

## 国产固件龙头，AI Coding 和鸿蒙跨端引领新增长

### 核心观点

- **国内稀缺固件与 IDE 厂商，AI 编程等新业务是未来核心增长点。** 公司是国内稀缺的固件与 IDE 核心系统软件厂商，已形成云计算设备固件、IDE 工具及云服务的业务格局。固件业务是公司基本盘、云业务则计划逐步收缩，而通过收购深圳艾普阳获得 IDE 技术能力后，公司积极推行“IDE+AI”与“AI+IDE”双线战略布局 AI 编程赛道，力争形成公司未来核心业务增长点。2025 年 6 月，公司股权激励方案对 IDE 业务设置了严苛业绩与用户数目标，充分体现对该业务高速发展的坚定信心。
- **固件业务壁垒高、稀缺性强，公司客户结构变化后有望恢复较快增长。** 云计算固件领域技术与授权壁垒极高，公司是大陆唯一获 Intel X86 架构 BIOS 授权厂商，同时覆盖 ARM 等全架构，为国产芯片提供核心支撑。受英特尔在华收缩影响逐步减弱，2025 年上半年其他客户收入大幅增长，公司已实现客户结构优化。伴随信创推进与 AI 算力需求提升，叠加服务器、信创 PC 市场扩容，其固件业务有望快速增长，市占率持续提升。
- **AI 编程产品市场空间广阔、订单快速放量，跨端平台业务即将启航。** AI 编程可显著提升开发效率，全球及中国市场均保持高速增长，公司推出 SnapDevelop 与 EazyDevelop 两款 AI IDE 产品，商业化进展迅速、订单快速放量。同时其传统 PowerBuilder 业务客户稳定、盈利水平极高，叠加 IDE 领域技术与生态壁垒显著，公司 AI 编程业务有望快速成长，整体 IDE 业务发展前景向好。而基于 IDE 领域积累的技术基础，公司基于 KMP 打造跨端开发框架，深度适配鸿蒙生态，大幅降低应用迁移与开发门槛。当前鸿蒙设备高速增长但应用数量仍有较大差距，跨端方案市场空间广阔，公司相关技术沙龙反响热烈，充分印证需求旺盛。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.67、1.41、2.97 元，由于 2026 年开始进入到 AI 编程、跨端平台业务放量周期，参考可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2027 年的 54 倍市盈率，对应目标价为 160.39 元，首次给予买入评级。

### 风险提示

公司估值过高风险；AI 编程产品市场竞争风险；鸿蒙跨端业务进展不及预期风险；费用率下降低于预期风险；IDE 业务测算无法实现风险。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	320	323	338	585	880
同比增长(%)	13.5%	1.0%	4.6%	73.0%	50.4%
营业利润(百万元)	56	38	89.7	188.4	397.6
同比增长(%)	17.5%	-32.9%	139.0%	110.1%	111.0%
归属母公司净利润(百万元)	56	33	81.1	170.4	359.8
同比增长(%)	10.1%	-41.5%	146.8%	110.2%	111.1%
每股收益(元)	0.46	0.27	0.67	1.41	2.97
毛利率(%)	46.2%	52.2%	54.5%	61.2%	65.9%
净利率(%)	17.5%	10.2%	24.0%	29.1%	40.9%
净资产收益率(%)	5.6%	3.5%	8.8%	15.9%	27.9%
市盈率	246.1	420.9	170.5	81.1	38.4
市净率	13.3	16.4	13.8	12.1	9.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入 (首次)

股价 (2026年04月17日)	113.52 元
目标价格	160.39 元
52 周最高价/最低价	179.04/41.19 元
总股本/流通 A 股 (万股)	12,114/12,114
A 股市值 (百万元)	13,752
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2026 年 04 月 20 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.09	-1.8	-8.44	167.22
相对表现%	-0.9	-3.77	-8.37	141.86
沪深 300%	1.99	1.97	-0.07	25.36



### 证券分析师

浦俊懿	执业证书编号: S0860514050004 pujunyi@orientsec.com.cn 021-63326320
陈超	执业证书编号: S0860521050002 chenchao3@orientsec.com.cn 021-63326320

## 目录

一、国内领先的固件与 IDE 厂商 .....	5
1.1 聚焦固件、IDE 等核心赛道，护城河深厚 .....	5
1.2 业绩稳定增长，研发力度不断加大 .....	6
二、国产化进程加速，固件业务未来可期 .....	8
2.1、云计算固件业务进入壁垒高，增长质量优异 .....	8
2.2 云计算固件业务前景广阔，市占率逐步提高 .....	9
三、AI 编程打开 IDE 业务规模化空间，跨端平台提供重要看点 .....	10
3.1 AI Coding 成为 AI 核心业务方向，公司两款产品走向规模化推广 .....	10
3.1.1 AI Coding 已成为 AI 应用最核心方向之一 .....	10
3.1.2 “IDE+AI”与“AI+IDE”双线布局，公司 AI 编程产品迎来放量 .....	13
3.1.3 传统 IDE 仍有望稳步发展 .....	15
3.2 积极布局跨端平台，助力鸿蒙生态走向强大 .....	17
四、盈利预测与投资建议 .....	19
4.1 盈利预测 .....	19
4.2 投资建议 .....	20
五、风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 公司发展历程从 BIOS 为主扩展至 IDE 等更全面的产品线.....	5
图 2: 公司业务分为固件产品、IDE 业务和云服务 .....	5
图 3: 公司 2017 年以来多数年份收入保持稳定增长.....	6
图 4: 公司 IDE 业务增速相对突出 (单位: 百万元) .....	7
图 5: 公司主要业务毛利率均有所提升 .....	7
图 6: 公司毛利率近两年持续上升 .....	7
图 7: 公司研发人员总薪酬持续提升, 2020-2024 复合增速达 16% .....	8
图 8: 公司 BIOS、BMC 等固件产品在计算产业链中占据重要地位.....	9
图 9: 卓易信息固件业务壁垒深厚 .....	9
图 10: 固件业务收入 22 年后有所下降, 毛利率 24 年后提升.....	10
图 11: 来自英特尔固件收入逐步下降, 25H1 非英特尔收入大幅提升 (百万元) .....	10
图 12: IDC 预计国内 X86 服务器出货量达到 460 万台 .....	10
图 13: 国内信创 PC 将迎来快速增长 .....	10
图 14: 基于大模型的 AI 代码生成流程 .....	11
图 15: AI Coding 发展历程 .....	11
图 16: 全球 AI 编程工具市场价值 (亿美元) .....	12
图 17: 中国 AI 代码生成市场规模 (亿元) .....	12
图 18: AI Coding 在中国互联网、游戏等行业渗透率相对较高 (截止 2024.9) .....	12
图 19: AI Coding 类产品可以分为 4 类 .....	13
图 20: 公司 IDE 产品正从传统 IDE 向 AI+IDE 升级 .....	13
图 21: SnapDevelop 产品可以大幅提升开发效率.....	14
图 22: SnapDevelop 前端开发示意图.....	14
图 23: SnapDevelop 后端开发示意图.....	14
图 24: EazyDevelop 定位一站式 AI 云服务平台提供 Coding Agent 服务.....	15
图 25: EazyDevelop 内置多种模板, 可快速搭建、开箱即用 .....	15
图 26: EazyDevelop 内置多种大模型, 方便开发者调用.....	15
图 27: PB 业务优势示意图 .....	16
图 28: 艾普阳 2020-2025H1 收入维持稳健增长 .....	17
图 29: 艾普阳毛利率持续维持在 80%以上.....	17
图 30: JetBrains 提供了不同复用程度的 KMP 解决方案 .....	17
图 31: 卓易信息参加华为鸿蒙私享会讨论跨端框架开发 .....	18
图 32: 鸿蒙 5.0 以上设备数不断增长 (单位: 万) .....	18
图 33: 鸿蒙应用数仍然远低于 iOS 和安卓 (截止 2026.3) .....	18
图 34: 鸿蒙注册开发者近年来持续快速增加 (单位: 万人) .....	19

图 35: Jetbrains 专家与参会者交流 KMP 平台 .....	19
图 36: 卓易信息“虹之桥”技术专家与开发人员互动 .....	19
表 1: 公司 2025 年股权激励对 IDE 业务提出较高的业绩考核目标 .....	6
表 2: 全球 X86 架构 BIOS 生产商集中于 4 家企业 .....	8
表 3: 盈利预测核心假设 .....	20
表 4: 可比公司估值表 .....	20

# 一、国内领先的固件与 IDE 厂商

## 1.1 聚焦固件、IDE 等核心赛道，护城河深厚

公司是国内罕见的系统软件产品提供商，专业程度高。公司成立于 2008 年，2012 年以 1000 万全资收购南京百敖，拓展云计算设备核心固件业务；2019 年公司在上海交易所科创板上市；2023 年以 2.65 亿对价收购艾普阳科技（深圳）有限公司 52% 股权，从而将业务拓展至集成化开发工具（IDE）业务，并在 2024 年以 2.73 亿元的对价收购艾普阳剩余 48% 股权，从而形成云计算设备及 IDE 业务的格局。我们认为，无论是公司的 BIOS 固件业务还是 IDE 业务，都是计算产业中起到基础支撑作用的系统软件，在国内竞品少、行业壁垒高。

图 1：公司发展历程从 BIOS 为主扩展至 IDE 等更全面的产品线



数据来源：卓易信息官网，东方证券研究所

公司的主营业务包括云计算设备核心固件、IDE 及云服务业务。公司云计算设备固件业务由全资子公司百敖软件运营，主要为 PC、服务器、IoT 等计算设备提供 BIOS、BMC 固件，即通过一组固化到计算设备或者服务器主板上一个存储芯片中的系统程序，对计算机或者服务器的初始化启动和系统管理起到不可或缺的作用。而 IDE 是一套集成化开发工具，其核心功能包括代码输入、错误检查、测试、编译，是程序员日常工作的核心界面，也是现代软件开发的基石，而在 AI 时代的大背景下，公司采取“IDE+AI”与“AI+IDE”双线战略，积极拥抱 AI Coding 产业趋势，目前已推出 EazyDevelop 和 SnapDevelop 两款核心产品。而云服务方面，公司主要聚焦政企云和物联网云服务，实现政府企业资源互通共享和安防、环保等行业端到端整体解决方案。

图 2：公司业务分为固件产品、IDE 业务和云服务



数据来源：卓易信息官网，东方证券研究所

公司股权结构稳定，股东包含众多机构投资者。公司实控人为谢乾先生，合计持有公司 37.79% 的股份。公司已实施三期股权激励计划，2025 年最新一期股权激励计划针对 IDE 业务设定明确的业绩目标与产品付费用户数目标，要求 PB 产品系列、SnapDevelop（IDE+AI）以及 EazyDevelop（AI+IDE）等产品线 2025 年、2026 年及 2027 年利润分别不低于 6500 万元、1.4

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

亿元和 3 亿元才能 100%解锁，我们认为，高标准的考核目标充分彰显了公司对 IDE 业务发展的坚定信心。

表 1：公司 2025 年股权激励对 IDE 业务提出较高的业绩考核目标

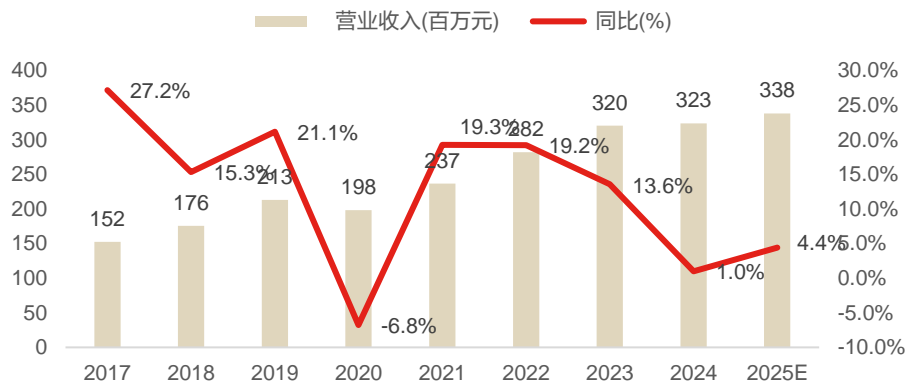
归属期	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B
	公司层面归属比例为 100%	公司层面归属比例为 70%
第一个归属期	同时满足以下条件：1、2025 年 IDE 业务营业收入不低于 1.45 亿元或 2025 年 IDE 业务考核利润不低于 6,500 万元。2、截至 2025 年末 IDE 业务付费用户数累计不低于 2.5 万人。	同时满足以下条件：1、2025 年 IDE 业务营业收入不低于 1.311 亿元或 2025 年 IDE 业务考核利润不低于 5,899.5 万元。2、截至 2025 年末 IDE 业务付费用户数累计不低于 1.75 万人。
首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票	第二个归属期	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。
	第三个归属期	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。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 业绩稳定增长，研发力度不断加大

公司营业收入增长整体稳定。卓易信息在 2016 至 2025 年间整体呈现收入稳步增长，除了 2020 年由于业务结构调整、物联网云服务收入显著收缩而导致收入下降外，其他年份均保持着稳步增长。根据公司披露，2025 年前三季度公司实现 2.63 亿元收入，同比增长 8.3%，业绩快报则显示公司全年收入 3.38 亿，同比增长 4.4%，收入再创新高。

图 3：公司 2017 年以来多数年份收入保持稳定增长

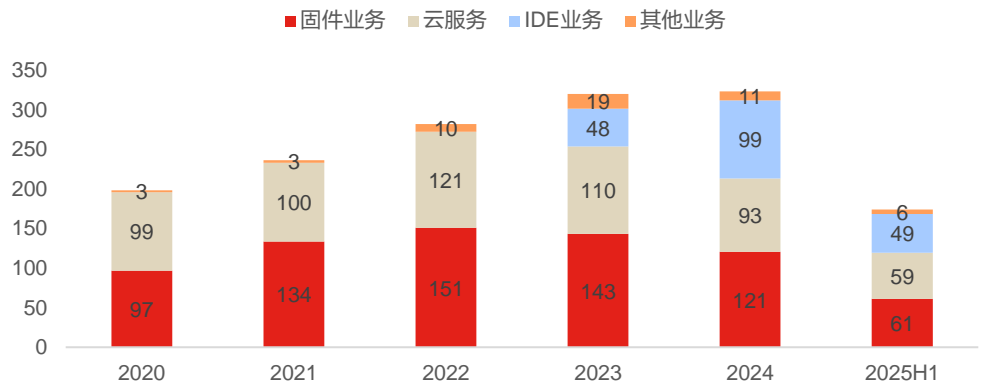


数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分业务来看，固件业务是基本盘，IDE 业务销售是增长点，而云服务业务则受宏观环境和公司主动收缩影响而下滑。其中，固件业务近两年的下滑主要是源于关键客户英特尔在华战略调整，但是在国产化替代浪潮不断强化的背景下，公司有望通过与国产厂商更紧密的合作而获得新的增长空间；而 IDE 业务是近年来关键的增长点，我们预计伴随着 SnapDevelop 和 EazyDevelop 等产品的逐步放量，IDE 业务占比仍将持续提升；云服务业务则不再是公司战略重心，未来收入体量大概率继续下降。

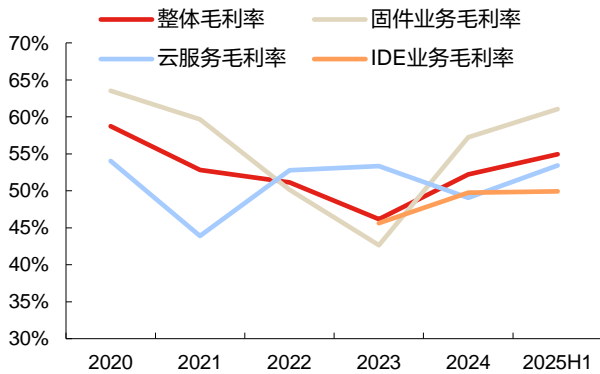
图 4：公司 IDE 业务增速相对突出（单位：百万元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

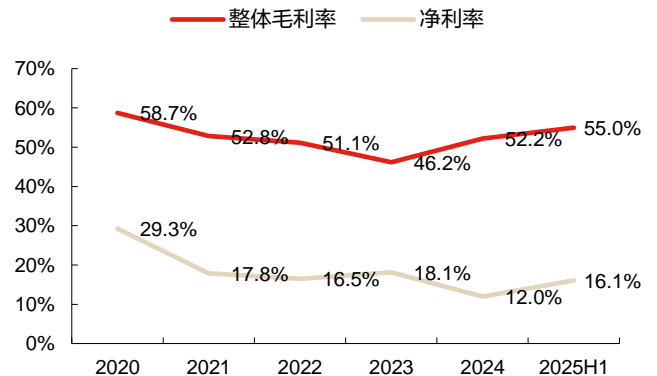
公司毛净利率有所波动，未来仍有望上行。2020-2023 年公司毛利率下降，主要原因是固件业务毛利率降低拖累整体利润率；2024 年，固件业务毛利率同比增加 14.58 个百分点，带动公司整体毛利率回升，而 2025H1 公司毛利率继续升高，固件业务毛利率提升仍是主因。我们认为，伴随着 AI 技术在公司研发中的渗透率持续提升以及 IDE 业务规模化增长后无形资产摊销占比下降，公司未来毛利率仍有上行空间。

图 5：公司主要业务毛利率均有所提升



数据来源：Wind，东方证券研究所

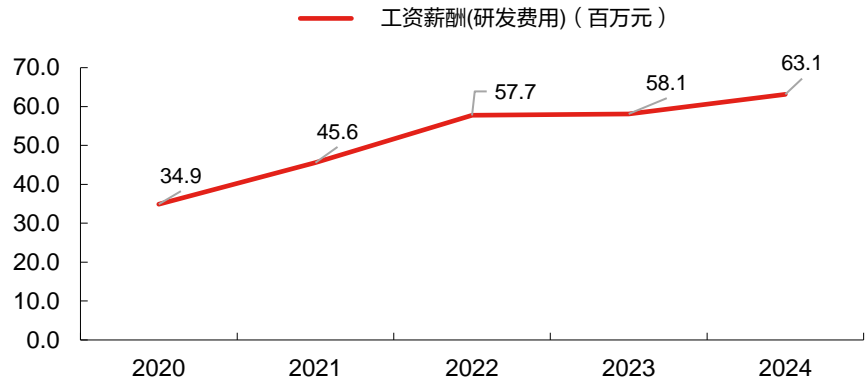
图 6：公司毛利率近两年持续上升



数据来源：Wind，东方证券研究所

公司持续投入研发，技术先进有专利优势。公司持续投入研发，研发人员总薪酬从 2020 年的 3489 万提升至 2024 年的 6313 万元，年复合增长率约 16%。公司研发费用的持续投入为公司筑高行业壁垒，持续开发新产品，构建有持续研发能力的团队，维持行业竞争力提供了坚实基础。而伴随着公司 AI 编程以及跨端平台业务的布局，我们预计公司未来研发费用将有较快的增加。

图 7：公司研发人员总薪酬持续提升，2020-2024 复合增速达 16%



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 二、国产化进程加速，固件业务未来可期

### 2.1、云计算固件业务进入壁垒高，增长质量优异

云计算固件行业进入门槛壁垒高，核心代码需要长期技术积淀，厂商有稳定性需求。BIOS 是计算机启动时激活的第一个程序，负责初始化、检测硬件，并为操作系统分配底层资源，保障整机顺畅运行与安全可控具有不可替代的基础性作用。BIOS 固件核心代码大量涉及具体的硬件电路参数而非纯粹的计算逻辑，也需要支持大量结构和特性不同的硬件设备。从技术角度，掌握 BIOS 核心代码较为困难，且 BIOS 对兼容性与稳定性的要求很高；而从准入角度，BIOS 厂商需要与 CPU 巨头（如 Intel）建立深度绑定关系，以获得关键的硬件参数授权，这一点也并不容易，以英特尔为例，全球范围内获得其 X86 架构授权的独立 BIOS 厂商仅有四家，其中卓易信息是中国大陆唯一一家。以上这些因素共同构筑了 BIOS 行业坚实的壁垒，使其格局较为集中并稳固。

表 2：全球 X86 架构 BIOS 生产商集中于 4 家企业

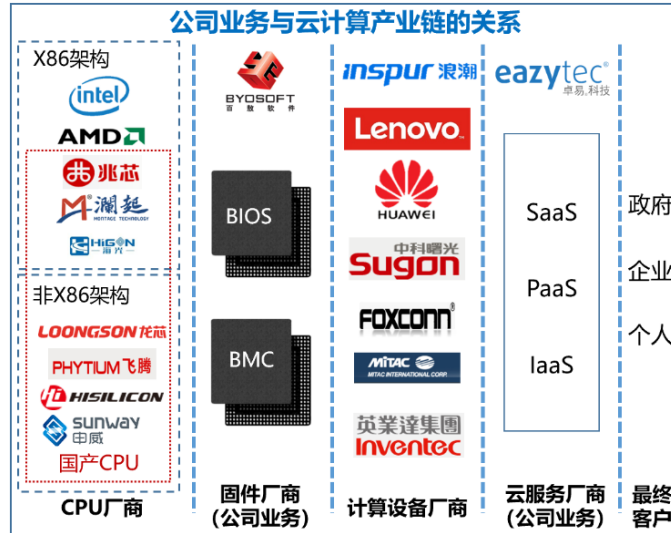
公司名称	总部所在地	成立时间	简要介绍与特点
AMI	美国	1985 年	行业技术领跑者，产品线丰富，在工具开发方面有优势，拥有大量的 OEM 客户
Phoenix Technologies	美国	1979 年	行业先行者，曾收购 Award，产品线覆盖高端笔记本和台式机市场，历史悠久
Insyde Software	中国台湾	1998 年	后起之秀，较早切入 UEFI BIOS 开发，业务高度集中于 BIOS/BMC 技术
百敖软件（卓易信息旗下）	中国江苏	2008 年	中国大陆唯一获得 Intel 官方授权、可独立开发 X86 架构 BIOS 的厂商，具备稀缺的赛道卡位优势

数据来源：卓易信息招股书、百度百科，东方证券研究所整理

与 BIOS 类似，BMC 固件行业也有较高的行业壁垒。BMC 固件的研发也需获得 CPU 厂商提供的机密硬件参数与技术授权，才能开展基于特定芯片版本的 BMC 程序开发。同时，BMC 本身是一个集成了嵌入式处理器、内存和存储的复杂独立片上系统，需要连接并监控数百个传感器，其固

件开发深度融合了芯片设计与复杂软件编程，对稳定性和可靠性要求严苛，这种深度的技术复杂性与长期工程经验积累构成了较难逾越的准入门槛。

图 8：公司 BIOS、BMC 等固件产品在计算产业链中占据重要地位



数据来源：卓易信息招股书，东方证券研究所

**卓易信息在国产 BIOS 厂商中优势明显。**卓易信息作为国内唯一获得英特尔授权的 X86 架构 BIOS 独立供应商，并具备 ARM、MIPS、Alpha 等全架构 CPU 的能力，通过持续高研发投入构建了专利护城河，拥有大量发明专利与软件著作权，并积极参与国际标准制定，强化了技术话语权。凭借全架构适配能力，卓易信息已成为国产芯片生态的关键支撑，为华为鲲鹏、海光、龙芯等国产芯片提供“启动钥匙”，在 AI 算力基础设施和信创市场双轮驱动下，其基础固件业务将持续受益于国产替代的刚性需求。

图 9：卓易信息固件业务壁垒深厚



数据来源：卓易信息官网，东方证券研究所

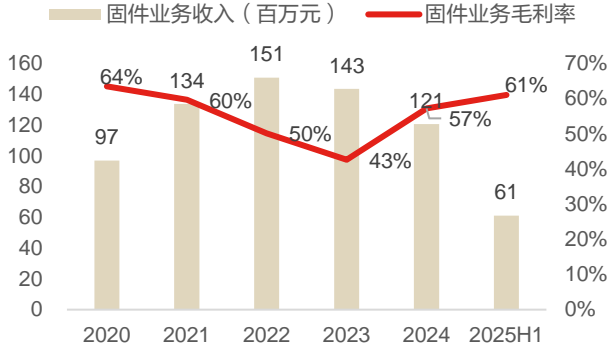
## 2.2 云计算固件业务前景广阔，市占率逐步提高

**英特尔业务收缩影响已到尾声，其他客户固件收入 25H1 大幅增长。**受英特尔在华业务调整影响，公司固件业务 2022 年后收入有所下降，不过，来自其他客户的固件业务收入 2021-2024 年基本稳定。相较于较 2022 年时英特尔收入占比达 56%，2025 年上半年，其收入占比已不足 20%，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

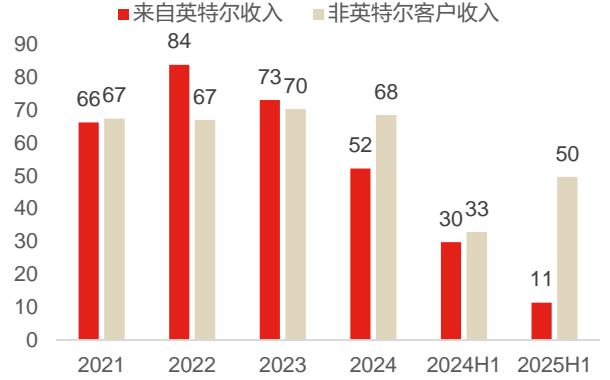
我们认为继续下滑的概率不高，即便下滑对公司的影响也较为有限，而另一方面，25H1来自其他客户的收入较去年同期增长50%左右，说明在信创的大背景下，公司固件业务拓展卓有成效。

图 10：固件业务收入 22 年后有所下降，毛利率 24 年后提升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

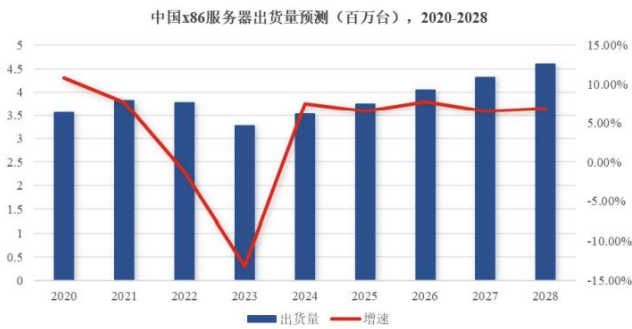
图 11：来自英特尔固件收入逐步下降，25H1 非英特尔收入大幅提升（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

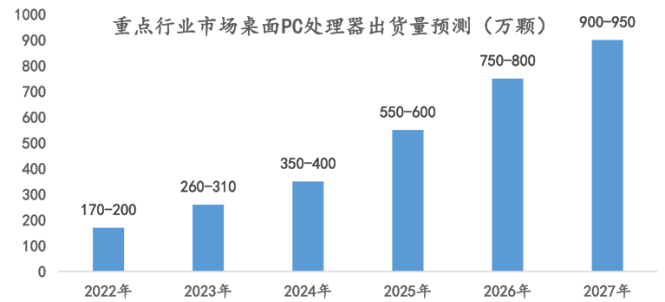
**国产化趋势日益显著，卓易信息固件有望迎来较快增长。**公司经过多年技术积累及近年来持续增强的研发投入，在国家信息安全的“自主、安全、可控”战略的推动下，技术水平不断提升，竞争优势也逐渐增强，主要功能方面已达与国际顶尖固件厂商“并跑”水平。在国产芯片方面，公司具备相应的适配所有主流国产芯片平台的开发能力。从市场容量来看，按 BMC 均价 200-300 元、PC BIOS 均价 10-15 元测算，2028 年国内服务器 BMC 市场容量约 10 亿左右，而国产信创 PC 的市场容量超 1 亿，公司固件业务有望充分受益于国产化比例的提升。

图 12：IDC 预计国内 X86 服务器出货量达到 460 万台



数据来源：IDC，海光信息，东方证券研究所

图 13：国内信创 PC 将迎来快速增长



数据来源：亿欧，兆芯集成招股书，东方证券研究所

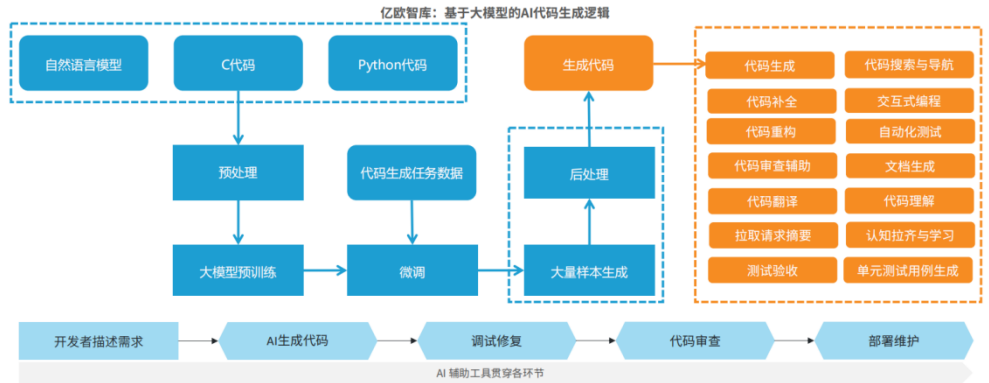
## 三、AI 编程打开 IDE 业务规模化空间，跨端平台提供重要看点

### 3.1 AI Coding 成为 AI 核心业务方向，公司两款产品走向规模化推广

#### 3.1.1 AI Coding 已成为 AI 应用最核心方向之一

**AI Coding（人工智能编程）**是指利用人工智能技术辅助或自动化软件开发中的编码任务，涵盖**代码生成、调试、测试、文档化**等环节。其核心是通过自然语言交互、机器学习模型及自动化流程，将开发者的意图转化为可执行代码，从而提升效率并降低重复性工作负担。AI Coding 可实现输入解析(如需求描述、注释等)，映射编程语言的语法规则生成并输出符合要求的代码，以及支持**补全、重构和错误修复**等功能。AI Coding 的主要流程包括需求分析、代码生成、代码优化、错误修复、测试与部署。

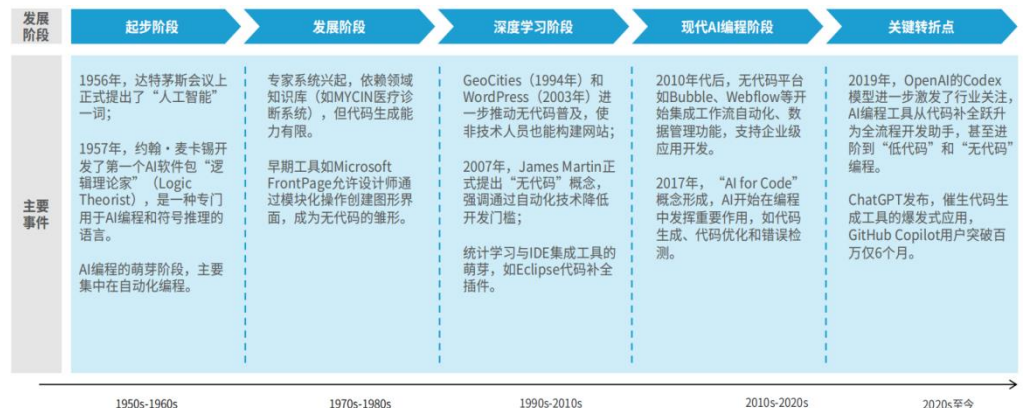
图 14：基于大模型的 AI 代码生成流程



数据来源：亿欧智库，东方证券研究所

**AI Coding 逐步发展成为软件开发新范式，重塑编程效率与开发者工具生态。**早期的 AI 编程工具主要集中在代码补全和语法检查，如 TabNine 等基于规则的语法补全插件。随着大语言模型能力的持续跃迁，AI 在编程辅助领域演化为具备上下文理解、逻辑推演、甚至任务规划能力的“开发助手”，能够在无明确模板的情况下进行自然语言到代码的转换，并逐渐进化成更全面的 AI 驱动集成开发环境。此外，Prompt Engineering（提示词工程）与 RLHF（基于人类反馈的强化学习）的技术融合，也显著提升了代码生成的实用性与稳健性。而在强化学习（RL）范式下，自动化验证的环境、明确的 reward model 是推理能力提升的重要前提，与 Coding 需求形成了较好的契合。因此 Coding 非常适合 AI 增强或替代，有望成为 LLM 走向爆发式、大规模应用的第一个场景。

图 15：AI Coding 发展历程



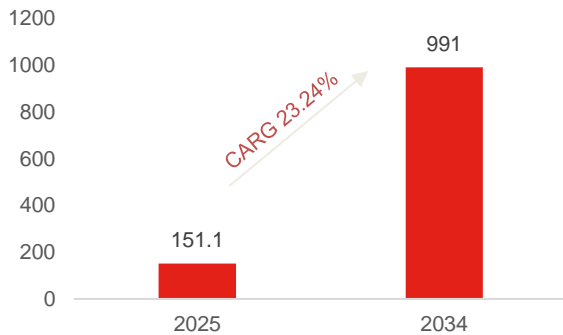
数据来源：亿欧智库，东方证券研究所

**大模型赋能 AI coding，提升软件开发效率与自动化水平，提高人员开发效率。**AI 编程的价值集中在提升软件开发的效率和质量，通过赋能开发者、降低编程门槛，根据 IDC 数据，使用 AI 编码的开发人员平均生产力提高了 35%。近年来国内外大模型持续迭代，其中编程能力提升尤为显著，代码正确性和编程速度等方面快速改善，其中 Claude 家族、GPT 5 和 o3 等大模型编程能力

领先。我们认为大模型编程能力的快速提升带动更多用户使用 AI Coding 技术，为 AI 编程应用生态繁荣夯实技术底座和数据基础。

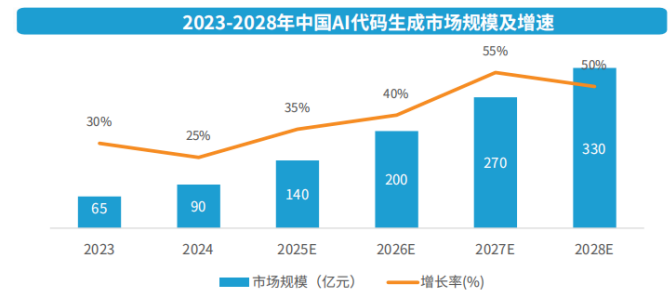
AI Coding 市场增长潜力大，互联网行业渗透率最高。据 Research and Markets 数据显示，2025 年全球 AI 代码工具市场规模约为 151.1 亿美元，预计到 2034 年将达到 991 亿美元，2025 - 2034 年复合年增长率约 23.2%；而在中国市场，其增长势头更为迅猛，根据亿欧智库统计，2023 年中国 AI 代码生成市场规模为 65 亿元人民币，预计到 2028 年将增长至 330 亿元，年复合增长率高达 38.4%。当前，中国 AI 代码生成在互联网行业的渗透率尤为突出，这主要得益于这些行业开发模式的项目制、高度规范化、基础代码量大以及迭代速度快等特点，与 AI 代码生成高效、自动化的能力高度契合。

图 16: 全球 AI 编程工具市场价值 (亿美元)



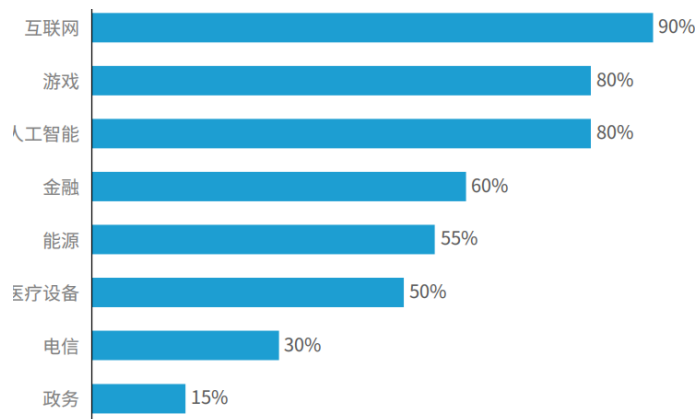
数据来源: Market Research Future, 东方证券研究所

图 17: 中国 AI 代码生成市场规模 (亿元)



数据来源: 数智观察、亿欧智库, 东方证券研究所

图 18: AI Coding 在中国互联网、游戏等行业渗透率相对较高 (截止 2024.9)



数据来源: 亿欧智库, 东方证券研究所

AI Coding 工具依据其技术架构与集成形态，主要可划分为以下四类：1) 原生 AI 集成开发环境，指独立且深度融合 AI 能力的开发平台，通常由传统 IDE 深度改造或全新构建而成；2) 基于现有 IDE 的 AI 插件，即以插件形式嵌入主流集成开发环境，为其增添 AI 编程辅助功能；3) 基于云端的智能开发环境，指完全在浏览器中运行、无需本地安装的在线开发平台；4) 基于预训练模型的独立智能工具，这类工具直接调用大模型生成代码，不依赖任何特定的开发环境。

图 19: AI Coding 类产品可以分为 4 类



数据来源：亿欧智库，Gartner，东方证券研究所

**AI Coding 工具的服务对象与功能设计呈现出鲜明的用户分层特征。**面向专业开发者时，工具主要聚焦于代码生成、调试与优化等核心编程环节，其中深度集成 AI 能力的 Coding IDE 与能够理解需求并自动执行代码任务的智能编程代理（Coding Agent）更受青睐。而对于非技术背景的用户，工具则侧重于降低开发门槛，通过提供直观的图形化界面或自然语言交互，实现流程自动化与快速应用搭建，因此轻量化的任务引擎与低代码平台在该群体中接受度更高。

### 3.1.2 “IDE+AI”与“AI+IDE”双线布局，公司 AI 编程产品迎来放量

公司采用“IDE+AI”与“AI+IDE”双线战略布局 AI 编程。随着 AI 技术对编程方式的深刻重塑，公司 IDE 业务凭借在自主可控与智能开发领域的技术积淀与创新实力推进“IDE+AI”与“AI+IDE”双线战略，其中 SnapDevelop 作为“IDE+AI”路径的代表，主要面向企业级.NET 开发者，在延续经典开发范式的同时，集成智能化编程辅助与可视化工具链；而 EazyDevelop 产品则以“AI+IDE”基底，聚焦 AI 编程、多智能体协作与国产化适配，面向企业级内部应用快速开发；公司力争在 AI 时代的大背景下，为中国乃至全球开发者提供更高效、更智能的开发工具解决方案。

图 20: 公司 IDE 产品正从传统 IDE 向 AI+IDE 升级



数据来源：卓易信息年报，东方证券研究所

**SnapDevelop 是一款主要面向专业开发者与企业级开发人员的 AI 集成开发环境，属于原生 AI Coding IDE。**SnapDevelop 是“IDE+AI”路径的代表产品，深度融合了模型驱动与 AI 辅助编程

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

能力。作为一款面向.NET 框架的低代码开发平台，SnapDevelop 允许开发者通过可视化拖拽组件自动生成前后端代码，显著简化了 API 与 CRUD 逻辑的构建流程。其突出的低代码属性能够将开发效率提升 3-5 倍，并可自动生成 50%-80%的代码，助力复杂项目快速成型。

图 21: SnapDevelop 产品可以大幅提升开发效率



数据来源：公司公告，东方证券研究所整理

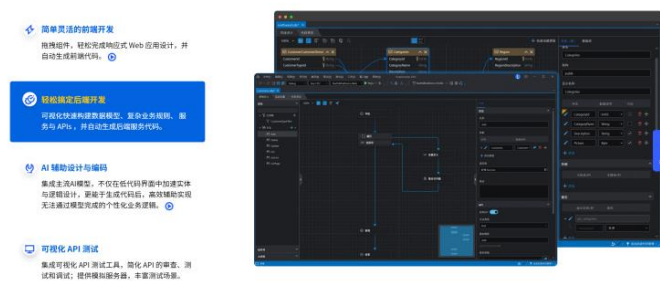
在技术实现上，SnapDevelop 展现出高效的资源控制能力。编译千行程序仅需约 400MB 内存，远低于主流开源工具，从而保障了开发过程的稳定流畅。通过将 AI 智能补全与云原生架构深度融合，该产品使复杂应用的开发效率达到传统方法的 2-3 倍，不仅降低了对高级编程人才的依赖，也加速了企业现代化应用的迭代与部署，因此成为当前企业数字化转型中备受青睐的降本增效利器。公司 24 年 6 月发布 SnapDevelop 后，在较长时间内处于免费推广阶段，而 2026 年 1 月 7 日，伴随着 SnapDevelop 专业版的发布，产品正式进入收费推广期。全球.net 语言开发者在 2025 年底超 700 万，如果 SnapDevelop 能够实现 3-5%左右的付费渗透率、单用户年付费 2500-3000 元计算，则 SnapDevelop 产品的收入空间可达 5.25 亿-10.5 亿元。

图 22: SnapDevelop 前端开发示意图



数据来源：艾普阳官网，东方证券研究所

图 23: SnapDevelop 后端开发示意图



数据来源：艾普阳官网，东方证券研究所

EasyDevelop 是以 AI 大模型和多智能体 ( Multi-Agent ) 技术为核心驱动的“AI+IDE”集成开发平台。该平台以“AI+IDE”为技术基底，深度融合了 DeepSeek、通义千问、Kimi、GLM 等国产大模型，具备多智能体协同、MCP 云服务无缝接入以及海量行业模板库等关键能力。基于卓易信息多年积累的全流程开发经验所构建的 Multi-Agent 系统，EasyDevelop 可以模拟产品经理、架构师等角色职能的智能体之间的协作，实现从需求架构设计到代码生成、测试部署乃至运维监控的软件开发全生命周期自动化。

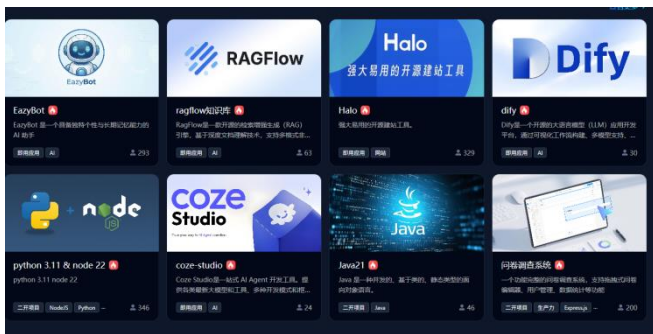
图 24: EazyDevelop 定位一站式 AI 云服务平台提供 Coding Agent 服务



数据来源: EazyDevelop 官方网站, 东方证券研究所

**EazyDevelop 不仅是一款开发工具，更是借助 AI 推动行业智能化升级的加速器。**平台内置政务、金融、医疗等 20 多个主要行业的标准化业务模板，同时积极兼容仓颉编程语言与鸿蒙生态，使开发者能够依托行业最佳实践，快速构建符合特定业务场景需求的应用系统，以高效、轻量化的方式有力支撑各行业的数字化转型进程。无论是企业应用还是个人项目，都能通过自然语言快速生成系统架构与代码，真正实现“会说话就能开发”。

图 25: EazyDevelop 内置多种模板，可快速搭建、开箱即用



数据来源: EazyDevelop 官网, 东方证券研究所

图 26: EazyDevelop 内置多种大模型，方便开发者调用



数据来源: EazyDevelop 官网, 东方证券研究所

**EazyDevelop 产品推出后订单金额快速扩张。**EazyDevelop 自 2025 年 10 月初开始正式商业化，根据公司公众号披露，截至 25 年底，平台用户已突破 1.3 万、订单金额突破 1800 万元；而到 26 年 2 月 22 日，EazyDevelop 在线上 5 个月，订单金额已破 4200 万元，其中 1-2 月实现了环比翻倍。而 3 月 13 日，卓易信息版“小龙虾”-EazyBot 正式上线，我们认为，借助“小龙虾”的热度以及 EazyBot “一键部署”的良好体验，将进一步提升 EazyDevelop 整体的用户数和收入空间。

**自主 IDE 能力带来的编程能力和自主可控优势，支撑公司 SnapDevelop 和 EazyDevelop 成为 AI 编程重要参与者。**我们认为，AI 编程主要是基础模型的代码生成能力叠加 IDE 能力，最终才能产生高质量代码和项目，卓易信息是国内为数不多的有自主可控 IDE 底层的公司，一方面其产生的代码和项目的质量，较基于开源 IDE 为引擎的 AI 编程产品更有优势，而另一方面也有助于其在金融、能源、政务等重点行业市场获得青睐。

### 3.1.3 传统 IDE 仍有望稳步发展

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**传统 PB 业务稳定发展。**公司目前 IDE 业务收入主要来源于 PowerBuilder，这是作为一款经典的可视化数据库集成开发环境。数据库企业 Sybase 在上世纪 90 年代推出 PowerBuilder，在企业级应用开发领域有着光辉的历史，2017 年，公司全资子公司艾普阳科技获得了 SAP 关于 PowerBuilder 的授权，进行进一步研究和开发。PowerBuilder 以独特的数据窗口技术为核心优势，能够直观高效地完成各类数据库操作，适用于管理信息系统的开发。目前，全球拥有超过万家企业用户使用 PowerBuilder 开发和维护关键应用。

PowerBuilder 采用的 PowerScript 语言支持面向对象技术，保障了所构建应用程序的稳定可靠。针对其开发的 C/S 架构应用，公司自主研发的 PowerServer 工具能够以较低成本，自动将其转换为多层云结构并部署至云平台及 .NET 框架。这一转换过程不仅实现了应用的现代化升级，更通过架构隔离有效保障了后端数据库的访问安全。

图 27: PB 业务优势示意图

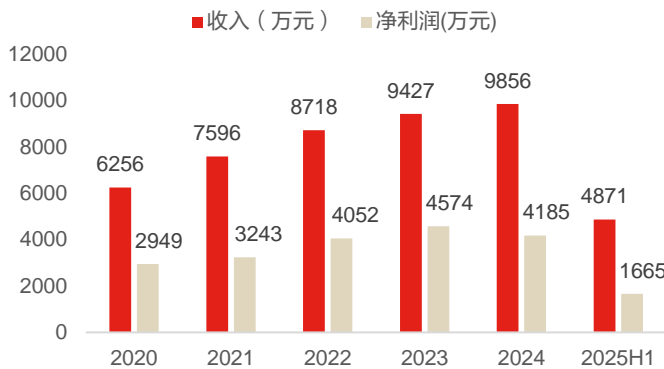


数据来源：卓易信息官网，东方证券研究所

在 2017 年获得授权后，公司 IDE 业务团队基于其在软件开发工具领域积累多年技术经验，以及在海外建立了较为成熟的销售渠道，自主研发的开发软件已在国外建立了长期稳定的客户群体。公司的 PowerBuilder 系列产品没有直接替代品，对客户而言，更换到不同的产品需要巨大的成本和风险来重写系统。目前公司 PowerBuilder 产品定价有两档，分别为 895 美金/年和 1595 美金/年，前者针对单机版产品，而后者则具备团队协作功能。

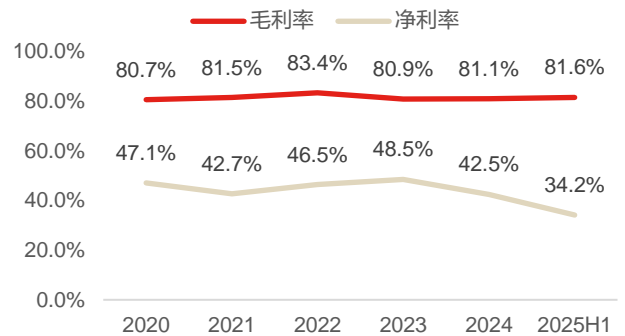
公司 PowerBuilder 产品主要服务于一开始就使用其进行软件开发的客户，拥有独立、相对稳定的客户群体，主要包括政府、银行及大型企业，累计客户超 3,000 家，包括众多财富 500 强企业，主要分布于北美、欧洲和亚洲等海外市场。据统计，目前该产品存量用户数约 5-7 万，其中约 1.6 万客户目前为艾普阳付费用户，而伴随公司持续迭代 PowerBuilder 吸引更多客户成为付费用户并在存量用户中保持高续费率，公司 2020 年以来收入持续保持稳定增长，2020-2024 年复合增速为 12%，而由于 IDE 产品有着较高的产品化程度，艾普阳毛利率、净利率分别维持在 80%以上、40%以上，呈现高毛利率、高净利率的特征，我们认为以上财务特征未来较长时间内仍将持续。

图 28：艾普阳 2020-2025H1 收入维持稳健增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：艾普阳毛利率持续维持在 80%以上



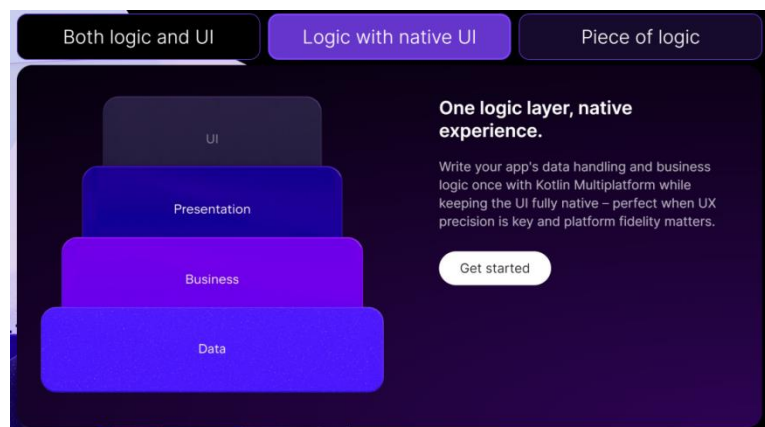
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**IDE 业务行业壁垒深厚，新进者发展困难。** IDE 业务存在显著的技术与生态壁垒，新进入者需攻克多语言深度解析与高效内核开发，确保复杂项目下的稳定性；云原生与实时协作功能要求分布式系统与云端资源管理的深厚积淀；AI 代码生成能力依赖专业算法团队、高质量训练数据及庞大算力。同时，大规模项目的性能优化需要精密的资源调度与底层算法经验，而流畅的用户体验则需兼顾界面设计、交互逻辑与个性化定制。这些跨领域的高难度技术挑战，跨平台跨行业开发是目前开发平台的发展趋势，加之构建开发者社区与插件生态的长期性，共同构成了坚实的行业准入屏障。基于深厚的技术积累和积极的 AI 扩张，我们认为，公司 PowerBuilder 将维持稳健增长，而 SnapDevelop 和 EazyDevelop 等 AI Coding 业务则有望进入发展快车道。

### 3.2 积极布局跨端平台，助力鸿蒙生态走向强大

**跨平台开发框架是当代软件研发提效的重要途径。** 跨平台开发框架是指允许开发者使用单一代码库构建能运行于多种操作系统（如 iOS、Android、HarmonyOS 等）的应用程序的技术方案。其核心价值在于通过“一次开发，多端部署”显著降低开发成本、提升迭代效率。以 KMP（Kotlin Multiplatform）为例，它通过将业务逻辑、数据处理等非 UI 代码沉淀在统一共享模块，并利用 expect/actual 机制精准调用原生 API，实现高达 80%的代码复用率。这种架构既规避了传统跨平台方案性能损耗的弊端，又确保了接近原生的运行效率，是平衡研发成本与极致体验的最优解。

图 30：Jetbrains 提供了不同复用程度的 KMP 解决方案



数据来源：Jetbrain 官网，东方证券研究所

卓易信息的跨平台开发框架在 KMP 的架构基础上，针对性地优化以深度适配鸿蒙生态系统。其核心是通过共享代码逻辑来统一定义通用的业务与数据模型，同时将涉及具体操作系统交互的部

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分（如 UI 与平台 API 调用）进行接口封装。这一设计使得开发者能够专注于核心业务编写，而由框架完成多平台鸿蒙平台的适配实现，在保持业务一致性的同时兼顾各平台性能体验。尤为重要的是，该框架显著降低了鸿蒙开发门槛：开发者无需精通 ArkTS 等原生语言，仅需掌握 Kotlin 即可快速将安卓开发的应用很方便地迁移到鸿蒙上，将独立的鸿蒙开发团队变成少量的迁移团队，从而有效推动了鸿蒙生态应用的便捷开发与普及。

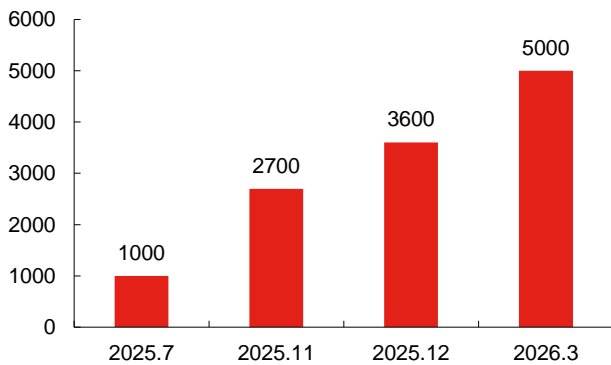
图 31：卓易信息参加华为鸿蒙私享会讨论跨端框架开发



数据来源：卓易信息微信公众号，东方证券研究所

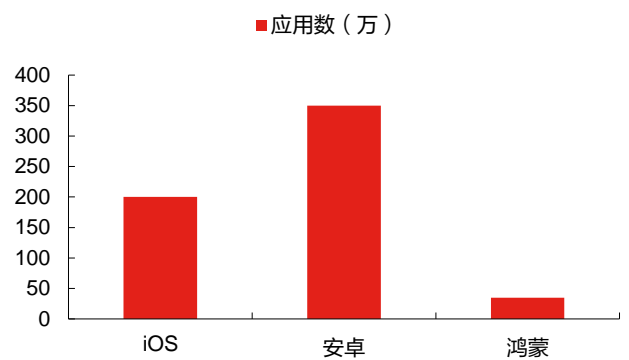
鸿蒙应用数与 iOS、安卓仍有较大差距，跨端平台面临较为广阔的用户基础。据统计，截至 26 年 3 月，搭载鸿蒙操作系统 HarmonyOS 5 和 HarmonyOS 6 的终端设备数突破 5000 万台，较 25 年 7 月增长 4 倍，日均新增设备超 15 万台，而可获取应用与服务数量超 35 万个。不过，虽然鸿蒙已经与安卓、iOS 形成全球移动操作系统“三足鼎立”的格局、为用户提供“第三种选择”，但从应用数角度而言与 iOS、安卓差距仍然较大，分别只有前两者的 1/5 和 1/10 左右。我们认为，跨端平台提供了极低成本的鸿蒙应用开发手段，即便未来覆盖 5% 的鸿蒙注册开发者、每年收取数千元费用，也是极具规模的市场空间。

图 32：鸿蒙 5.0 以上设备数不断增长（单位：万）



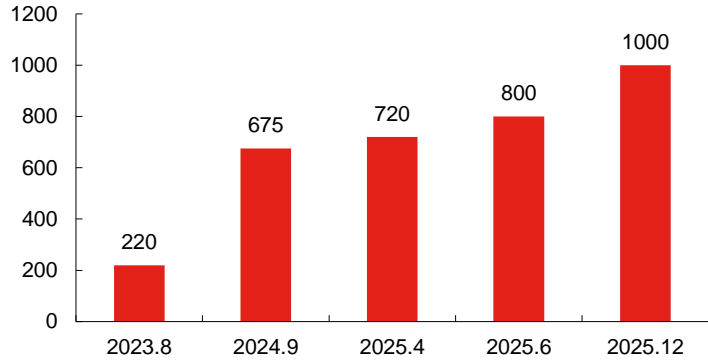
数据来源：华为，东方证券研究所

图 33：鸿蒙应用数仍然远低于 iOS 和安卓（截止 2026.3）



数据来源：APP Store 官网、华为，东方证券研究所

图 34：鸿蒙注册开发者近年来持续快速增加（单位：万人）



数据来源：华为，东方证券研究所

**KMP 技术沙龙反响热烈，体现业界强烈需求和高度关注。**2026 年 3 月，卓易信息与 JetBrains 共同在上海组织 KMP 技术沙龙，交流会吸引了国内互联网“半壁江山”的顶尖技术力量参与，来自字节跳动、百度、京东、大疆、快手、支付宝、B 站、小红书、影石等大厂的近百位一线开发人员，与 JetBrains 以及卓易信息旗下全资子公司“虹之桥”技术专家深度互动，充分展现了国内开发者对前沿跨端方案的极高关注度和强劲需求。

图 35：Jetbrains 专家与参会者交流 KMP 平台



数据来源：卓易信息微信公众号，东方证券研究所

图 36：卓易信息“虹之桥”技术专家与开发人员互动



数据来源：卓易信息微信公众号，东方证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司各业务条线 2025 年增长均相对平稳，而 2026-2027 年，固件业务有望受益于信创加速落地，预计 2026-2027 年分别增长 28.4%和 21.8%；IDE 业务 2026-2027 年分别增长 181%和 63.6%，主要源于 EazyDevelop 和 SnapDevelop 用户放量；其他业务则受益于鸿蒙跨端开发平台业务发展，2026-2027 年分别增长 3.5 倍和 1.5 倍；而云计算业务不再是公司战略核心，预计 2026-2027 年收入分别下降 20%和 10%。
- 2) 公司 2025-2027 年毛利率分别为 54.5%、61.2%和 65.9%，毛利率的较快提升，主要源于 IDE 业务毛利率较高且收入占比快速提升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- 3) 公司 2025-2027 年销售费用率为 2.9%、2.9%和 2.3%，管理费用率为 13.7%、9.1%和 6.1%，而研发费用率则分别为 25.7%、20.1%、14.2%，管理费用率、研发费用率的下降主要考虑到销售收入的增长带来的摊薄影响。
- 4) 公司 2025-2027 年的所得税率维持 9%。

**表 3: 盈利预测核心假设**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>云计算设备核心固件业务</b>					
销售收入 (百万元)	143.5	120.7	124.5	159.9	194.7
增长率	-4.9%	-15.9%	3.2%	28.4%	21.8%
毛利率	42.6%	57.2%	58.0%	58.0%	58.0%
<b>云服务业务</b>					
销售收入 (百万元)	110.4	92.7	97.3	77.8	70.1
增长率	-9.1%	-16.1%	5.0%	-20.0%	-10.0%
毛利率	53.3%	49.0%	52.0%	52.0%	52.0%
<b>PB 业务(IDE 业务)</b>					
销售收入 (百万元)	47.9	98.6	104.2	292.9	479.1
增长率		105.9%	5.8%	181.0%	63.6%
毛利率	45.6%	49.8%	53.6%	67.5%	72.8%
<b>其他业务</b>					
销售收入 (百万元)	18.5	11.5	12.1	54.3	135.8
增长率	90.4%	-37.9%	5.0%	350.0%	150.0%
毛利率	31.9%	45.9%	45.0%	50.0%	60.0%
合计	320.2	323.4	338.1	585.0	879.6
增长率	13.5%	1.0%	4.6%	73.0%	50.4%
综合毛利率	46.2%	52.2%	54.5%	61.2%	65.9%

数据来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 4.2 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 3.38 亿、5.85 亿和 8.80 亿，归属母公司股东净利润则分别为 0.81 亿、1.70 亿和 3.60 亿，考虑到公司业务兼具信创、AI 应用和华为鸿蒙生态多重属性，我们选择中国软件、汉得信息、税友股份、金山办公、软通动力作为可比公司，而考虑到公司 25-27 年处于业绩释放期，选择 27 年估值设定目标价更合理。参考可比公司 2027 年平均 54 倍预期市盈率，我们认为卓易信息合理目标价为 160.39 元，给予“买入”评级。

**表 4: 可比公司估值表**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2026/4/17	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
汉得信息	300170	21.36	0.18	0.22	0.30	0.37	116.02	96.48	71.49	58.06	
税友股份	603171	56.93	0.28	0.49	0.79	1.14	205.45	116.90	71.85	50.00	
中国软件	600536	37.69	-0.44	0.12	0.24	0.39	-85.29	303.71	156.45	96.94	
软通动力	301236	40.27	0.17	0.39	0.53	0.75	231.17	103.82	75.65	53.95	
金山办公	688111	247.55	3.55	3.96	4.93	5.86	69.73	62.46	50.18	42.26	
调整后平均								106.00	73.00	54.00	

数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 五、风险提示

### 1) 公司估值过高风险

公司股价对应 2025、2026 年预期市盈率分别为 171 倍和 81 倍，如果公司 AI Coding 和鸿蒙跨端业务不能实现显著增长，公司股价将面临较大的下行压力；

### 2) AI 编程产品市场竞争风险

公司 AI 编程产品 EazyDevelop、SnapDevelop 面临着市场较为激烈的竞争态势，如果公司无法跟上最新的技术趋势，或竞争对手采取更加激进的竞争手段，则影响公司相关产品放量；

### 3) IDE 业务测算无法实现风险

公司 SnapDevelop 和 EazyDevelop 产品正处于推广期，存在实际进展和实现收入低于我们预期风险；

### 4) 鸿蒙跨端业务进展不及预期风险

公司积极研发鸿蒙跨端产品，如果开发进度和效果低于预期，则会影响未来的推广节奏和效果；

### 5) 费用率下降低于预期风险

我们预计伴随收入快速增长，公司费用率将明显下降，如果费用增长超预期，则对公司净利润增速有不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	413	289	517	603	858	营业收入	320	323	338	585	880
应收票据、账款及款项融资	212	225	221	364	511	营业成本	172	155	154	227	300
预付账款	3	1	7	13	12	销售费用	7	9	10	17	20
存货	9	9	21	30	36	管理费用	63	53	46	53	54
其他	78	152	197	161	161	研发费用	65	76	87	117	124
<b>流动资产合计</b>	<b>715</b>	<b>676</b>	<b>964</b>	<b>1,170</b>	<b>1,578</b>	财务费用	4	7	6	3	1
长期股权投资	153	157	82	97	116	资产、信用减值损失	3	(2)	(4)	1	1
固定资产	157	135	118	101	84	公允价值变动收益	(5)	3	4	4	4
在建工程	0	0	0	1	1	投资净收益	43	(5)	30	3	3
无形资产	288	254	235	215	196	其他	14	13	17	15	11
其他	327	329	166	191	202	<b>营业利润</b>	<b>56</b>	<b>38</b>	<b>89.7</b>	<b>188.4</b>	<b>397.6</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>924</b>	<b>876</b>	<b>601</b>	<b>606</b>	<b>598</b>	营业外收入	0	0	0.2	0.2	0.2
<b>资产总计</b>	<b>1,640</b>	<b>1,552</b>	<b>1,564</b>	<b>1,776</b>	<b>2,177</b>	营业外支出	0	0	0.4	0.4	0.5
短期借款	155	268	180	150	120	<b>利润总额</b>	<b>56</b>	<b>38</b>	<b>89.5</b>	<b>188.2</b>	<b>397.4</b>
应付票据及应付账款	29	41	31	44	59	所得税	(2)	(1)	8.1	16.9	35.8
其他	102	127	105	189	304	<b>净利润</b>	<b>58</b>	<b>39</b>	<b>81.5</b>	<b>171.3</b>	<b>361.6</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>287</b>	<b>437</b>	<b>316</b>	<b>383</b>	<b>484</b>	少数股东损益	2	6	0	1	2
长期借款	100	203	203	203	203	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>56</b>	<b>33</b>	<b>81.1</b>	<b>170.4</b>	<b>359.8</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.46	0.27	0.67	1.41	2.97
其他	57	61	39	42	43	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>158</b>	<b>264</b>	<b>242</b>	<b>245</b>	<b>247</b>		<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>444</b>	<b>700</b>	<b>558</b>	<b>628</b>	<b>731</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	158	7	7	8	10	营业收入	13.5%	1.0%	4.6%	73.0%	50.4%
实收资本(或股本)	87	121	121	121	121	营业利润	17.5%	-32.9%	139.0%	110.1%	111.0%
资本公积	580	337	434	434	434	归属于母公司净利润	10.1%	-41.5%	146.8%	110.2%	111.1%
留存收益	371	387	444	585	881	<b>获利能力</b>					
其他	(0)	0	0	0	0	毛利率	46.2%	52.2%	54.5%	61.2%	65.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,196</b>	<b>852</b>	<b>1,006</b>	<b>1,148</b>	<b>1,446</b>	净利率	17.5%	10.2%	24.0%	29.1%	40.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,640</b>	<b>1,552</b>	<b>1,564</b>	<b>1,776</b>	<b>2,177</b>	ROE	5.6%	3.5%	8.8%	15.9%	27.9%
<b>现金流量表</b>						ROIC	4.8%	3.3%	6.4%	12.0%	22.0%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>偿债能力</b>					
净利润	58	39	81	171	362	资产负债率	27.1%	45.1%	35.7%	35.4%	33.6%
折旧摊销	35	18	38	38	36	净负债率	0.0%	24.7%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	4	7	6	3	1	流动比率	2.50	1.55	3.05	3.05	3.26
投资损失	(43)	5	(30)	(3)	(3)	速动比率	2.46	1.53	2.98	2.98	3.19
营运资金变动	89	(12)	(15)	(75)	(38)	<b>营运能力</b>					
其它	(29)	39	54	(1)	(2)	应收账款周转率	1.5	1.5	1.5	2.0	2.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>114</b>	<b>96</b>	<b>136</b>	<b>133</b>	<b>356</b>	存货周转率	8.7	16.7	10.2	8.9	9.1
资本支出	(283)	72	(0)	(0)	(0)	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4
长期投资	(67)	2	101	(35)	(20)	<b>每股指标(元)</b>					
其他	169	(134)	34	48	12	每股收益	0.46	0.27	0.67	1.41	2.97
<b>投资活动现金流</b>	<b>(181)</b>	<b>(60)</b>	<b>135</b>	<b>13</b>	<b>(8)</b>	每股经营现金流	1.31	0.79	1.12	1.10	2.94
债权融资	101	121	(21)	2	2	每股净资产	8.57	6.98	8.25	9.41	11.86
股权融资	27	(209)	97	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(14)	(73)	(119)	(62)	(95)	市盈率	246.1	420.9	170.5	81.1	38.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>114</b>	<b>(161)</b>	<b>(42)</b>	<b>(61)</b>	<b>(93)</b>	市净率	13.3	16.4	13.8	12.1	9.6
汇率变动影响	(0)	1	-0	-0	-0	EV/EBITDA	144.9	218.5	102.1	59.7	31.5
<b>现金净增加额</b>	<b>47</b>	<b>(124)</b>	<b>228</b>	<b>85</b>	<b>255</b>	EV/EBIT	228.2	305.5	142.9	71.6	34.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。