2020 年 08 月 27 日
证券研究报告•2020 年半年报点评

卓易信息（688258）

持有（首次）
当前价：91.19 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业务结构逐步优化，固件业务景气度上行

投资要点

- **业绩总结：**2020H1，公司实现营业收入 0.75 亿元，同比增加 1.2%，归母净利润 0.25 亿元，同比增加 190.8%；扣非净利润 0.18 亿元，同比增长 20.7%。
- **受疫情影响，2020H1 营收增速放缓，净利润逆势大涨。**2020H1：1）收入端：公司营业收入增长缓慢，主要因为疫情影响下公司部分云服务业务确认收入延迟，导致上半年整体收入增速放缓。其中，云服务业务实现收入 0.29 亿元，同比下降 43.2%；云计算设备核心固件业务保持快速发展，实现收入 0.45 亿元，同比增长 106.1%。2）利润端：公司归母净利润实现逆势大增，主要因为公司云计算设备核心固件业务业绩高增长，以及去年同期实施股权激励产生股份支付费用，导致基数较低。报告期内，公司毛利率为 58.3%，同比增加 6.9pp；净利率为 33.5%，同比增加 21.9pp，主要由于盈利能力强的固件业务占比大幅增长所致。3）费用方面：公司销售费用率为 3.3%，管理费用率为 12.8%，研发费用率为 20.8%，较 2019H1 来看销售和研发费用率有所增长，管理费用率同比下降 8.7pp。
- **业务结构持续优化，固件业务收入占比首次突破 50%。**2020H1，公司云服务业务收入占比降至 38.3%，云计算设备核心固件业务收入占比增至 59.8%，实现了主营业务结构反转。我们预计，2020 年公司固件业务在国产化领域收入有望实现大幅提升。公司固件业务在国产替代市场具备明显优势，通过多年在 X86 架构下的 BIOS 固件技术积累，在国产 BIOS 固件技术上已经与联想、华为等国际知名的国产品牌达成合作。目前，公司面临国产替代战略机遇期，我们认为公司有望抓住机遇，巩固并进一步提升固件业务在国内市场的占有率优势。
- **持续加大研发投入，不断优化技术和解决方案。**2020 年 H1，公司进一步加大研发投入，研发费用为 0.16 亿元，同比增长 25.9%，研发人员为 394 人，较期初增长 9.1%，研发人员占比超 84%；公司新获授权专利 4 项，软件著作权 25 项，另有 32 项实审中专利。新增授权专利将进一步增强公司核心技术力量。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.86 元、1.28 元、1.74 元，未来三年归母净利润复合增速超 50%。考虑到公司下游行业市场空间广阔，固件业务进入加速放量期，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；下游需求不达预期；公司技术变革未能及时跟进风险等。

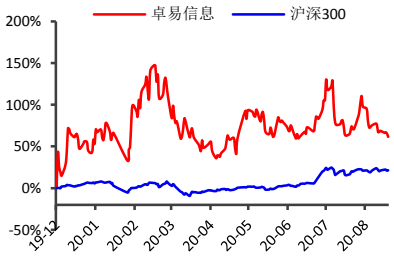
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	212.83	303.62	438.16	577.74
增长率	21.14%	42.66%	44.31%	31.86%
归属母公司净利润（百万元）	41.07	74.78	111.61	151.10
增长率	-20.36%	82.05%	49.25%	35.38%
每股收益 EPS（元）	0.47	0.86	1.28	1.74
净资产收益率 ROE	4.80%	8.04%	10.71%	12.66%
PE	193	106	71	52
PB	9.27	8.52	7.61	6.65

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

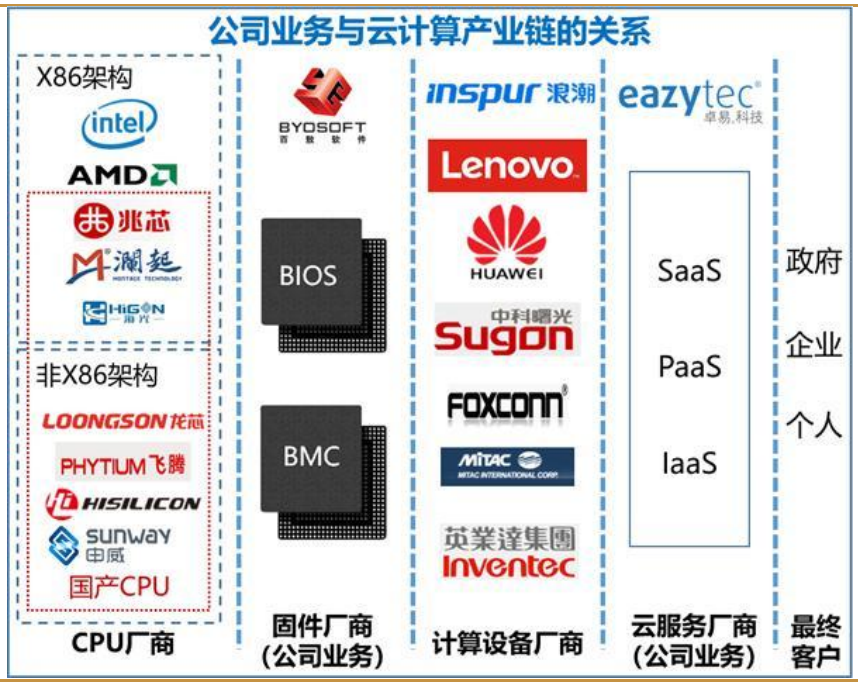
总股本(亿股)	0.87
流通 A 股(亿股)	0.21
52 周内股价区间(元)	55.12-136.29
总市值(亿元)	79.30
总资产(亿元)	9.46
每股净资产(元)	9.99

相关研究

1 固件业务驱动业绩高增长，业务结构实现反转

卓易信息成立于 2008 年，成立后十余年专注于“自主、安全、可控”的云计算产业链业务，致力于成为云计算产业链上卓越的服务商。公司是国内少数掌握 X86、ARM、MIPS 等多架构 BIOS 技术和 BMC 固件开发技术的厂商，是中国大陆唯一、全球四家之一的 X86 架构 BIOS 独立供应商。同时也是国内少数能够为国产芯片龙芯(MIPS 架构)、华为(ARM 架构)等提供 BIOS 固件技术服务的厂商。公司坚持核心技术自主开发，一方面，根据云计算设备厂商需要提供 BIOS、BMC 固件定制开发和技术服务；另一方面，运用自主开发的卓易云平台技术，向政府和企业客户提供端到端的安全化、多样化的云解决方案。目前，公司拥有 400+的团队，其中研发人员占比超 84%，拥有 5 项发明专利（38 项实审中），210 项软件著作权。

图 1：公司业务与云计算产业链的关系



数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 1：主营业务介绍

主营业务类型		介绍
云计算设备核心固件业务	BIOS 固件产品	BIOS 固件是一组固化到计算设备主板上一个存储芯片中的系统程序，主要功能包括：CPU/内存初始化、I/O 芯片及系统总线初始化、外围设备初始化、附加功能初始化；、操作系统启动。BIOS 固件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。
	BMC 固件产品	BMC 固件是一组固化到服务器主板上一个存储芯片中的系统程序，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。
云服务业务	政企云业务	主要聚焦于县、区、镇、园区等客户，包括提供定制化软件开发、软件产品销售和计算资源租赁、运维。

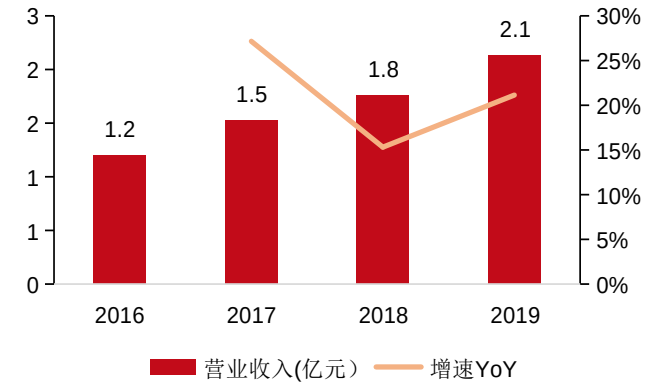
主营业务类型		介绍
	物联网云业务	主要聚焦于安防及环保领域，包括软硬件整体解决方案、定制化软件开发及产品销售和计算资源租赁、运维。

数据来源：公司公告，西南证券整理

营业收入保持稳定增长，净利润存在短期波动。2016-2019 年，公司营业收入稳步增长，由 1.2 亿元增长至 2.1 亿元，复合增长率约 21%；其中，2019 年同比增长 21.1%，主要受益于公司积极推动云计算核心设备固件及云服务业务的发展。同期间，公司归母净利润有所波动，2019 年净利润同比下降 20.4%，主要因为报告期内公司加大研发投入、加大实施员工激励计划产生股份支付费用，以及所获得政府补助减少。

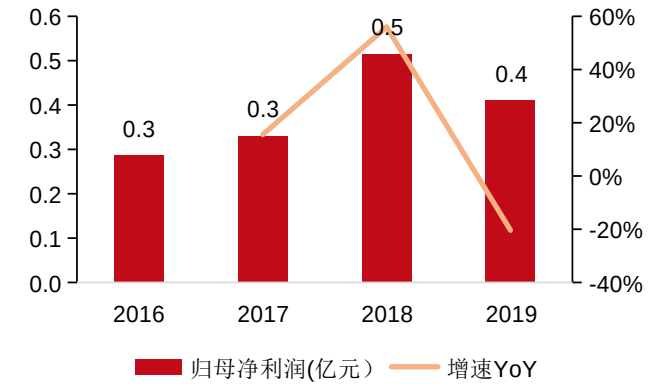
2020 年上半年，公司实现营业收入 0.75 亿元，同比增加 1.2%，主要受益于云计算设备核心固件业务快速发展；归母净利润 0.25 亿元，同比增加 190.8%，主要因为云计算设备核心固件业务业绩高增长，以及去年同期公司实施股权激励产生股份支付费用导致基数较低。受疫情影响，公司部分云服务业务确认收入延迟导致上半年收入增速放缓。随着国内疫情得到控制，防控进入常态化，公司客户招投标恢复活跃，预计下半年公司业务将迎来加速增长。

图 2：公司近五年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司近五年归母净利润及增速



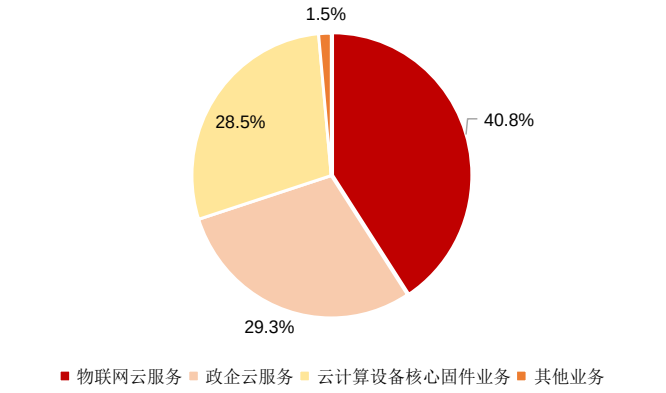
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务主要包括云服务业务（包括物联网云服务、政企云服务）和云计算设备核心固件业务。

从营收结构来看，2019 年，公司云服务业务占比约 70%，其中物联网云服务收入达 0.87 亿元，同比增长 28.7%，收入占比 40.8%，为公司营收的主要来源；政企云服务收入达 0.62 亿元，同比下降 3.4%，收入占比 29.3%；云计算设备核心固件业务收入达 0.61 亿元，同比增长 54.9%，收入占比 28.5%。2020H1，公司云服务业务实现收入 0.29 亿元，同比下降 43.2%，主要因为疫情影响下，公司云服务业务新项目的招投标时间延期，存续项目交付、验收时间推迟，从而影响收入确认；收入占比降至 38.3%。云计算设备核心固件业务保持快速发展，实现收入 0.45 亿元，同比增长 106.1%，主要因为公司积极推进固件业务发展，随着下游客户需求和出货量的增长，相关订单转化为实际收入；收入占比增至 59.8%。

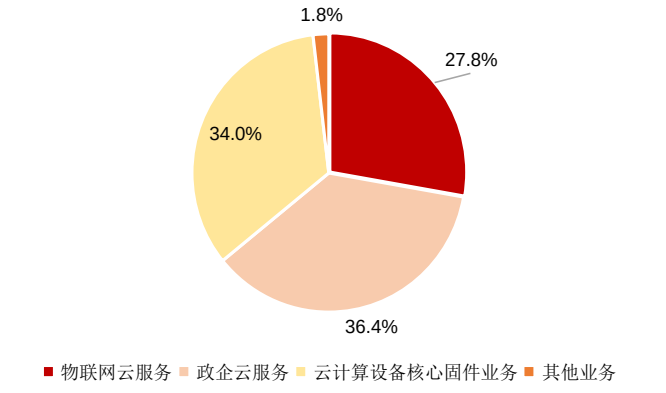
从毛利结构来看，2019 年，物联网云服务毛利率为 34.9%，贡献了公司 27.8%的毛利；政企云服务毛利率为 63.7%，毛利贡献占比 36.4%；云计算设备核心固件业务毛利率为 61.2%，毛利占比约 34%。

图 4：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

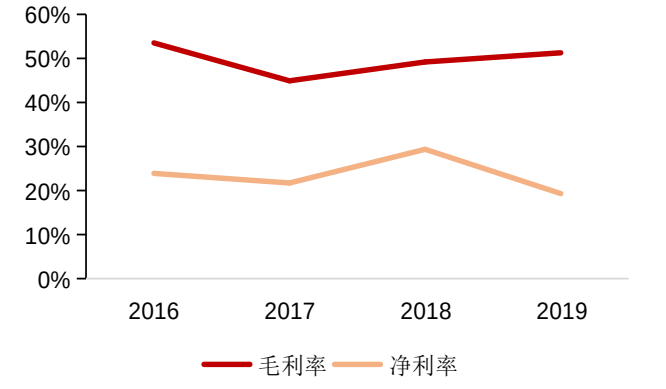
图 5：公司 2019 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

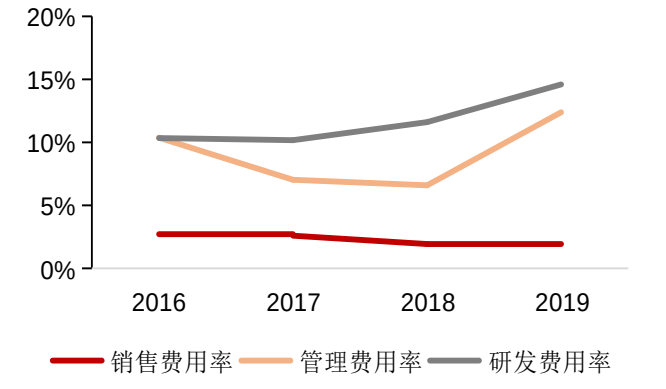
销售费用控制效果明显，研发投入持续攀升。1）利润率方面：2019 年，公司毛利率为 51.3%，同比增加 2.1pp；净利率为 19.3%，同比下降 10.1pp。2020H1，公司毛利率为 58.3%，同比增加 6.9pp；净利率为 33.5%，同比增加 21.9pp，主要由于盈利能力强的固件业务占比大幅增长所致。**2）费用率方面：**2019 年，公司销售费用率为 2.0%，同比增加 0.1pp；管理费用率为 12.4%，同比增加 5.8pp，出现大幅增长主要由人员薪酬增长及股份支付所致；研发费用率为 14.6%，同比增加 3pp，主要由研发人员数量及人员薪酬增长所致。2020H1，公司销售费用率为 3.3%，管理费用率为 12.8%，研发费用率为 20.8%，较 2019H1 来看销售和研发费用率有所增长，管理费用率同比下降 8.7pp，主要因为公司在上年同期实施股权激励，产生股份支付费用。

图 6：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司固件业务收入占比逐步增长。2020H1，公司云计算设备核心固件业务保持快速发展，实现收入 0.45 亿元，同比增长 106.1%，成为公司营收增长的重要驱动业务，收入占比增至 59.8%。公司积极推进固件业务发展，随着下游客户需求和出货量的增长，未来相关订单将加速转化为实际收入。基于此，我们预计未来三年公司固件业务收入占比逐步增长。

假设 2：公司云服务业务在 2020H2 招投标有望加速活跃。疫情影响下，2020H1 公司云服务业务新项目的招投标时间延期，存续项目交付、验收时间推迟，从而影响收入确认，使得云服务业务收入同比下降 43.2%。我们预计，随着疫情的稳定控制，2020H2 云服务业务招投标有望加速活跃，项目的交付、验收情况加速恢复，全年业务收入增速实现扭负为正。

假设 3：公司整体毛利率保持稳定增长。对于物联网云服务业务和云计算设备核心固件业务，我们根据其往年毛利率变化情况，假设未来三年其毛利率将逐年增长；对于政企云服务业务，我们假设其毛利率和往年大致持平，基本保持稳定；对于其他业务，由于其业务占比较小，对公司业绩影响微弱，我们假设其毛利率为 65%固定水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
物联网云服务	收入	86.8	97.2	121.5	151.9
	增速	28.6%	12.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	34.9%	35.7%	36.0%	36.3%
政企云服务	收入	62.3	67.3	82.1	98.5
	增速	-3.4%	8.0%	22.0%	20.0%
	毛利率	63.7%	64.0%	63.8%	63.7%
云计算设备核心固件业务	收入	60.7	136.5	232.1	325.0
	增速	54.9%	125.0%	70.0%	40.0%
	毛利率	61.2%	62.0%	62.2%	62.4%
其他业务	收入	3.1	2.6	2.5	2.4
	增速	-32.2%	-15.0%	-5.0%	-2.0%
	毛利率	65.3%	65.0%	65.0%	65.0%
合计	收入	212.8	303.6	438.2	577.7
	增速	21.1%	42.7%	44.3%	31.9%
	毛利率	51.3%	54.0%	55.3%	55.8%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了三家主流可比公司进行比较，2019 年三家公司平均 PE 为 199 倍，2020 年平均 PE 为 91 倍。预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.86 元、1.28 元、1.74 元，未来三年归母净利润复合增速超 50%。考虑到公司下游行业市场空间广阔，固件业务进入加速放量期，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300271	华宇软件	26.97	0.72	0.83	1.11	1.41	35.42	32.45	24.39	19.09
300168	万达信息	28.37	-1.23	0.26	0.37	0.48	-12.59	107.76	76.56	59.35
600536	中国软件	96.69	0.13	0.73	1.27	1.73	573.39	133.09	75.96	55.94
平均值							198.74	91.10	58.97	44.79

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.26 收盘）

3 风险提示

行业竞争加剧；下游需求不达预期；公司技术变革未能及时跟进风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	212.83	303.62	438.16	577.74
营业成本	103.72	139.52	196.08	255.53
营业税金及附加	2.09	2.88	4.16	5.49
销售费用	4.33	6.22	8.87	11.76
管理费用	616.78	78.94	111.73	145.59
财务费用	0.80	0.02	0.02	0.03
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	2.25	1.50	1.75
公允价值变动损益	0.65	0.65	0.65	0.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	44.39	78.94	119.45	161.75
其他非经营损益	-0.28	1.37	0.41	0.52
利润总额	44.11	80.30	119.86	162.26
所得税	3.04	5.53	8.25	11.17
净利润	41.07	74.78	111.61	151.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	41.07	74.78	111.61	151.10

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	41.07	74.78	111.61	151.10
折旧与摊销	11.61	10.18	10.18	10.18
财务费用	0.80	0.02	0.02	0.03
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	17.57	-88.50	-101.38	-103.93
其他	-17.41	-3.01	-2.13	-2.39
经营活动现金流净额	53.63	-6.54	18.30	54.99
资本支出	-0.59	0.00	0.00	0.00
其他	-320.56	4.28	5.22	4.48
投资活动现金流净额	-321.15	4.28	5.22	4.48
短期借款	0.04	-30.04	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	520.36	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.69	-0.44	-0.08	0.12
筹资活动现金流净额	519.71	-30.48	-0.08	0.12
现金流量净额	252.22	-32.74	23.43	59.59

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	306.76	274.02	297.45	357.04
应收和预付款项	180.79	269.19	386.20	506.49
存货	13.03	17.71	24.92	32.51
其他流动资产	340.14	341.77	343.09	344.86
长期股权投资	4.00	4.00	4.00	4.00
投资性房地产	27.27	28.28	27.91	27.93
固定资产和在建工程	55.85	46.18	36.50	26.83
无形资产和开发支出	2.86	2.78	2.69	2.61
其他非流动资产	12.99	9.32	6.49	3.87
资产总计	943.69	993.25	1129.27	1306.14
短期借款	30.04	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	46.93	51.94	76.16	101.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	10.99	10.81	10.99	11.49
负债合计	87.96	62.75	87.16	112.93
股本	86.96	86.96	86.96	86.96
资本公积	559.95	559.95	559.95	559.95
留存收益	208.82	283.59	395.20	546.30
归属母公司股东权益	855.72	930.50	1042.11	1193.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	855.72	930.50	1042.11	1193.21
负债和股东权益合计	943.69	993.25	1129.27	1306.14

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	21.14%	42.66%	44.31%	31.86%
营业利润增长率	-20.68%	77.84%	51.31%	35.41%
净利润增长率	-20.36%	82.05%	49.25%	35.38%
EBITDA 增长率	-12.48%	56.95%	45.45%	32.63%
获利能力				
毛利率	51.27%	54.05%	55.25%	55.77%
三费率	292.21%	28.06%	27.53%	27.24%
净利率	19.30%	24.63%	25.47%	26.15%
ROE	4.80%	8.04%	10.71%	12.66%
ROA	4.35%	7.53%	9.88%	11.57%
ROIC	15.54%	23.06%	25.39%	26.33%
EBITDA/销售收入	26.68%	29.36%	29.59%	29.76%
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.31	0.41	0.47
固定资产周转率	3.74	5.95	10.60	18.24
应收账款周转率	1.45	1.49	1.49	1.44
存货周转率	7.15	8.98	9.15	8.86
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.97%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	9.32%	6.32%	7.72%	8.65%
带息债务/总负债	34.15%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	10.84	17.12	13.62	12.07
速动比率	10.68	16.78	13.30	11.75
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	0.47	0.86	1.28	1.74
每股净资产	9.84	10.70	11.98	13.72
每股经营现金	0.62	-0.08	0.21	0.63
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	56.79	89.14	129.65	171.96
PE	193.05	106.04	71.05	52.48
PB	9.27	8.52	7.61	6.65
PS	37.26	26.12	18.10	13.73
EV/EBITDA	127.30	81.14	55.63	41.61
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn