

# 卓易信息 (688258.SH)

## 固件主意为本, AI+IDE 腾飞在即

### 核心观点:

- **卓易信息: 固件业务龙头, 发力 AI 赋能 IDE。** 公司为固件业务龙头, 是国内少数具备 X86、ARM、MIPS 等多架构 BIOS 及 BMC 固件开发能力的厂商, 其核心产品可深度匹配国产自主可控芯片的云计算设备固件配套需求, 近年来积极发力三大业务共振, 驱动基本面向上。
- **艾普阳: IDE 领域技术积累深厚, AI 应用打开新成长曲线。** 艾普阳公司在 IDE 领域拥有 10 年左右的技术积累和产品打磨, 其凭借低代码、智能化的特点, SnapDevelop 将开发效率提升至传统方法的 2-3 倍, 并且针对鸿蒙系统有所优化, 已具备较强的产品竞争力。2025 年之后, SnapDevelop 等产品的商业化落地有望推动公司营收实现快速增长。
- **鸿蒙业务: 有望催生新兴业务空间。** 鸿蒙系统剑指全球第三大操作系统, 2024 年正式发布 HarmonyOS NEXT, 全面取代 Linux 内核, 鸿蒙生态迎来历史新突破。从卓易信息来看, IDE 国产化需求客观存在, 公司是国内少数具备从底层代码开始自主研发完整 IDE 体系的厂商之一, 有望基于鸿蒙生态催生新兴业务空间。
- **固件业务: 格局稳定, 业绩稳中有进。** 公司固件包括 BIOS 以及 BMC 两大类产品, 从市场格局来看, 公司为固件领域全球四大主要参与者之一, 受益于 AI 浪潮驱动下服务器出货量放量趋势, 同时公司在信创领域具备独特优势, 公司具备相应的适配所有主流国产芯片平台的开发能力, 受益于后续信创 PC、服务器放量前景。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2025-2027 年公司营收为 4.0/5.7/8.3 亿元, 归母净利润 0.8/1.9/3.0 亿元。综合考虑行业地位、竞争优势、需求前景以及 IDE 稀缺性等因素, 我们给予公司 2026 年 100 倍合理 PE 估值, 对应合理价值 155.96 元/股, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示。** 市场竞争风险; 新产品推进不及预期风险; 国产替代不及预期风险。

### 盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	320	323	400	571	828
增长率 (%)	13.5%	1.0%	23.8%	42.7%	45.0%
EBITDA	67	85	133	241	355
归母净利润	56	33	83	189	299
增长率 (%)	10.1%	-41.5%	152.5%	128.0%	58.3%
EPS (元/股)	0.65	0.27	0.68	1.56	2.47
市盈率 (P/E)	76.6	127.6	204.9	89.8	56.8
ROE (%)	5.4%	3.9%	9.2%	18.3%	24.0%
EV/EBITDA	61.9	51.7	129.0	70.8	47.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

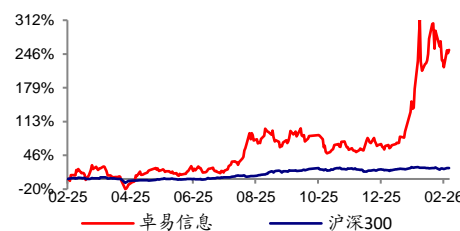
增持

当前价格	140.22 元
合理价值	155.96 元
报告日期	2026-02-11

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	121.14/121.14
总市值/流通市值 (百万元)	16987/16987
一年内最高/最低 (元)	164.00/31.95
30 日日均成交量/成交额 (百万)	8.47/1218.45
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	125.70/98.46

### 相对市场表现



分析师: 刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002  
SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师: 吴祖鹏



SAC 执证号: S0260521040003



wuzupeng@gf.com.cn

分析师: 周源



SAC 执证号: S0260523040001



0755-23948351



shzhouyuan@gf.com.cn

请注意, 吴祖鹏, 周源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

## 目录索引

一、卓易信息：固件业务龙头，发力 AI 赋能 IDE.....	4
二、三大业务共振，驱动基本面向上.....	6
（一）艾普阳：IDE 领域技术积累深厚，AI 应用打开新成长曲线.....	6
（二）鸿蒙业务：有望催生新兴业务空间.....	12
（三）固件业务：格局稳定，业绩稳中有进.....	14
三、盈利预测和投资建议.....	17
四、风险提示.....	19

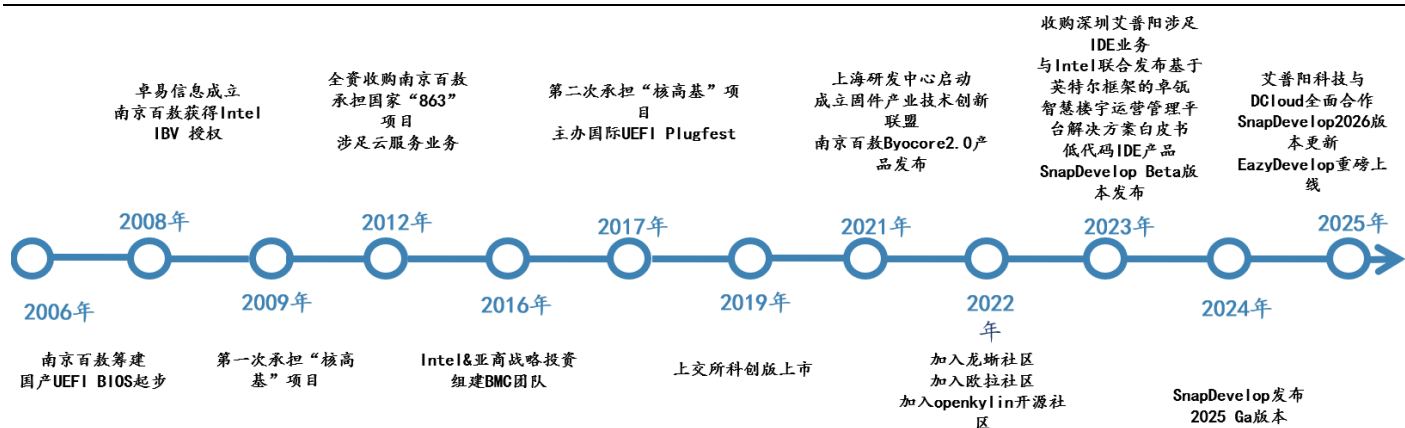
## 图表索引

图 1: 卓易信息历史沿革.....	4
图 2: 卓易信息营收结构.....	4
图 3: 2021-2025H1 卓易信息营业收入.....	5
图 4: 2021-2025H1 卓易信息归母净利润.....	5
图 5: 公司毛利率.....	5
图 6: 公司期间费用率.....	5
图 7: 艾普阳科技发展历史.....	6
图 8: PowerBuilder 软件界面.....	7
图 9: SnapDevelop 软件界面.....	7
图 10: SnapDevelop 中选择 AI 大模型配置界面.....	8
图 11: SnapDevelop 中通过自然语言生成代码界面.....	8
图 12: 2023-2025H1 艾普阳科技营收.....	9
图 13: 2023-2025H1 艾普阳科技净利润及净利率.....	9
图 14: 安卓、苹果 iOS、鸿蒙 OS 在中国市场份额变化趋势.....	13
图 15: 2025 年 11 月卓易信息受邀出席高规格华为鸿蒙研讨会.....	14
图 16: 全球 PC 出货量.....	16
图 17: 全球服务器出货量.....	16
图 18: 南京百教（固件业务主体）2020-2025H1 业绩.....	16
表 1: 卓易信息 2025 年限制性股票激励计划（草案）首次授予的限制性股票考核目标.....	9
表 2: 艾普阳 IDE 产品潜在市场空间测算（单位：亿元）.....	10
表 3: AI 辅助编程工具对比.....	11
表 4: HarmonyOS、HarmonyOS NEXT、OpenHarmony 三者的联系与区别.....	12
表 5: 卓易信息固件业务产品.....	15
表 6: 卓易信息与 BIOS 固件主要参与者比较.....	15
表 7: 卓易信息分业务预测表（单位：百万元）.....	17
表 8: 可比公司估值情况（市值统计截止 2026.2.11）.....	18

## 一、卓易信息：固件业务龙头，发力 AI 赋能 IDE

卓易信息为固件业务龙头，发力AI赋能IDE。公司成立于2008年5月，2019年科创板上市，是国内少数具备 X86、ARM、MIPS等多架构BIOS及BMC固件开发能力的厂商，其核心产品可深度匹配国产自主可控芯片的云计算设备固件配套需求，填补了国内相关领域的技术空白，目前公司已构建起覆盖云计算设备核心固件及云平台的全链条自主知识产权体系，业务聚焦云计算设备厂商与政企客户。

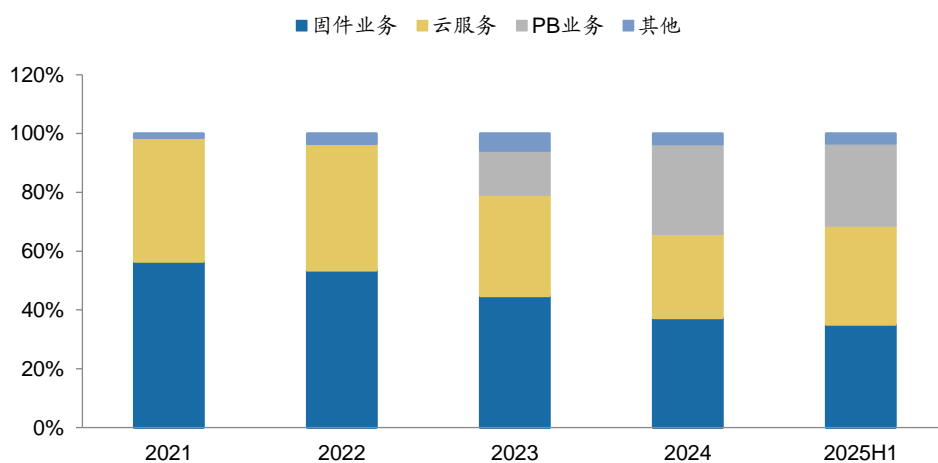
图 1：卓易信息历史沿革



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司的主营业务是为客户提供云计算设备核心固件业务、云服务业务及PB业务。其中PB业务主要指的是PowerBuilder、PowerServer等产品与服务，2025上半年，云计算设备核心固件、云服务及PB业务在总营业收入中占比为35%、34%、28%。

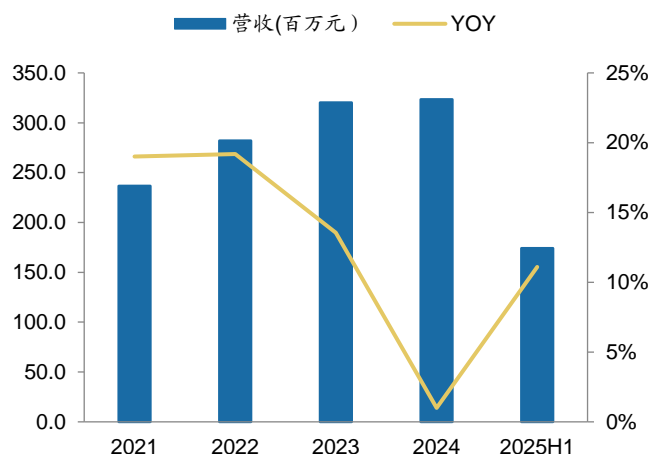
图 2：卓易信息营收结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

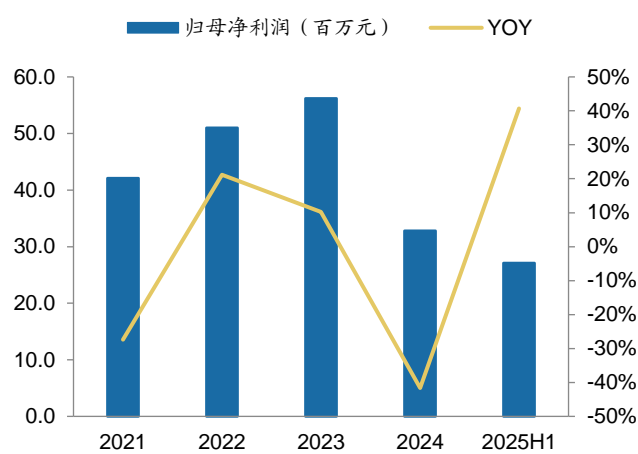
**2025年以来公司业绩快速增长。**从历史来看，2024年公司归母净利润为3284万元，同比下降71%。2025年上半年实现营业收入1.74亿元，同比增长11.07%；实现归母净利润0.27亿元，同比增长40.66%，实现扣非归母净利润0.21亿元，同比增长323.58%。

图 3: 2021-2025H1卓易信息营业收入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 2021-2025H1卓易信息归母净利润

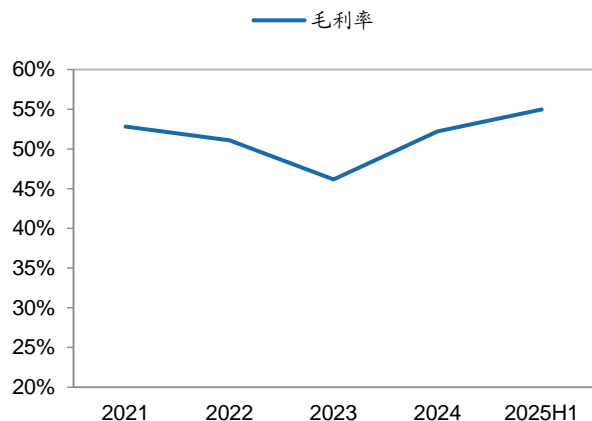


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**毛利率2023年触底回升，持续向上。**2021年以来，公司毛利率呈“V”字走势，2023年毛利率见底，主要是云计算核心设备固件业务毛利率同比减少7.48个百分点。后续随着固件业务与 AI 编程平台成熟，高毛利业务占比提升，毛利率有望稳中有进。

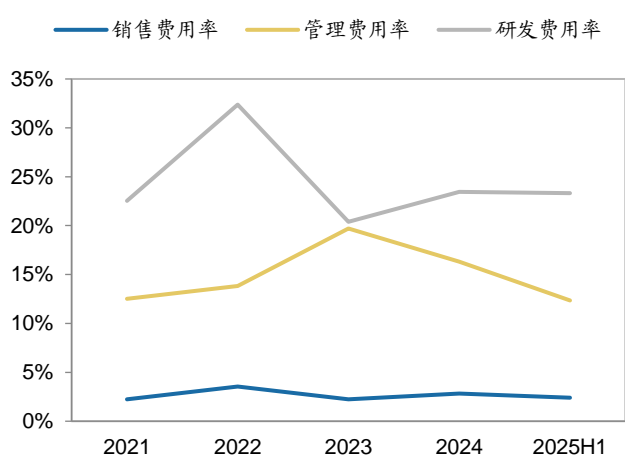
**公司期间费用率整体呈下降趋势。**2023年，公司销售费用率下降明显主要是处置子公司卓易文化导致广告费下降，管理费用率提升明显主要是职工薪酬及股份支付费用增加。2024年，公司销售费用率同比提升主要是职工薪酬及咨询顾问费增加，管理费用率下降明显主要是股份支付费用减少，财务费用增加明显主要是银行贷款增加，研发费用率提升主要是加大研发投入。2025年以来公司销售费用和管理费用均有所下降，随着公司整体经营规模的扩大，公司期间费用未来有望逐步下降。

图5: 公司毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 公司期间费用率



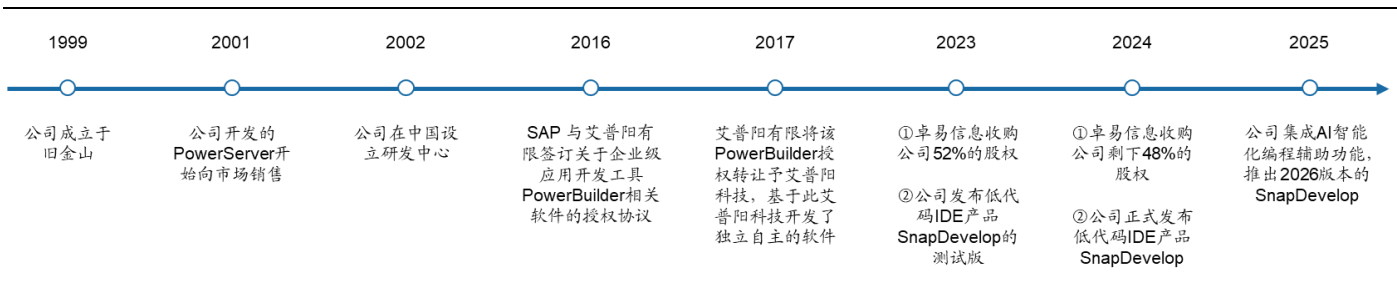
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、三大业务共振，驱动基本面向上

### （一）艾普阳：IDE 领域技术积累深厚，AI 应用打开新成长曲线

艾普阳公司在IDE领域技术积累深厚，积极拥抱AI大模型技术。艾普阳于1999年在旧金山成立，早期产品PowerServer可以便捷化、低成本的将客户端服务器（C/S）架构的应用软件转换为适配互联网的Web程序。2017年，基于SAP关于PowerBuilder相关软件的授权协议，艾普阳开发了个可视化、多特性的数据库集成开发环境（IDE），并持续迭代PowerBuilder产品，该产品已成为公司营收贡献的主力。公司从2018年开始投入研发面向.NET开发者的IDE工具SnapDevelop，并分别于2023年底发布测试版本，2024年6月发布正式GA版本。2025年，公司将AI大模型功能集成在低代码设计和编码流程中，推出了“IDE+AI”的代码编译器SnapDevelop 2026版本。公司在IDE领域拥有10年左右的技术积累和产品打磨，在AI赋能下，其IDE产品竞争力进一步增强，为其商业化拓展奠定坚实基础。

图 7：艾普阳科技发展历史

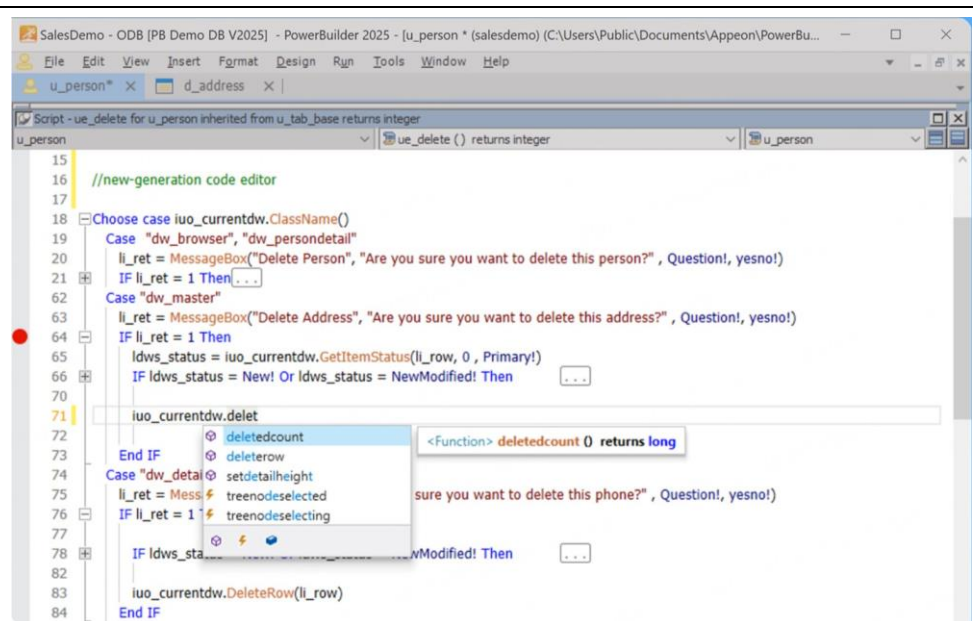


数据来源：艾普阳官网、卓易信息财报，广发证券发展研究中心

艾普阳营收主力PowerBuilder产品的主要客户群体是海外企业。PowerBuilder基于PowerScript语言，支持面向对象技术，保证应用程序的可靠性。其主要特色为数据窗口功能，能够直观方便地对数据库进行各种操作，适用于管理信息系统的开发。自2017年艾普阳推出PowerBuilder产品后，持续商业拓展，给公司贡献营收比例较大。PowerBuilder产品的客户主要为政府、银行及大型企业，包括埃克森美孚、麦克森公司、英国石油公司、三菱商事株式会社、三星电子等财富500强企业。

根据卓易信息财报，截止2024年底，该产品存量用户数约5-7万，其中约1.6万客户目前为艾普阳付费用户。由于PowerScript语言在海外用户群体较多，因此PowerBuilder产品的主要客户是海外企业。该产品主要按年进行收费，根据提供功能不同，PowerBuilder有两档收费标准，分别是895美元/年和1595美元/年。

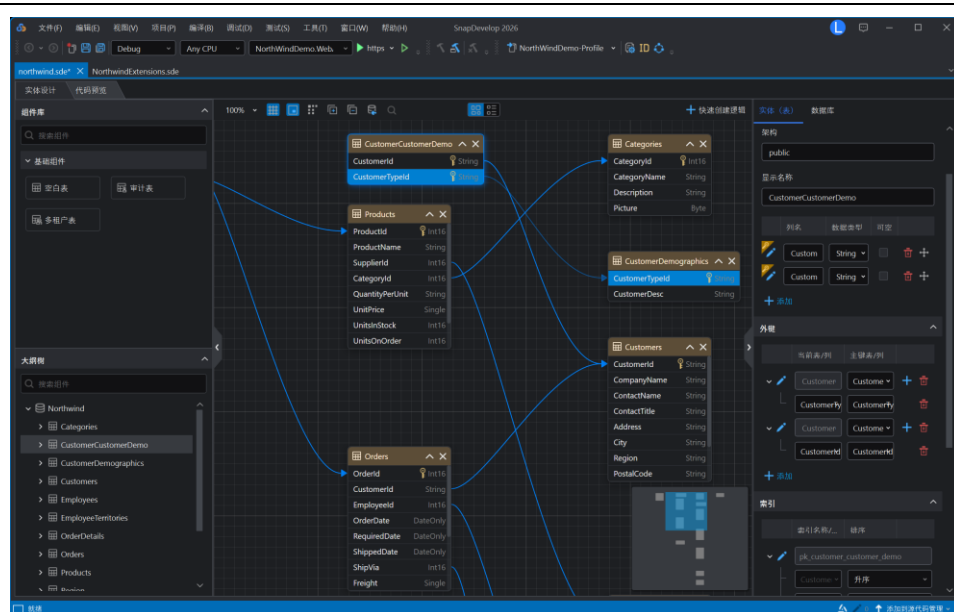
图 8: PowerBuilder软件界面



数据来源：艾普阳科技官网，广发证券发展研究中心

**SnapDevelop主打低代码和可视化能力，实现与Visual Studio的差异化竞争。** SnapDevelop是艾普阳科技自主研发的面向.NET开发者的IDE工具。 .Net应用不再局限于Windows系统，而是可以在Web端、手机app和小程序端、 Docker容器以及云端运行的程序，更加符合当前程序应用场景发展的趋势。此外， SnapDevelop主打的低代码能力，配备视图、实体等多款可视化设计器，不仅支持拖拽方式完成前端界面设计，还提供可视化方式来定义数据模型、业务逻辑与API。总体而言， SnapDevelop的可视化设计提效功能贯穿全开发流程，通过多维度设计工具与智能机制，提升研发效率。 SnapDevelop产品主要按年进行收费，2026版本的原价为3800元/年，当前处于推广期，折扣价为2660元/年。

图 9: SnapDevelop软件界面

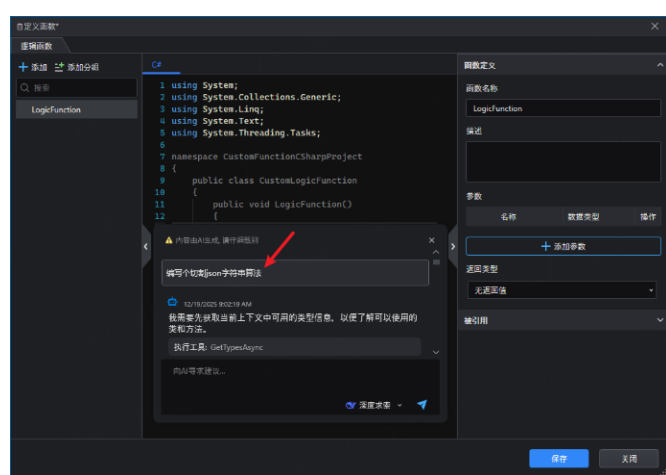
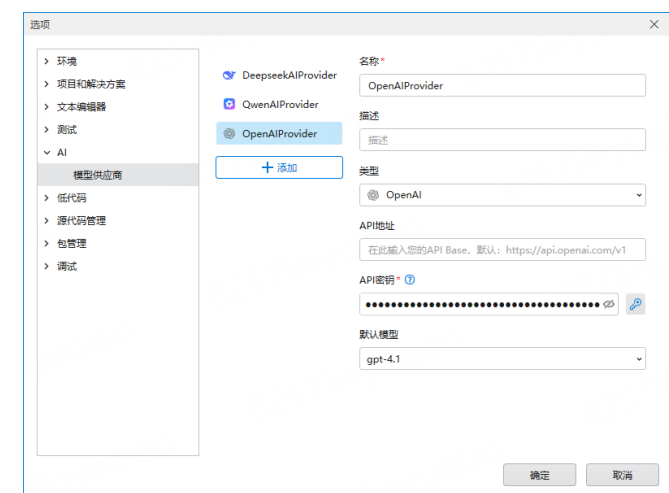


数据来源：艾普阳科技官网，广发证券发展研究中心

**SnapDevelop 2026版本接入AI大模型，智能化能力大幅增强。**2025年8月，艾普阳发布了SnapDevelop 2026版本，接入DeepSeek、豆包、通义千问、Kimi、GPT系列等AI大模型，不仅提供代码生成和补全功能，还支持智能体的配置与管理。程序员与AI大模型通过多轮交互，辅助需求分析、设计建模与编码开发等环节。AI智能体也较好的赋能实体、逻辑与视图设计等低代码功能，自动生成表结构、字段关系与数据结构，提升建模与规则编写效率。此外，SnapDevelop 2026版还提供面向鸿蒙系统的项目设计与开发能力。用户可凭借AI智能体能力，生成鸿蒙系统原生前端应用代码。总体而言，凭借低代码、智能化的特点，SnapDevelop将开发效率提升至传统方法的2-3倍，并且针对鸿蒙系统有所优化，已具备较强的产品竞争力。

图 10: SnapDevelop中选择AI大模型配置界面

图 11: SnapDevelop中通过自然语言生成代码界面



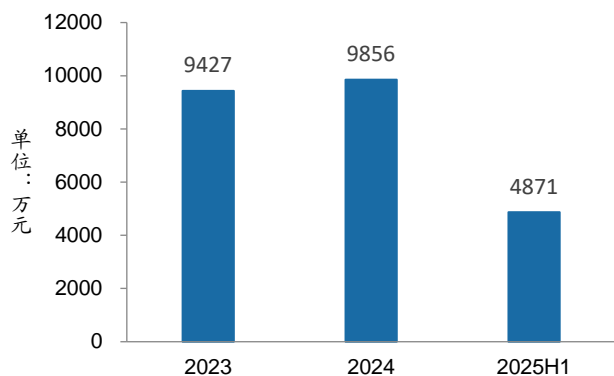
数据来源：艾普阳科技官网，广发证券发展研究中心

数据来源：艾普阳科技官网，广发证券发展研究中心

**2025年后，艾普阳营收增长有望提速。**根据卓易信息财报，2024年，艾普阳公司营收9856万元，同比增长4.6%。艾普阳主力产品PowerBuilder主要面临存量市场，增长相对稳定。2024年，卓易信息在完成艾普阳的全资收购后，积极开拓国内渠道，不仅与国内开发者服务头部平台DCloud达成全面合作，也通过对国产仓颉语言的支持，积极开拓医疗等行业客户。此外，SnapDevelop产品正式版自2024年推出后，在2025年也有望贡献一定比例收入。2025年之后，一方面，SnapDevelop等产品开始贡献营收；另一方面，国内业务的拓展给公司带来新的营收增量。基于此，我们可以预期2025年后艾普阳营收增速有望提升。

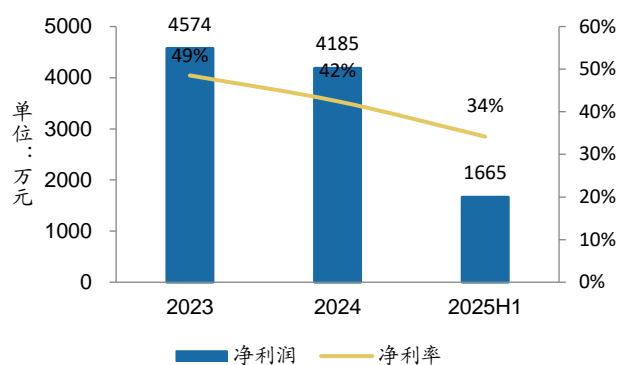
**公司产品是标准化的软件，毛利率较高，但短期净利率水平或受研发投入的影响。**公司开发的PowerBuilder和SnapDevelop产品都是标准化的软件产品，其主要面向程序开发人员使用，无需投入实施和部署等额外人力，因此公司毛利率较高。根据艾普阳财务报告，2023年和2024年1-7月，公司毛利率分别为80.9%和81.2%。另一方面，公司也在积极推进SnapDevelop对云原生、鸿蒙原生开发的支持，并计划适配Java和Python等新的编程语言。相应功能的开发需要更多研发投入，或对其净利率有一定影响。2025年上半年，艾普阳净利润为1665万元，净利率为34%。2025年上半年公司的净利率较2024年有所减少。

图 12: 2023-2025H1艾普阳科技营收



数据来源: 卓易信息财报, 广发证券发展研究中心

图 13: 2023-2025H1艾普阳科技净利润及净利率



数据来源: 卓易信息财报, 广发证券发展研究中心

**股权激励目标凸显公司IDE业务发展信心。**2025年5月, 卓易信息发布股权激励计划, 其业绩考核目标主要针对IDE业务的发展。该激励计划定下的业绩考核目标反映了公司对IDE业务商业化落地取得快速发展的信心, 而这是建立在其产品性能以及下游客户认可度稳步提升的基础上的。本激励计划激励对象考核年度为2025-2027年三个会计年度, 各年度业绩考核目标如下:

表 1: 卓易信息2025年限制性股票激励计划(草案)首次授予的限制性股票考核目标

考核年度	业绩考核目标A	业绩考核目标B
	公司层面归属比例为100%	公司层面归属比例为70%
2025年	同时满足以下条件: 1. 2025年IDE业务营业收入不低于1.45亿元或2025年IDE业务考核利润不低于6500万元。 2. 截至2025年末IDE业务付费用户数累计不低于2.5万人。	同时满足以下条件: 1. 2025年IDE业务营业收入不低于1.311亿元或2025年IDE业务考核利润不低于5899.5万元。 2. 截至2025年末IDE业务付费用户数累计不低于1.75万人。
2026年	同时满足以下条件: 1. 2026年IDE业务营业收入不低于2.8亿元或2026年IDE业务考核利润不低于1.4亿元。 2. 截至2026年末IDE业务付费用户数累计不低于15万人。	同时满足以下条件: 1. 2026年IDE业务营业收入不低于2.25亿元或2026年IDE业务考核利润不低于1.125亿元。 2. 截至2026年末IDE业务付费用户数累计不低于10.5万人。
2027年	同时满足以下条件: 1. 2027年IDE业务营业收入不低于5亿元或2027年IDE业务考核利润不低于3亿元。 2. 截至2027年末IDE业务付费用户数累计不低于25万人。	同时满足以下条件: 1. 2027年IDE业务营业收入不低于3.8亿元或2027年IDE业务考核利润不低于2.28亿元。 2. 截至2027年末IDE业务付费用户数累计不低于17.5万人。

数据来源: 《江苏卓易信息科技股份有限公司 2025 年限制性股票激励计划(草案)》, 广发证券发展研究中心

为测算艾普阳IDE产品潜在市场空间, 我们进行以下假设:

(1) 根据卓易信息财报，当前SnapDevelop支持C#语言面向.Net应用的开发，未来计划支持Java和Python两种编程语言的编译。根据JetBrains官网，全球C#、Java和Python三种语言相关的程序开发者有1596万人。再结合到PowerBuilder产品5-7万开发者，SnapDevelop和PowerBuilder两款产品潜在客户群体有1600万人。一方面，公司开发出支持Java和Python两种语言的SnapDevelop版本需要一定时间；另一方面，C#、Java、Python等主流编程语言相关程序开发人员仍在持续增长。我们假设，艾普阳IDE产品面对的潜在客户群体在1200万人至2100万人之间。

(2) 根据卓易信息财报，PowerBuilder作为成熟的用于快速开发客户端软件的开发工具，目前属于稳定存量市场。据统计，截止2024年底，该产品存量用户数约5-7万，其中约1.6万客户目前为艾普阳付费用户。由此测算出PowerBuilder产品2024年底的付费率约23%-32%。参考此数据，我们假设艾普阳IDE产品的付费率为24%-32%。

(3) 根据艾普阳科技官网，SnapDevelop产品原价3800元/年/人，当前折扣价为2660元/年/人。参考此价格，我们假设艾普阳IDE产品的价格为3000元/年/人。

基于以上假设，我们对艾普阳IDE产品潜在市场空间进行敏感性分析。从敏感性分析的结果来看，艾普阳IDE产品的潜在市场空间为86亿元至202亿元。

表 2: 艾普阳IDE产品潜在市场空间测算 (单位: 亿元)

潜在用户数量 产品付费率	1200 万人	1300 万人	1400 万人	1500 万人	1600 万人	1700 万人	1800 万人	1900 万人	2000 万人	2100 万人
24%	86	94	101	108	115	122	130	137	144	151
26%	94	101	109	117	125	133	140	148	156	164
28%	101	109	118	126	134	143	151	160	168	176
30%	108	117	126	135	144	153	162	171	180	189
32%	115	125	134	144	154	163	173	182	192	202

数据来源: 广发证券发展研究中心

国产AI辅助编程工具调用主流国产AI大模型，性价比较高。海外方面，以Cursor和GitHub Copilot为代表的AI代码辅助工具取得了较好的商业化效果。根据Cursor官网，Cursor公司年化收入由25年1月的1亿美元增长到25年6月的5亿美元，再增长到25年11月的10亿美元。国内方面，卓易信息、字节跳动、阿里巴巴等厂商也开发了多款AI代码辅助工具产品，其功能也逐渐由代码生成、补全、调试等基础功能，向AI自主完成从需求分析、算法设计、程序部署的全流程自动化方向发展。与海外AI辅助编程工具相比，国产AI代码辅助工具产品具有以下两个特点：

(1) 调用国产AI大模型的比例较高：Claude大模型凭借其较为优异的代码生成能力，在Cursor等海外AI代码编译器工具中的调用占有较高比例，但其在中国的商业拓展受到了政策的影响。根据Anthropic公司官网，2025年9月5日，Claude大模型的开发商Anthropic宣布立即停止向多数股权由中国资本持有的公司或其子公司提供AI大模型的服务。在这样的背景下，EazyDevelop、SnapDevelop和通义灵码等国产AI代码辅助工具产品均未调用Claude大模型，而是选择调用更多种类的国产AI大模型。

**(2) 性价比更高:** 尽管国产AI辅助编程工具在功能性上与Cursor等海外产品有一定差距,但其使用价格相对更低。Cursor当前定价有三档:20美元/月、60美元/月和200美元/月;与之相比,卓易信息的EasyDevelop产品的定价仅为40元/月和60元/月。此外,艾普阳科技的SnapDevelop产品将AI代码生成能力与既有的低代码功能融合在一起,实现了自动生成表结构、字段关系与数据结构等新功能,打造差异化竞争力,而其定价也仅2660元/年,仍低于Cursor的Pro+和Ultra版本的价格。随着国产AI代码辅助工具功能的增强和丰富,其价格上的优势有望推动用户生态和商业化落地的快速拓展。

表 3: AI辅助编程工具对比

AI 辅助编程工具	开发公司	产品功能和性能	价格	可调用的 AI 大模型
GitHub Copilot	微软	1.基于 GPT 大模型的代码补全工具,支持多语言(如 Python、JavaScript 等) 2.提供行级/函数级代码建议,但中文理解能力较弱 3.依赖插件形式,无法自动解析整个项目代码库 4.支持教育版免费试用吸引早期用户	Pro 版: 10 美元/月; Pro+版: 39 美元/月;	GPT 系列、Gemini 系列、Claude 系列、Grok 系列
Cursor	Cursor	1.基于 VS Code 的 AI 原生 IDE,支持项目级代码库理解(自动解析整个项目) 2.多模态输入:支持上传图片生成代码 3.集成主流闭源大模型 API,无需单独配置 4.支持中文回复定制及小语种 5.提供 Composer 功能实现跨文件代码修改	Pro 版: 20 美元/月; Pro+版: 60 美元/月; Ultra 版: 200 美元/月	GPT 系列、Gemini 系列、Claude 系列、DeepSeek 系列、Grok 系列、Composer 系列、o3、o4
TRAE	字节跳动	1.基于 VS Code 二次开发的 AI 编程工具,支持中文指令和上下文感知 2.智能问答、代码补全、自动编程,可自定义智能体(如数据分析专用智能体) 3.支持 #Web 实时搜索和#Doc 文档集功能 4.提供代码审查、错误检测及优化建议,响应速度快	Pro 版: 3 美元/月	GPT 系列、Gemini 系列、Kimi K2 系列、DeepSeek 系列、Grok 系列、o3
通义灵码	阿里巴巴	1.基于通义千问大模型,支持中文自然语言生成代码 2.提供单元测试生成、异常报错排查、研发智能问答 3.深度集成阿里云服务 4.支持离线使用和开源模型微调	企业标准版: 79 元/月 企业专属版: 159 元/月	DeepSeek 系列、Qwen 系列
SnapDevelop	艾普阳科技 (卓易信息全资子公司)	1.低代码平台,支持可视化设计 2.自动生成 C#/Vue 代码,符合云原生架构标准 3.集成 AI 辅助(如代码注释生成、错误诊断) 4.支持信创需求	专业版: 2660 元/年	GPT 系列、DeepSeek 系列、豆包系列、Qwen 系列、Kimi 系列
EasyDevelop	卓易信息	1. 深度支持仓颉语言,适配医疗等垂直领域系统及政务办公场景 2. 提供代码补全、错误检测、优化建议等基础 AI 功能; 3. 内置产品经理、架构师等多个智能体,多智能体协作贯穿开发全流程,覆盖需求分析到测试部署; 4. 内置 20 多个行业模板,适配金融风控、设备巡检等场景.	白银团队: 40 元/月; 黄金团队: 60 元/月。 在基础费用之上,根据用户请求的 Tokens、内存、数据库和知识库等资源再收额外费用	DeepSeek 系列、GLM 系列、Qwen 系列、Kimi 系列、BGE 系列

数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

国产AI大模型性能的提升有望推动AI应用的商业化落地。当前以Cursor、GitHub Copilot为代表的AI辅助编程工具已体现出较好的商业化落地效果。而以DeepSeek为代表的国产AI大模型持续提升代码生成能力的驱使下，SnapDevelop、EasyDevelop等国产AI辅助编程工具商业化落地也呈现出较好的前景。DeepSeek不仅在代码生成方面提升较大，其在算力成本下降方面也有突出表现。后续，若DeepSeek V4在模型能力提升、算力成本下降方面有较好的进展，有望加速包括AI辅助编程工具在内的AI大模型相关应用商业化落地的节奏。

## （二）鸿蒙业务：有望催生新兴业务空间

**鸿蒙剑指全球第三大操作系统。**华为鸿蒙操作系统是华为公司研发的一款面向全场景、微内核设计的分布式操作系统，旨在实现人、设备、场景的有机互联，为不同设备的智能化、互联与协同提供统一的操作体验。华为鸿蒙操作系统的技术升级以及生态完善对于推动操作系统国产化进程、实现科技自主可控具有重要意义。鸿蒙系统整体框架总体可分为OpenHarmony（开源鸿蒙）、HarmonyOS（闭源鸿蒙）、HarmonyOS NEXT（纯血鸿蒙）三部分。

从联系的角度看，三者共同构成了鸿蒙生态的基石：

**（1）OpenHarmony：**底层内核系统，为HarmonyOS和HarmonyOS NEXT提供了坚实的底层通信能力和技术支持。

**（2）HarmonyOS：**在OpenHarmony的基础上，结合安卓（AOSP）打造的手机系统，旨在实现安卓应用的兼容并拓展鸿蒙原生应用生态。

**（3）HarmonyOS NEXT：**在HarmonyOS的基础上进一步升级，剔除了安卓内核，成为全新的手机系统，也被称为“纯血鸿蒙”，体现鸿蒙系统未来的发展方向。

从区别的角度看，三者**在系统定位、技术特点和应用场景上各有侧重：**

**（1）OpenHarmony：**侧重为多种智能终端设备提供统一的操作系统平台，推动物联网设备的互联互通。

**（2）HarmonyOS：**作为目前华为手机搭载的鸿蒙系统，可通过多设备协同为用户提供流畅的使用体验。

**（3）HarmonyOS NEXT：**注重系统的执行效率和原生应用生态的建设，在虚拟机等方面的优化取得了显著成果。

表 4：HarmonyOS、HarmonyOS NEXT、OpenHarmony三者的联系与区别

	OpenHarmony（开源鸿蒙）	HarmonyOS（闭源鸿蒙）	HarmonyOS NEXT（纯血鸿蒙）
基本属性	鸿蒙系统的底层内核系统，开源项目	基于 OpenHarmony 和安卓（AOSP）打造的手机系统	剔除安卓后的全新手机系统，也称为纯血鸿蒙
发布时间	2012 年（规划），后由开放原子开源基金会运营	2019 年 8 月 9 日（1.0 版本）	2023 年 8 月 4 日（开发者预览版）
系统架构	底层通信能力，作为鸿蒙系统的底层架构	包含 UI 界面，应用生态绑定安卓	全新系统架构，剔除安卓内核

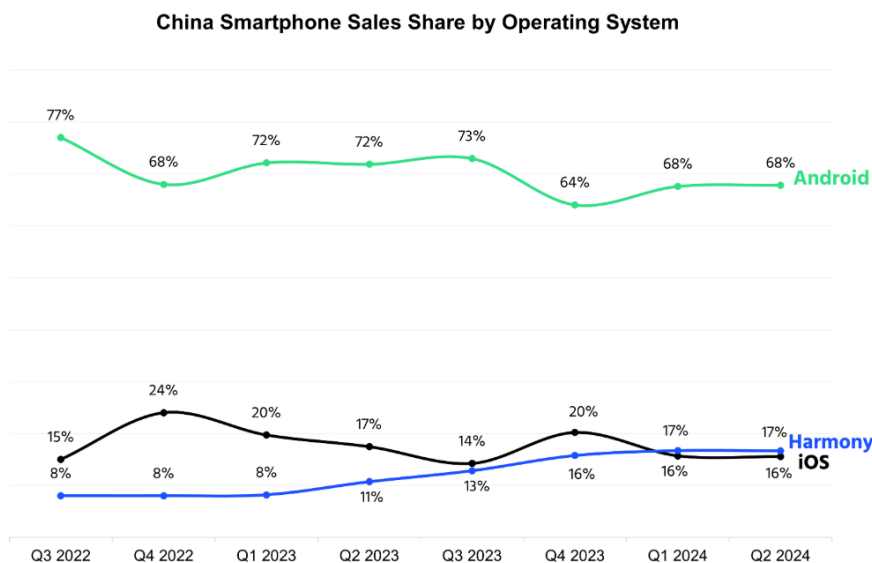
技术特点	面向全场景、全连接、全智能时代，支持多种终端设备	兼容安卓应用，提供多端开发环境、多端分发机制等	解决安卓系统问题，提高执行效率，但面临应用生态挑战
开发环境	支持多种开发方式，包括组件化设计等	使用 DevEco Studio 开发工具，开发语言为 Java、JS 等	使用 DevEco Studio NEXT Developer Beta 版本，开发语言为 ArkTs
生态建设	吸引众多企业、开发者参与，共同推动技术进步和生态繁荣	拓展鸿蒙原生应用，支持多种终端设备上的应用	鸿蒙原生应用版图成型，吸引企业和开发者加入
应用场景	智能家居、工业物联网、教育、医疗等多个领域	智能手机、平板电脑、智能电视等	智能手机等（未来可能拓展至更多场景）
系统开放性	开源底层系统，面向全场景、全连接、全智能时代	闭源手机系统，但 OpenHarmony 为开源项目	暂未明确说明是否完全开源，但基于 OpenHarmony 发展
与安卓关系	与安卓无直接关系，作为鸿蒙系统的底层架构	兼容安卓应用，但逐渐转向鸿蒙原生应用	不再兼容安卓应用，全新系统架构

数据来源：CSDN，广发证券发展研究中心

**2024年正式发布HarmonyOS NEXT，全面取代Linux内核。**2024年1月18日，Harmony OS NEXT星河版正式面向开发者开放申请，鸿蒙生态进入第二阶段，10月22日，在华举办的“原生鸿蒙之夜暨华为全场景新品发布会”上，正式面向消费者用户推出了原生鸿蒙系统Harmony OS NEXT。

**鸿蒙生态迎来历史新突破，原生应用和元服务已上架应用市场。**据华为官网披露，截至2024年底，HarmonyOS已有1.1亿+代码行，品牌认知度和开发者数量大幅增长，已有超过15000个鸿蒙原生应用和元服务上架，其中包括国民应用微信，发布会现场还展示了多个合作伙伴基于HarmonyOS NEXT开发的创新应用，如美团、抖音、淘宝、小红书等。目前鸿蒙系统生态设备数量已经突破了10亿，并且在中国市场份额占据Top2的领先地位。

图 14：安卓、苹果iOS、鸿蒙OS在中国市场份额变化趋势



数据来源：Counterpoint Research，广发证券发展研究中心

**日益繁荣的鸿蒙生态主推伙伴生态商拓展新业务空间，卓易信息有望受益。**基于与华为深厚的合作关系，软件生态商有望持续受益于鸿蒙生态的发展，其最大利好在

于商业模式和盈利能力：从人头外包转向项目制+部分软件授权。

供给端：之前给华为做外包开发，熟悉鸿蒙历史和技术好几年，对开源基础上的二次开发定制化领先同行。

需求端：工业技术标准要求和消费电子行业不同，都需要特别认证。这些公司以前的外包和定制开发客户主要也集中在金融、电力、能源等同类客户。对于标准要求有更深入的认识，也有更好的客户信任度和合作关系。

从卓易信息来看，IDE国产化需求客观存在，有望在鸿蒙生态体系内催生新业务。集成开发环境（IDE）行业整体具有较高的技术和生态壁垒，目前全球范围内表现较为突出的主要包括 Microsoft、JetBrains 以及部分面向特定编程语言的专业 IDE 产品。在此背景下，公司在 IDE 领域形成了自身的差异化优势：就目前情况而言，公司是国内少数具备从底层代码开始自主研发完整 IDE 体系的厂商之一，在公司与部分大型渠道和客户沟通过程中了解到，在金融等特定行业中，确实存在对 IDE 国产化的现实需求。

图 15：2025年11月卓易信息受邀出席高规格华为鸿蒙研讨会



数据来源：卓易信息微信公众号，广发证券发展研究中心

### （三）固件业务：格局稳定，业绩稳中有进

固件业务为公司核心传统主业之一。公司固件产品包括BIOS及BMC两大类，根据云计算设备厂商需要，公司可以提供 BIOS、BMC 固件定制开发服务及固件产品销售，下游主要客户包括Intel、华为、联想、浪潮、宝德、新华三等。

经过多年发展，公司在 BIOS、BMC 固件定制开发形成了较强的技术积累，持续为英特尔、华为、联想等客户提供技术服务，并陆续承担了华为海思ARM和X86服务器芯片等国产化平台的BIOS和BMC固件开发工作。

表 5: 卓易信息固件业务产品

分类	定义及实现功能	卓易信息相关产品
BIOS 固件	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、可靠性等关键功能的关键环节	服务器 BIOS 固件、PC 端 BIOS 固件、IoT 终端 BIOS 固件
	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，是服务器和云计算产业的核心共性技术。	国产服务器平台 BMC 固件、通用服务器平台 BMC 固件

数据来源：卓易信息 2024 年报，广发证券发展研究中心

固件市场格局稳定，公司为全球主要参与者之一。BIOS 产品的核心（基础）部分代码内容大量涉及具体的芯片和硬件电路参数，了解并掌握 BIOS 核心代码相当困难。开发人员需要长期的开发实践才能实现技术沉淀。同时，BIOS 工程师具有培养周期长、培养投入大的特点，导致全球 BIOS 工程师人数规模较小且集中度高。

目前 BIOS 固件和 BMC 固件受 CPU 架构影响，可分为主流 X86 架构和非 X86 架构。在 X86 架构的 BIOS 固件市场上，目前全球有四家厂商，分别是美国 AMI 和 Phoenix、中国台湾地区 Insyde，以及卓易信息，在 BMC 固件领域，参与者主要有美国 AMI 和中国台湾地区 Insyde 以及卓易信息。

在国产非 X86 架构的 BIOS 固件和 BMC 固件市场上，公司是少数具备多架构开发能力的厂商。

表 6: 卓易信息与 BIOS 固件主要参与者比较

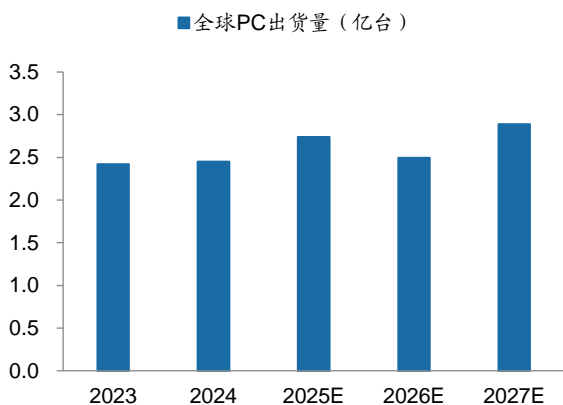
比较维度	AMI	Phoenix	Insyde	卓易信息
BIOS 支持的 Intel X86 CPU 架构平台	支持	支持	支持	支持，但未实现全系列覆盖
BIOS 支持的国产 CPU 架构平台	不支持	不支持	不支持	支持全系列国产平台
服务内容	计算设备固件开发及销售，固件工具设备、系统解决方案	计算设备固件开发及销售，系统管理解决方案	计算设备固件开发及销售、技术服务支持	计算设备固件开发及销售、技术服务
服务客户	英特尔、AMD、ARM、ASPEED 等	戴尔，宏碁、联想、惠普等	Intel、AMD、联想、戴尔等	Intel、华为、联想等

数据来源：卓易信息招股说明书，广发证券发展研究中心

服务器、PC 等出货量趋势是固件业务增长的核心驱动力。PC、服务器和 IoT 等云计算所需的计算设备均需安装 BIOS 固件，而服务器还需安装 BMC 固件以配合

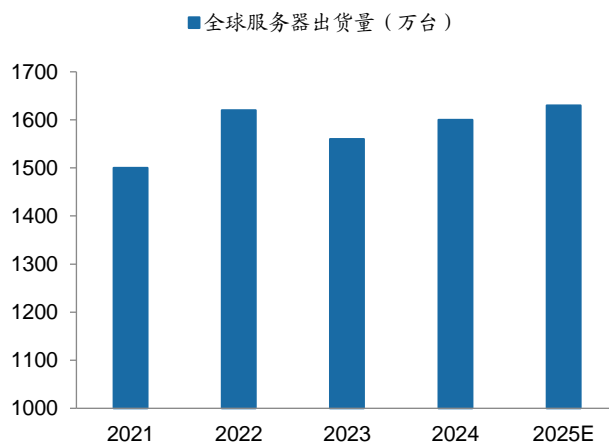
BIOS 固件工作。作为 PC、服务器和 IoT 等计算设备中的关键环节，公司 BIOS 和 BMC 固件产品的市场规模与下游设备出货量直接相关，人工智能市场发展带来的算力需求爆发式增长有望为公司固件业务带来新的业务增量。

图 16: 全球PC出货量



数据来源: Gartner, 广发证券发展研究中心

图 17: 全球服务器出货量

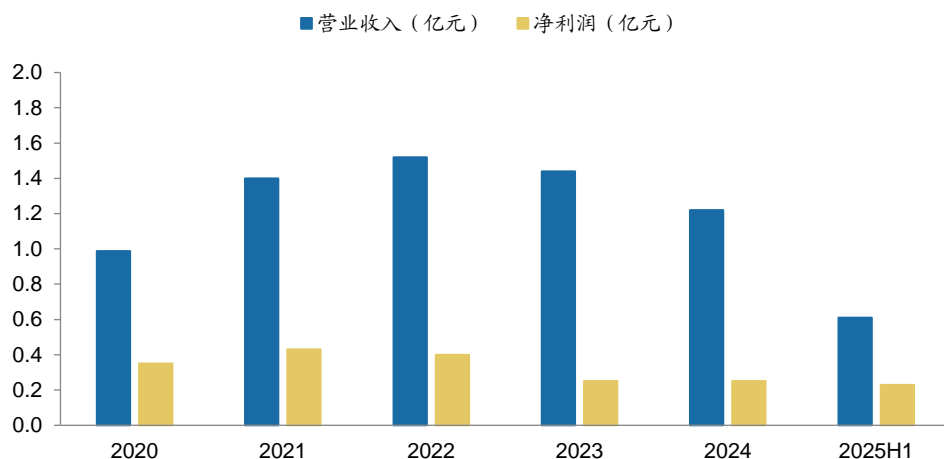


数据来源: 中商产业研究院, 广发证券发展研究中心

信创领域，公司固件业务具备独特竞争力，逐步催生新一轮成长曲线。近年来，随着公司近年持续增强的研发投入及技术积累，公司固件业务技术持续迭代，尤其在国家信息安全的“自主、安全、可控”战略的推动下，公司较境外厂商有明显竞争优势，差距已逐渐缩小，部分功能可达“并跑”水平。

在国产芯片方面，公司具备相应的适配所有主流国产芯片平台的开发能力。综上，公司是全球范围内唯一既可为国际计算设备厂商提供 X86 架构 CPU 芯片适配的独立固件供应商 (IBV)，也具备国产替代领域主流芯片全适配能力的固件厂商。

图 18: 南京百教 (固件业务主体) 2020-2025H1 业绩



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测和投资建议

分业务预测的关键假设:

**云计算设备核心固件业务:** 该业务主要为CPU和计算设备厂商提供BIOS、BMC固件的开发及销售。随着计算设备国产替代进程持续推进,及AI算力设备出货量持续增长,有望推动公司固件业务保持稳定增长。公司在固件开发中引入AI大语言模型工具,显著提升开发效率,人员成本下降、规模效应体现。我们预计2025-2027年该业务同比增速分别为20%/15%/15%,毛利率分别为62%/65%/65%。

**云服务业务:** 该业务主要基于公司的云平台架构,为政府、企业等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。该业务主要集中在江苏特别是宜兴地区,成长较为有限,25H1该项业务营收增长转正,毛利率达到53%,我们预计2025-2027年该业务同比增速分别为8%/5%/2%,毛利率分别为53%/53%/53%。

**PB业务:** 该业务主要为政企客户提供集成化开发工具(IDE)及相关应用跨平台移植和技术咨询服务。2024年之前主要是PowerBuilder产品贡献营收。2025年,随着SnapDevelop和EazyDevelop等搭载AI大模型的IDE产品的商业化推进,该业务营收有望实现快速增长。此外,IDE产品标准化程度较高,随着公司产品知名度提升和下游客户覆盖面的扩大,边际成本有望降低,从而推动毛利率提升。我们预计2025/2026/2027年该业务同比增速分别为45%/100%/80%,毛利率分别为60%/65%/70%。

表 7: 卓易信息分业务预测表(单位:百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>云计算设备核心固件业务</b>				
收入	121	145	167	192
增长率	-16%	20%	15%	15%
成本	52	55	58	67
毛利	69	90	108	124
毛利率(%)	57%	62%	65%	65%
<b>云服务业务</b>				
收入	93	100	105	107
增长率	-16%	8%	5%	2%
成本	47	47	49	50
毛利	45	53	56	57
毛利率(%)	49%	53%	53%	53%
<b>PB 业务</b>				
收入	99	143	286	514
增长率	106%	45%	100%	80%
成本	50	57	100	154
毛利	49	86	186	360
毛利率(%)	50%	60%	65%	70%
<b>其他</b>				
收入	11	13	14	15
增长率	-38%	10%	10%	10%
成本	6	6	7	8

毛利	5	6	7	8
毛利率(%)	46%	50%	50%	50%
合计				
收入	323	400	571	828
增长率	1%	24%	43%	45%
成本	155	166	215	279
毛利	169	235	357	549
毛利率	52%	59%	62%	66%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

**营收增速高于各项费用的增速, 费用率有望小幅下降。**公司持续对PB产品以及低代码IDE平台研发, 我们预计公司研发投入保持较快增长, 但随着公司营收的持续增长, 研发费用率有望下降, 2025/2026/2027年研发费率预计分别为22%/20%/18%。在销售费用上, 公司的IDE业务处于早期拓展阶段, 针对不同行业商业拓展的销售团队扩大或导致销售费用小幅上涨, 费用率保持平稳。我们预计2025/2026/2027年, 公司销售费率分别为2%/2%/2%。公司股权激励导致的摊销费用使得管理费用短期增长, 但随着公司营收的持续增长, 管理费用率有望下降, 管理费用预计有望分别为14%/14%/13%。

预计2025-2027年, 公司营收为4.0/5.7/8.3亿元, 同比增长23.8%/42.7%/45.0%; 归母净利润0.8/1.9/3.0亿元, 对应每股净收益为0.68/1.56/2.47元/股。

可比公司估值: 在软件行业, 金山办公、税友股份、汉得信息、中国长城三家公司与卓易信息在盈利模式、下游市场、业绩成长逻辑上较为类似。故我们认为这四家公司的PE值的平均值具有较高参考意义。综合考虑公司行业地位、竞争优势、下游需求前景以及IDE领域AI编程应用的稀缺性等因素, 我们认为适合给予公司26年100倍的PE估值, 对应合理价值155.96元/股, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 8: 可比公司估值情况 (市值统计截止2026.2.11)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (百万元)	市盈率(x)		净资产收益率(%)	
		2026/1/28	2026/1/28	2025E	2026E	2025E	2026E
金山办公	688111.SH	310.70	143,970	76	63	15%	18%
税友股份	603171.SH	69.60	28,282	145	82	7%	13%
汉得信息	300170.SZ	24.78	25,331	102	82	5%	6%
中国长城	600536.SH	45.41	42,403	383	184	4%	8%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 金山办公、税友股份、汉得信息、中国长城盈利预测来自 Wind 一致预期

## 四、风险提示

### （一）市场竞争风险

公司旗下的固件业务、云计算业务以及IDE业务仍存在一定的竞争对手，尤其是AI编程领域，可能还需要与头部科技厂商进行直接竞争，如果行业竞争烈度加剧，将影响业绩端兑现。

### （二）新产品推进不及预期

公司旗下的艾普阳开发出多款新兴IDE产品，在落地AI应用过程中，如果产品商业化进度不及预期，将影响业绩端兑现。

### （三）国产替代不及预期风险

目前公司固件业务等业务具备较强的国产替代逻辑，如果国产替代进度不及预期，将会影响公司业绩端兑现。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产总额</b>	<b>715</b>	<b>676</b>	<b>670</b>	<b>892</b>	<b>1,217</b>
货币资金	413	289	258	355	535
应收及预付	220	231	276	298	341
存货	9	9	9	12	16
其他	73	147	126	226	326
<b>非流动资产总额</b>	<b>924</b>	<b>876</b>	<b>826</b>	<b>780</b>	<b>728</b>
长期股权投资	153	157	150	150	150
固定资产	157	135	129	123	117
在建工程	0	0	0	0	0
使用权资产	2	1	1	1	1
无形资产	288	254	219	179	134
其他	324	328	326	326	326
<b>资产总额</b>	<b>1,640</b>	<b>1,552</b>	<b>1,495</b>	<b>1,671</b>	<b>1,946</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>287</b>	<b>437</b>	<b>374</b>	<b>414</b>	<b>473</b>
短期借款	155	268	268	268	268
应付及预收	95	110	106	146	205
其他	36	59	0	0	0
<b>非流动负债总额</b>	<b>158</b>	<b>264</b>	<b>209</b>	<b>209</b>	<b>209</b>
长期借款	100	203	150	150	150
应付债券	0	0	0	0	0
其他	57	61	59	59	59
<b>负债总额</b>	<b>444</b>	<b>700</b>	<b>583</b>	<b>623</b>	<b>682</b>
股本	87	121	121	121	121
其他	951	724	782	914	1,124
归母权益合计	1,038	845	903	1,035	1,245
少数股东权益	158	7	9	13	19
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,640</b>	<b>1,552</b>	<b>1,495</b>	<b>1,671</b>	<b>1,946</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>320</b>	<b>323</b>	<b>400</b>	<b>571</b>	<b>828</b>
营业成本	172	155	166	215	279
营业税金及附加	4	9	6	8	12
销售费用	7	9	8	9	12
管理费用	63	53	56	69	99
研发费用	65	76	88	114	149
财务费用	4	7	13	11	9
资产信用减值损失	-3	2	0	0	0
公允价值变动收益	-5	3	0	0	0
投资收益	43	-5	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>56</b>	<b>38</b>	<b>84</b>	<b>188</b>	<b>299</b>
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	56	38	84	189	299
所得税费用	-2	-1	-2	-4	-6
<b>合并净利润</b>	<b>58</b>	<b>39</b>	<b>86</b>	<b>192</b>	<b>305</b>
少数股东损益	2	6	3	3	6
<b>归母净利润</b>	<b>56</b>	<b>33</b>	<b>83</b>	<b>189</b>	<b>299</b>
EPS (元/股)	0.65	0.27	0.68	1.56	2.47

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>114</b>	<b>96</b>	<b>73</b>	<b>264</b>	<b>380</b>
合并净利润	58	39	86	192	305
折旧摊销	41	56	46	51	56
营运资金变动	28	11	-68	15	13
其他	0	0	1	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-181</b>	<b>-60</b>	<b>22</b>	<b>-95</b>	<b>-95</b>
资本性开支	-13	23	-5	-5	-5
投资	12	-58	16	-100	-100
其他	-180	-24	10	10	10
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>114</b>	<b>-161</b>	<b>-125</b>	<b>-72</b>	<b>-105</b>
股本融资	5	9	0	0	0
债权融资	124	234	-81	0	0
股利分配与偿付利息	-14	-64	-42	-72	-105
其他	-1	-340	-2	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>47</b>	<b>-124</b>	<b>-31</b>	<b>97</b>	<b>180</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>366</b>	<b>413</b>	<b>289</b>	<b>258</b>	<b>355</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>413</b>	<b>289</b>	<b>258</b>	<b>355</b>	<b>535</b>

**主要财务比率**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	13.5%	1.0%	23.8%	42.7%	45.0%
营业利润增长率	17.5%	-32.9%	123.4%	124.5%	58.9%
归母净利增长率	10.1%	-41.5%	152.5%	128.0%	58.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.2%	52.2%	58.7%	62.4%	66.3%
净利率	18.1%	12.0%	21.4%	33.7%	36.9%
ROE	5.4%	3.9%	9.2%	18.3%	24.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.1%	45.1%	39.0%	37.3%	35.0%
有息负债率	15.6%	30.4%	28.0%	25.0%	21.5%
流动比率	2.5	1.5	1.8	2.2	2.6
利息保障倍数	3.6	2.7	5.2	12.2	19.2
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.5	1.5	1.5	2.0	2.6
存货周转率	18.7	17.0	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	5.9	3.8	4.5	4.5	4.5
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.65	0.27	0.68	1.56	2.47
每股净资产	11.94	6.98	7.46	8.55	10.28
每股经营现金流	1.31	0.79	0.60	2.18	3.14
<b>估值比率</b>					
PE	76.6	127.6	204.9	89.8	56.8
PB	4.1	5.0	18.8	16.4	13.6
EV/EBITDA	61.9	51.7	129.0	70.8	47.6

## 广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理管理工作。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：高级研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：高级研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。