

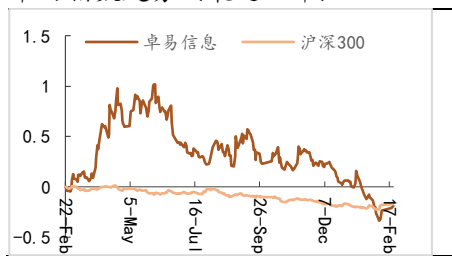
评级： 买入

核心观点

翟炜
首席分析师
SAC 执证编号: S0110521050002
zhaiwei@sczq.com.cn
电话: 13581945259

邓睿祺
分析师
SAC 执证编号: S0110522110004
dengruiqi@sczq.com.cn

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 最新收盘价 (元) | 37.70 |
| 一年内最高/最低价 (元) | 96.44/28.63 |
| 市盈率 (当前) | 44.59 |
| 市净率 (当前) | 3.16 |
| 总股本 (亿股) | 0.87 |
| 总市值 (亿元) | 32.78 |

资料来源: 聚源数据

相关研究

- **国产固件+云服务双轮驱动:**卓易信息成立于 2008 年,自收购南京百教软件后形成了云服务+固件业务两大业务主线。百教软件是国内领先的固件供应商及软件服务提供商,也是中国大陆唯一获得英特尔商业授权的独立 BIOS 供应商,并为华为、联想等海内外多家知名公司提供了安全可信的固件产品及服务。
- **全球硬件需求有望回暖,行业信创带来重塑固件市场边界机会:**AI 助力全球计算机硬件市场回暖,并有望带动新一轮计算机硬件升级,为计算机固件市场规模增长和价值量上升带来机会。在信创影响下,国产计算机供应链具有更好的发展机会,同时信创需求的增长也将助力国产固件公司提高授权业务占比,从而提高毛利率。公司深耕固件行业多年,是华为、联想等国内知名品牌的重点合作伙伴,与华为的合作更可以追溯到 2008 年,作为公司固件业务主体的百教软件也已加入欧拉社区,成为华为生态体系的重要一员。公司有望凭借与这些国内龙头的合作优势,借信创东风较快地扩大市场份额,实现收入与盈利能力的双重提高。
- **布局 IDE 做好产业定位,完善产业链协同:**公司完成对艾普阳深圳的收购,布局 IDE 领域。IDE 作为软件开发领域的重要工具之一,目前国内外缺乏支持国内云平台的 IDE 产品,公司未来借此进一步做好信创补充者这一生态位。此外,收购艾普阳深圳之后,公司有望通过业务整合,进一步为客户提供自主可控的集成化开发工具,并与上市公司已有的云服务软件业务进行协同,强化公司云服务的综合竞争力和盈利能力。
- **盈利预测与评级:**预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 4.05、5.87、7.44 亿元,归母净利润分别为 0.90、1.49、2.23 亿元,对应 EPS 分别为 1.04、1.71、2.57 元。参考可比公司一致预期及历史平均估值水平,卓易信息竞争优势、行业特点及自身历史估值,维持公司“买入”评级。
- **风险提示:**技术研发不及预期风险;与头部大厂停止合作的风险;下游需求不及风险。

盈利预测

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营收 (亿元) | 2.82 | 4.05 | 5.87 | 7.44 |
| 营收增速 (%) | 19.20 | 43.73 | 44.71 | 26.85 |
| 归母净利润 (亿元) | 0.51 | 0.90 | 1.49 | 2.23 |
| 归母净利润增速 (%) | 21.01 | 77.34 | 64.33 | 50.34 |
| EPS(元/股) | 0.59 | 1.04 | 1.71 | 2.57 |
| PE | 64 | 36 | 22 | 15 |

资料来源: Wind, 首创证券

目录

| | |
|---|-----------|
| 1 卓易信息：深耕固件与云服务，业务规模稳健增长 | 1 |
| 1.1 公司简介：业务体系充分掌控，股权结构稳定 | 1 |
| 1.2 主营业务：高弹性固件业务与稳健云服务共同发展 | 2 |
| 1.3 财务简析：营收稳健增长，费用拖累利润 | 8 |
| 2 投资要点：复苏与信创带来需求释放，并购整合加固生态位 | 9 |
| 2.1 AI 有望带动 PC 和服务器增长，下游复苏趋势初步显现 | 9 |
| 2.2 行业信创东风重塑市场边界，深度合作国产龙头有望抓住历史性机会 | 10 |
| 2.3 布局 IDE 完善产业链协同，做好信创生态补充者 | 14 |
| 3 盈利预测与投资建议 | 15 |
| 3.1 盈利预测..... | 15 |
| 3.2 投资建议及估值..... | 16 |
| 4 风险提示 | 18 |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1 卓易信息发展历程..... | 1 |
| 图 2 卓易信息股权结构（至 2023 年 9 月 30 日） | 1 |
| 图 3 计算机软硬件层级示意图 | 2 |
| 图 4 EFI BIOS 引导 PC 启动示意图 | 2 |
| 图 5 IPMI 与 BMC 示意图..... | 3 |
| 图 6 2019-2023H1 卓易信息固件业务营收情况 | 4 |
| 图 7 2018-2022 卓易信息固件业务毛利率与英特尔贡献收入占比的变化情况 | 5 |
| 图 8 卓瓴智慧楼宇运营管理平台 | 6 |
| 图 9 政企云服务示意图 | 6 |
| 图 10 2019-2023H1 卓易信息云服务营收情况 | 7 |
| 图 11 2020-2023H1 卓易信息云服务在手订单与当年营收（亿元） | 7 |
| 图 12 2019-2023Q3 卓易信息营业收入 | 8 |
| 图 13 2019-2023Q3 卓易信息净利润及净利率 | 8 |
| 图 14 2019-2023Q3 卓易信息销售费用、管理费用、研发费用情况 | 9 |
| 图 15 全球 PC 设备出货预测（不含平板） | 9 |
| 图 16 2022-2027 全球服务器市场规模预测（亿美元） | 10 |
| 图 17 BIOS 固件发展简要历程与四大 Intel 授权 IBV 市场份额演变示意图 | 10 |
| 图 18 固件行业商业模式示意图 | 11 |
| 图 19 中国服务器出货量（万台） | 12 |
| 图 20 2022 年中国服务器市场行业分布 | 13 |
| 图 21 2016-2019 年公司与华为的合作规模（万元） | 13 |
| 图 22 常见 IDE 举例 | 14 |
| 图 23 开发者、用户及平台的关系示意图 | 14 |
| 图 24 2022 年卓易信息及可比公司营收规模（单位：亿元） | 17 |
| 图 25 2022 年卓易信息及可比公司净利润规模（单位：亿元） | 17 |
| 图 26 2022 年卓易信息及可比公司毛利率情况 | 17 |
| 图 27 2022 年卓易信息及可比公司 EBITDA/营业总收入 | 17 |

| | |
|---------------------------|----|
| 图 28 中国软件 2022 年收入结构..... | 17 |
| 图 29 南威软件 2022 年收入结构..... | 17 |

表格目录

| | |
|--------------------------|----|
| 表 1 2023-2025 年盈利预测..... | 16 |
| 表 2 可比公司估值比较..... | 18 |

1 卓易信息：深耕固件与云服务，业务规模稳健增长

1.1 公司简介：业务体系充分掌控，股权结构稳定

江苏卓易信息科技股份有限公司成立于2008年，由谢乾与其父谢小球设立。2012年，卓易信息收购由谢乾在2005年参与筹建并担任副总经理的南京百教软件，形成了云服务+固件业务两大业务板块。公司在2016年获得英特尔投资入股，并在2019年成功登陆科创板。

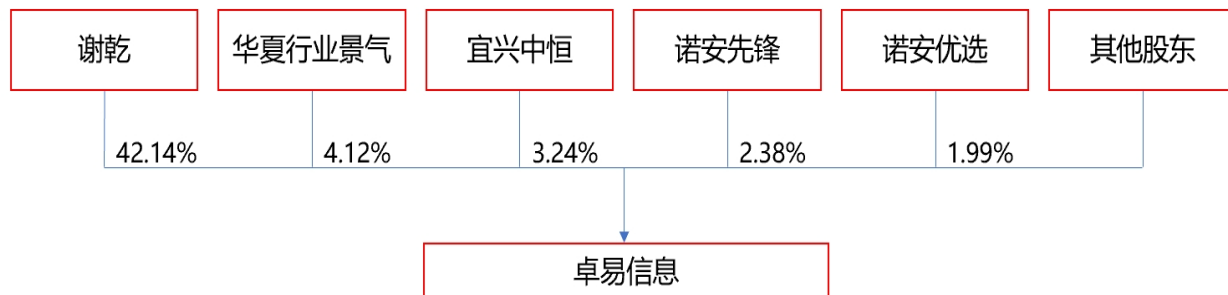
图1 卓易信息发展历程



资料来源：公司官网，首创证券

公司实际控制人为谢乾、王焯夫妇，股权结构稳定。公司实际控制人为谢乾、王焯夫妇，且保持较为集中的股权结构。至2023年9月30日，公司控股股东谢乾直接持有42.14%的股权，公司员工持股平台宜兴中恒持股3.24%，前五大股东合计持股比例约为53.87%。

图2 卓易信息股权结构（至2023年9月30日）



资料来源：公司公告，首创证券

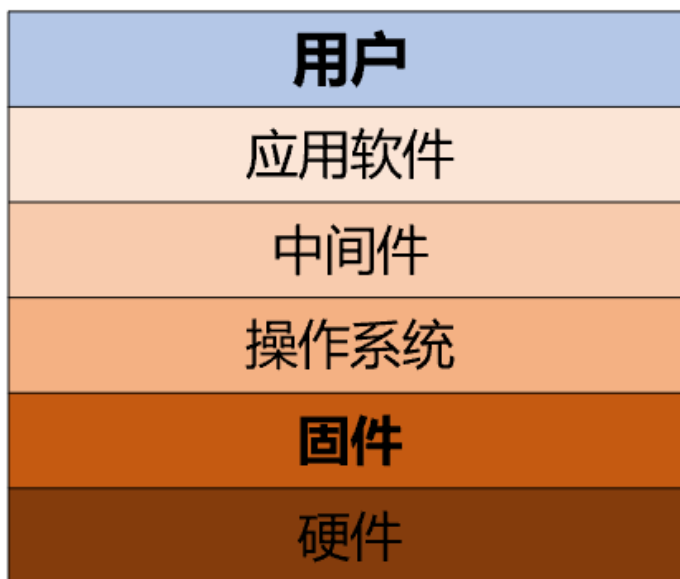
1.2 主营业务：高弹性固件业务与稳健云服务共同发展

公司主要经营云计算设备核心固件业务及云服务两大业务板块。

(1) 云计算设备核心固件业务：位于生态底层但边际利润率较高

公司的云计算设备核心固件业务主要根据设备厂商需要提供固件定制开发服务及固件产品销售，运营主体为全资子公司百教软件。计算机固件是一种用于嵌入式软件，是底层硬件与应用层软件之间的重要桥梁。固件主要用于实现计算机硬件启动、设备间通讯、基本输入输出等较为基础的功能。公司提供的固件主要包括 BIOS 固件和 BMC 固件两类。

图 3 计算机软硬件层级示意图



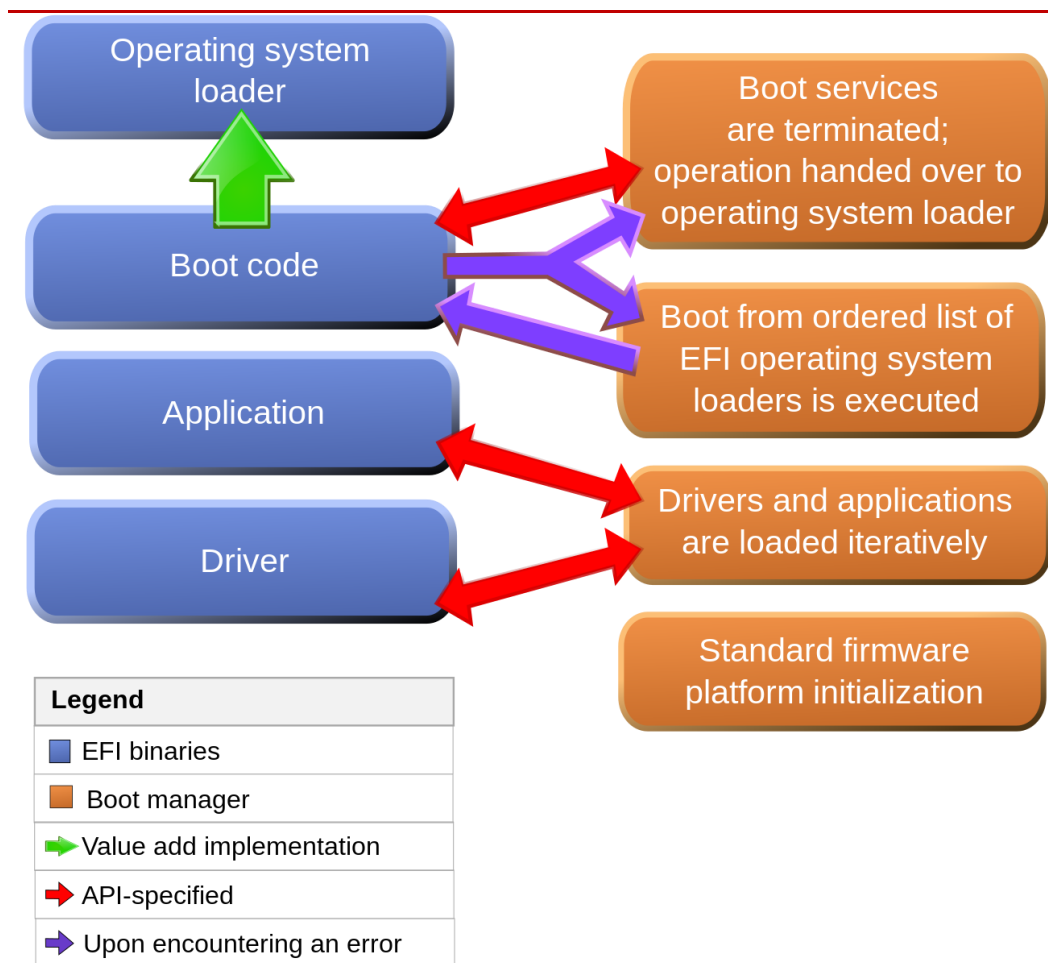
资料来源：TechTarget，首创证券

① BIOS 固件产品

BIOS (Basic Input Output System) 固件，是一组固化到计算设备主板上一个存储芯片中的系统程序，它对于计算机系统正常初始化、启动和操作系统引导起着不可或缺的作用，是实现计算机系统的安全性、可靠性等关键环节的关键环节。公司 BIOS 固件产品主要分为服务器 BIOS 固件、PC 端 BIOS 固件、IoT BIOS 固件。

目前主流的 BIOS 主要是基于可扩展固件接口 (EFI) 发展而来的统一可扩展固件接口 (UEFI)。UEFI 首先完成对硬件组件的初始化和测试，并从大容量存储设备 (如硬盘) 加载引导程序，经由引导程序加载操作系统，之后将控制权移交给操作系统并提供运行时服务接口配合操作系统实现硬件配置和电源管理等功能。

图 4 EFI BIOS 引导 PC 启动示意图



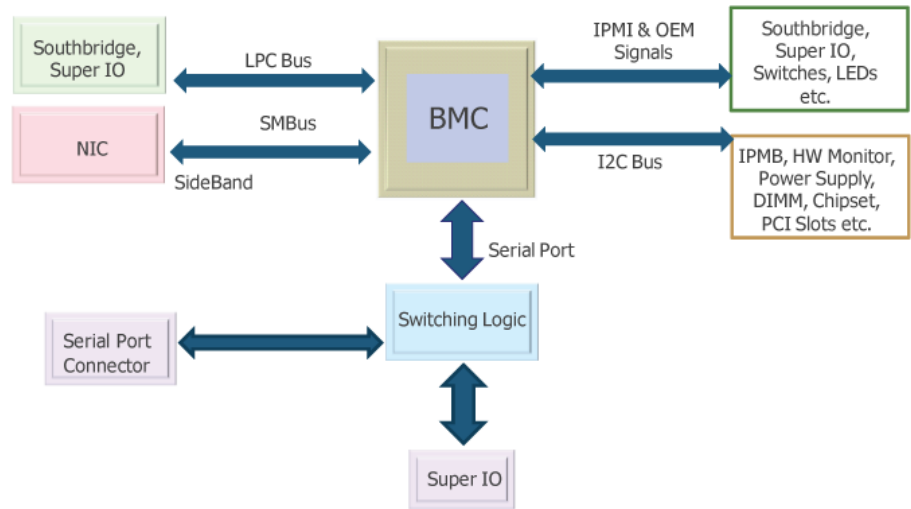
资料来源：维基百科，首创证券

② BMC 固件产品

BMC 属于广义上的固件类型，是英特尔主导发布的智能平台管理接口 (IPMI) 之主要组成部分，BMC 通常是一种内置图形和控制逻辑的基于 ARM 的 SoC，本文所指的 BMC 固件是写在 BMC 芯片中代码程序。BMC 是服务器的基本核心功能子系统，负责服务器的硬件状态管理、操作系统管理、健康状态管理、功耗管理等核心功能，可以实现对服务器的远程监控，几乎对整个服务器系统有完全的控制权，用户可以通过专用或共享网络连接远程访问 BMC，并通过 BMC 来进行服务器的远程管理、监控、安装、重启等操作，是服务器和云计算产业的核心共性技术。公司 BMC 固件产品主要分为国产服务器平台 BMC 固件、通用服务器平台 BMC 固件。

图 5 IPMI 与 BMC 示意图

IPMI Block Diagram

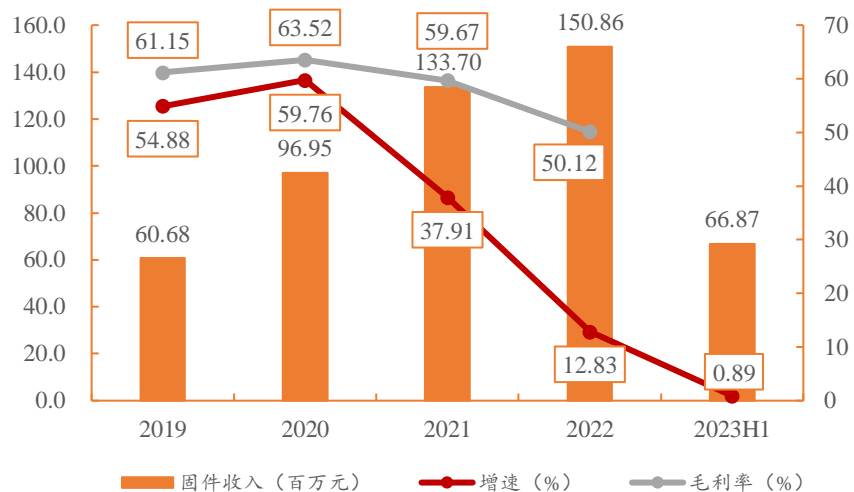


资料来源：维基百科，首创证券

几乎所有的计算机都配备有 BIOS / EFI 固件，现代数据中心中的每一台服务器及其他设备（包括交换机、电源设备等）都必备有 BMC。不难看出，计算机固件是保持 IT 系统稳定、维护数据中心运行的重要组件，其地位有点类似燃油车中的火花塞，对于多数用户来说不起眼但不可或缺。

固件业务收入持续走高，跟随信创周期。公司固件业务规模在 2019-2022 年间实现较大的规模提升，从 2019 年的 0.61 亿元增长至 2022 年的 1.51 亿元，2023 年上半年发生短期波动仅以 0.89% 的同比增速实现 0.67 亿元收入。公司固件业务毛利率整体处于较高水平，2019-2022 年毛利率均维持在 50% 以上。

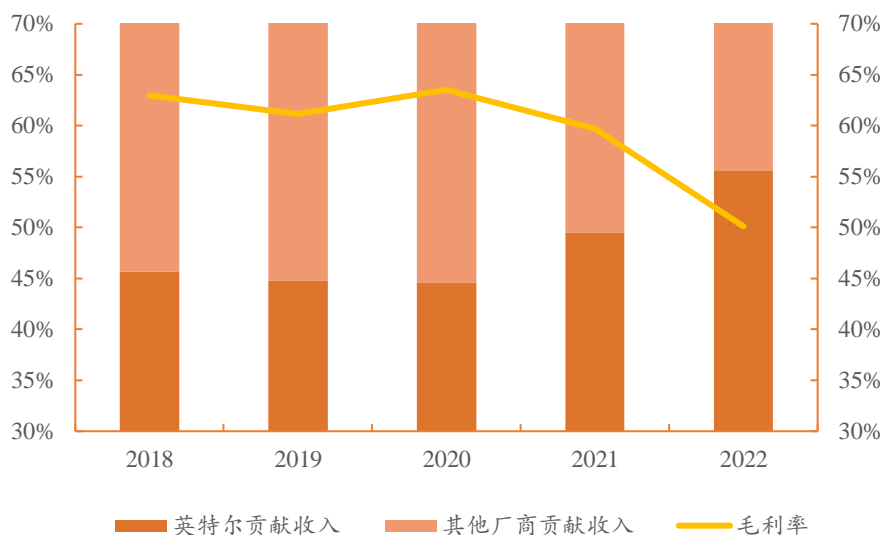
图 6 2019-2023H1 卓易信息固件业务营收情况



资料来源：wind，首创证券

通过分析公司固件业务前五大客户的情况，不难发现公司固件业务毛利率总体跟英特尔贡献收入占比负相关。导致这一情况的主因是，来自产业链上游英特尔的业务主要是毛利率相对较低的服务业务，而来自下游设备开发商业务毛利率较高。因此，如果后续信创需求进一步释放，公司固件业务毛利率有望获得提高。

图 7 2018-2022 卓易信息固件业务毛利率与英特尔贡献收入占比的变化情况



资料来源：招股说明书，公司年报，首创证券

(2) 云服务业务：受益于下游客户数字化程度

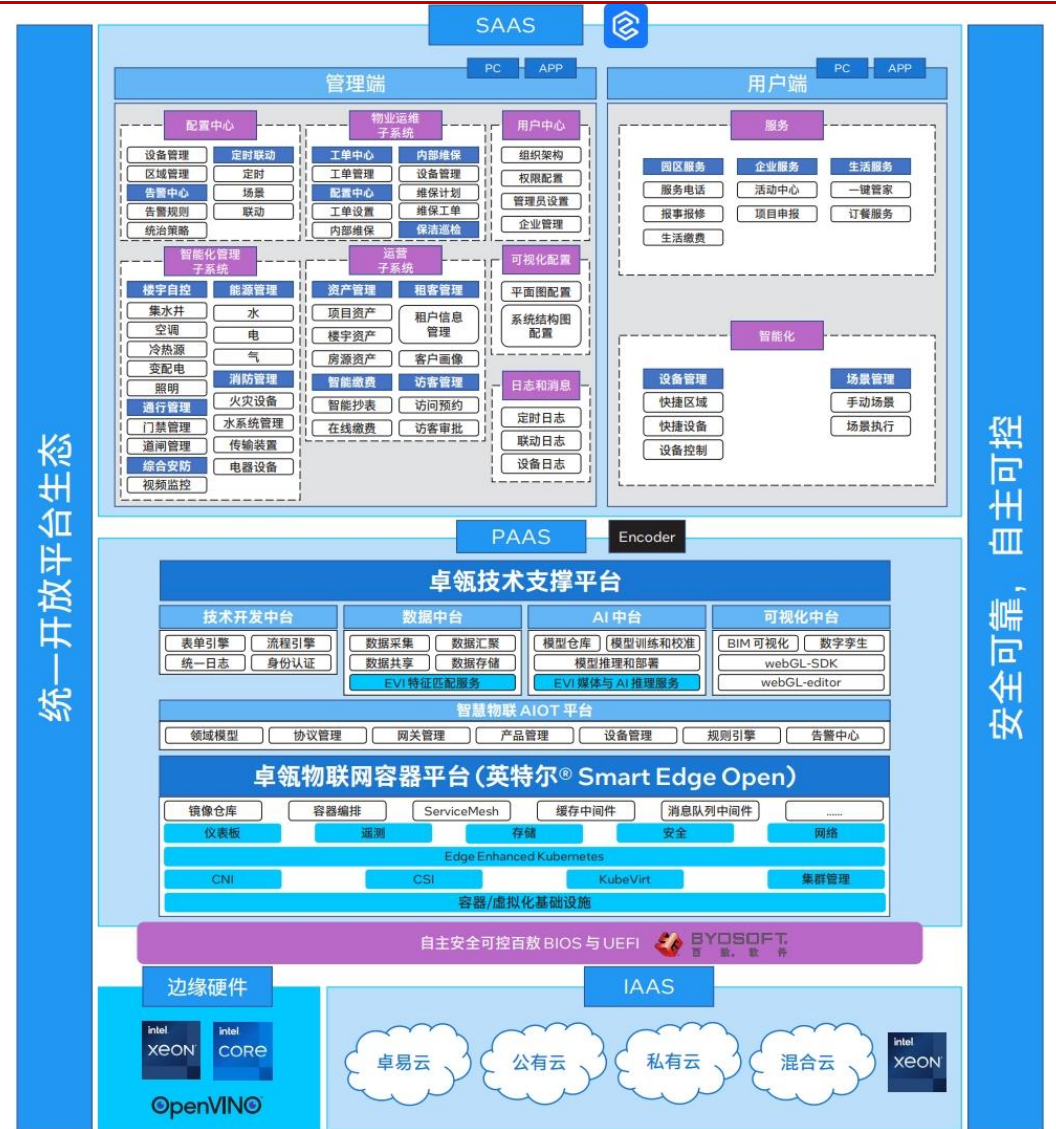
面向政企客户，自研平台提供端到端云服务。公司云服务业务主要面向政府、企业等客户，以自主研发的卓易云平台为基础，聚焦于政企云和物联网云服务，为客户提供定制化开发或标准化应用软件产品、软硬件整体解决方案，同时提供配套计算资源租赁、运维等服务。卓易云平台是公司开展云服务业务的核心技术，完整涵盖物联网层、IaaS 层、DaaS 层、PaaS 层和 SaaS 层，能够提供端到端云服务。

① 物联网云服务

公司的物联网云服务项目依托云平台架构开发的 SaaS 应用软件、PaaS 层提供的技术支撑、IaaS 层运算资源，结合多年环保、安防行业经验，以物联网发展为机遇，重点发展环保、安防领域，为客户提供软硬件整体解决方案、定制化软件开发及产品销售和计算资源租赁、运维服务。

卓易信息通过多年产品研发积累，从客户真实场景出发推出安防物联网云的升级产品“卓瓴”。卓瓴通过将物联网应用神经延伸至楼宇、写字楼宇、政府资产、商业综合体、社区、校园、长租公寓等各类业务场景，围绕“安防、运营、诊断、运维”的全周期理念，提供从设备管理、安全管控、能源监测、辅助运维四大板块的策略服务，从全生命周期的维度完善、优化，助力用户整体管理水平的提升。

图 8 卓瓴智慧楼宇运营管理平台



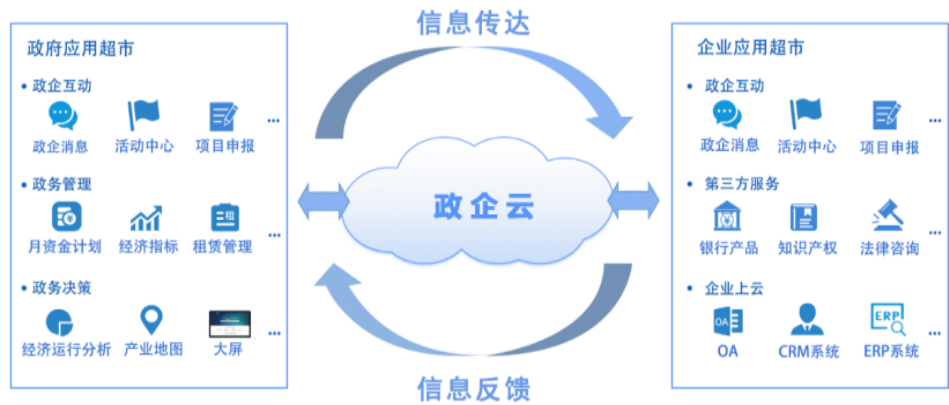
资料来源:《卓瓴智慧楼宇运营管理平台解决方案白皮书》, 首创证券

② 政企云服务

公司政企云服务基于自身云平台技术, 结合多年政企服务经验, 以国家“放管服”政策为契机, 重点发展政务、企业数据交互和管理领域, 快速实现政府、企业统一云平台建设, 实现政府企业资源互通共享, 提升政府、企业服务效率。目前主要聚焦于县、区、镇、园区等客户, 包括提供定制化软件开发、软件产品销售和计算资源租赁、运维。

公司云平台采用 PaaS+SaaS 的模式开发软件, 核心 PaaS 平台提供定制化软件研发平台和部署的中间件平台, 可以实现多场景的快速开发部署; 提供统一身份认证平台提供 SaaS 集成能力, 能够实现多场景 SaaS 应用之间的联系; 并兼容国产自主、可控生态的飞腾/龙芯/兆芯 CPU、及中标麒麟/银河麒麟操作系统, 在适配国产化方面具有一定优势。

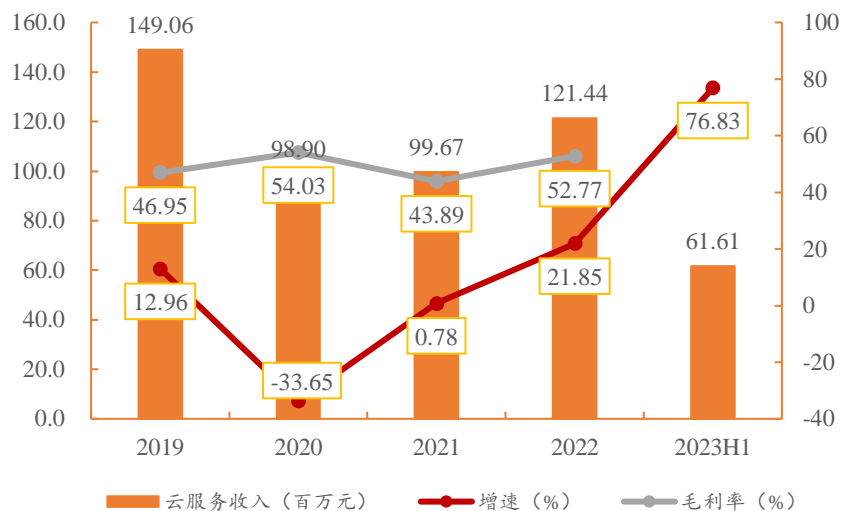
图 9 政企云服务示意图



资料来源：招股说明书，首创证券

云服务修复周期延续，后续有望持续贡献增长。公司云服务业务自 2020 年以来在规模上有所收缩，主要系新项目的招投标时间延期，存续项目交付、验收时间推迟，造成项目实施周期整体延长。2021-2022 年进入平稳修复阶段，分别实现云服务收入 1.00、1.21 亿元，2023 年上半年修复态势有所加强，实现收入 0.62 亿元，同比增加 76.83%。公司云服务毛利率相对稳定，2019-2022 年公司云服务业务毛利率分别约为 47%、54%、44%、53%。

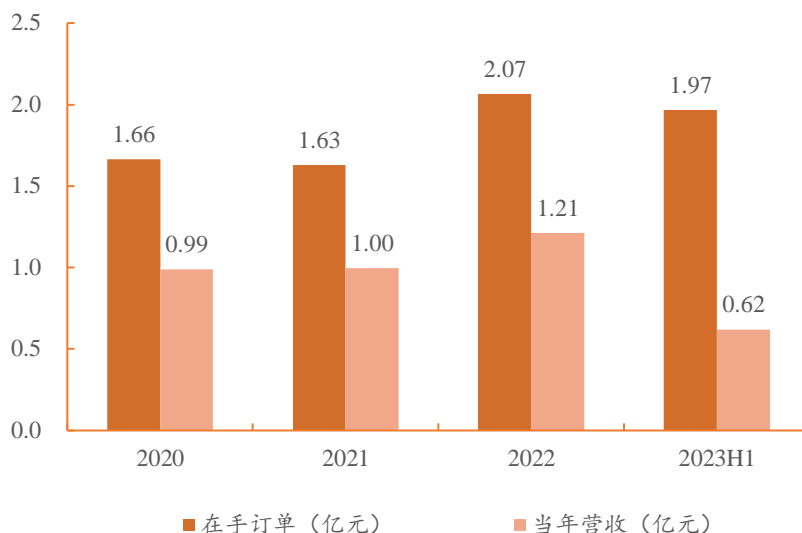
图 10 2019-2023H1 卓易信息云服务营收情况



资料来源：wind，首创证券

从增长动力上看，公司 2023 年上半年云服务收入增长的主要驱动力是 2020-2022 年间滞后的需求释放，及下游客户数字化需求增加。从公司 2023 年中报数据来看，公司尚未完成履约的云服务合同仍有约 1.97 亿元，2022 年年末时为 2.07 亿元，上半年的云服务收入的快速增长并未明显消耗公司在手订单数量，一定程度上印证了市场需求延续性，因此公司云服务收入有望在 2024-2025 年继续贡献增长。

图 11 2020-2023H1 卓易信息云服务在手订单与当年营收 (亿元)

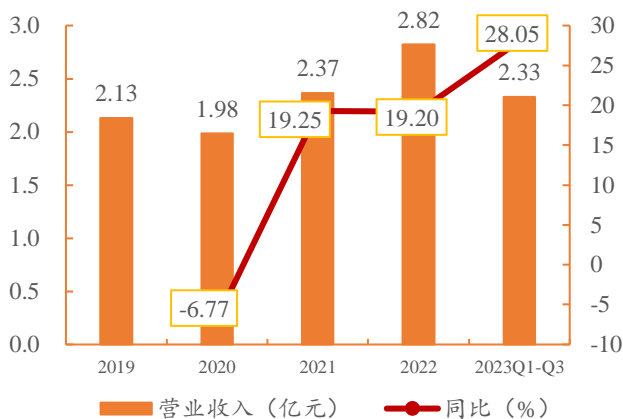


资料来源: Wind, 首创证券

1.3 财务简析: 营收稳健增长, 费用拖累利润

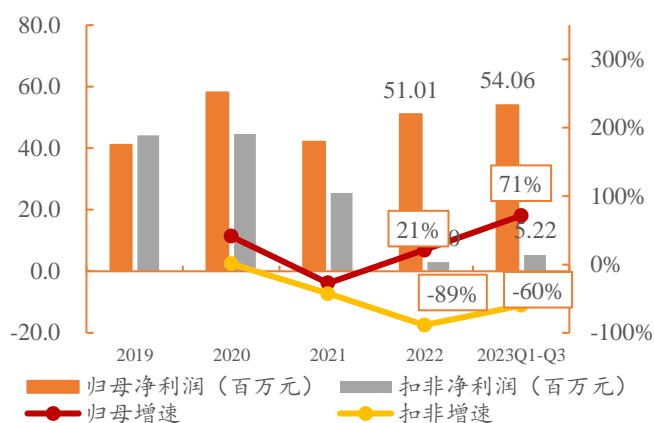
总体营收保持增长, 扣非净利润下降。卓易信息持续优化业务布局及产品结构, 主营业务稳定增长, 2022 年实现营收 2.82 亿元, 同比增长 19.20%; 2023 年前三季度营收 2.33 亿元, 同比增长 28.05%。2023 年前三季度公司扣非净利润 522 万元, 同比下降 60%, 下降的原因一方面是公司因并购艾普阳深圳发生相关咨询费用, 另一方面是由于员工股权激励计划比上年同期多确认约 1800 万元股份支付费用。

图 12 2019-2023Q3 卓易信息营业收入



资料来源: wind, 首创证券

图 13 2019-2023Q3 卓易信息净利润及净利率



资料来源: wind, 首创证券

费用率波动拖累业绩。公司为加强技术创新提升市场竞争力, 持续加大研发投入, 2019-2022 年研发费用率逐年上升, 分别为 14.60%、19.64%、22.53%、32.37%, 研发费用率的大幅上升拖累了公司近年的业绩表现。2023 年前三季度受公司控费及云服务业务规模修复影响, 公司研发费用率下降至 17.97%。公司近年管理费用率整体稳中有升, 2022 年管理费用率约为 13.84%, 但 2023

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/658042103011006040>