

易点云（02416.HK）：核心壁垒+低渗透率+AI 赋能，彰显办公 IT 服务实力

2025 年 2 月 20 日

推荐/首次

易点云

公司报告

办公 IT 综合解决方案供应商，助力企业实现办公 IT 设备轻资产化。公司成立于 2014 年，是中国主要的办公 IT 综合解决方案供应商。公司自成立起，即创新性的以循环订阅的方式为中小企业提供一站式可靠、灵活的包括免保证金用机服务、IT 服务、SaaS 软件开发等办公 IT 托管服务，打造办公 IT 产业链闭环，助力企业实现办公 IT 设备轻资产化。公司总部位于北京，在上海、深圳、成都、广州、苏州、杭州、合肥、武汉八大城市开设分公司，业务覆盖全国百余城市，在服务设备超过 130 万台（截止 2024 年）。

核心壁垒+低渗透率+AI 赋能，夯实公司实力：（1）**核心壁垒方面**，公司依托星云系统+网格布局打造办公云，保障服务能力、切实提升客户 IT 设备效率；凭借规模化优势+再制造能力+算力调度，保障公司盈利能力；（2）**用量付费模式渗透率低，伴随渗透率提升有望打开市场空间**。根据弗若斯特沙利文的资料，于 2021 年，就收入而言，用量付费分类的市场规模仅占中国企业办公 IT 服务市场的 4.5%，显著低于美国市场的 53.0%。于 2021 年，就设备数量而言，用量付费办公 IT 市场的渗透率为 3.2%，显著低于美国市场的 60.0%。公司在中国用量付费办公 IT 行业收入、服务设备数量及再制造能力方面排名第一，后续伴随用量付费模式渗透率提升，公司有望受益；（3）**积极探索中小企业 AI 赋能方案，有望拓展第二曲线**。公司客户以中小企业为主，截至 2024 年 6 月，易点云累计服务了 5 万家中小企业，链接了数十万企业客户，在服务设备数超 130 万台，庞大的用户数量是公司探索 AI 落地应用的良好土壤，公司积极拓展 AI 业务，后续有望拓展第二曲线。

业绩扭亏为盈，估值处于合理水平。（1）**业绩扭亏为盈，企稳回暖**。2025 年 2 月 19 日，公司发布正面盈利预告，预计 2024 财年实现营业收入 13.5-14 亿元，同比增长 6.2%-10.2%；预计实现经调整净利润 0.75-0.85 亿元，同比增长 493.0%-558.7%。（2）**估值方面，估值处于合理区间**。考虑到公司以提供办公 IT 综合解决方案为主，因此选取港股联想集团及金蝶国际作为对比公司，以 2023 年财务数据、2025 年 2 月 19 日收盘数据为基准，联想集团 PS 估值为 0.35 倍、PE 估值为 16.87 倍；金蝶国际 PS 估值为 9.12 倍、PE 估值不适用（为负值）。以公司最新业绩预告为基准、2 月 19 日收盘数据为基准，公司 PS 值为 1.2-1.24 倍、PE 估值为 19-22 倍，处于合理估值。

公司盈利预测及投资评级：公司系办公 IT 综合服务龙头企业，凭借办公云+规模化优势+再制造能力等夯实公司核心壁垒，伴随行业渗透率提升公司有望受益。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 0.82、1.14 和 1.49 亿元，对应 EPS 分别为 0.14、0.20 和 0.26 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 20、15 和 11 倍。给予“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期风险、下游客户中小企业需求恢复不及预期风险、公司业务拓展不及预期风险。

财务指标预测

公司简介：

办公 IT 综合解决方案供应商，助力企业实现办公 IT 设备轻资产化。公司成立于 2014 年，是中国主要的办公 IT 综合解决方案供应商。公司自成立起，即创新性的以循环订阅的方式为中小企业提供一站式可靠、灵活的包括免保证金用机服务、IT 服务、SaaS 软件开发等办公 IT 托管服务，打造办公 IT 产业链闭环，助力企业实现办公 IT 设备轻资产化。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

资料来源：公司公告、同花顺

发债及交叉持股介绍：

无

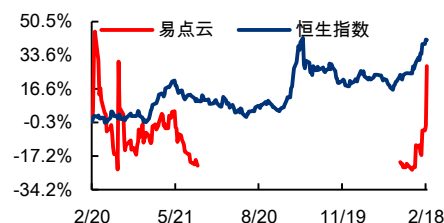
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（港元）	4.57-1.03
总市值（亿港元）	15.41
流通市值（亿港元）	15.41
总股本/流通股数（万 股）	53,314/53,314
A 股/B 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.424

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘蒙

010-66554034

liumeng-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522090001

分析师：张永嘉

010-66554016

zhangyj-jys@dxzq.net.cn

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,371.89	1,270.74	1,359.95	1,486.29	1,656.17
YoY(%)	15.89	-7.37	7.02	9.29	11.43
净利润 (百万元)	-611.61	-900.64	82.14	113.68	149.03
YoY(%)	-75.63	-47.26	109.12	38.40	31.09
ROE(%)	32.02	-73.10	6.25	7.96	9.45
EPS(摊薄/元)	-1.06	-1.56	0.14	0.20	0.26
P/E(倍)	-2.74	-1.86	20.38	14.72	11.23
P/B(倍)	-0.88	1.36	1.27	1.17	1.06

执业证书编号:

S1480523070001

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 打造办公云, 提供办公 IT 综合服务	5
2. 核心壁垒+低渗透率+AI 赋能, 夯实公司实力	7
2.1 公司核心壁垒: 办公云+规模优势+再制造能力	7
2.2 行业低渗透率: 渗透率提升有望打开市场空间	8
2.3 AI 赋能: 探索中小企业 AI+应用场景	12
3. 业绩及核心业务数据企稳, 伴随下游复苏有望回暖	14
4. 盈利预测及估值情况	17
5. 风险提示	18
相关报告汇总	20

插图目录

图 1: 易点云发展历程	5
图 2: 易点云股权结构	6
图 3: 公有云产品特点	7
图 4: 易点云办公云服务模式	7
图 5: 易点云 I01 一体机	8
图 6: 易点云再制造工厂	8
图 7: 易点云键盘检测机器人	8
图 8: 2017-2026 年中国企业办公 IT 服务市场的市场规模	9
图 9: 2021 年用量付费分类在中国及美国企业办公 IT 服务市场的市场份额%	9
图 10: 按收入划分的排名 (2021 年)	10
图 11: 按服务单位数量划分的排名 (2021 年)	10
图 12: 按再制造服务按数量划分的排名 (2021 年)	10
图 13: 综合解决方案市场按收入划分的排名 (2021 年)	10
图 14: 2017-2026 年用量付费模式的企业办公 IT 服务的市场规模	11
图 15: 易智汇产品	12
图 16: EChat 产品可生成代码	12
图 17: AH21 主机实拍	13
图 18: 2020-2023 年及 2024H1 公司营收等核心财务数据	14
图 19: 2020-2023 年及 2024H1 公司分业务营收及占比	14
图 20: 2020-2023 年及 2024H1 公司毛利润及毛利率	14
图 21: 2020-2023 年及 2024H1 公司费用营收占比	14
图 22: 2022-2023 年及 2024H1 公司 ARPU 值	15
图 23: 2022-2023 年及 2024H1 公司订阅/再制造等设备数	15
图 24: 2022-2023 年及 2024H1 公司客户数	15
图 25: 2022-2023 年及 2024H1 客户留存率	15

表格目录

表 1: 易点云主要业务 5

1. 打造办公云, 提供办公 IT 综合服务

办公 IT 综合解决方案供应商, 助力企业实现办公 IT 设备轻资产化。公司成立于 2014 年, 是中国主要的办公 IT 综合解决方案供应商。公司自成立起, 即创新性的以循环订阅的方式为中小企业提供一站式可靠、灵活的包括免保证金用机服务、IT 服务、SaaS 软件开发等办公 IT 托管服务, 打造办公 IT 产业链闭环, 助力企业实现办公 IT 设备轻资产化。公司总部位于北京, 在上海、深圳、成都、广州、苏州、杭州、合肥、武汉八大城市开设分公司, 业务覆盖全国百余城市, 在服务设备超过 130 万台 (截止 2024 年)。

图1: 易点云发展历程

推出综合办公 IT		推出固定资产管理		服务设备规模		服务设备规模	
2014年	解决方案	2016年	SaaS服务-易盘点	2018年	达到100万台	2022年	达到130万
公司成立	2015年	服务企业客	2017年	正式启动IT	2021	服务设备规模	2024年
		户达1万家		再制造工厂		达到110万台	

资料来源: 同花顺 iFinD, 公司官网, 东兴证券研究所

公司主营业务以随用随还办公 IT 综合解决方案、设备销售、SaaS 及其他服务为主, 同时公司积极布局 AI 业务, 基于 Azure OpenAI GPT 打造更适合中小企业的易智汇产品。公司凭借可靠性、灵活性、一站式服务等竞争优势, 为客户提供一站式办公 IT 解决方案, 可交付安装有系统及软件的 IT 设备以及托管 IT 服务, 并具有可靠性及灵活性优势的办公 IT 服务包, 从而获得客户认可。据公司 2024 年业绩快报, 截至 2024 年 12 月 31 日, 公司订阅客户数量为 51,024 家, 同比增长 9.1%; 并维持了较高的客户留存率, 2023 年及 2024 年中期客户留存率均达 85%, 获得客户较高认可; 2024 年, 在服务设备数量超过 137 万台, 同比增长 14.1%。此外, 公司还积极拓展新业务, 2024 年 2 月 22 日, 公司与微软在中国的授权经销商北京信诺时代科技发展有限公司达成战略合作, 提供基于微软 Azure OpenAI GPT 产品, 通过技术拓展升级、打造的更适合中小企业的易智汇产品; 2025 年 2 月 13 日, 公司官方公众号称, 即将推出 3 款支持 DeepSeek 大模型的 AI PC 产品, 这 3 款 AI PC 不仅从性能上支持 DeepSeek, 还将为企业本地部署 DeepSeek, 让企业以租赁的形式低成本、轻资产、一站式的使用终端 AI 产品。

表1: 易点云主要业务

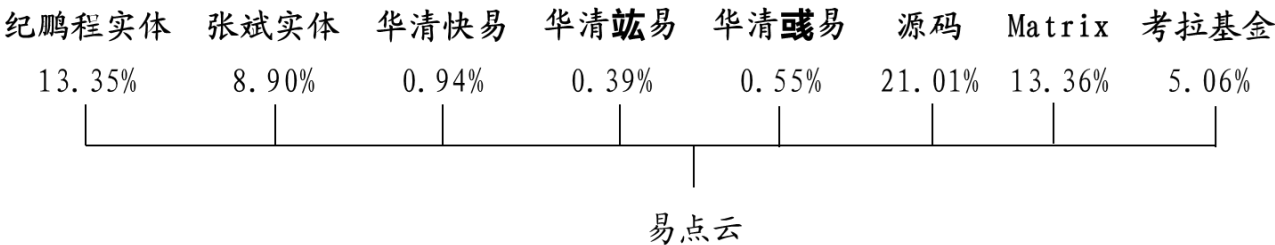
主营业务	业务概述
随用随还办公 IT 综合解决方案	们提供硬件并处理设备配置、设备/工程师部署、运维支持、性能优化及设备管理服务 (如设备的下单、订阅管理、现场检查及批量付运), 均包括在一个服务包下, 而客户可以根据其不断变化的需求灵活地订阅或取消订阅办公 IT 服务
设备销售	客户可以分期付款购买设备, 设备所有权在设备交付予客户时转让给客户。此外, 我们可通过我们的线上竞价平台易拍机, 以商业上有利的价格出售二手设备以优化设备组合及补充收入来源

主营业务	业务概述
SaaS 及其他服务	开发 SaaS 产品以满足客户的多种数字化需求。SaaS 产品易盘点旨在帮助企业客户从资产采购及存储到使用及处置方面对资产及库存进行管理, 并收取年度订阅费。易盘点允许客户可视化及简化资产及库存操作, 使客户能透明地跟踪及管理资产及库存组合
AI+	基于微软 Azure OpenAI GPT 产品, 通过技术拓展升级、打造更适合中小企业的易智汇产品; 即将发布支持 DeepSeek 大模型的 3 款 AI PC; 2025 年 2 月 13 日, 公司官方公众号称, 即将推出 3 款支持 DeepSeek 大模型的 AI PC 产品, 这 3 款 AI PC 不仅从性能上支持 DeepSeek, 还将为企业本地部署 DeepSeek, 让企业以租赁的形式低成本、轻资产、一站式的使用终端 AI 产品

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

公司股权结构稳定。2024H1, 纪鹏程为公司实际控制人, 纪鹏程、张斌、华清或易、华清竑易为一致行动人, 合计持有公司 23.19%的股份, 公司实控人及一致行动人股权并未发生大幅变动。

图2: 易点云股权结构



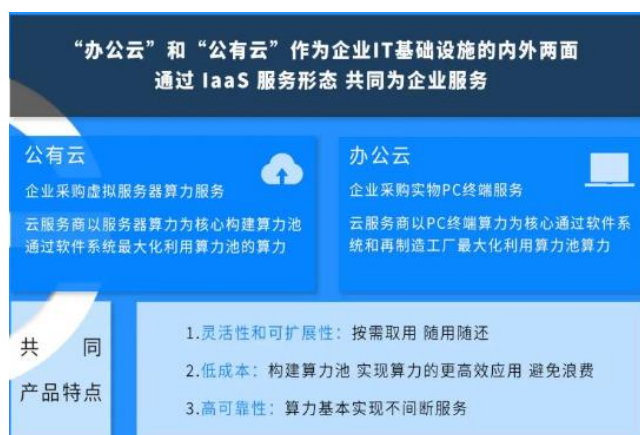
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

2. 核心壁垒+低渗透率+AI 赋能, 夯实公司实力

2.1 公司核心壁垒: 办公云+规模优势+再制造能力

星云系统+网格布局打造办公云, 保障服务能力、切实提升客户 IT 设备效率。公司依托星云系统及网格布局打造办公云, 让企业以按需采购办公 IT 服务的方式, 解决了企业办公室内 IT 效率低下的问题。传统自购 PC 模式一般会导致企业的设备空置率达到 20% 以上, 而办公云随用随还的特点足以将空置比例压低到 5% 以下; 同时公司基于璇玑系统, 实现对遍布北京、上海、深圳等全国城市工程师的智能调度, 从过去的一人服务一个片区, 到现在的一人服务一栋楼或者一条街, 2-4 小时即可上门解决企业设备使用问题, 提升了响应速度和服务效率, 这是公司保持客户粘性的重要因素。

图3: 公有云产品特点



资料来源: 易点云官方公众号, 东兴证券研究所

图4: 易点云办公云服务模式



资料来源: 易点云官方公众号, 东兴证券研究所

规模化优势+算力调度+再制造能力, 公司盈利能力得到保障。1、中国最大的 IT 综合解决方案供应商, 溢价能力叠加自研设备保障低成本。据弗若斯特沙利文数据, 2021 年中国办公 IT 综合解决方案行业的收入为人民币 51 亿元, 其中中国办公 IT 综合解决方案行业的前五名参与者占市场总份额的 33.6%, 而易点云集团在中国办公 IT 综合解决方案行业的收入方面排名第一, 市场份额为 19.6%。截止 2024 年, 公司在服务设备超过 130 万台, 较大的设备采购量使得公司在终端采购时具备较强的溢价能力, 从而可以以较低价格购入设备。此外, 为了进一步降低成本, 公司推出了自研 IT 设备“易点云 I01 一体机”, 在大幅降低月订阅费的基础上满足中小企业普通岗位的办公 IT 需求。2、易点云自研的星云系统具有可视化、能力规划、客户关系管理 (CRM) 和服务四大功能, 可实现算力调度, 保障低库存运营。可视化可和能力规划对全国范围内的设备算力进行灵活的集成化调度, 实时监测每台设备的状态, 完成大批量的设备运输及管理, 并通过分析企业历史订阅记录预测企业未来的需求动向, 指导易点云提前规划设备组合, 制定销售计划; CRM 功能可记录客户偏好, 沉淀客户数据, 对客户服务方面可进行线上服务全追踪, 线下对全国工程师按需调度, 保障算力服务能力同时降低库存压力, 2024 年上半年, 公司设备利用率维持在 90.2% 的水平。3、公司凭借独立自研的再制造技术, 延长设备的使用年限。传统的 IT 设备使用年限一般为 3-5 年, 但经由再制造的 IT 设备可以使用 7~10 年, 从而提升了单个设备的盈利能力, 截止 2023 年底, 公司实现再制造电脑产量超 80 万台, 再制造的‘准新机’性能在测试场景下可以媲美全新机。

图5: 易点云 I01 一体机



资料来源: 易点云官方公众号, 东兴证券研究所

键盘检测机器人正式投入使用, 进一步降低再制造总成本。2023 年搭载了公司独立自研 3 项专利和 2 项发明的键盘检测机器人正式投入使用, 键盘检测机器人可以全自动完成再制造设备出厂前最后一次检测的第一步——键盘检测, 让设备键盘良品率大幅提升至 99.9%, 键盘检测机器人的投入使用让再制造设备检测成本降低了 30%, 也降低了再制造设备的总成本。综上所述可以看出, 公司凭借公有云夯实了服务能力, 凭借良好的运营能力保障了盈利水平。

图6: 易点云再制造工厂



资料来源: 易点云官方公众号, 东兴证券研究所

图7: 易点云键盘检测机器人



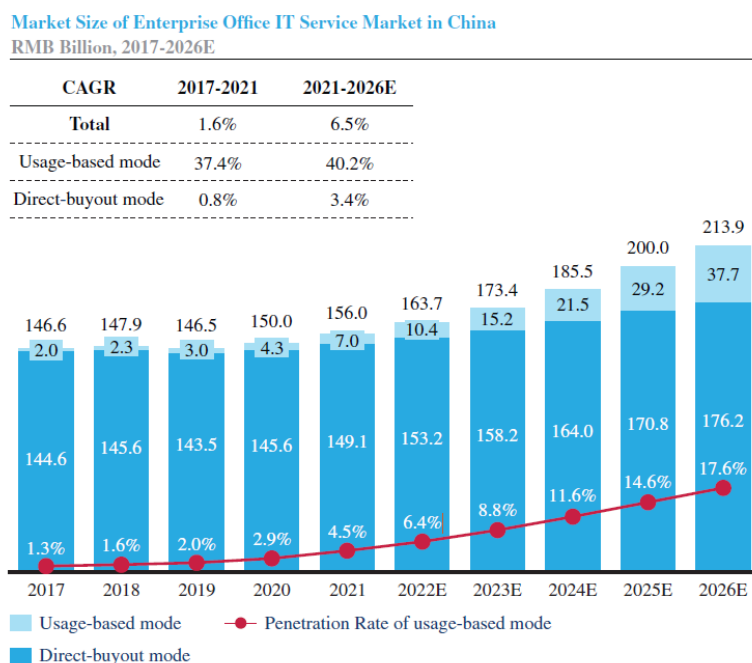
资料来源: 易点云官方公众号, 东兴证券研究所

2.2 行业低渗透率: 渗透率提升有望打开市场空间

根据服务交付模式, 企业办公 IT 服务市场可进一步划分为直接买断模式及用量付费模式。直接买断模式通常是指直接从个人电脑品牌方、软件供应商及分销商购买 IT 设备及永久的软件许可。用量付费模式通常是一种相较直接买断模式更为灵活的服务模式。其以基于实际 IT 资源使用情况的定价来满足企业按需业务经营的需求。中小企业一般不具备 IT 服务综合运营能力, 具有 IT 营运能力有限、缺少外部技术支持、隐性成本及服务质素参差不齐、设备冗余等 IT 服务痛点, 用量付费模式可以帮助中小企业解决上述痛点。

根据弗若斯特沙利文的资料, 用量付费办公 IT 市场由 2017 年的人民币 20 亿元增加至 2021 年的人民币 70 亿元, 复合年增长率为 37.4%, 并预期于 2026 年达人民币 377 亿元, 2021 年至 2026 年的复合年增长率为 40.2%。根据弗若斯特沙利文的资料, 用量付费办公 IT 市场预期成为企业办公 IT 服务行业中增长最快的市场分类。

图8: 2017-2026 年中国企业办公 IT 服务市场的市场规模

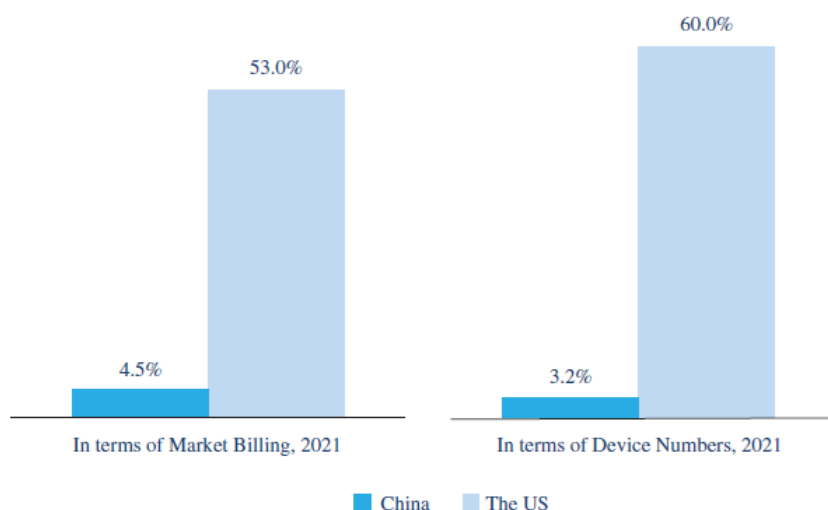


资料来源: 弗若斯特沙利文, 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

中国用量付费办公 IT 市场渗透率仍较低。相较于美国, 中国用量付费办公 IT 市场仍处于早期的发展阶段。根据弗若斯特沙利文的资料, 于 2021 年, 就收入而言, 用量付费分类的市场规模仅占中国企业办公 IT 服务市场的 4.5%, 显著低于美国市场的 53.0%。于 2021 年, 就设备数量而言, 用量付费办公 IT 市场的渗透率为 3.2%, 显著低于美国市场的 60.0%。

图9: 2021 年用量付费分类在中国及美国企业办公 IT 服务市场的市场份额%

Market Share of Usage-based segment in Enterprise Office IT Service Market, China and the U.S.
%, 2021



资料来源: 弗若斯特沙利文, 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

公司在中国用量付费办公 IT 行业收入、服务设备数量及再制造能力方面排名第一。根据弗若斯特沙利文的资料, 于 2021 年, 中国用量付费办公 IT 服务行业的收入为人民币 70 亿元。中国用量付费办公 IT 服务行业的前五名参与者共占 25.4% 的市场份额。根据同一资料来源, 于 2021 年, 易点云在中国用量付费办公 IT 行业的收入、服务设备数量及再制造能力方面分别排名第一。

图10: 按收入划分的排名 (2021 年)

Ranking of China's Enterprise Office IT service under Usage-based Mode, 2021 by Revenue				
Ranking	Company	RMB in Million	Market Share	
1	The Group	998	14.3%	
2	LX Technology Group Limited ⁽¹⁾	218	3.1%	
3	Lenovo Group Limited ⁽²⁾	210	3.0%	
4	HP INC. ⁽³⁾	210	3.0%	
5	Yanpu Information Technology Limited ⁽⁴⁾	145	2.1%	

资料来源: 弗若斯特沙利文, 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图11: 按服务单位数量划分的排名 (2021 年)

Ranking of China's Enterprise Office IT service under "Usage-based" Mode, 2021 by units in service				
Ranking	Company	PC Device Unit in Service in China, thousand		
1	The Group	1,077		
2	LX Technology Group Limited	~400		
3	Lenovo Group Limited	150-200		
4	HP INC.	150-200		
5	Yanpu Information Technology Limited	100-120		

资料来源: 弗若斯特沙利文, 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图12: 按再制造服务按数量划分的排名 (2021 年)

Ranking of China's PC Re-manufacturing Service, 2021 by Volume				
Ranking	Company	Capacity, thousand		
1	The Group	~600		
2	LX Technology Group Limited	~200		
3	Foxconn Technology Group ⁽¹⁾	150-200		
4	Guangda Technology Co., Ltd. ⁽²⁾	150-200		
5	Lenovo Group Limited	~120		

图13: 综合解决方案市场按收入划分的排名 (2021 年)

Ranking of China's Office IT Service Integrated Solution Market, 2021 by Revenue				
Ranking	Company	RMB in Million	Market Share	
1	The Group	998	19.0%	
2	LX Technology Group Limited	218	4.3%	
3	Lenovo Group Limited	190	3.7%	
4	HP INC.	180	3.5%	
5	Yanpu Information Technology Limited	125	2.5%	

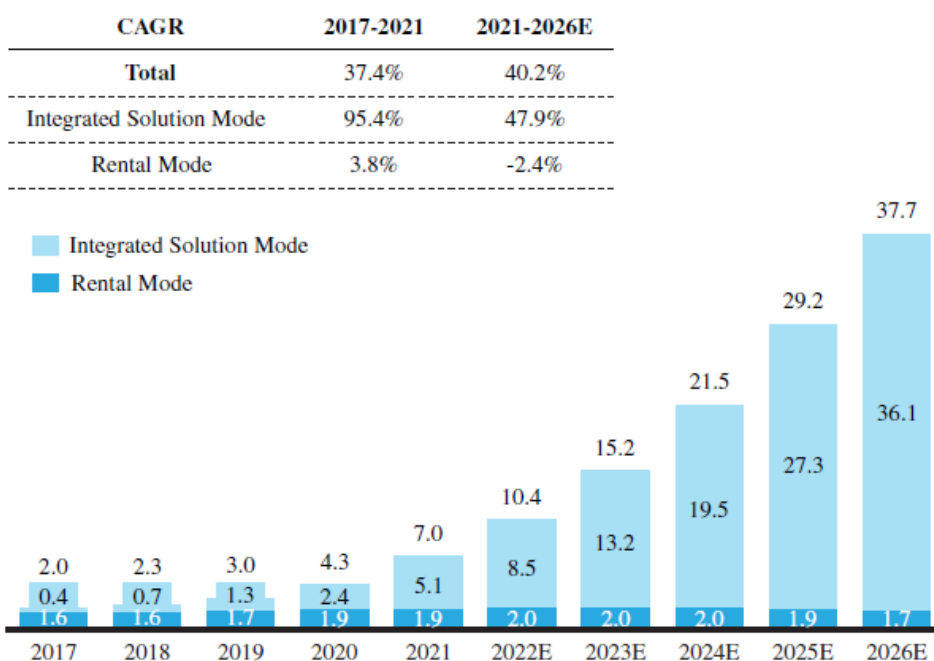
资料来源: 弗若斯特沙利文, 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

资料来源: 弗若斯特沙利文, 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

根据是否提供托管 IT 服务, 用量付费办公 IT 市场可进一步分为设备租赁服务分类及办公 IT 综合解决方案分类。办公 IT 综合解决方案供应商提供与 IT 设备使用相关的一站式、稳定及灵活的办公 IT 服务, 可满足客户的多样化办公 IT 需求, 实现业务运营的敏捷性及灵活性。除传统设备租赁服务供应商的服务范围外, 办公 IT 综合解决方案供应商提供全面的托管 IT 服务, 以满足客户期望的服务水平, 涵盖硬件及软件系统。典型的服务包包括设备配置、设备/工程师部署、运维支持、性能优化及设备管理服务, 满足客户在使用设备的所有阶段的需求。作为所有企业 IT 需求的单一连接点, 办公 IT 综合解决方案供应商为企业省去了与多家办公 IT 供应商接洽的麻烦。设备租赁服务分类的增长预计将接近停滞, 而办公 IT 综合解决方案分类将成为用量付费办公 IT 市场的重要增长引擎。根据弗若斯特沙利文的资料, 办公 IT 综合解决方案分类的市场规模由 2017 年的人民币 4 亿元增长至 2021 年的人民币 51 亿元, 复合年增长率为 95.4%, 预计于 2026 年达致人民币 361 亿元, 2021 年至 2026 年的复合年增长率为 47.9%。

图14: 2017-2026 年用量付费模式的企业办公 IT 服务的市场规模

Market Size of Enterprise Office IT Service under Usage-based Model
RMB Billion, 2017-2026E



资料来源: 弗若斯特沙利文, 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

中小企业数量增加叠加 IT 需求增加, 下游需求有望稳步增长。根据弗若斯特沙利文的数据, 中国中小企业数量由 2017 年的 30.3 百万家升至 2021 年的 48.8 百万家, 复合年增长率达 12.7%, 预期 2026 年将达 84.0 百万家, 2021 年至 2026 年的复合年增长率将达 11.5%。中小企业作为经济重要组成部分, 伴随经济企稳复苏数量有望持续增长。

综上, 伴随经济复苏, 中小企业 IT 需求增加有望增加, 用量付费办公 IT 市场凭借其较为低廉的价格和便捷的服务更受中小企业青睐, 目前我国公司用量付费办公 IT 市场渗透率仍处于低位, 未来伴随渗透率提升空间

有望打开。公司作为办公 IT 综合服务供应商龙头企业, 具备更大的规模效应和更好的服务效果, 能为客户提供综合 IT 服务, 因此伴随下游需求复苏及渗透率提升有望充分受益。

2.3 AI 赋能: 探索中小企业 AI+应用场景

积极拥抱 AI, 打造 AI 产品能力、赋能中小企业客户。2024 年 2 月 22 日, 公司与微软在中国的授权经销商北京信诺时代科技发展有限公司达成战略合作, 提供基于微软 Azure OpenAI GPT 产品, 通过技术拓展升级、打造了更适合中小企业的易智汇产品, 易智汇发布了 GPT API Key 形式产品, 客户可合规、便捷地调取 GPT 底层技术, 且价格低廉, 易智汇的消费版套餐最低仅需 500 元, 能够让中小企业以更低的成本使用 AI 技术。

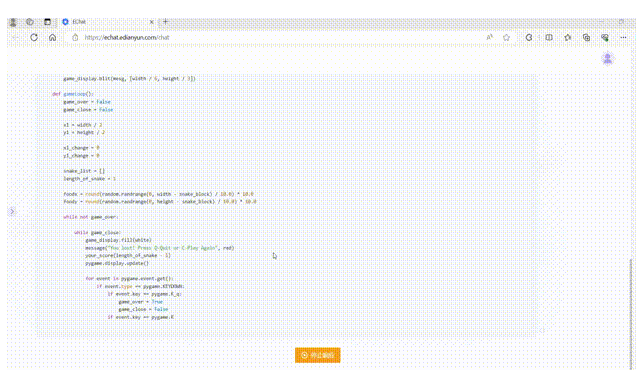
后续公司又进一步推出 EChat, 无需企业自己技术开发就能直接使用, 而且一次可生成多个大模型的答案, EChat 能够快速生成文字文稿、图片、代码, 帮助企业办公, 提高中小企业效率, 目前易智汇有文本生成大模型 GPT3.5、GPT4.0、GPT4vision-preview 模型以及图像生成大模型 DALL-E-2、DALL-E-3 共 5 个大模型, 最低的套餐包仅 2000 元起, 一次购买可使用 EChat、API Key、以及未来更多的 AI 产品。公司客户以中小企业为主, 截至 2024 年, 易点云累计服务了 5 万家中小企业, 在服务设备数超 130 万台, 庞大的用户数量是公司探索 AI 落地应用的良好土壤, 公司积极拓展 AI 业务, 后续有望拓展第二曲线。

图15: 易智汇产品



资料来源: 易点云官方公众号, 东兴证券研究所

图16: EChat 产品可生成代码



资料来源: 易点云官方公众号, 东兴证券研究所

即将推出搭载 Deepseek 大模型的 AIPC 产品, 赋能中小企业 AI 应用能力。2025 年 2 月 13 日建议明确年份, 公司官方公众号称, 即将推出 3 款支持 DeepSeek 大模型的 AI PC 产品, 这 3 款 AI PC 不仅从性能上支持 DeepSeek, 还将为企业本地部署 DeepSeek, 让企业以租赁的形式低成本、轻资产、一站式的使用终端 AI 产品。在公司即将上线的 AI PC 中, 有两款是来自 AH21 系列的高性能主机, 其中 i5-14400F、RTX3050 显卡的 AH21 全面部署 DeepSeek-R1-1.5B, OTPS 为 30~40 tokens/秒, 支持轻量问答、文档处理、基础客服等场景; i7-14700F、RTX4060 显卡的 AH21 全面部署 DeepSeek-R1-7B, OTPS 为 18~25 tokens/秒, 支持合同解析、代码辅助、知识检索等场景。还有 1 款专为大模型场景研发的“极智 AI 工作站”旗舰版 AP21, 搭载 Intel i9-14900KF 处理器、NVIDIA RTX 5080 显卡, 深度融合 DeepSeek-R1-32B, 实现 40+ tokens/s 的流畅生成速度, 较传统 CPU 方案提升 600%, 高并发推理、多模态研发、复杂决策等场景可用。

图17: AH21 主机实拍



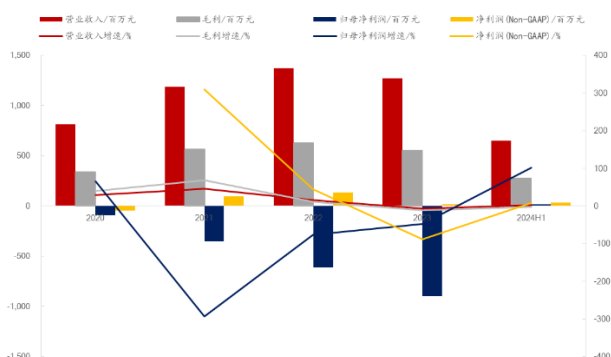
资料来源: 易点云官方公众号, 东兴证券研究所

3. 业绩及核心业务数据企稳, 伴随下游复苏有望回暖

营收及净利润企稳回暖, 伴随经济复苏下游需求有望恢复。从整体业绩来看, 2020-2023 年及 2024H1 公司营收分别为 8.13、11.84、13.72、12.70 及 6.47 亿元, 同比增速分别为+28.58%、+45.58%、+15.89%、-7.37%和+1.72%; 毛利润分别为 3.37、5.65、6.27、5.52 和 2.77 亿元, 同比增速分别为+40.3%、+67.7%、+10.85%、-11.84%和-2.05%; 归母净利润分别为-0.09、-3.48、-6.12、-9.01 和 0.16 亿元, 同比增速分别为+65.29%、-293.75%、-75.63%、-47.26%和 101.87%; Non-GAAP 分别为-0.45、0.93、1.35、0.15 和 0.31 亿元, 2021-2024H1 同比增速分别为+309.96%、44.62%、-88.75%和 8.42%。公司客户以中小客户为主, 2022-2023 年受宏观经济影响, 中小企业 IT 支出有所收缩, 公司营收及归母净利润有所下降, 伴随经济回暖下游需求有望恢复。

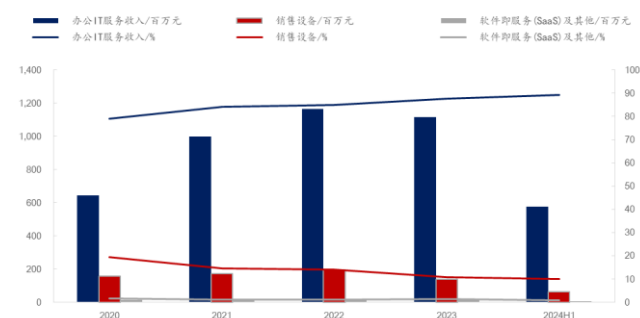
按公司业务划分来看, 2023 年公司办公 IT 服务、销售设备及 SAAS 服务营收分别为 11.16、1.38 和 0.17 亿元, 营收占比分别为 87.8%、10.9%和 1.31%; 2024 年 H1 公司办公 IT 服务、销售设备及 SAAS 服务营收分别为 5.77、0.64 和 0.06 亿元, 营收占比分别为 89.18%、9.91%和 0.92%, 办公 IT 服务及销售设备仍为公司的主要营收来源。

图18: 2020-2023 年及 2024H1 公司营收等核心财务数据



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图19: 2020-2023 年及 2024H1 公司分业务营收及占比

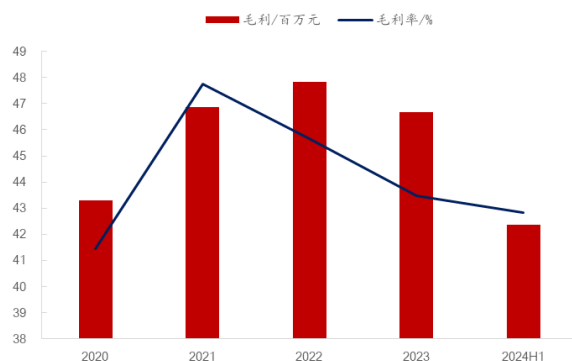


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

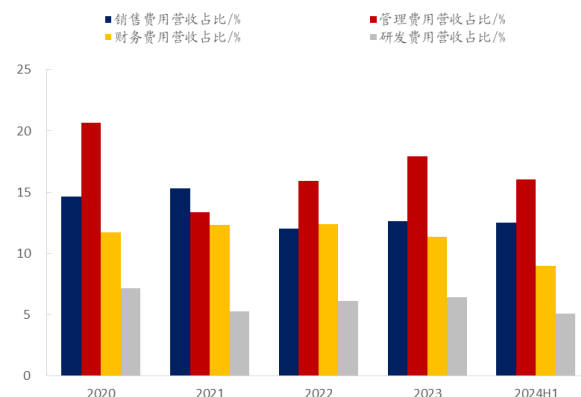
毛利率有所承压, 费用呈现刚性。从毛利润绝对值来看, 2020-2023 年及 2024H1 毛利润分别为 3.37、5.65、6.27、5.52 和 2.77 亿元, 同比增速分别为+40.3%、+67.7%、+10.85%、-11.84%和-2.05%; 从毛利率水平来看, 2020-2023 年及 2024H1 公司毛利率分别为 41.45%、47.75%、45.67%、43.47%和 42.82%, 2021 年开始毛利率水平有所下降。从费用营收占比来看, 2020-2023 年及 2024H1 公司销售费用营收占比分别为 14.64%、15.29%、12.01%、12.6%和 12.48%, 管理费用营收占比分别为 20.69%、13.34%、15.91%、17.91%和 16.05%, 财务费用营收占比分别为 11.73%、12.35%、12.36%、11.36%和 8.95%, 研发费用营收占比分别为 7.13%、5.24%、6.12%、6.43%和 5.1%, 公司 2024 年费用水平有所上升。公司毛利率承压及费用刚性原因均为受宏观经济影响下游需求收缩, 伴随经济企稳回暖毛利率水平有望回升、费用占比有望下降。

图20: 2020-2023 年及 2024H1 公司毛利润及毛利率

图21: 2020-2023 年及 2024H1 公司费用营收占比



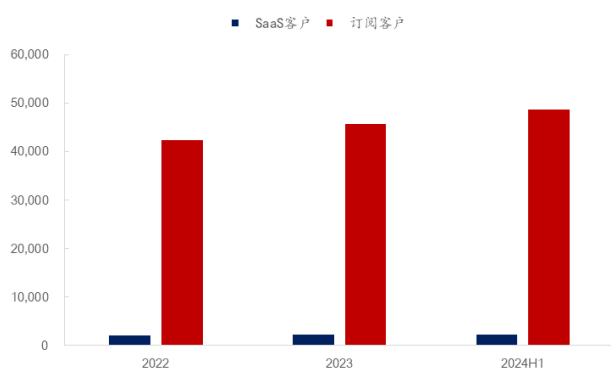
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

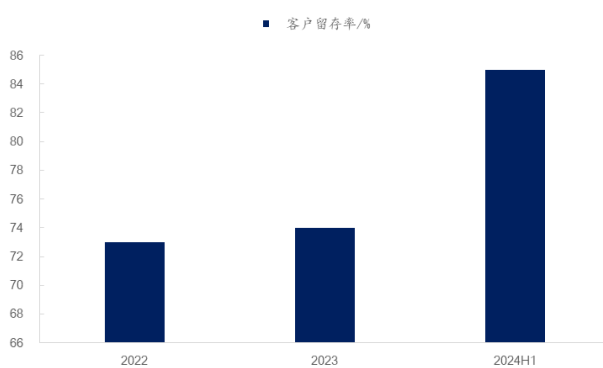
核心业务数据有所回暖。2022-2023 年及 2024H1 公司 ARPU 值分别为 2293、2032 和 1974 元 (2022 年数据由年报披露数据除以 12 个月所得); 订阅设备数分别为 109.29、118.75 和 130.72 万台, 分期付款购买设备数分别为 2.26、1.74 和 2.25 万台, 再制造设备分别为 73.97、84.04 和 43.88 万台; SaaS 客户数分别为 2060、2127 和 2118, 订阅客户数分别为 42343、45757 和 48705; 客户留存率分别为 73%、74%和 85%。从以上核心业务数据来看, 订阅设备数、购买设备数、订阅客户数和客户留存率等数据均有所回暖, ARPU 值和 SaaS 客户数尚未完全恢复, 主要系伴随下游需求回暖, 客户需求量有所提升, 但单价仍未回升, 后续伴随经济持续复苏, 相关业务数据有望改善。

图22: 2022-2023 年及 2024H1 公司 ARPU 值



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

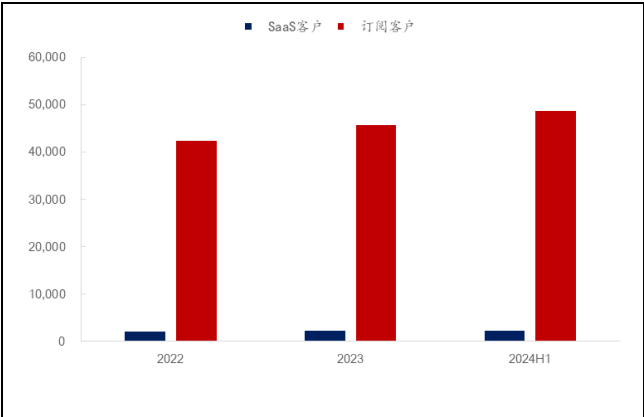
图23: 2022-2023 年及 2024H1 公司订阅/再制造等设备数



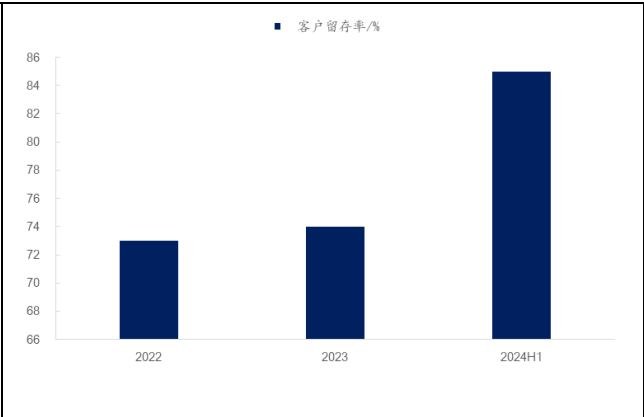
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图24: 2022-2023 年及 2024H1 公司客户数

图25: 2022-2023 年及 2024H1 客户留存率



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值情况

办公 IT 服务收入方面, 伴随下游需求回暖, 下游客户 IT 支出有望回升, 预计 2024-2026 年公司业务收入同比增长分别为 8%、10%、12%, 对应营业收入分别为 1,204.93、1,325.43 和 1,484.48 百万元;

销售设备方面, 预计 2024 下降幅度有所缩小, 且 2025 年有望逐步恢复正向增长, 预计 2024-2026 年公司收入同比增长分别为 0%、3%、5%, 对应营业收入分别为 124.62、125.87 和 132.16 百万元;

SaaS 服务方面, 预计 2024-2026 年增速分别为 0%、10%和 20%;

则公司 2024-2026 年营收预计分别为 1,359.99、1,486.30 和 1,656.13 百万元, 同比增长分别为 7.02%、9.29% 和 11.43%。

毛利率方面, 考虑到公司下游客户需求刚刚回升, 预计 2024-2026 年毛利率分别为 43%、44%和 44.5%, 有望逐步恢复;

归母净利润方面, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.82、1.14 和 1.49 亿元。

业绩扭亏为盈, 企稳回暖。2025 年 2 月 19 日, 公司发布正面盈利预告, 预计 2024 财年实现营业收入 13.5-14 亿元, 同比增长 6.2%-10.2%; 预计实现经调整净利润 0.75-0.85 亿元, 同比增长 493.0%-558.7%。

估值方面, 考虑到公司以提供办公 IT 综合解决方案为主, 因此选取港股联想集团及金蝶国际作为对比公司, 以 2023 年财务数据、2025 年 2 月 19 日收盘数据为基准, 联想集团 PS 估值为 0.35 倍、PE 估值为 16.87 倍; 金蝶国际 PS 估值为 9.12 倍、PE 估值不适用 (为负值)。以公司最新业绩预告为基准, 公司 PS 值为 1.2-1.24 倍、PE 估值为 19-22 倍, 处于合理估值。

综上, 公司系办公 IT 综合服务龙头企业, 凭借办公云+规模化优势+再制造能力等夯实公司核心壁垒, 伴随行业渗透率提升公司有望受益。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 0.82、1.14 和 1.49 亿元, 对应 EPS 分别为 0.14、0.20 和 0.26 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 20、15 和 11 倍。给予“推荐”评级。

5. 风险提示

经济复苏不及预期风险、下游客户中小企业需求恢复不及预期风险、公司业务拓展不及预期风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	578.01	560.18	527.90	611.98	668.83	745.28	1183.75	1371.89	1270.74	1359.95	1486.29
应收账款	115.29	115.02	130.27	128.63	140.58	156.65	618.53	745.35	718.39	775.17	832.32
预付款项、按金及其他应	23.34	85.18	178.26	100.68	110.03	122.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	181.04	164.71	160.07	180.87	196.19
存货	3.89	3.93	1.60	3.56	3.83	4.23	157.89	218.24	227.63	221.67	252.67
其他流动资产	87.89	15.30	258.26	289.53	293.51	298.86	146.24	169.60	144.41	99.27	90.28
流动资产总计	808.42	779.60	1096.30	1134.37	1216.77	1327.61	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	80.06	74.00	20.24	82.97	114.83
无形资产	411.10	495.87	503.26	419.38	335.50	251.63	-431.08	-720.27	-922.62	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-351.02	-646.27	-902.38	82.97	114.83
其他非流动资产	1890.74	1762.12	1712.32	1712.32	1712.32	1712.32	-2.78	-34.66	-1.75	0.83	1.15
非流动资产合计	2301.84	2257.99	2215.58	2131.70	2047.83	1963.95	-348.25	-611.61	-900.64	82.14	113.68
资产总计	3110.26	3037.59	3311.87	3266.08	3264.60	3291.56	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1236.67	1083.76	852.05	675.47	520.84	344.15	-348.25	-611.61	-900.64	82.14	113.68
应付账款	63.80	103.71	61.58	84.75	91.00	100.50	97.24	-79.97	-340.00	266.11	288.98
其他流动负债	322.67	352.17	339.47	364.95	398.17	443.30	227.91	269.16	166.12	203.06	229.54
流动负债合计	1623.14	1539.64	1253.10	1125.17	1010.01	887.95	-0.60	-1.06	-1.56	0.14	0.20
长期借款	394.80	320.59	667.77	667.77	667.77	667.77					
其他非流动负债	2407.57	3087.72	159.02	159.02	159.02	159.02					
非流动负债合计	2802.37	3408.31	826.79	826.79	826.79	826.79					
负债合计	4425.51	4947.94	2079.89	1951.95	1836.79	1714.73					
股本	0.04	0.04	0.20	1000.20	2000.20	3000.20	0.46	0.16	-0.07	0.07	0.09
储备	-1315.29	-1910.39	1231.79	231.79	-768.21	-1768.21	-27.85	-1.33	-0.59	1.24	0.13
留存收益	0.00	0.00	0.00	82.14	195.82	344.84	-0.57	-1.82	-3.25	1.78	0.09
归属于母公司股东权益	-1315.25	-1910.35	1231.99	1314.12	1427.80	1576.83	-2.94	-0.76	-0.47	1.09	0.38
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
权益合计	-1315.25	-1910.35	1231.99	1314.12	1427.80	1576.83					
负债和权益合计	3110.26	3037.59	3311.87	3266.08	3264.60	3291.56					
现金流量表 (百万元)						主要财务比率					
2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	79.42	70.03	20.20	82.14	113.68	149.03	营收增长率	0.46	0.16	-0.07	0.07
折旧与摊销	302.03	396.70	417.97	83.88	83.88	83.88	EBIT增长率	-27.85	-1.33	-0.59	1.24
财务费用	146.24	169.60	144.41	99.27	90.28	81.33	EBITDA增长率	-0.57	-1.82	-3.25	1.78
其他经营资金	-734.78	-40.78	-283.93	94.64	13.92	20.23	税后利润增长率	-2.94	-0.76	-0.47	1.09
经营性现金净流量	-207.09	595.55	298.66	359.92	301.76	334.46	盈利能力				
投资性现金净流量	86.28	1.48	-214.11	0.00	0.00	0.00	毛利率	0.48	0.46	0.43	0.43
筹资性现金净流量	-47.08	-636.06	-101.68	-275.85	-244.91	-258.02	净利率	-0.29	-0.45	-0.71	0.06
现金流量净额	-167.88	-39.03	-17.13	84.07	56.85	76.45	ROE	0.26	0.32	-0.73	0.06
							ROA	-0.11	-0.20	-0.27	0.03
							ROIC	-1.35	0.99	-0.33	0.07
							估值倍数				
							P/E	-4.81	-2.74	-1.86	20.38
							P/S	1.41	1.22	1.32	1.23
							P/B	-1.27	-0.88	1.36	1.17
							股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
							EV/EBIT	-7.75	-2.95	-1.68	21.88
							EV/EBITDA	16.31	-17.56	-3.75	14.98
							EV/NOPLAT	6.96	5.22	7.67	22.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	计算机行业：国家数据集团或将成立，数据要素产业再迎催化—数据要素行业动态追踪	2025-02-14
行业普通报告	计算机行业：苹果与阿里或开展合作，国产 AI 能力再获认可—人工智能行业动态追踪	2025-02-13
行业普通报告	计算机行业：DeepSeek 提振国产大模型信心，有望促进 AI 行业发展—人工智能动态跟踪	2025-02-06
行业深度报告	计算机行业 2025 年投资展望：信创、AI 应用构投资主线，新质生产力领域具结构机会—2025 年投资展望	2024-12-31
行业深度报告	如何看待华为盘古大模型 5.0？—科技龙头巡礼专题（一）	2024-11-17
行业深度报告	端侧智能行业：人工智能重要应用，产品落地爆发在即—人工智能系列报告	2024-09-27
行业深度报告	计算机行业：英伟达成长启示录：保持远见、不断奔跑，用心打好逆风球—海外硬科技龙头复盘研究系列（十一）	2024-09-06
行业普通报告	计算机行业：“小鹏图灵”流片，华为引望智能上半年扭亏为盈—汽车智能化板块动态追踪	2024-08-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘蒙

计算机行业分析师, 清华五道口金融硕士。2020 年加入东兴证券, 2021 年新浪财经金麒麟计算机行业新锐分析师团队核心成员, 主要覆盖数字经济、信创、信息安全、人工智能等细分领域。

张永嘉

计算机行业分析师, 对外经济贸易大学金融硕士, 2021 年加入东兴证券, 主要覆盖基础软件、数据要素、金融 IT、汽车智能化等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526