 对应 23-28 年 CAGR 为 27.6%, 其中美国、中国 AI 企业数量合计占比达 49%, 是本轮人工智能的领导者。**从国内维度来看**, 根据 Frost & Sullivan 披露数据, 2023 年中国智能算力规模为 414 EFLOPS, 预计 28 年增长至 1436 EFLOPS, 对应 23-28 年 CAGR 为 28.2%, 从下游客户来看, 互联网需求占比约 53%, 是智能算力最大的需求方。

图45: 训练数据大幅提升后, 模型能力“涌现”



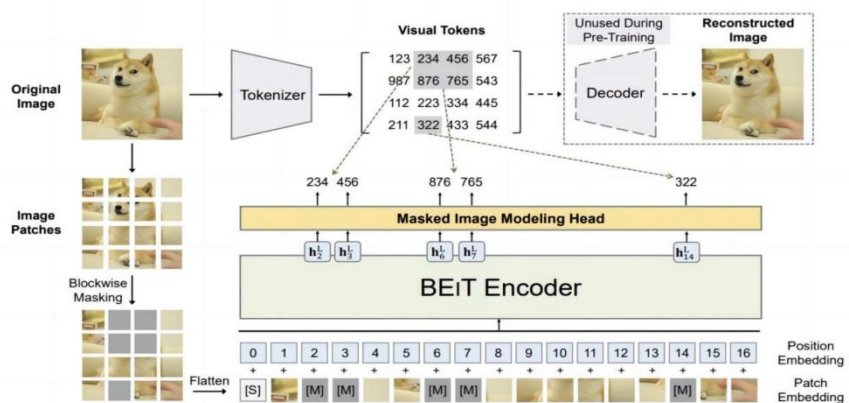
资料来源: Jason Wei 等著-《Emergent Abilities of Large Language Models》-Transactions on Machine Learning Research (2022) -P4, 国信证券经济研究所整理

图46: 模型参数大幅提升后, 模型能力“涌现”



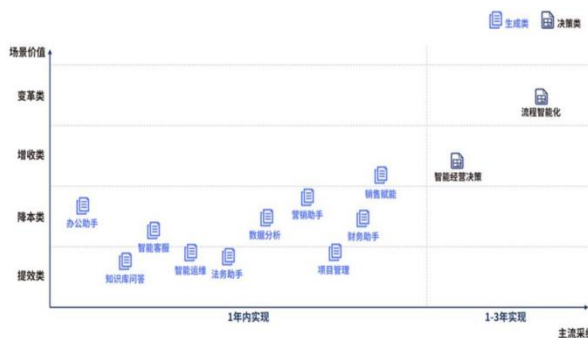
资料来源: Jason Wei 等著-《Emergent Abilities of Large Language Models》-Transactions on Machine Learning Research (2022) -P27, 国信证券经济研究所整理

图47: 多模态模型（图像模态）训练过程



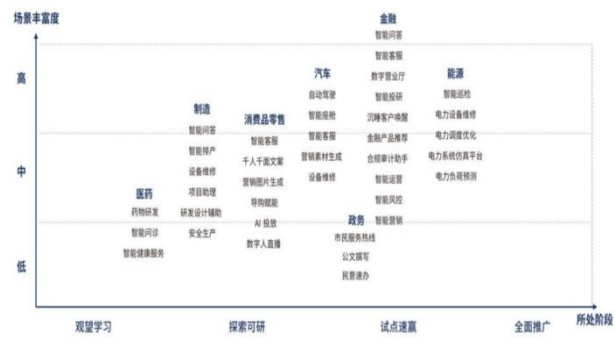
资料来源: Hangbo Bao 等著-《BEiT: BERT Pre-Training of Image Transformers》-ICLR (2022)-p2, 国信证券经济研究所整理

图48: AI Agent 在生成类场景有望率先落地



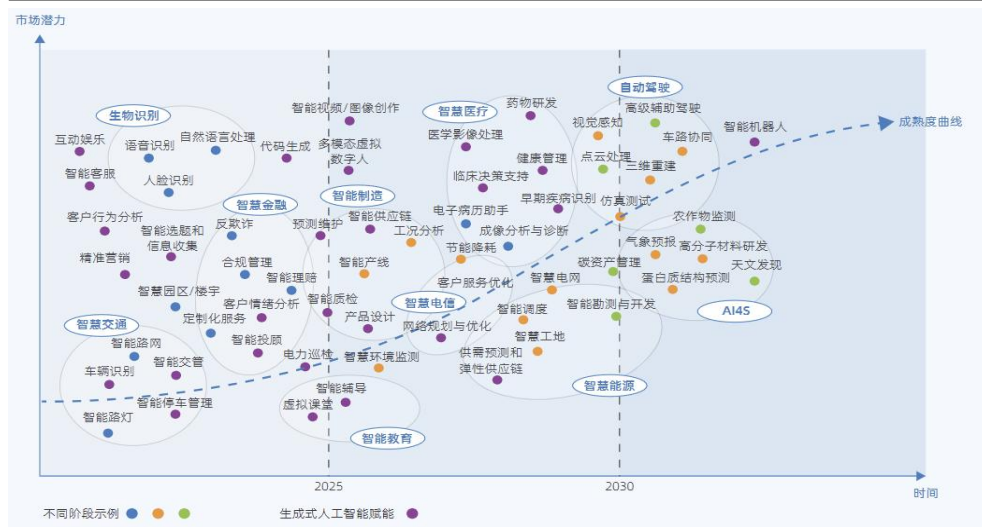
资料来源: 爱分析 (iFenxi), 国信证券经济研究所整理

图49: AI Agent 在能源、金融、政务等行业场景开始逐步试点



资料来源: 爱分析 (iFenxi), 国信证券经济研究所整理

图50: 中国人工智能应用场景发展



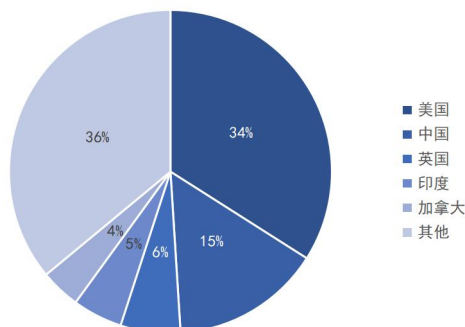
资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图51: 全球人工智能市场总投资额（单位：亿美元）



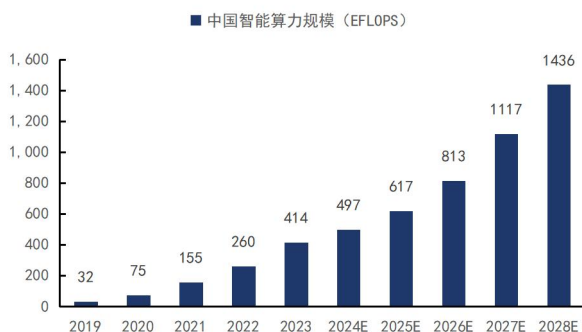
资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理（注：总投资额指企业在包括硬件、软件和服务在内的 AI 市场投资总额）

图52: 全球人工智能企业数量国家分布（单位：%）



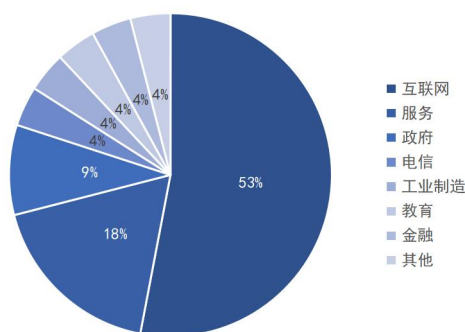
资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图53: 中国智能算力规模（单位：EFLOPS）



资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图54: 中国智能算力应用分布（单位：%）



资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

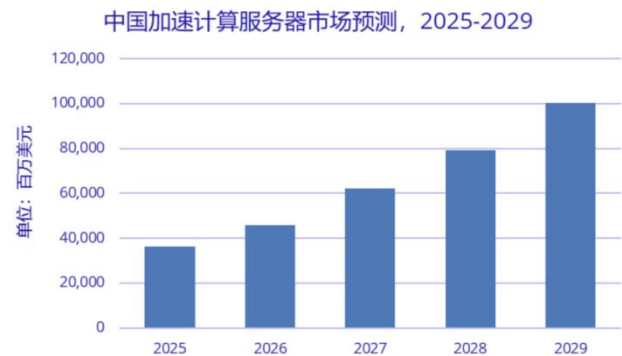
AI 服务器市场规模稳步增长，国内千亿级别空间。从全球维度来看，受全球 AI 基建拉动，全球 AI 服务器市场规模快速增长，根据 IDC 披露数据，24 年全球 AI 服务器 1352 亿美金，同比+156%，预计 29 年增长至 3576 亿美金，对应 24-29 年 CAGR 为 21.5%。从国内维度来看，24 年互联网大厂资本开支快速增长，主要用于 AI 相关基础设施建设，根据 IDC 披露数据，24 年中国 AI 服务器市场规模为 221 亿美金，同比+134%，29 年有望突破千亿市场规模，对应 24-29 年 CAGR 为 35.2%，国内 AI 服务器市场规模快速增长。

图55: 全球 AI 服务器市场规模及预测 (单位: 十亿美元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

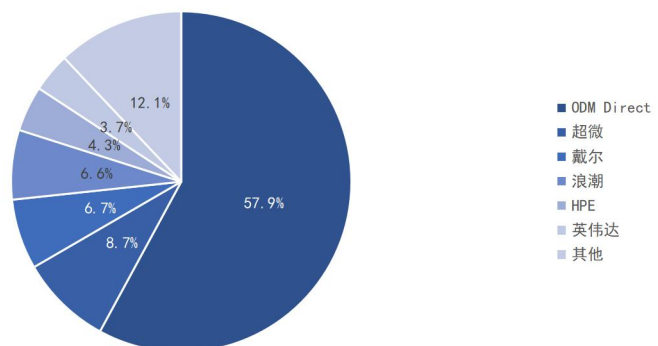
图56: 中国 AI 服务器市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

全球 AI 服务器仍以 ODM 模式为主, 国内浪潮、宁畅占据主要市场份额。从全球维度来看, 根据 IDC 披露数据, 全球 AI 服务器仍以 ODM 模式为主, 2024 年全球占比约 57.9%, 其次依次为超微、戴尔、浪潮、HPE, 市占率分别为 8.7%、6.7%、6.6%、4.3%。从国内来看, 根据 IDC 披露数据, 24 年从销售额维度来看, 浪潮、宁畅、新华三位居市场前三, 合计市场份额占比超过 50%; 从服务器出货台数来看, 浪潮、宁畅、华为位居前三名, 合计市场份额占比接近 55%。

图57: 2024 年全球 AI 服务器市场份额 (单位: %)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

行业终端业务：1) **PC 类产品：**25 年全球将进入后疫情时代换机潮，叠加 Win10 停更带来的换机需求，PC 出货量增速有望提升，公司为同方计算机、紫光计算机、宏碁股份核心供应商，PC 类产品收入增速有望提升；2) **OPS 产品：**公司是鸿合科技智能交互平板 OPS 主要供应商，主要面向教育领域，行业增长趋稳，预计该产品销量稳步增长；3) **云终端产品：**公司是深信服、锐捷网络云终端业务的核心供应商，行业增长趋稳，预计公司云终端产品稳步增长。预计公司 2025-2027 年行业终端业务营收为 28/31/33 亿元，同比+9%/9%/7%；考虑到行业相对成熟，毛利率基本维稳，预计该业务 25-27 年毛利率为 11.2%/10.7%/10.3%。

ICT 基础设施业务：1) **服务器：**2024 年受全球智算基础设施建设需求拉动，全球服务器市场规模快速增长，从国内来看，中国 AI 大模型发展迅速，2024 年互联网大厂资本开支快速增长，中国服务器市场规模亦快速增长，根据 IDC 预测数据，中国服务器市场规模 24-29 年对应 CAGR 为 21.9%，公司服务器产品主要包括标准服务器主板和定制型整机（包括管理服务器、计算服务器、存储服务器、AI 服务器、AI 工作站、AI 算力一体机等），为海康威视在服务器主板及塔式服务器领域的核心供应商，预计公司服务器业务收入快速增长；2) **交换机：**公司交换机产品为非数据中心交换机，市场增长趋稳，预计交换机业务收入增长趋缓；3) **网络安全设备：**公司为深信服网络安全设备硬件主要供应商，产品包括网络行为管理、防火墙、网闸等，市场稳步增长，预计公司网安设备产品收入增速趋稳。给予 ICT 基础设施业务 25-27 年营收增速 5%/5%/4%，对应收入 8/9/11 亿元，考虑到高毛利服务器产品占比逐步提升，公司 ICT 基础设施业务毛利率预计稳步提升，预计该业务 25-27 年毛利率 12.3%/12.5%/12.6%。

工业物联网业务：公司工业物联网产品主要包括工业计算机和 PAC 控制器，根据 IDC 预测数据，中国工业计算机出货量 24-28 年 CAGR 为 13.1%，根据 QYResearch 预测数据，全球 PAC 市场 24-31 年 CAGR 为 11.1%，考虑到公司该业务收入基数较低、客户基础好，且受智能制造等需求推动，预计公司工业物联网产品增速高于行业增速，给予工业物联网业务 25-27 年营收增速 46%/39%/34%，对应收入 2.2/3.1/4.1 亿元，毛利率 20%/19%/17%。

智算业务：公司 2024 年成立控股子公司腾云智算，围绕 AI 算力规划与设计、设备交付、运维调优、算力租赁、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，根据 Frost & Sullivan 披露数据，2023 年中国智能算力规模为 414 EFLOPS，预计 28 年增长至 1436 EFLOPS，对应 23-28 年 CAGR 为 28.2%；从下游客户来看，互联网客户需求占比约 53%，考虑到阿里巴巴等互联网厂商 25 年纷纷大幅提升资本开支，公司 25 年智算业务收入增速有望提升，给予智算业务 25-27 年营收增速 111%/39%/39%，对应收入 6.4/8.9/12.3 亿元，毛利率 83%/78%/70%。

表4: 智微智能业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
行业终端业务						
收入（亿元）	18.77	25.06	25.97	28.42	31.11	33.23
增速		33.54%	3.65%	9.43%	9.48%	6.80%
毛利（亿元）	3.29	2.94	2.66	3.19	3.32	3.42
增速		-10.47%	-9.51%	19.90%	4.08%	2.95%
毛利率	17.51%	11.74%	10.25%	11.23%	10.68%	10.29%
ICT 基础设施业务						
收入（亿元）	8.38	6.84	6.31	7.75	9.20	10.75
增速		-18.33%	-7.73%	22.76%	18.67%	16.91%
毛利（亿元）	0.98	0.69	0.77	0.95	1.15	1.35
增速		-28.97%	10.82%	23.53%	20.91%	17.48%
毛利率	11.67%	10.15%	12.19%	12.27%	12.50%	12.56%
工业物联网业务						
收入（亿元）	0.58	1.02	1.51	2.20	3.06	4.10
增速		76.03%	55.00%	45.60%	39.05%	33.90%
毛利（亿元）	0.15	0.26	0.33	0.44	0.58	0.70
增速		70.20%	26.99%	34.94%	32.10%	19.81%
毛利率	25.99%	25.13%	21.58%	20.00%	19.00%	17.00%
智算业务						
收入（亿元）			3.01	6.35	8.85	12.31
增速				111.01%	39.37%	39.10%
毛利（亿元）			2.46	5.26	6.91	8.67
增速				113.44%	31.41%	25.46%
毛利率			81.89%	82.83%	78.10%	70.45%
其他业务						
收入（亿元）	2.60	3.73	3.53	3.71	3.82	3.94
增速		43.38%	-5.27%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利（亿元）	0.22	0.45	0.59	0.59	0.61	0.63
增速		102.60%	29.49%	0.90%	3.00%	3.00%
毛利率	8.62%	12.18%	16.65%	16.00%	16.00%	16.00%
合计						
总营收（亿元）	30.33	36.65	40.34	48.43	56.04	64.33
增速	12.32%	20.86%	10.06%	20.06%	15.71%	14.78%
毛利（亿元）	4.64	4.35	6.81	10.44	12.58	14.77
增速		-6.28%	56.65%	53.23%	20.51%	17.43%
毛利率	15.30%	11.86%	16.88%	21.55%	22.44%	22.96%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来 3 年营收 48/56/64 亿元, 同比+20%/16%/15%, 毛利率 21.6%/22.4%/23.0%, 毛利 10/13/15 亿元, 同比+53.2%/20.5%/17.4%。

费用率及税率假设

➤ **期间费用率:** 1) **人员数量稳步增长:** 根据 2024 年财报披露数据, 公司 2024 年销售、行政、研发人员分别同比+6%、+4%、+2%, 人员数量稳步增长, 随着公司智算业务等新业务的拓展, 预计公司人员数量稳步增长, 整体增速低于公司营收增长, 期间费用率预期下降; 2) **股权支付费用:** 公司 2022 年进行股权激励计划, 根据公司 2024 年财报披露, 2024 年股份支付费用为 0.35 亿元, 预计 2025 年股份支付费用降为 0.18 亿元, 预计对应期间费用率下降。

■ **销售费用率:** 随着公司智能算力等新业务开展, 公司销售人员数量预计稳步增长, 同时股权支付费用有望逐年下降, 预计销售费用增长速度慢于收入增长速度, 预计 25/26/27 年销售费用率分别为

1.91%/1.80%/1.77%。

- **管理费用率**：公司管理人员数量及平均薪酬预计维稳，叠加股权支付费用下降，预计管理费用率逐年下降，预计 25/26/27 年管理费用率分别为 2.48%/2.33%/2.28%。
- **研发费用率**：随着公司智能算力、工业物联网、服务器等业务发力，公司研发人员数量预计稳步增长，同时股权支付费用有望逐年下降，预计研发费用增长速度慢于收入增长速度，预计 25/26/27 年研发费用率分别为 3.91%/3.76%/3.67%。
- **所得税率**：1) **公司主体**：根据公司财报披露，公司 2023 年 12 月 12 日被深圳市科技创新委员会、深圳市财政局和国家税务总局深圳市税务局联合认定为国家高新技术企业，有效期 3 年，按 15% 税率缴纳企业所得税；2) **其他子公司**：根据公司财报披露，子公司智微软件、腾云智算、香港腾云、香港智微、深圳腾云的税率分别为 15%、9%、8.25%、8.25%、20%。公司所得税率有望维稳，预计 25/26/27 年所得税率分别为 15%/15%/15%。

未来 3 年业绩预测

表5：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4034	4843	5604	6433
营业成本	3353	3800	4347	4956
销售费用	84	93	101	114
管理费用	108	122	133	148
研发费用	171	189	210	236
营业利润	243	603	803	995
利润总额	243	603	803	995
归属于母公司净利润	125	301	400	496
EPS	0.50	1.20	1.59	1.98
ROE	6.0%	13.1%	15.5%	16.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 25-27 年收入分别为 48.43、56.04、64.33 亿元，归属母公司净利润 3.01/4.00/4.96 亿元，利润年增速分别为 140.7%/33.1%/24.0%。每股收益 25-27 年分别为 1.20/1.59/1.98 元。

表6: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,665	4,034	4,884	5,690	6,573
(+/-%)	20.9%	10.1%	21.1%	16.5%	15.5%
净利润(百万元)	33	125	416	538	660
(+/-%)	-72.4%	280.7%	232.9%	29.3%	22.7%
摊薄 EPS	0.13	0.50	1.66	2.14	2.63
中性预测					
营业收入(百万元)	3,665	4,034	4,843	5,604	6,433
(+/-%)	20.9%	10.1%	20.1%	15.7%	14.8%
净利润(百万元)	33	125	301	400	496
(+/-%)	-72.4%	280.7%	140.7%	33.1%	24.0%
摊薄 EPS(元)	0.13	0.50	1.20	1.59	1.98
悲观的预测					
营业收入(百万元)	3,665	4,034	4,803	5,520	6,295
(+/-%)	20.9%	10.1%	19.1%	14.9%	14.0%
净利润(百万元)	33	125	191	270	344
(+/-%)	-72.4%	280.7%	52.5%	42.0%	27.1%
摊薄 EPS	0.13	0.50	0.76	1.08	1.37
总股本(百万股)	249	251	251	251	251

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：58.89–62.99 元

未来估值假设条件见下表：

表7：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	12.32%	20.86%	10.06%	20.06%	15.71%	14.78%	13.00%	12.00%
营业成本/营业收入	84.70%	88.14%	83.12%	78.45%	77.56%	77.04%	77.00%	77.00%
管理费用/营业收入	2.53%	2.61%	2.57%	2.48%	2.33%	2.28%	2.20%	2.20%
研发费用/营业收入	5.50%	5.33%	4.24%	3.91%	3.76%	3.67%	3.60%	3.60%
销售费用/销售收入	1.67%	1.97%	2.07%	1.91%	1.80%	1.77%	1.70%	1.70%
营业税及附加/营业收入	0.32%	0.36%	0.43%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%
所得税税率	-4.72%	-7.57%	13.41%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	2.20%	35.20%	44.05%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.3	T	15.00%
无风险利率	2.00%	Ka	9.80%
股票风险溢价	6.5%	有杠杆 Beta	1.22
公司股价（元）	54.85	Ke	9.93%
发行在外股数（百万）	251	E/(D+E)	98.08%
股票市值（E，百万元）	13774	D/(D+E)	1.92%
债务总额（D，百万元）	270	WACC	9.83%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 58.89–62.99 元，估值中枢为 60.82 元。

表9：智微智能 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	621.9	793.0	954.5	1,098.1	1,230.1
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)	528.6	674.1	811.3	933.4	1,045.5
折旧与摊销	74.9	87.1	95.6	101.6	105.8
营运资金的净变动	(5.4)	19.3	26.2	32.6	34.7
资本性投资	(201.0)	(151.0)	(101.0)	(51.0)	(51.0)
FCFF	397.0	629.5	832.1	1,016.6	1,135.0
PV(FCFF)	359.3	515.6	616.8	681.9	689.0
核心企业价值	14,309.9				
减：净债务	(962.6)				
股票价值	15,272.5				
每股价值	60.82				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.5%	10.0%	10.50%	11.0%	11.5%
永续 增长 率变 化	3.0%	76.49	70.56	65.45	60.99	57.07
	2.5%	72.97	67.63	62.99	58.90	55.29
	2.0%	69.92	65.07	60.82	57.05	53.70
	1.5%	67.25	62.81	58.89	55.39	52.27
	1.0%	64.89	60.80	57.16	53.90	50.97

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：59.90–65.89 元

对于相对估值，我们从智微智能的业务拆分来选择可比公司，公司的主要业务可分为行业终端业务、ICT 基础设施业务、工业物联网业务、智算业务，可比公司如下：1) **行业终端业务**：公司该业务主要包括 OPS、云终端和 PC 产品，目前 PC 产品收入快速增长，收入占比持续提升，软通动力 2024 年收购同方计算机，生产 PC 类产品，同时推出搭载 SwanLinkOS 5 的开源鸿蒙 AIPC；2) **ICT 基础设施业务**：公司该业务主要包括交换机、wifi、网安设备、服务器等产品，服务器产品收入快速增长，收入占比持续提升，浪潮信息为国内服务器龙头厂商，同时，共进股份在 Wifi、交换机领域均有布局；3) **工业物联网**：公司 IoT 产品同开源鸿蒙完美适配，可为行业端侧和边缘侧提供可适配的 OpenHarmony 产品线共计 20 余款，九联科技也深入参与鸿蒙生态，推出多款鸿蒙终端产品，并提出智慧城市、智慧电力、智慧能源等行业解决方案等；4) **智算业务**：海南华铁布局算力业务，截至 2024 年年报，海南华铁累计签订算力服务金额 24.75 亿元，完成资产交付近 7 亿元。

软通动力：公司开展软件与数字技术服务、计算产品与智能电子以及数字能源与智算服务三大业务，2024 年公司完成同方股份计算机相关业务整合，推出信创 AI PC、开源鸿蒙 AI PC/智能交互平板、机械革命 AI PC 等智能产品，完成开源鸿蒙操作系统基于 X86 架构的 Intel 芯片在 PC 端的适配，首批实现与 HarmonyOS NEXT 互联互通。

浪潮信息：全球领先的 IT 基础设施产品、方案和服务提供商，为客户提供云计算、大数据、人工智能等各类创新 IT 产品和解决方案；根据 IDC 发布数据，2024 年中国加速服务器市场浪潮信息、宁畅、新华三位居前三。

共进股份：公司深耕网通、数通、移动通信、汽车电子等核心业务板块，其中网通业务覆盖 Wifi、AP 等产品，数通业务覆盖交换机、服务器、路由器等产品。

九联科技：主营业务为智能终端和通信模块及行业应用解决方案的研发、生产、销售与服务，深度参与鸿蒙生态，发布多款鸿蒙终端，提出智慧城市、智慧电力、智慧能源等行业解决方案等。

海南华铁：2024 年 5 月 7 日，公司发布《关于投资智算中心建设的公告》，创新拓展裸金属算力服务模式，正式布局算力业务，开辟第二增长曲线。自开展算力业务以来，截至 2024 年底，公司累计签订算力服务金额 24.75 亿元，完成资产交付近 7 亿元；截至 2025 年 3 月末，公司累计签订算力服务金额已达 66.7 亿元，完

成资产交付超 9 亿元。

选取同行业可比公司软通动力、浪潮信息、共进股份、九联科技、云赛智联作为智微智能可比公司，按照 Wind 一致预期，2025 年行业平均 PE 为 56 倍，因此我们给予智微智能 2025 年 50-55 倍 PE，对应估值区间 150.35-165.38 亿市值，对应目标价 59.90-65.89 元，较当下有 11%-23% 的估值空间。

表11：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			EPS（元）			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
301236.SZ	软通动力	56.48	538	180.4	394.4	546.9	0.19	0.41	0.57	298	136	98
000977.SZ	浪潮信息	50.31	741	2291.8	3041.0	3764.6	1.56	2.07	2.56	32	24	20
603118.SH	共进股份	9.94	78	-80.0	128.9	186.7	-0.1	0.16	0.24		61	42
688609.SH	九联科技	10.92	55	-141.8	162.0	254.0	-0.28	0.32	0.51		34	21
603300.SH	海南华铁	10.75	214	604.7	882.4	1161.9	0.31	0.44	0.58	35	24	18
	行业平均									122	56	40
001339.SZ	智微智能	50.07	125	124.9	300.7	400.3	0.50	1.20	1.59	100	42	31

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测（可比公司软通动力、浪潮信息、共进股份、九联科技、云赛智联预测均来自 Wind 一致预期，截至 2025 年 5 月 19 日收盘价）

辅助估值判断：PEG 估值

考虑到公司短期业绩的高成长性，选取 PEG 估值法进行辅助估值判断，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.25、3.01、4.00 亿元，2024-2026 年归母净利润增速分别为 280.7%、140.7%、33.1%，对应 2024-2026 年归母净利润 CAGR 为 79.0%，选取 PEG=1，则对应估值 PE 为 79 倍。

表12：智微智能 PEG 估值

公司代码	公司名称	归母净利润（百万元）			归母净利润增速			2024-2026 年归母净利润
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	CAGR
001339.SZ	智微智能	124.9	300.7	400.3	280.7%	140.7%	33.1%	79.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

投资建议

智微智能以物联网业务为基，开辟智算业务第二成长曲线，有望拉动公司净利润快速增长。预计智微智能 2025-2027 年收入分别为 48.43、56.04、64.33 亿元，归属母公司净利润 3.01/4.00/4.96 亿元，对应 EPS 为 1.20/1.59/1.98 元。我们给予智微智能 2025 年 50-55 倍 PE，对应估值区间 150.35-165.38 亿市值，对应目标价 59.90-65.89 元，较当下有 11%-23% 的估值空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 59.90-65.89 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的软通动力、浪潮信息、共进股份、九联科技、云赛智联作为智微智能可比公司等相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，给予公司 25 年 50-55 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 20%/16%/15%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 21.6%/22.4%/23.0%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司智算业务依赖于全球产业链运行，受宏观扰动、地缘政治影响较大，若智算业务增长受阻，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

传统主业所处行业下行的风险：公司传统产品所处的教育商显 OPS 行业、园区交换机行业、网安设备行业下游需求存在一定不确定性，可能出现行业增速放缓等风险。

产品价格下行及毛利率下降的风险：公司教育商显 OPS 产品、园区交换机产品、网安设备产品所处产业逐渐进入成熟期，将导致产品价格进一步降低。另外，受原材料价格及人工成本上涨等因素的影响，未来公司产品毛利率存在进一步下降的风险。

部分产品依赖单一客户的风险：公司商显 OPS 绑定鸿合科技，交换机产品绑定新华三，若单一客户供应商变更，将对公司经营业绩产生不利影响。

贸易保护主义和贸易摩擦风险：智算业务依赖于全球产业链运行，受宏观扰动、地缘政治影响较大，若智算业务增长受阻，将对公司的经营业绩形成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	766	1478	1464	1712	2225	营业收入	3665	4034	4843	5604	6433
应收款项	863	887	1065	1232	1414	营业成本	3231	3353	3800	4347	4956
存货净额	733	856	966	1105	1260	营业税金及附加	13	18	18	21	24
其他流动资产	128	139	167	194	222	销售费用	72	84	93	101	114
流动资产合计	2490	4359	4660	5241	6120	管理费用	99	108	122	133	148
固定资产	619	654	739	785	789	研发费用	195	171	189	210	236
无形资产及其他	42	42	42	41	40	财务费用	(5)	26	(8)	(22)	(38)
投资性房地产	58	70	70	70	70	投资收益	4	6	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(39)	(46)	(30)	(15)	0
资产总计	3209	5125	5512	6137	7020	其他收入	(187)	(163)	(189)	(210)	(236)
短期借款及交易性金融负债	84	771	500	300	200	营业利润	34	243	603	803	995
应付款项	1038	2009	2267	2592	2958	营业外净收支	(3)	(0)	0	0	0
其他流动负债	139	118	158	181	206	利润总额	31	243	603	803	995
流动负债合计	1262	2898	2925	3073	3364	所得税费用	(2)	33	90	120	149
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	85	212	282	350
其他长期负债	21	40	40	40	40	归属于母公司净利润	33	125	301	400	496
长期负债合计	21	40	40	40	40	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1283	2938	2965	3113	3404	净利润	33	125	301	400	496
少数股东权益	0	95	243	441	686	资产减值准备	21	5	12	4	2
股东权益	1926	2093	2303	2583	2931	折旧摊销	45	57	75	87	96
负债和股东权益总计	3209	5125	5512	6137	7020	公允价值变动损失	39	46	30	15	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(5)	26	(8)	(22)	(38)
每股收益	0.13	0.50	1.20	1.59	1.98	营运资本变动	(3)	802	(5)	19	26
每股红利	0.05	0.22	0.36	0.48	0.59	其它	(21)	43	137	194	243
每股净资产	7.73	8.33	9.17	10.29	11.67	经营活动现金流	114	1078	548	719	863
ROIC	3.38%	12.18%	30%	43%	53%	资本开支	0	(47)	(201)	(151)	(101)
ROE	1.70%	5.97%	13%	15%	17%	其它投资现金流	0	(999)	0	0	0
毛利率	12%	17%	22%	22%	23%	投资活动现金流	0	(1046)	(201)	(151)	(101)
EBIT Margin	2%	7%	13%	14%	15%	权益性融资	(9)	41	0	0	0
EBITDA Margin	3%	9%	14%	16%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	21%	10%	20%	16%	15%	支付股利、利息	(12)	(55)	(90)	(120)	(149)
净利润增长率	-72%	281%	141%	33%	24%	其它融资现金流	(238)	748	(271)	(200)	(100)
资产负债率	40%	59%	58%	58%	58%	融资活动现金流	(270)	679	(362)	(320)	(249)
股息率	0.1%	0.4%	0.7%	1.0%	1.2%	现金净变动	(156)	711	(14)	248	513
P/E	380.2	100.7	41.8	31.4	25.3	货币资金的期初余额	922	766	1478	1464	1712
P/B	6.5	6.0	5.5	4.9	4.3	货币资金的期末余额	766	1478	1464	1712	2225
EV/EBITDA	136.7	43.3	22.3	17.8	15.2	企业自由现金流	0	1074	397	629	832
						权益自由现金流	0	1822	133	448	764

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032