



2019年11月20日

科创板询价报告之卓易信息 (688258)

计算机

建议询价区间: [22.36, 29.06]元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	176	218	268	320
(+/-)	15.3%	24.1%	22.8%	19.7%
营业利润	56	68	84	102
(+/-)	48.4%	22.4%	22.9%	21.3%
归属母公	52	65	80	97
司净利润				
(+/-)	56.0%	26.3%	22.8%	21.2%
EPS (元)	0.79	0.75	0.92	1.12

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

● 卓易信息是中国大陆唯一、全球四家之一的 X86 架构 BIOS 独立供应商。公司专注于“自主、安全、可控”的云计算业务,拥有自主知识产权的云计算设备核心固件 (BIOS、BMC) 技术以及云平台技术,为云计算设备厂商、政企等客户提供 BIOS、BMC 固件开发以及云服务。

● 国内云计算行业前景广阔。在政府积极引导和企业战略布局等推动下,目前我国云计算产业保持了较好的发展态势,已成为提升信息化发展水平、打造数字经济新动能的重要支撑。根据中国信通院发布的《云计算白皮书 (2018 年)》显示,2016 年我国公有云平台建设市场规模达到 170.1 亿元,同比增长 66.0%,我国私有云平台建设市场规模达到 344.8 亿元,同比增长 25.1%;预计到 2021 年,我国公有云、私有云建设市场规模将达到 902.6 亿元、955.7 亿元,年复合增长率将分别达到 43.7%、23.0%。

● 公司深耕政企云以及物联网云应用领域。公司以安全为核心,针对客户的云计算建设及运营支撑需求,向政府和企业提供解决方案。目前国内云计算产业 IaaS 领域已形成一超多强格局,故公司进行错位发展,对市场份额仍然分散的政企云和物联网云应用及平台建设领域进行重点渗透。经过多年积累,公司搭建了具有自主知识产权的云平台架构——卓易云平台,成为了国内少数能够提供端到端云服务的公司。在政企云服务方面,公司可以在不影响政府原有数据的基础上,实现政府间各部门数据连通并实现政府与企业数据的连通。在物联网云服务方面,公司结合多年环保、安防经验,以物联网发展为机遇,为行业客户提供包括感知层的布设、数据采集,数据挖掘以及决策分析等端到端整体解决方案。

● 公司掌握 BIOS 固件核心技术。公司经过多年技术积累,目前拥有 180 项软件著作权及 5 项专利。其中,“百敖龙芯 2F 平台 UEFI BIOS 软件 V1.0”曾获“国家重点新产品”认证。同时公司是国内少数掌握 X86、ARM、MIPS 等多架构 BIOS 技术及 BMC 固件开发技术的厂商。公司作为国内少数能够为国产芯片龙芯 (MIPS 架构)、华为 (ARM 架构) 等提供 BIOS 固件技术服务的厂商,能够满足采用自主、可控国产芯片的云计算设备的 BIOS、BMC 固件配套需求。

● 公司估值及询价建议。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 2.18 亿元、2.68 亿元、3.20 亿元;预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.65 亿元、0.80 亿元、0.97 亿元。考虑到科创板目前关注度较高,市场交易频繁,且已上

分析师: 杨靖磊
执业证书编号: S1050518080001
联系人: 杨刚
电话: 021-54967705
邮箱: yanggang@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编: 200030
电话: (8621) 64339000
网址: <http://www.cfsc.com.cn>



市科创板企业估值长期维持较高水平。同时，公司作为战略新兴企业，在云计算领域拥有较高的技术壁垒和较强的竞争力，应该具备一定的估值优势。不过，未来随着云计算行业逐步趋于成熟，公司可能面临行业竞争加剧的风险。综合考虑以上因素，我们审慎地采用相对估值法与绝对估值法估值结果平均值作为公司的合理估值根据，即公司的合理估值中枢为 25.71 元/股，对应 2019 年 PE 为 34.29 倍，对应市值为 22.29 亿元（IPO 摊薄后），建议询价区间为[22.36， 29.06]元/股。

● **风险提示：**云计算行业景气度不及预期；下游需求不及预期；技术更新换代的风险；英特尔授权合作存在无法续签的风险；客户集中度较高的风险。



目录

一、国内唯一 X86 架构 BIOS 独立供应商	4
1. 公司简介	4
2. 云计算行业前景广阔	6
3. 主要客户	8
二、财务数据	9
三、股权结构及融资历程	9
四、对标公司分析及同类公司估值	11
五、公司估值及询价建议	12
六、风险提示	14



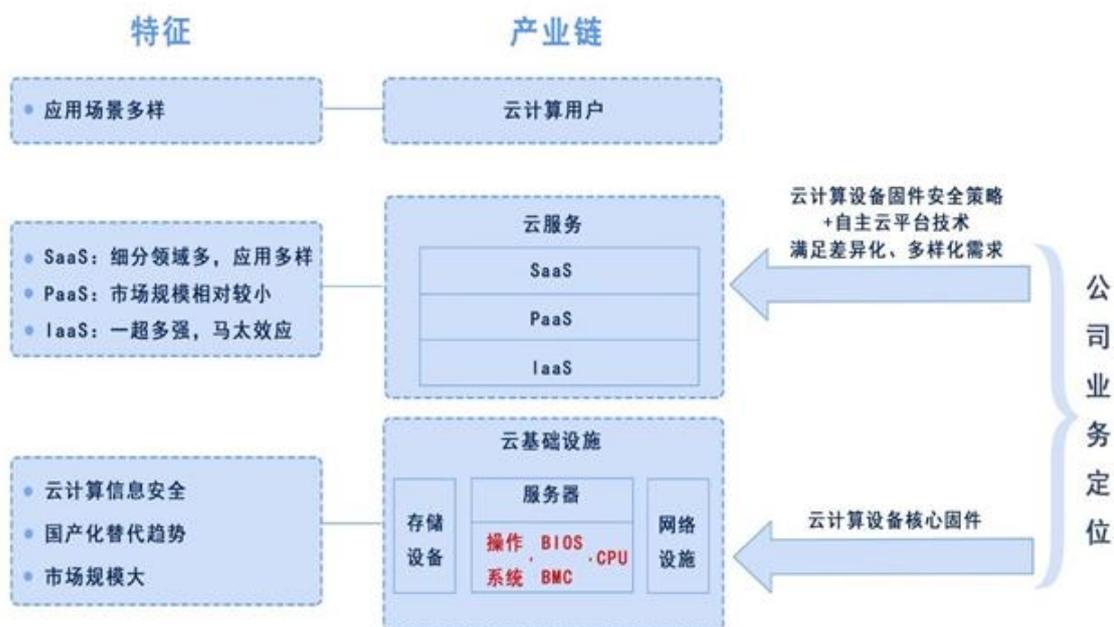
一、国内唯一 X86 架构 BIOS 独立供应商

1. 公司简介

公司是中国大陆唯一、全球四家之一的 X86 架构 BIOS 独立供应商。公司专注于“自主、安全、可控”的云计算业务，拥有自主知识产权的云计算设备核心固件（BIOS、BMC）技术以及云平台技术，为云计算设备厂商、政企等客户提供 BIOS、BMC 固件开发以及云服务。公司是国内少数掌握 X86、ARM、MIPS 等多架构 BIOS 技术及 BMC 固件开发技术的厂商，是中国大陆唯一、全球四家之一的 X86 架构 BIOS 独立供应商。同时作为国内少数能够为国产芯片龙芯（MIPS 架构）、华为（ARM 架构）等提供 BIOS 固件技术服务的厂商，能够满足采用自主、可控国产芯片的云计算设备的 BIOS、BMC 固件配套需求。

公司是国家重点软件企业、国家高新技术企业、“安全可靠工作委员会”会员单位。公司由一批海外归国人员和毕业于国内著名大学的研究人员在宜兴环科园内成立，专业从事于信息化整体解决方案技术研究，应用与实施的高新技术企业。目前，已成为全省范围内在信息化领域资质实力和团队技术力量最具竞争力的公司之一。公司已获得了国家双软，智能化设计/施工二级，系统集成三级，智能安防一级，CMMI3 级，ISO9001 等多项资质，取得了省高新技术，省规划布局内重点软件，省软件服务十百千亿重点培育，无锡 530A 类，123 计划企业等多项荣誉。公司拥有员工 200 多名，整个团队年纪较轻，结构合理；承担了 15 项国家省市科技项目，研发了 51 项软件产品。

图表 1：公司云业务发展模式



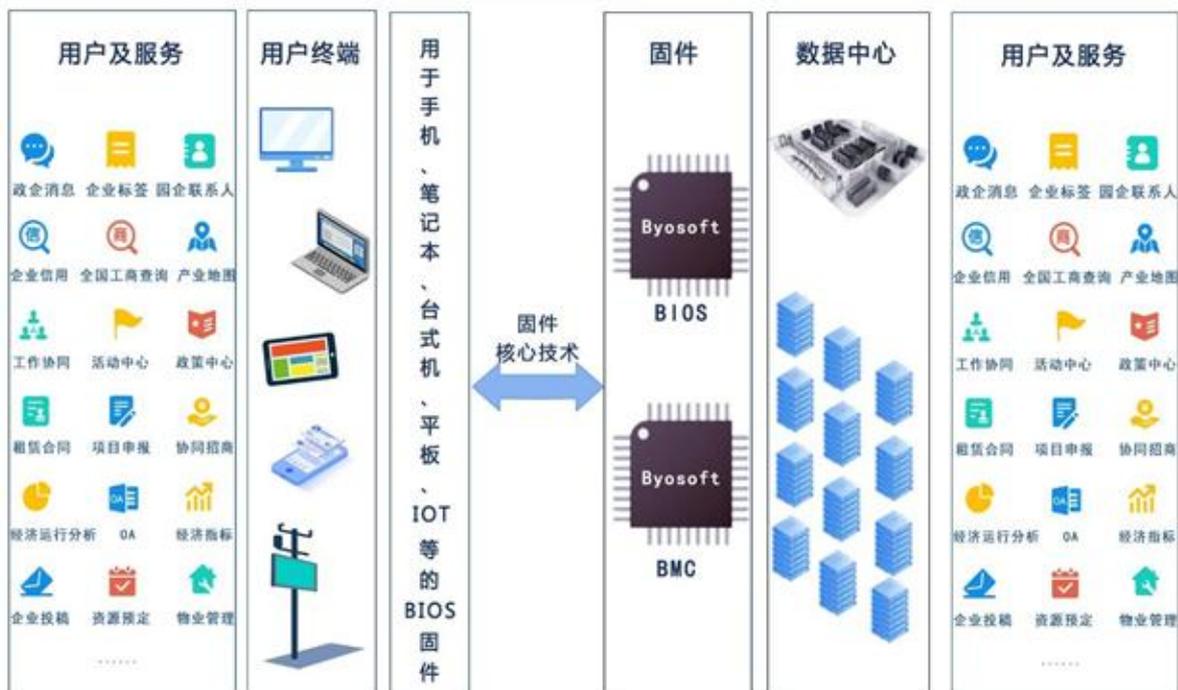
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



公司结合市场趋势，形成了云业务发展模式。公司根据自身技术及资源情况，结合云计算产业链市场格局及趋势，形成了拥有特色核心技术的云业务发展模式：一方面，公司将有限的资金投入上游国产云计算设备自主、可控亟需的关键环节 BIOS、BMC 核心固件的研发，逐步形成技术和业务壁垒，并分享国产化政策和市场的红利。另一方面，将资金投入云计算产业链下游应用环节，云计算应用越接近用户，标准化程度越低，应用需求越多样化，市场空间大。采用贴近客户的方式，以基于公司云计算设备底层安全技术，满足政府、企业客户更安全、多样化需求为策略切入市场，运用自主开发的卓易云平台内各模块，向政府和企业客户提供端到端的解决方案。

公司主营业务：公司专注于“自主、安全、可控”的云计算业务，主营业务包括云计算设备核心固件业务以及云服务业务。

图表 2：公司主营业务



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司专注政企云以及物联网云应用领域。公司以安全为核心，针对客户的云计算建设及运营支撑需求，向政府和企业提供解决方案。目前国内云计算产业 IaaS 领域已形成一超多强格局，故公司进行错位发展，对市场份额仍然分散的政企云和物联网云应用及平台建设领域进行重点渗透。经过多年积累，公司搭建了具有自主知识产权的云平台架构——卓易云平台，成为了国内少数能够提供端到端云服务的公司。在政企云服务方面，公司可以在不影响政府原有数据的基础上，实现政府间各部门数据连通并实现政府与企业数据的连通。在物联网云服务方面，公司结合多年环保、安防经验，以物联网发展为机遇，为行业客户提供包括感知层的布设、数据采集，数据挖掘以及决策分析等端到端整体解决方案。

公司坚持深耕云计算产业链，核心技术均来自于自主研发。公司以云计算设备核心固件技术研发为核心，坚持走自主研发的道路，持续满足国产云计算设备关键环节



自主、可控的需要。同时不断研发创新云平台技术，推进公司云服务业务的发展——发展从计算设备底层做起的安全技术，为客户提供安全化、多样化的云服务。

图表 3：公司主要核心技术

序号	技术名称	技术内容	技术来源	对应的知识产权	在业务中的应用情况
1	模块化计算机固件及其实现方法	提供一种占用内部存储空间低，有利于外围功能扩展，降低调试复杂度，提高开发效率的模块化计算机固件和其实现方法。	原始取得	ZL201110002054.8	作为向客户提供定制化BIOS固件的基础
2	一种键盘矩阵分析结构及方法	利用该键盘矩阵分析结构及分析方法，系统在扫描模式下按下一个按键就能获得该按键的位置信息，按下按键后系统进入分析模式，输出键盘行线、列线与空闲线的分布信息。整个分析过程时间短，效率高，操作简便。	原始取得	ZL201010548058.1	应用于公司BIOS产品开发中，用于提升公司BIOS产品对计算设备启动的快速检验能力
3	一种实现异构架构下系统监控的方法	在主板的硬件层设置监控芯片，所述监控芯片包括监控固件和监控操作系统。通过异构架构监控的方法，既能保留X86的便利，又能通过异构架构对X86进行有效的监控并实施管理。	原始取得	ZL201510471879.2	应用于可信计算下X86架构BIOS固件的开发
4	卓易云平台				
	用户及服务层	采用ServiceMesh微服务业务技术平台、EAP桌面端开发平台、EMP移动端开发平台、ETP小程序开发平台，通过可视化、组件化、业务模块微服务化的设计理念和统一开放平台及技术规范，提供快速构建系统、一次开发适用多种终端的业务系统、整合各条线业务系统的能力。	原始取得	卓易SaaS云平台软件 V1.0	应用于公司云服务产品门户、SAAS应用开发，提高开发效率，缩短开发周期。
	应用支撑层	采用Docker容器技术，Kubernetes，结合分布式存储技术，SDN软件网络，平台为开发者提供了跨语言，跨平台的应用发布能力，微服务管理的能力，提供了自动化持续集成，持续发布的服务。	原始取得	卓易PaaS云平台软件 V1.0	应用于公司云服务的开发与实施，提高了开发效率，帮助软件开发者实现了DevOps（开发运营）
	数据资源层	采用selenium、appium等自动化控制技术，并结合vps动态共享代理，并采用mongodb+spark的大数据处理方案，结合Tensorflow框架的人工智能技术，实现分布式数据爬虫及数据处理、基于统一规范的ETL数据处理、大数据交换接口服务的功能。	原始取得	卓易DaaS云平台软件 V1.0	应用于政务数据、互联网数据的汇聚、管理、分发，解决“数据孤岛”的问题
	基础设施层	采用分布式存储和交换、虚拟化、软件定义技术，通过资源控制平台、消息传递平台和用户平台，实现了IT基础架构的按需申请、快速部署和自动扩展。	原始取得	卓易IaaS云平台软件 V1.0	为客户提供全方位的、及时的、自助式的、弹性的IT基础架构服务

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司掌握 BIOS 固件核心技术。公司多年注重技术积累，立足于自身，具备良好的技术积累。经多年技术积累，公司目前有 180 项软件著作权及 5 项专利（其中 3 项为发明专利），前述专利及软件著作权均来源于公司自主研发。其中，“百敖龙芯 2F 平台 UEFI BIOS 软件 V1.0”曾获“国家重点新产品”认证。同时公司是国内少数掌握 X86、ARM、MIPS 等多架构 BIOS 技术及 BMC 固件开发技术的厂商。作为国内少数能够为国产芯片龙芯（MIPS 架构）、华为（ARM 架构）等提供 BIOS 固件技术服务的厂商，能够满足采用自主、可控国产芯片的云计算设备的 BIOS、BMC 固件配套需求。

2. 云计算行业前景广阔

云计算产业链：

云计算行业上游环节主要为设备核心固件，下游环节为云服务。

1) **云计算设备核心固件业务的上、下游：**云计算设备核心固件业务上游与 CPU 厂商合作，开发相关的 BIOS 固件；下游直接服务于云计算设备厂商其整机配套需要。

2) **云服务业务的上、下游：**云服务业务的上游主要包括各种云计算设备等云基础设施厂商；下游主要为各类型的政府、企业客户。

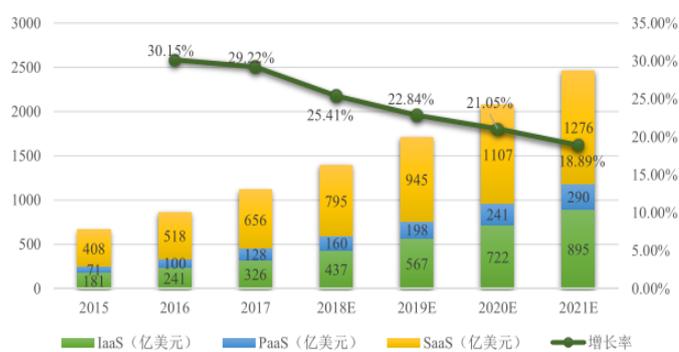
公司的云计算设备核心固件业务、云服务业务分别属于云计算产业链的上游环节、



下游环节。

全球云计算产业规模持续扩大。云计算已经成为全球信息产业界公认的发展重点，各国政府积极通过政策引导、资金投入等方式加快本国云计算的战略布局和产业发展，全球信息产业企业不断加快技术研发、企业转型以抢占云计算市场空间。根据中国信息通信研究院发布的《云计算白皮书（2018年）》显示，2017年全球以IaaS、PaaS、SaaS为代表的全球公有云服务市场规模达到1,110亿美元，同比增长29.22%。预计到2021年，全球云服务市场规模将达到2,461亿美元，年复合增长率达22%。

图表 4：2015-2021 年全球云计算市场规模及增速(亿美元)



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 5：2015-2021 年中国云计算市场规模及增速(亿元)



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

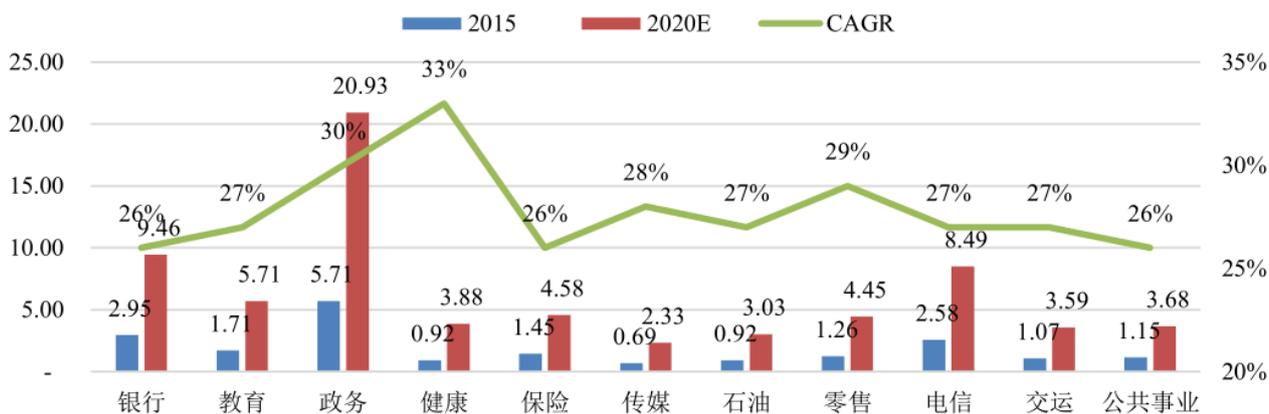
国内云计算应用市场前景广阔。在政府积极引导和企业战略布局等推动下，目前我国云计算产业保持了较好的发展态势，创新能力显著增强、服务能力大幅提升、应用范畴不断拓展，已成为提升信息化发展水平、打造数字经济新动能的重要支撑。根据中国信息通信研究院发布的《云计算白皮书（2018年）》显示，2016年我国公有云平台建设市场规模达到170.1亿元，同比增长66.0%，我国私有云平台建设市场规模达到344.8亿元，同比增长25.1%；到2021年，我国公有云、私有云建设市场规模将达到902.6亿元、955.7亿元，年复合增长率将分别达到43.7%、23.0%。

云服务应用领域情况：

据 IDC 数据显示，预计政务、教育、银行、电信等行业的云计算市场，未来 5 到 10 年仍将保持双位数增长。其中，在政策驱动下，中国政务云近年来实现高增长，政务云规模目前占据了我国私有云市场的 53%，是私有云增长最快的子行业。而随着 5G 和物联网技术的发展，大量 IoT 设备所产生的庞大数据量也将推动包括金融、教育、电信、公共事业、安全在内的传统行业采纳物联网云计算，提升数据采集、存储、分析的能力，以提升经营效率。



图表 6：2015 年及 2020 年国内各行业云市场规模（亿美元）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

3.主要客户

云计算等设备核心固件业务的主要客户群体是 CPU 厂商、计算设备厂商。因下游行业本身由大型企业占据主要市场份额，尤其是英特尔的 X86 架构 CPU 在服务器和客户端设备市场占据绝对份额，行业资源相对集中，因此，公司该业务的客户数量相对少，集中度较高。公司云计算设备核心固件业务前五大客户销售收入占比 86.38%，其中，来自第一大客户英特尔的收入占比为 45.66%。

图表 7：公司 2018 年云计算设备核心固件业务主要客户（万元）

单位：万元			
序号	客户名称	销售金额	占同类业务收入比重
1	英特尔集团	1,788.79	45.66%
2	北京宝利信通科技有限公司	670.32	17.11%
3	华为技术有限公司	514.70	13.14%
4	联想集团	210.63	5.38%
5	清华大学	200.00	5.10%
合计		3,384.44	86.38%

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司云服务业务适用面广，部分物联网云项目客户为与大型建设项目的总承包方。目前该业务的最终客户包括政府及事业单位、电信运营商和企业等。因下游行业应用场景相对分散，公司该业务的客户数量相对较多，集中度较低。公司云服务业务前五大客户销售收入占比 60.56%，其中，来自第一大客户浙江八达建设集团收入占比为 19.47%

图表 8：公司 2018 年云服务业务主要客户（万元）

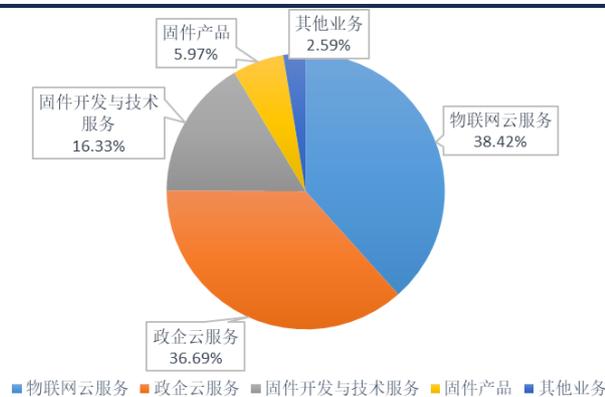
单位：万元			
序号	客户名称	销售金额	占同类业务收入比重
1	浙江八达建设集团有限公司	2,568.93	19.47%
2	宜兴市经济和信息化委员会	1,888.87	14.31%
3	无锡江南电缆有限公司	1,700.00	12.88%
4	上海建工一建集团有限公司	1,283.55	9.73%
5	宜兴市丁蜀镇人民政府	549.78	4.17%
合计		7,991.14	60.56%

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

二、财务数据

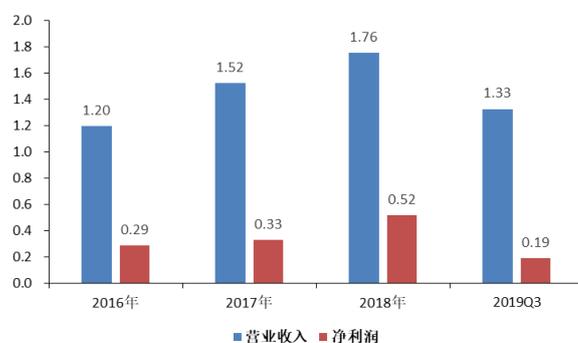
2016-2018 年期间，公司主营业务收入保持较快的增长速度，业务收入结构稳定。2018 年，公司实现营业收入 1.76 亿元，归母净利润 0.52 亿元。公司收入按产品划分，云计算核心固件业务实现收入 3918.04 万元，占 22.30%，云服务收入实现 13195.93 万元，占比 75.11%。云服务中，政企云服务业务实现收入 6445.57 万元，占总收入的 36.69%，物联网云服务业务实现收入 6750.36 万元，占总收入比 38.42%。2019 年前三季度，公司实现营收 1.33 亿元，同比增长 56.58%，归母净利润 0.19 亿元，同比减少 22.00%。

图表 9：公司 2018 年各主营业务营收占比（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 10：2016-2019Q3，公司营收情况（亿元）

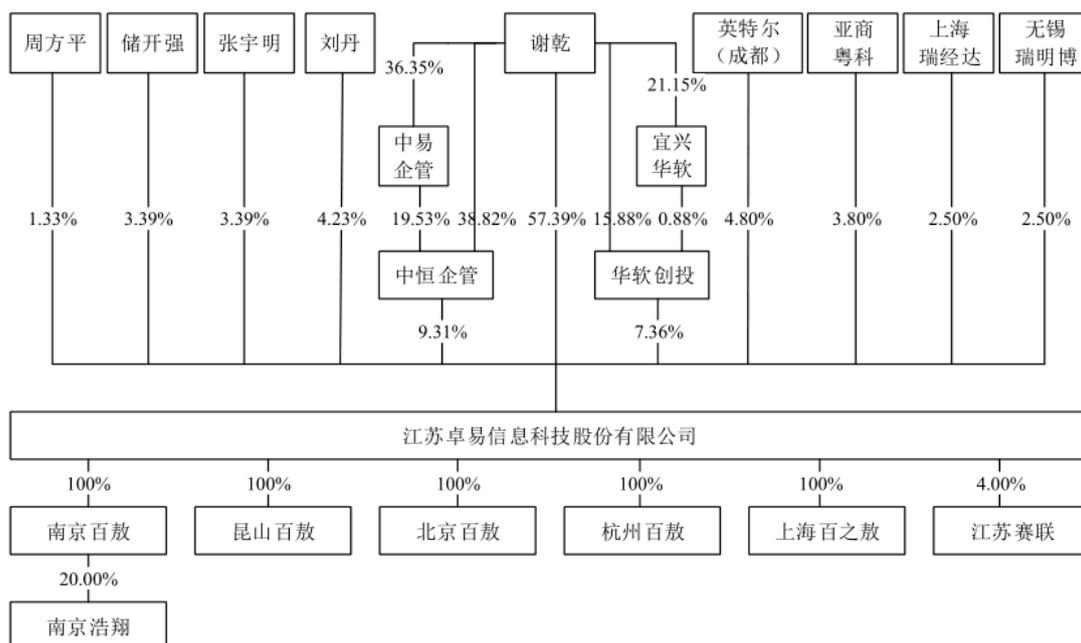


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

三、股权结构及融资历程

公司的控股股东为谢乾先生，实际控制人为谢乾、王焯夫妇。谢乾先生直接持有公司 57.39% 股份，间接持有公司 5.46% 的股份，合计持有公司 62.85% 的股份。王焯女士任公司董事、采购部经理，未通过直接或间接方式持有公司股份。除控股股东外，公司主要股东有中恒企管、华软创投、上海瑞经达及无锡瑞明博。

图表 11：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司融资历程如下图所示：

图表 12：公司成立以来历次股权变化情况

时间	股本变动明细	估值（亿元）
2008年5月12日	有限公司设立	
	自然人谢乾、谢小球出资500万设立有限责任公司	
2013年6月25日	有限公司整体变更	
	卓易有限整体变更为股份有限公司。	
2016年9月6日	有限公司股权转让	4.2
	谢乾将其所持公司的4.8%股权转让给英特尔产品（成都）有限公司。	
2016年9月8日	有限公司股权转让	
	谢乾将其所持公司的3.8%股权转让给佛山亚商粤科互联网投资中心（有限合伙），约定股权回购条款。	

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司本次公开发行股票不超过 2173.92 万股，占发行后总股本的比例不低于 25.00%。项目预计总投资额为 44185 万元，拟投入募集资金金额为 35000 万元。募投资金主要投资方向有两个：1) 国产 BIOS 固件和 BMC 固件产品系列开发项目；2) 基于大数据的卓易政企云服务产品系列建设项目。

图表 13：公司募集资金金额及投向（万元）

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	国产BIOS固件和BMC固件产品系列开发项目	22,685	15,000
2	基于大数据的卓易政企云服务产品系列建设项目	21,500	20,000
	合计	44,185	35,000

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

四、对标公司分析及同类公司估值

国内云计算产业尚处于起步阶段，市场上存在大量的云计算厂商。公司云服务在 A 股市场上同行业可比公司包括华宇软件、万达信息、银信科技和南威软件。公司云计算设备核心固件业务在国内证券市场并无可比上市公司，台湾企业 Insyde 在此业务上与公司可比。

台湾企业系微（Insyde）是提供软件工程咨询服务的全球性系统软件开发商，产品应用领域涵盖：笔记本电脑、台式电脑、伺服器系统和嵌入式系统，与电脑厂商包括超微、英特尔、微软、Nvidia 等公司合作。

图表 14：同行业可比公司主要情况

公司名称	公司简介	主要产品
万达信息	万达信息于1995年在上海成立，于2011年在创业板上市；部分从事互联网+政务服务	提供智慧城市系统建设、运维服务
南威软件	南威软件于2002年在泉州成立，于2014年在上海主板上市；部分从事互联网+政务服务	平安城市产品、互联网+政府服务
华宇软件	华宇软件于2001年在北京成立，于2011年在创业板上市；是国内法律科技市场的主要领导企业	数据中心IT基础设施运维服务、系统集成服务、IT运维管理相关产品研发与销售
银信科技	银信科技于2004年在北京成立，于2011年在创业板上市；部分从事互联网+政务服务	IT基础设施运维、智慧城市解决方案

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2018 年，公司云服务毛利率总体上高于其他可比公司的平均水平。公司研发费用率高于同行业上市公司，主要是公司计算设备核心固件业务作为基础软件，研发投入高周期长。云产品及服务快速增长，需要持续的研发和技术支持来保障业务的发展。公司管理费用和研发费用合计占营业收入的比例高于同行业上市公司，与公司重视技术研发、技术人员占比高的情况相符。

2018 年，公司的销售费用率低于同行业上市公司平均水平，造成销售费用率较低的原因为：1) 公司是国内唯一的 X86 架构 BIOS 独立厂商，以及少数具备其他架构 BIOS 开发能力的厂商，相关 BIOS 开发业务具有一定独占性，合作客户也主要是长期的硬件和计算设备厂商，因此较少需要投入销售费用。2) 公司云服务主要以本省区域为主，客户区域集中度相对较高，且有些长期合作的客户。销售半径较小，因此整体销售费用较低。未来随着公司业务的增长，以及业务半径的提升，公司销售费用将呈现增长趋势。

图表 15: 2017 年公司与可比公司主要财务比率比较情况 (%)

公司名称	毛利率	研发费用占营业收入比例	销售费用占营业收入比例	管理费用占营业收入比例
华宇软件	39.94%	9.06%	5.58%	19.53%
万达信息	38.27%	5.59%	4.48%	14.78%
银信科技	31.09%	3.95%	7.95%	8.85%
南威软件	32.72%	2.06%	5.07%	14.77%
平均值	35.51%	5.17%	5.77%	14.48%
卓易科技	42.09%	10.17%	2.59%	17.20%

资料来源: 公司招股说明书, 华鑫证券研发部

对标公司估值: 公司处于云计算行业, 同行业主要上市公司有华宇软件、万达信息、银信科技、南威软件。截止 2019 年 11 月 19 日, 公司同行业上市公司的平均 PE (TTM) 为 56.3 倍, 其中 A 股同行业上市公司平均 PE (TTM) 为 63.3 倍。

图表 16: 主要竞争对手及部分重要同行业公司估值 (截止 2019 年 11 月 19 日)

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300271.SZ	华宇软件	中国	23.85	193	0.65	0.75	0.95	36.62	31.8	25.2
300168.SZ	万达信息	中国	16.34	180	0.11	0.36	0.41	146.15	45.2	39.6
300231.SZ	银信科技	中国	7.87	35	0.29	0.00	0.00	27.22	-	-
603636.SH	南威软件	中国	10.89	57	0.25	0.43	0.59	43.25	25.5	18.4
6231.TWO	系微	中国台湾	61.70	5	2.18			28.31		
	平均值							56.3		

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

五、公司估值及询价建议

1. 假设条件及盈利预测

1) **物联网云服务产品:** 据前瞻产业研究院数据显示, 2014 年中国物联网行业市场规模首次突破 6000 亿元, 同比增长 22.6%。截止至 2017 年中国物联网行业市场规模增长突破万亿元。预测 2019 年中国物联网行业市场规模将超 1.5 万亿元, 达到 15700 亿元。物联网云计算的市场空间广阔。我们预测公司物联网云服务业务 2019-2021 年收入增速分别为 30%、28%和 25%。

2) **政企云服务产品:** 根据前瞻产业研究院数据显示, 国内电子政务市场规模逐年扩张, 2008-2017 年均复合增速高达 13.91%。2017 年, 我国电子政务市场规模达到 2722 亿元, 同比增长 16%, 由于公司在该领域具有较强竞争力, 因此我们给予其略高于行业的增速。我们预测公司政企云服务业务 2019-2021 年收入增速分别为 24%、20%和 18%。

3) **云计算设备核心固件产品:** 据 IDC 数据显示, 2018 年中国 X86 服务器出货量为 330 万台, 同增 26.1%, 市场景气度高于全球。IDC 预计到 2023 年, 在中国 X86 架

构服务器的出货量将超过 525 万台,未来 5 年整体市场年复合增长率(CAGR)为 9.7%。在国家“自主、安全、可控”的信息安全战略将推动市场发展。我们预测公司云计算设备核心固件业务 2019-2021 年收入增速分别为 16.8%、19.8%和 13.5%。

4) 公司销售费用、管理费用、研发费用等随着公司加大费用管控,费用率维持平稳。

5) 公司其他收入及利润、税率等其他影响因素保持稳定。

6) 公司本次发行股份数量为 2173.92 万股(不考虑超额配售选择权)。

基于以上假设,我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 2.18 亿元、2.68 亿元、3.20 亿元;预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.65 亿元、0.80 亿元、0.97 亿元。

2. 公司估值及询价建议

我们先用相对估值和绝对估值两种方法来分别计算公司的合理估值水平。

(1) 相对估值 (PE)

根据卓易信息所处行业的发展状况,公司的发展阶段及盈利水平,我们首先采取 PE 相对估值法对公司进行估值。鉴于科创板的特点及定位,我们预计公司上市之初具有充沛的流动性,因此我们选取公司同行业上市公司:华宇软件、万达信息、南威软件等公司。目前,可比上市公司股价对应 2019 年 PE 平均值为 34.18 倍,卓易信息的合理估值为 25.64 元/股(IPO 摊薄后)。

图表 17: 可比公司估值(截止 2019 年 11 月 19 日)

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300271.SZ	华宇软件	中国	23.85	193	0.65	0.75	0.95	36.62	31.82	25.16
300168.SZ	万达信息	中国	16.34	180	0.11	0.36	0.41	146.15	45.23	39.60
603636.SH	南威软件	中国	10.89	57	0.25	0.43	0.59	43.25	25.49	18.40
平均值									34.18	

注:货币单位除了总市值以外,其他为原始货币单位。可比公司 2019-2020 年 EPS 来源于 Wind 一致预期。

资料来源:Wind,公司招股说明书

(2) 现金流折现法 (DCF)

我们采用现金流折现法(DCF)测算公司的合理估值。在 DCF 模型中,核心假设如下:假设公司 Beta 系数为 1.12、目标权益比为 100%,无风险利率为 3.11%,WACC(加权平均资本成本)为 9%,永续增长率为 3%。

图表 18: DCF 估值核心假设

假设	数值
无风险利率	3.11%
Beta (考虑杠杆)	1.12
WACC	9%
股权比例	100%
永续增长率	3%
每股价值	25.77

资料来源: 公司招股说明书, 华鑫证券研发部

我们采用现金流折现法得到的公司合理估值为 25.77 元/股。对应 2019 年 PE 为 34.39 倍。

考虑到科创板目前关注度较高, 市场交易频繁, 且已上市科创板企业估值长期维持较高水平。同时, 公司作为战略新兴企业, 在云计算领域拥有较高的技术壁垒和较强的竞争力, 应该具备一定的估值优势。不过, 未来随着云计算行业逐步趋于成熟, 公司可能面临行业竞争加剧的风险。综合考虑以上因素, 我们审慎地采用相对估值法与绝对估值法估值结果平均值作为公司的合理估值根据, 即公司的合理估值中枢为 25.71 元/股, 对应 2019 年 PE 为 34.29 倍, 对应市值为 22.29 亿元 (IPO 摊薄后), 建议询价区间为 [22.36, 29.06] 元/股。

六、风险提示

风险主要包括: 云计算行业景气度不及预期; 下游需求不及预期; 技术更新换代的风险; 英特尔授权合作存在无法续签的风险; 客户集中度较高的风险。



图表 19：公司盈利预测

资产负债表					利润表(百万元)				
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	176	218	268	320
货币资金	57	346	397	467	营业成本	89	113	142	172
应收款	144	170	193	218	营业税金及附加	2	2	2	2
存货	16	19	20	19	销售费用	3	4	5	6
其他流动资产	32	32	32	32	管理费用	12	15	18	20
流动资产合计	256	542	617	711	财务费用	-1	-5	-10	-11
非流动资产：					费用合计	14	14	14	15
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	5	6	7	9
固定资产+在建工程	58	55	55	51	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	2	5	6	8	投资收益	1	1	1	1
其他非流动资产	14	14	14	14	营业利润	56	68	84	102
非流动资产合计	103	102	104	100	加：营业外收入	0	0	0	0
资产总计	358	645	721	812	减：营业外支出	0	0	0	0
流动负债：					利润总额	56	69	84	102
短期借款	30	0	0	0	所得税费用	4	3	4	5
应付账款、票据	10	14	24	33	净利润	52	65	80	97
其他流动负债	16	16	16	16	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	56	30	40	49	归母净利润	52	65	80	97
非流动负债：									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	9	9	9	9					
非流动负债合计	9	9	9	9					
负债合计	64	39	48	58					
所有者权益									
股本	65	87	87	87					
资本公积金	61	328	328	328					
未分配利润	152	201	260	331					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	294	638	705	786					
负债和所有者权益	358	676	753	844					
现金流量表									
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E					
净利润	52	65	80	97					
折旧与摊销	9	11	13	14					
财务费用	1	-5	-10	-11					
存货的减少	-7	-3	-1	1					
营运资本变化	-34	-22	-14	-15					
其他非现金部分	4	0	0	0					
经营活动现金净流量	26	47	68	85					
投资活动现金净流量	-22	-10	-14	-10					
筹资活动现金净流量	8	253	-4	-5					
现金流量净额	12	289	50	70					

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	15.3%	24.1%	22.8%	19.7%
营业利润增长率	48.4%	22.4%	22.9%	21.3%
归母净利润增长率	56.0%	26.3%	22.8%	21.2%
总资产增长率	19.5%	79.8%	11.9%	12.6%
盈利能力				
毛利率	49.2%	48.2%	47.0%	46.4%
营业利润率	31.8%	31.4%	31.4%	31.9%
三项费用/营收	8.0%	6.5%	5.0%	4.6%
EBIT/销售收入	31.3%	31.6%	31.5%	31.9%
净利润率	29.4%	29.9%	29.9%	30.3%
ROE	17.5%	10.2%	11.4%	12.3%
营运能力				
总资产周转率	49.0%	33.8%	37.1%	39.5%
资产结构				
资产负债率	17.9%	6.0%	6.7%	7.1%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	0.50	0.71	0.85	0.88
每股数据(元/股)				
每股收益	0.79	0.75	0.92	1.12
每股净资产	4.51	7.33	8.11	9.04

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016年4月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>