

卓朗科技 (600225)

背靠天津国资委，算力、信创、工业软件三花聚顶

买入 (首次)

2023年07月28日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

研究助理 王世杰

执业证书: S0600121070042

wangshijie@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	906	1,798	3,226	5,153
同比	11%	99%	79%	60%
归属母公司净利润 (百万元)	401	204	384	660
同比	-48%	-49%	88%	72%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.12	0.06	0.11	0.19
P/E (现价&最新股本摊薄)	50.85	99.76	53.08	30.90

关键词: #进口替代 #第二曲线

投资要点

- **背靠天津国资委，业务转型聚焦三大数字化业务:** 2022年，公司将地产及相关资产剥离后，主营业务聚焦于软件开发及云服务业务、系统集成解决方案、互联网数据中心建设与托管服务三大类。天津国资委是公司实控人，公司是天津市国资系统唯一具备数字化能力的企业。2022年，公司实现营收9.06亿元，同比增长11%；归母净利润4.01亿元。聚焦数字化业务后，增长动力十足。2023年7月，公司拟募集34.36亿元用于算力、信创、工业软件三大业务。
- **算力：公共算力建设者，与英伟达未来合作可期:** 公共算力是未来中国算力发展的重要方向之一，作为天津国资委实控企业，公司目前已经拥有4个数据中心，共计4,567个机柜，公司拟定增新建约5000个机柜，有望为公共算力建设做贡献。2023年7月11日，英伟达NVIDIA Jetson中国区产品解决方案团队到访卓朗科技，双方将围绕NVIDIA Jetson的技术优势，在智能制造、智慧城市等领域展开业务探讨。
- **工业软件：布局生产制造类工业软件，京津冀工业软件基地推进者:** 公司拥有卓朗天工”系列工业软件，主要包括工业互联网平台、MES、WMS、APS、数采平台等。公司工业软件产品已经深入新能源、电子装配、汽车行业等八大行业，已经获得行业头部客户认可。生产制造类工业软件已经具备高端市场替代逻辑，随着应用场景打开，国产化率有望加快提升。中国MES市场规模与中国制造业规模全球占比不匹配，未来市场空间广阔。
- **信创：布局云桌面，国资云业务可期:** 公司主要布局信创云桌面和国资云。公司“卓朗昆仑云”系列云产品包括云桌面、私有云和超融合三大产品。天津国资系统信创适配中心建设在卓朗科技园内，该适配中心主要承担产品选型、方案设计以及验收等工作。我们预计卓朗科技有望成为天津市国资云建设和运营方。截至2022年，行业信创PC存量约6000万台，对标海外，云桌面的渗透率还有很大提升空间。我们预计2025年国资云拥有千亿市场空间。
- **盈利预测与投资评级:** 卓朗科技背靠天津国资委，天津市国资系统唯一具备数字化能力的企业。公司算力、信创和工业软件三大业务齐发力，后续有望跟英伟达在算力方面达成合作，云桌面产品将受益于信创加速推进，工业软件已经获得行业头部大客户认可。基于此，我们预计2023-2025年归母净利润分别为2.04/3.84/6.60亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进不及预期；技术研发不及预期；中美摩擦升级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.98
一年最低/最高价	2.88/8.10
市净率(倍)	9.30
流通 A 股市值(百万元)	20,384.78
总市值(百万元)	20,400.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	0.64
资产负债率(% ,LF)	65.01
总股本(百万股)	3,411.39
流通 A 股(百万股)	3,408.83

相关研究

内容目录

1. 背靠天津国资委，转型数字化领军者	4
1.1. 天津国资委唯一信息化国企，布局数字经济多环节	4
1.2. 业务整合完毕，聚焦数字化业务	5
1.3. 定增布局信创、工业软件和算力三大方向	7
2. 天津算力领主，与英伟达未来合作可期	7
2.1. 数据中心持续扩建，英伟达合作前景光明	8
2.2. AI 推动算力需求，公共算力建设是未来重要方向	8
3. 布局生产制造类工业软件，推进京津冀工业软件研发产业基地建设	9
3.1. 产品覆盖生产制造多环节，已经获得头部客户认可	9
3.2. 生产制造类工业软件有望率先受益于国产化	11
4. 信创布局云桌面，国资云业务可期	12
4.1. 布局云桌面和国资云两大信创业务	12
4.2. 信创空间广阔，国资云是千亿级市场	13
5. 盈利预测与投资评级	14
6. 风险提示	15

图表目录

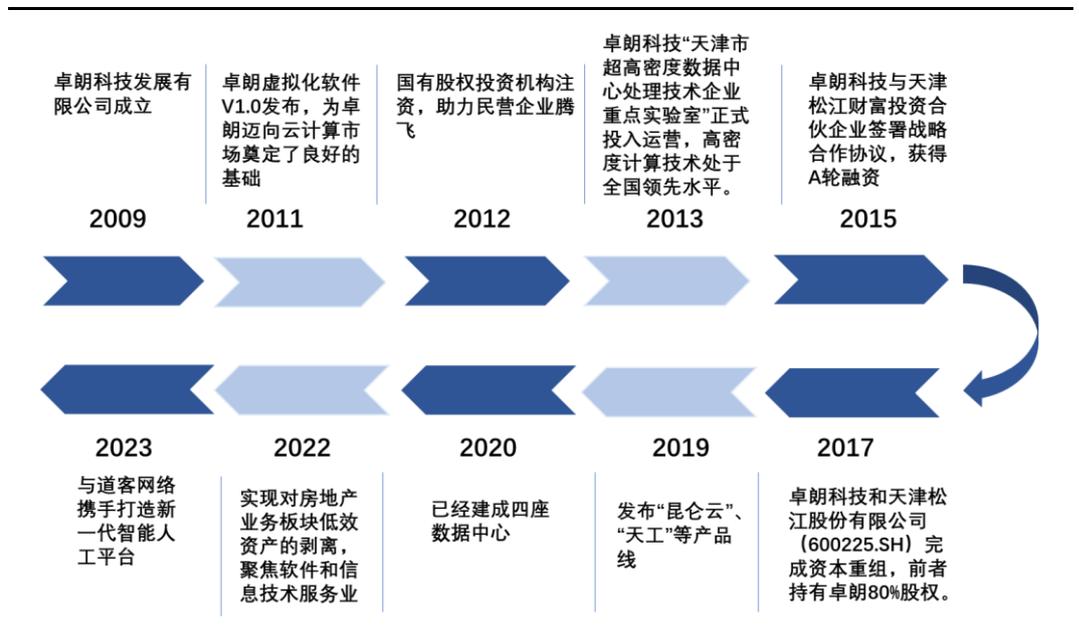
图 1: 卓朗科技发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 7 月 25 日)	4
图 3: 公司主要业务.....	5
图 4: 2018-2023Q1 年营业收入与同比增速 (亿元)	5
图 5: 2018-2023Q1 年归母净利润与同比增速 (亿元)	5
图 6: 2018-2022 各业务营业收入占比	6
图 7: 2018-2023Q1 年公司费用率	6
图 8: 2018-2022 年公司总毛利率	7
图 9: 2018-2022 分业务毛利率	7
图 10: 公司拟定增资金用途.....	7
图 11: “卓朗天工”系列工业软件主要产品	10
图 12: “卓朗天工”系列工业软件主要应用行业	10
图 13: 全球 MES 行业市场规模及增速	11
图 14: 我国 MES 行业市场规模及增速	11
图 15: 卓朗昆仑云生态合作伙伴.....	12
图 16: 国内信创产业远期空间测算(单位: 万台).....	13
图 17: 2017-2021 年中国私有云市场规模及增速	13
图 18: 2020 年中国私有云市场应用结构占比情况.....	13
表 1: 国产大模型带动算力需求测算 (短期为 2023 年, 长期为 2027 年)	9
表 2: 营收预测 (亿元)	14
表 3: 可比公司估值 (2023/7/28)	15

1. 背靠天津国资委，转型数字化领军者

1.1. 天津国资委唯一信息化国企，布局数字经济多环节

业务剥离，定位天津市国资委旗下唯一具备信息化能力的国企。公司原名“天津松江股份有限公司”，之前主要业务包括房地产业务和信息技术业务。2022年，公司将经营效益不好的房地产业务完全剥离出去，大力发展信息技术业务，并于2022年9月将“天津松江股份有限公司”变更为“天津卓朗信息科技股份有限公司”。公司资产剥离后，主营业务聚焦于为软件开发及云服务业务、系统集成解决方案、互联网数据中心建设与托管服务三大类。

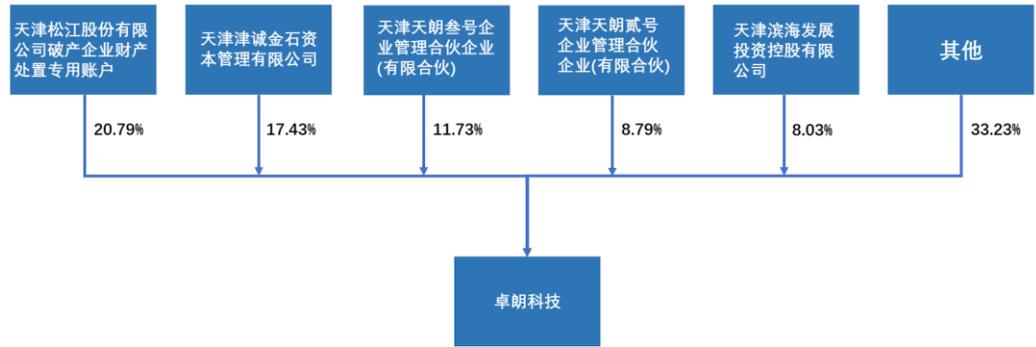
图1：卓朗科技发展历程



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

天津国资委为实控人。截至2023年7月25日，公司第一大股东为天津松江股份有限公司破产企业财产处置专用账户，持有公司20.79%股权，实际控制人为天津市国资委。天津松江股份有限公司破产企业财产处置专用账户仅为协助重整计划执行所用的临时账户，股票登记在公司重整管理人证券账户期间，将不行使标的股份所对应的公司股东的权利，包括但不限于表决权、利益分配请求权等。

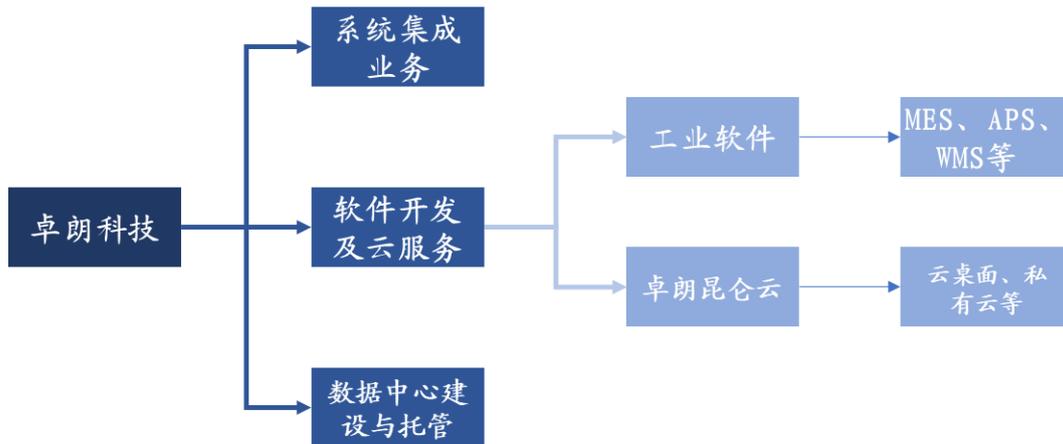
图2：公司股权结构（截至2023年7月25日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

布局软件开发及云服务业务、系统集成解决方案、互联网数据中心建设与托管服务三大业务。软件开发及云服务业务主要提供容器云、私有云、超融合和云桌面等云产品，以及 APS、MES 等“卓朗天工”工业软件。信息系统集成业务主要为政府、公共事业、制造业等重点行业客户提供定制化系统集成解决方案服务。互联网数据中心建设与托管服务业务包括数据中心规划、设计、项目管理、交付、运维等服务。

图3：公司主要业务



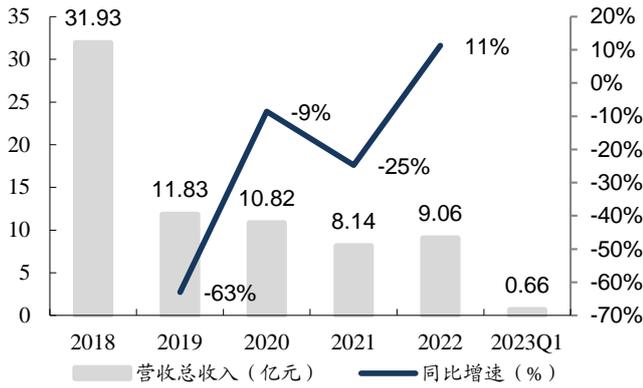
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 业务整合完毕，聚焦数字化业务

原地产业务收缩导致营收减少，剥离后聚焦信息服务业务。2022 年，公司实现营收 9.06 亿元，同比增长 11%；归母净利润 4.01 亿元。2022 年 3 月 9 日，法院裁定确认公司重整计划已执行完毕。通过破产重整，公司剥离了低效的房地产资产、相关企业和业务，随着亏损严重的二级公司天津松江智慧城市运营管理有限公司在 2022 年 12 月进入破产清算程序，公司实现了非主业不良资产的剥离及主业向“软件和信息技术服务业务”的战略转型。随着低效地产业务破产清算，公司有望进一步提升盈利能力。

图4：2018-2023Q1 年营业收入与同比增速（亿元）

图5：2018-2023Q1 年归母净利润与同比增速（亿元）



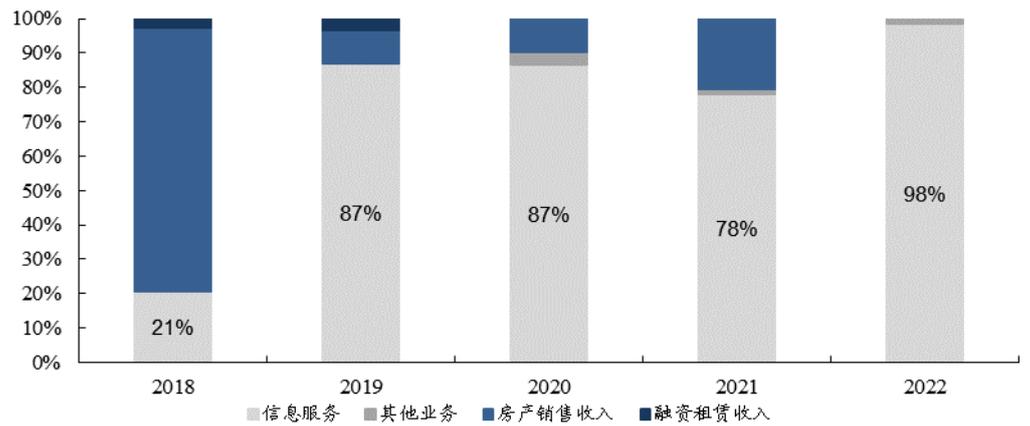
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

信息服务业务营收占比 98%。2022 年, 公司软件和信息技术服务业务合计实现营业收入 8.91 亿元, 同比增长 40%。

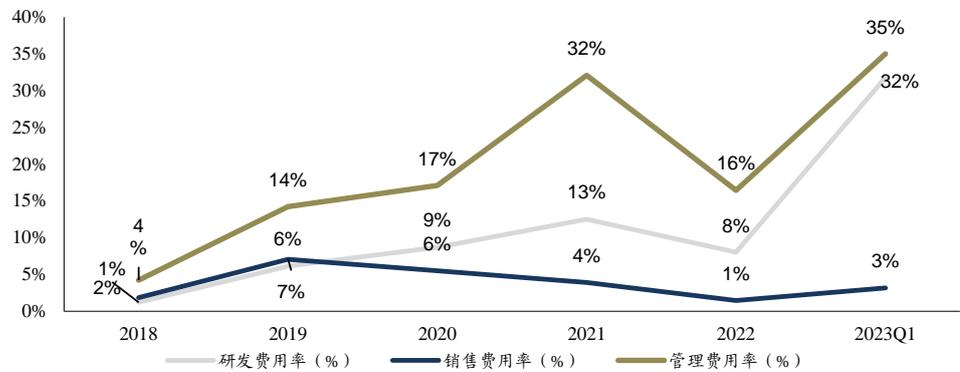
图6: 2018-2022 各业务营业收入占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021 年以来公司组织结构变动较大, 费用率波动较大。

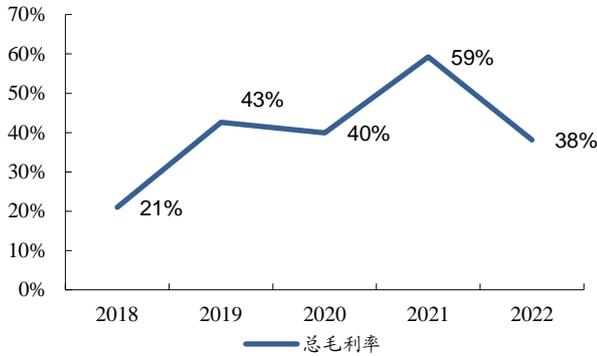
图7: 2018-2023Q1 年公司费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

除去年资产剥离之外，公司毛利率稳中有升。公司信息服务业务毛利率较高，随着公司转型为信息服务技术公司，公司毛利率有望逐步提升。

图8: 2018-2022 年公司总毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2018-2022 分业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 定增布局信创、工业软件和算力三大方向

2023 年 7 月，公司发布公告，拟募集 34.36 亿元用于三大主业进一步开展。

信创方面，卓朗拟建设数字化信创云平台项目，以国产化的 CPU、操作系统为底座，自主研发信创云平台及配套工具，兼顾客户“上云”及安全需求，为客户数字化转型提供国产支撑底座，助力全面践行信创战略。

算力方面，公司拟新建青海和卓朗科技园二期两大算力中心。

工业软件方面，通过“卓朗天工智能制造研发中心建设项目”的实施，公司可进一步完善工业软件业务所需的研发、实验室环境建设。

图10: 公司拟定增资金用途

单位: 万元

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额
1	卓朗科技园二期互联网数据中心建设项目	40,638.73	39,505.40
2	青海互联网数据中心建设项目	93,455.00	93,455.00
3	卓朗数字化转型服务平台建设项目	74,103.49	63,295.70
4	卓朗数字化信创云平台建设项目	31,988.00	24,918.02
5	卓朗天工智能制造研发中心建设项目	38,874.25	22,385.00
6	补充流动资金	100,000.00	100,000.00
合计		379,059.47	343,559.12

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 天津算力领主，与英伟达未来合作可期

2.1. 数据中心持续扩建，英伟达合作前景光明

卓朗具备数据中心全生命周期服务能力。公司具备从建设期的数据中心规划、设计、项目管理到建成后的系统上线交付、运维服务等全生命周期服务能力。公司正在运营的数据中心主要包括：北京亦庄数据中心、江西抚州数据中心（一期）、新疆昌吉数据中心（一期）和天津红桥数据中心，共计 4,567 个机柜，机房面积约 4 万平方米。随着新疆昌吉数据中心（二期）、抚州数据中心（二期）的投入运行，预计未来年度数据中心运营收入有望实现进一步增长。同时，公司将积极践行国家“新基建”、“东数西算工程”发展战略，在长三角、珠三角、西部地区积极规划、优化相关数据中心项目布局。

拟定增新建约 5000 个机柜。

卓朗科技园二期互联网数据中心建设项目。项目拟部署 1,000 个 6KW 功率机柜，其中 120 个机柜将用于部署自有高性能 AI 算力服务器，满足公司自身业务与潜在客户的高等级算力需求。项目建成后可为各类型潜在客户在客户提供机柜租用、服务器托管等基础服务以及 AI 算力租用等相关运维增值服务。

青海互联网数据中心建设项目。项目拟部署 3,870 个 6KW 功率机柜，其中 100 个机柜拟用于部署自有高性能云存储服务器、50 个机柜用于部署自有高性能 AI 算力服务器。

有望与英伟达在边缘计算领域达成合作。2023 年 7 月 11 日，英伟达 NVIDIA Jetson 中国区产品解决方案团队到访卓朗科技。双方就 AI 集群建设、边缘人工智能计算等产品技术展开了深入交流，并就面向制造业的大模型联合创新、垂直领域大模型训推云边一体化解决方案、建设京津冀工业软件产业基地 AI 集群等项目进行了深度研讨，明确了下一步工作方案。

双方将围绕 NVIDIA Jetson 的技术优势，在智能制造、智慧城市等领域展开合作。在智能制造方面，卓朗科技将基于天工 AIoT 操作系统和物联网网关，结合 NVIDIA Jetson 产品在计算性能的优势，在边缘计算侧进行深度融合，打造边缘计算服务器产品，在智慧城市方面，卓朗科技将基于 NVIDIA Jetson AGX Xavier 从海量视频智能处理、智慧交通、停车管理、零售分析、智慧市政等多个方面助力打造智慧城市，构建从云端到边缘侧协同运行的智能城市大脑。

卓朗科技正在重点推进建设京津冀工业软件产业基地，在产业基地中，将面向高端装备制造、生物医药、新能源等行业，建设工业软件研发设施设备场景化模拟平台、建设人工智能模型托管中心，为企业提供 AI 大模型托管以及算力服务、训练服务。下一步，卓朗科技将和英伟达深度合作，结合京津冀工业软件产业基地中人工智能计算中心建设，就面向智能制造等垂直领域的大模型训练、通过软硬件结合方式深度优化 AI 集群等方面展开深入合作。

2.2. AI 推动算力需求，公共算力建设是未来重要方向

我们测算 2027 年国产大模型有望带动国内新增 A100 出货量超 200 万片，使得中国高端算力（A100）市场空间增加 10 倍以上。我们假设国内百度，华为，阿里，腾讯，字节等前 10 位头部大厂都会发布自己的大模型，短期来看，考虑到时间紧迫性，参考 GPT-3 的算力需求，仅十家头部厂商大模型 1 年内有望增加约 20 万片 A100 需求量。长期来看，如果后续迭代为多模态大模型或者活跃用户量大幅提升，则需求量有望超 200 万片。根据产业数据，2022 年，中国 A100 出货量约 14 万片，新增算力需求将使算力市场增长 10 倍以上。

表1: 国产大模型带动算力需求测算（短期为 2023 年，长期为 2027 年）

国内自研大模型厂商数量（家）	10 家
每家短期需要 GPU 数	20,000 片
每家长期需要 GPU 数	200,000 片
短期总需求数	200,000 片
长期总需求数	2,000,000 片

数据来源：IDC，东吴证券研究所测算

美东时间 2023 年 6 月 13 日周二，AMD 举行了新品发布会，AMD CEO 苏姿丰预计，2023 年全球数据中心 AI 加速器的市场将达到 300 亿美元左右，到 2027 年将超过 1500 亿美元，复合年增长率超过 50%。

2023 年 5 月，英伟达创始人黄仁勋认为 GPU 有望比 CPU 更加重要，2019-2022 年，全球的数据中心购买了价值一万亿美金的 CPU，平均每年花 2500 亿美元。未来，这些支出将留给 GPU 芯片。

北上深等地政策明确提出新建公共算力：北京提出在海淀区、朝阳区建设北京人工智能公共算力中心、北京数字经济算力中心。上海提出了 2025 年数据中心算力超过 18,000 PFLOPS（FP32）。深圳提出鹏城云脑 III 项目 2023 年年底启动建设。

实现算力调度和交易，构建公共算力平台：北京提出建设统一的多云算力调度平台。上海依托市人工智能公共算力服务平台实现算力调度，探索建设算力交易中心。深圳建设城市级算力统筹调度平台。

我们认为各地政府算力的建设，公共算力平台的建设和运营，具备 IDC 建设、运营能力的地方国企具备明显优势。

卓朗科技是天津国资委旗下唯一具备相应能力企业，有望承担起建设天津公共算力的职责。

3. 布局生产制造类工业软件，推进京津冀工业软件研发产业基地建设

3.1. 产品覆盖生产制造多环节，已经获得头部客户认可

公司已于近年设立工业软件业务板块，致力于“卓朗天工”系列工业软件的开发与交付。公司目前工业软件产品主要为生产执行类工业软件，包括 MES、WMS、APS、数字孪生系统、数采平台等。

图11：“卓朗天工”系列工业软件主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

MES 系统，可以实时监控生产线，实现多种配置的同时排产和混线生产。**WMS 系统**，实现全方位智能化仓储物流管控体系，实现出库，入库，拣库自动化。**APS 系统**，主要功能是解决生产排程和生产调度问题。**数字孪生系统**是利用智能传感器技术和 3D 建模技术，可基于数据对物理实体的组成、特征、功能和性能进行数字化定义和建模。**数采平台**可以通过边缘计算网关物联网终端连接所有的工业设备和传感器，实现工业现场的实时数据统一进行采集和汇总。**非标产线定制**是指根据客户需求，为制造业企业提供园区级、车间级、产线级的智能化解决方案的顶层规划设计、详细技术方案、实施落地交付方案。

公司工业软件产品已经深入新能源、电子装配、汽车行业等八大行业。客户方面，公司工业软件业务为某大型乳制品客户建设了数字化工厂，提高了数字工厂建设的智能化。公司帮客户 1:1 还原构建厂区 3D 全景可视化效果，对关键车间、关键设备、关键数据等进行全流程在线管理，极大提高了工厂运维效率。让工厂的设备、生产过程、产品、管理全方位满足 GMP 要求。利用大数据分析，进一步优化生产，提高企业整体运营效率；产品智能化，实现全周期可追溯。

图12：“卓朗天工”系列工业软件主要应用行业



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 生产制造类工业软件有望率先受益于国产化

生产制造类工业软件已经具备高端市场替代逻辑，随着应用场景打开，国产化率有望加快提升。生产制造类工业软件与工业生产过程贴合更为紧密。随着中国工业快速发展，石油、化工、钢铁等部分工业水平处于世界领先水平，与之对应的生产制造类软件也具备了高端市场替代的可能性。后续随着中国智能制造转型，工业应用场景逐步增多，国产生产制造类软件不断得到打磨，产品性能逐步完善，国产化率有望加快提升。

中国MES市场规模与中国制造业规模全球占比不匹配，未来市场空间广阔。中国自2010年制造业增加值超越美国后，连续10年全球第一，2019年中国制造业增加值占全球比重的24.1%，但中国MES需求规模仅占全球10.2%，中国MES市场增长前景不容小觑。2020年我国MES市场规模达到48.5亿元，2018-2020年CAGR达19.6%，大东时代智库预测2025年我国MES市场规模将达到200亿元。

图13: 全球MES行业市场规模及增速

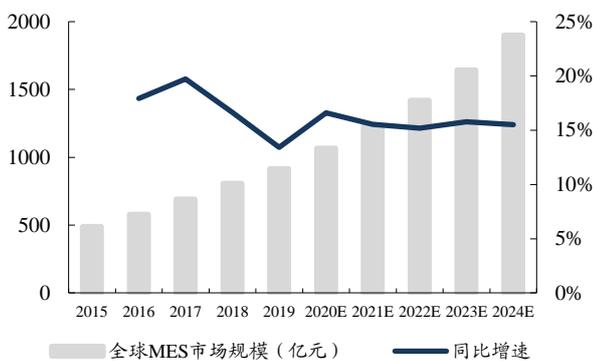
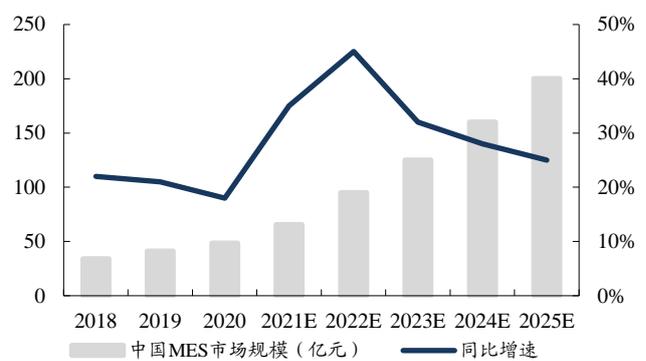


图14: 我国MES行业市场规模及增速



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

数据来源：大东时代智库，东吴证券研究所

天津正在建设京津冀工业软件产业基地，卓朗科技重点推进。2023年2月，天津市红桥区举办工业软件产业发展研讨会，聚焦加快建设工业软件产业基地，卓朗科技正在重点推进建设京津冀工业软件产业基地。

4. 信创布局云桌面，国资云业务可期

4.1. 布局云桌面和国资云两大信创业务

信创方面，公司主要布局信创云桌面和国资云。

公司“卓朗昆仑云”系列云产品包括云桌面、私有云和超融合三大产品。

卓朗昆仑云·云桌面是卓朗昆仑云自主研发的一款新型云桌面产品，融合了当下VDI、IDV、VOI三大主流架构的优势，实现了前后端混合计算。相较于传统PC，卓朗昆仑云·云桌面既能支持移动办公，又可以满足高安全、高性能、高便捷管理的使用需求，节省运维成本同时不受地域限制，是一款真正的全场景云桌面。

卓朗昆仑云·私有云是卓朗昆仑云自主研发的为客户单独使用而构建的云基础设施平台。平台上承应用、下启信息基础设施，实现了软硬件功能的云化，使云数据中心成为信息基础构件，并按实际业务需要，提供弹性的计算、网络和存储资源。同时，平台还可以满足国产化硬件适配、公有云对接、多云管理等场景化需求。

卓朗昆仑云·超融合是面向企业客户提供的超融合产品，通过软件定义技术和自动化管理技术，帮助企业构建更加敏捷的基础架构，实现可随需应变、灵活扩展的软硬一体化云部署。在软、硬件一体化交付模式下，用户无需进行繁琐的安装、配置和维护工作，真正实现了开箱即用。

天津国资国企行业信创适配中心建设在卓朗科技园内，该适配中心主要承担技术攻关、应用适配、业务迁移、人才培养、产品选型、方案设计以及验收等工作。

我们预计卓朗科技有望成为天津市国资云建设和运营方。

图15：卓朗昆仑云生态合作伙伴



数据来源：国家工信安全中心，东吴证券研究所

4.2. 信创空间广阔，国资云是千亿级市场

行业信创 PC 存量约 6000 万台，对标海外，云桌面的渗透率还有很大提升空间。PC 方面，我们测算 2022 年党政信创 PC 存量为 3000 万台，行业信创 PC 存量为 6000 万台。服务器方面，我们测算 2022 年党政信创 PC 存量为 300 万台，行业信创服务器存量为 800 万台。

图16：国内信创产业远期空间测算(单位：万台)

		对应规模		替换率	替换规模
		PC	服务器		
党政（含事业单位）	存量	PC	3000	100%	3000
		服务器	300		300
	远期每年采购	PC	700		700
		服务器	70		70
重要行业	存量	PC	6000	80%	4800
		服务器	800		640
	远期每年采购	PC	1500		1200
		服务器	200		160
全行业（不考虑互联网行业服务器）	存量	PC	15000	50%	12000
		服务器	1300		1200
	远期每年采购	PC	3000		2600
		服务器	300		280
消费级市场	存量	PC	10000	20%	2000
		服务器	-		-
	远期每年采购	PC	3000		600
		服务器	-		-

数据来源：IDC，东吴证券研究所测算

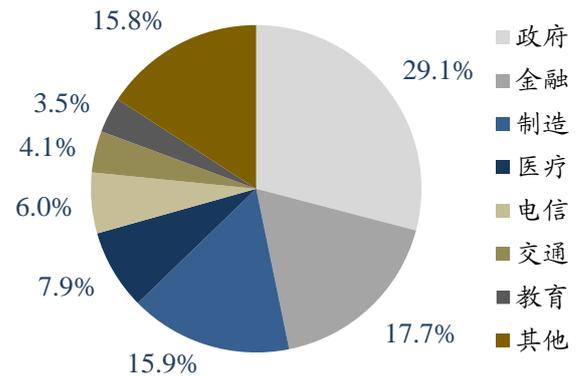
国资云千亿市场空间。由于国资云对自主可控具有较高要求，我们预计其未来市场主要集中在私有云和混合云领域。我们仅计算私有云市场，根据信通院，2021 年中国私有云市场已突破千亿元。根据 QYResearch，2022-2028 年全球私有云市场 CAGR 为 18.8%，中国市场变化较快，我们以 2021-2025 年 CAGR 约 20% 估算，到 2025 年私有云市场空间将达 2173 亿元。根据华经情报网，私有云下游以政府和金融、制造、医疗等重点行业为主，2020 年占比达 84% 左右，则国资云 2025 年市场空间可达 1825 亿元。

图17：2017-2021 年中国私有云市场规模及增速

图18：2020 年中国私有云市场应用结构占比情况



数据来源：信通院，东吴证券研究所



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

核心假设:

信息服务业务: 该业务是公司主要发力业务，包括云桌面，工业软件和 IDC 等核心产品和服务，随着信创、工业软件国产化和 AI 算力加快建设，该部分业务有望快速增长。基于此，我们给予该业务 2023-2025 年营收同比增速为 100%/80%/60%。

其他业务: 该部分业务非公司核心业务。我们预计 2023-2025 年该业务营收增速均为 10%。

表2: 营收预测 (亿元)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
信息服务	9.37	6.35	8.91	17.83	32.09	51.34
增长率	-4%	-32%	40%	100%	80%	60%
占比	87%	78%	98%	99%	99%	100%
毛利率	47%	54%	38%	35%	32%	30%
房产销售收入	1.04	1.65	—	—	—	—
增长率	-5%	59%	—	—	—	—
占比	10%	20%	—	—	—	—
毛利率	27%	90%	—	—	—	—
其他业务	0.41	0.13	0.14	0.16	0.17	0.19
增长率	0%	-68%	9%	10%	10%	10%
占比	4%	2%	2%	1%	1%	0%
毛利率	-84%	-51%	45%	40%	35%	30%
收入总计	10.82	8.14	9.06	17.98	32.26	51.53
增长率	0%	-25%	11%	99%	79%	60%

毛利率 40% 59% 38% 35% 32% 30%

数据来源：wind，东吴证券研究所

可比公司估值与投资建议：根据业务相似性和背景相似性原理，我们选取云赛智联和广电运通作为可比公司。可比公司 2023-2025 年 PE 平均值为 57/50/44 倍。我们预计卓朗科技 2023-2025 年归母净利润为 2.04/3.84/6.60 亿元，对应 PE 为 100/53/31 倍。我们认为卓朗科技背靠天津国资委，是天津市国资系统唯一具备数字化能力的企业。公司后续有望跟英伟达在算力方面达成合作，云桌面产品将受益于信创加速推进，工业软件已经获得行业大客户认可。公司后续算力、云桌面、工业软件等业务有望加速发展，相对于可比公司业务市场空间更大，应当给予更高估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：可比公司估值（2023/7/28）

股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600602	云赛智联	158	13.59	0.16	0.18	0.21	84.94	75.50	64.71
002152	广电运通	282	11.37	0.40	0.45	0.50	28.45	25.33	22.85
	可比公司估值平均值						56.70	50.41	43.78
600225	卓朗科技	204	5.98	0.06	0.11	0.19	99.76	53.08	30.90

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：云赛智联和卓朗科技盈利预测数据为东吴证券研究所预测，广电运通盈利预测数据为 Wind 一致预期

6. 风险提示

政策推进不及预期。信创、公共算力建设和工业软件国产化推进都会受到政策的影响，如果政策支持力度不及预期，公司业务发展速度会有所影响。

技术研发不及预期。公司信创云桌面、AI 算力和工业软件三大业务具有较高技术壁垒，如果公司技术研发进度不及预期，产品性能无法满足市场要求，业绩将会受到影响。

中美摩擦升级。公司与英伟达在算力领域进行合作，如果中美摩擦升级，合作进展可能会受影响。

卓朗科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,285	3,624	5,676	8,424	营业总收入	906	1,798	3,226	5,153
货币资金及交易性金融资产	373	525	695	925	营业成本(含金融类)	561	1,168	2,193	3,607
经营性应收款项	1,021	1,285	2,329	3,746	税金及附加	19	36	65	103
存货	1,457	1,124	1,542	2,076	销售费用	13	45	97	206
合同资产	16	36	65	103	管理费用	149	90	161	258
其他流动资产	418	655	1,046	1,574	研发费用	73	108	226	361
非流动资产	3,147	3,154	3,160	3,004	财务费用	91	34	45	54
长期股权投资	0	20	40	60	加:其他收益	38	18	32	155
固定资产及使用权资产	953	963	966	961	投资净收益	1,072	18	65	103
在建工程	865	915	965	1,015	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	155	163	169	173	减值损失	(35)	(38)	(35)	(36)
商誉	465	465	465	465	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	1,077	316	501	786
其他非流动资产	709	628	555	330	营业外净收支	(662)	(105)	(105)	(105)
资产总计	6,432	6,778	8,836	11,428	利润总额	415	211	396	681
流动负债	3,010	3,151	4,825	6,757	减:所得税	17	6	12	20
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,253	1,721	2,231	2,558	净利润	398	204	384	660
经营性应付款项	688	1,000	1,878	3,088	减:少数股东损益	(4)	0	0	0
合同负债	36	234	439	721	归属母公司净利润	401	204	384	660
其他流动负债	1,033	196	277	389	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.12	0.06	0.11	0.19
非流动负债	535	535	535	535	EBIT	94	245	442	735
长期借款	153	153	153	153	EBITDA	250	455	656	955
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.10	35.04	32.02	30.00
租赁负债	42	42	42	42	归母净利率(%)	44.31	11.37	11.91	12.81
其他非流动负债	340	340	340	340	收入增长率(%)	11.24	98.59	79.39	59.73
负债合计	3,545	3,686	5,360	7,292	归母净利润增长率(%)	(48.46)	(49.03)	87.94	71.76
归属母公司股东权益	2,403	2,608	2,992	3,652					
少数股东权益	484	484	484	484					
所有者权益合计	2,887	3,092	3,476	4,136					
负债和股东权益	6,432	6,778	8,836	11,428					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	164	169	113	175	每股净资产(元)	0.70	0.76	0.88	1.07
投资活动现金流	(19)	(442)	(395)	(203)	最新发行在外股份(百万股)	3,411	3,411	3,411	3,411
筹资活动现金流	(386)	425	453	258	ROIC(%)	2.16	5.08	7.85	11.14
现金净增加额	(241)	151	170	230	ROE-摊薄(%)	16.69	7.84	12.84	18.07
折旧和摊销	157	211	214	221	资产负债率(%)	55.11	54.39	60.66	63.81
资本开支	(114)	(240)	(240)	(236)	P/E (现价&最新股本摊薄)	50.85	99.76	53.08	30.90
营运资本变动	565	660	(308)	(397)	P/B (现价)	8.49	7.82	6.82	5.59

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>