

业绩符合预期，教育和医疗领域长期看好

投资要点

- **业绩总结：**2020H1，公司实现营业收入43.5亿元，同比增长2.9%；归母净利润为2.6亿元，同比增长36.3%。
- **收入逆势上涨，成本费用控制效果明显。**1) 收入方面：2020Q1公司营业收入和归母净利润增速均出现明显下滑，分别同比下降28%和229%。Q2期间公司营收切入加速增长带动上半年整体营收增长，主要因为3月份之后公司各项业务加速落地。公司销委会3月新增中标合同金额同比增长91%，上半年则同比增长119%。上半年公司智慧教育和智慧医疗业务实现大幅增长，分别同比增长35%和665%。2) 利润率方面：2020H1公司毛利率为45.8%，同比下滑4.7pp；净利率为6.6%，同比增加0.7pp。3) 费用方面：2020H1公司销售费用率为18.8%，管理费用率为7.4%，研发费用率为21.5%，报告期内公司的销售与管理费用率与去年同期相比变化不大，研发费用率同比增长2.8pp。
- **公司进一步加大研发投入，多领域技术持续保持国际领先。**2020年1月，公司在德国 The 20BN-Jester Dataset 手势识别评测中以97.26%的准确率斩获冠军，并刷新世界纪录；5月，公司在国际多通道语音分离和识别大赛 CHiME-6 中取得三连冠，在多项推理阅读理解评测 HotpotQA 中再次荣登榜首，并全面刷新所有评测指标，为实现更深层次的语义理解打下基础；6月，公司在 ICFHR 2020 OffRaSHME 数学公式识别挑战赛中以显著优势获得冠军。公司在智能语音、计算机视觉、认知智能等 AI 核心技术领域不断实现突破，持续保持国际领先，进一步强化了公司在教育、消费者、医疗等领域的技术壁垒和领先优势。
- **To C 业务持续发力，疫情影响下实现逆势高增长。**公司 C 端产品在2020年“618 大促”中斩获京东、天猫、苏宁易购三大平台22项第一，核心品类连续保持销售额第一，在疫情影响下实现逆势高增长，整体销售额累计同比增长超40%；剔除翻译机影响，其他硬件同比增长140%，2020年上半年，公司 To C 业务在营收中占比进一步提升，占比达37.59%。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年公司EPS分别为0.48元、0.66元、0.85元，未来三年归母净利润的复合增长率将保持30%以上。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行导致教育、医疗等领域投资力度不达预期；产品推广不达预期；行业竞争加剧。

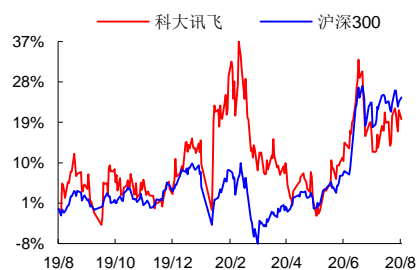
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10078.69	12369.07	16406.97	20809.80
增长率	27.30%	22.73%	32.65%	26.84%
归属母公司净利润（百万元）	819.18	1052.97	1452.32	1859.33
增长率	51.12%	28.54%	37.93%	28.02%
每股收益 EPS（元）	0.37	0.48	0.66	0.85
净资产收益率 ROE	8.04%	9.18%	11.49%	13.11%
PE	103	80	58	45
PB	7.36	6.83	6.20	5.56

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：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.98
流通A股(亿股)	19.14
52周内股价区间(元)	31.01-43.8
总市值(亿元)	840.25
总资产(亿元)	209.36
每股净资产(元)	5.33

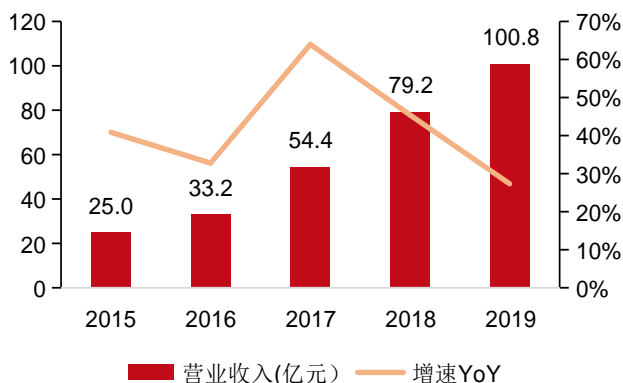
相关研究

1 公司是国内智能语音和人工智能领域的龙头企业

科大讯飞成立于 1999 年，是亚太地区知名的人工智能领域上市企业。公司自成立以来，长期从事语音及语言、自然语言理解、机器学习推理及自主学习等核心技术研究，并积极推动人工智能产品研发和行业应用落地。科大讯飞坚持“平台+赛道”的发展战略。2010 年，公司发布以智能语音和人机交互为核心的人工智能开放平台——讯飞开放平台，并在平台基础上拓展行业赛道，推动在消费者、智慧教育、智慧城市、智慧司法、智能服务、智能汽车、智慧医疗、运营商等领域的深度应用，TO B+TO C 双轮驱动成果逐渐显现。公司两次荣获“国家科技进步奖”及中国信息产业自主创新荣誉“信息产业重大技术发明奖”，其语音合成核心技术代表了世界的最高水平。

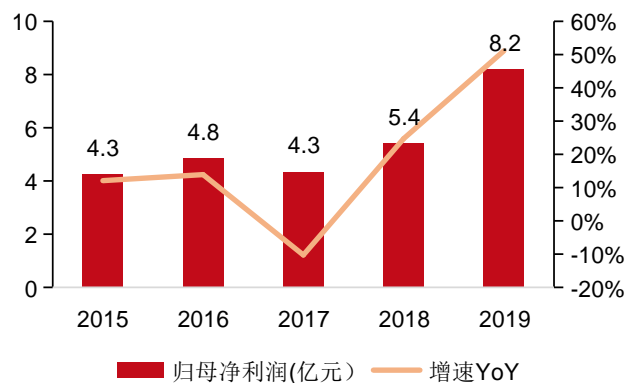
“平台+赛道”战略优势凸显，营业收入稳步增长，利润进入加速释放期。2015-2019 年，公司营业收入由 25 亿元增长至 100.8 亿元，年复合增长率约为 41.7%；其中 2019 年的营业收入首次破百亿，同比增长 27.3%。同期，公司归母净利润由 4.3 亿元增长至 8.2 亿元，年复合增长率为 17.8%，其中 2019 年同比增长 51.1%，增速首次超过营收的增速，主要因为公司基于“平台+赛道”的战略，将资源和精力集中在公司的优势赛道，对盈利模式尚不清晰的赛道减少投入，从而使商业应用更快落地。2020 年上半年，Q1 期间受疫情影响公司的销售以及现场交付工作受到限制，较大程度上延缓了一季度项目的实施、交付、验收，从而影响了收入的实现进度。2020Q1 公司营业收入和归母净利润增速均出现明显下滑，分别同比下降 28%和 229%。但疫情对公司业务的长期刚需不会造成重大影响，3 月份之后公司各项业务加速落地，承担公司营销任务的销委会 3 月新增中标合同金额同比增长 91%，上半年新增中标合同金额同比增长 119%。2020H1，公司仍然实现营收、净利润双增长的业绩情况，营业收入达 43.5 亿元，同比增长 2.9%；归母净利润为 2.6 亿元，同比增长 36.3%。

图 1：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 2：公司近五年归母净利润及增速

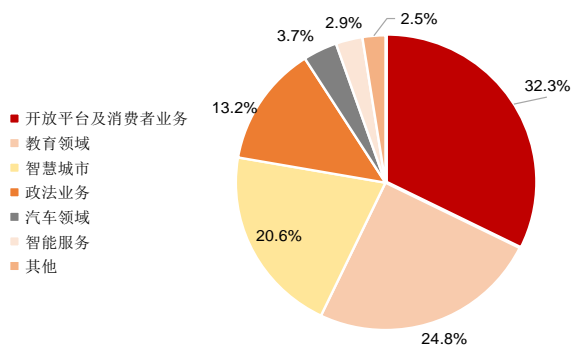


数据来源：公司公告，西南证券整理

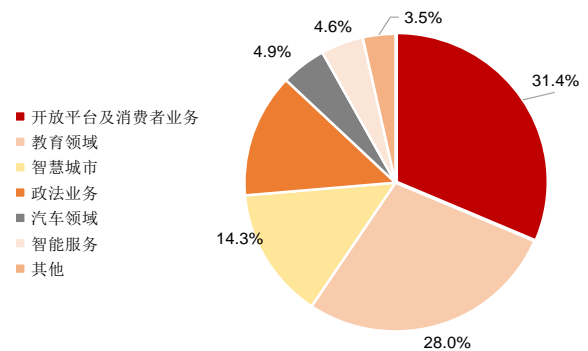
从营收结构来看，2019 年，公司开放平台及消费者业务完成收入 32.6 亿元，同比增长 34.8%，营业收入占比 32.3%，是公司营收的主要来源；教育领域实现收入 25 亿元，同比增长 16.5%，营业收入占比为 24.8%；智慧城市完成收入 20.8 亿元，同比增长 22.7%，营业收入占比 20.6%；政法业务收入达 13.3 亿元，同比增长 28.6%，营业收入占比 13.2%；此外，汽车领域和智慧服务占比分别为 3.7%、2.9%，虽营收占比较小，但目前是行业热门的赛道，未来营收有望快速增长。2020H1，公司智慧教育、其他业务板块中的智慧医疗业务分别实现了 35%和 665%的增长，其中教育领域的营收占比增至 32%，教育领域收入增长

主要系教育业务拓展所致；政法业务和汽车领域收入受疫情影响有所下滑，收入占比分别降至 5.1% 和 2.4%。

从毛利结构来看，2019 年，公司主要业务中，开放平台及消费者业务毛利率为 44.8%，毛利占比为 31.4%；教育领域毛利率为 51.9%，毛利占比为 28%；智慧城市毛利率为 31.8%，毛利占比为 14.3%；政法业务毛利率为 46.9%，毛利占比为 13.6%；此外，汽车领域和智慧服务毛利占比分别为 4.9%、4.6%。2020H1，公司开放平台及消费者业务和教育领域业务毛利率有较大幅度的增长，分别增至 53.2% 和 63.5%；其毛利占比也有大幅增长，分别增至 37.2% 和 44.5%。

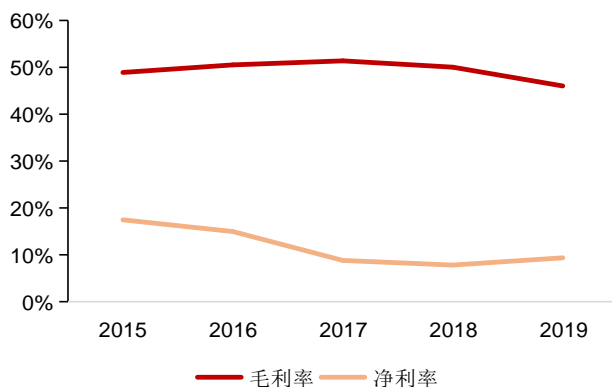
图 3：公司 2019 年主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

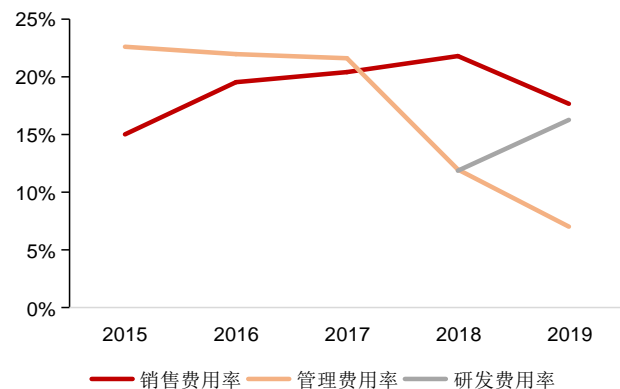
图 4：公司 2019 年主营业务毛利占比


数据来源：Wind，西南证券整理

公司研发投入快速增长，一季度净利润短期承压。1) 利润率方面：2019 年，公司毛利率为 46.0%，同比下降 4.0pp；净利率为 9.4%，同比增长 1.6pp。2020 年上半年，公司毛利率为 45.8%，同比下滑 4.7pp；净利率为 6.6%，同比增加 0.7pp。2) 费用率方面：2019 年，公司销售费用率为 17.7%，同比下降 4.1pp；管理费用率为 7.0%，同比下降 5.0pp；研发费用率为 16.3%，同比增加 4.4pp。2020 年上半年，公司销售费用率为 18.8%，管理费用率为 7.4%，研发费用率为 21.5%，报告期内公司的销售与管理费用率与去年同期相比变化不大，研发费用率同比增长 2.8pp。

图 5：公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：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 1：2020 年 3 月份之后公司各项业务加速落地，承担公司营销任务的销委会 3 月新增中标合同金额同比增长 91%，上半年新增中标合同金额同比增长 119%。基于此，我们认为疫情对公司业务的长期刚需不会造成重大影响，预计疫情对全年业绩不会造成重大影响，下半年公司业绩有望加速释放。

假设 2：公司教育领域和其他主营业务中的智慧医疗业务收入，在 2020H1 分别实现了 35%和 665%的增长。我们预计 2020 年，公司这两块业务仍然会保持高增长态势；未来三年中享受优质赛道红利，为公司贡献更多的营收，营收占比不断提升。

假设 3：受疫情影响，政法业务和汽车领域收入在 2020H1 有大幅下滑，分别同比下降 51.9%、40.6%。我们预计，这两项业务上半年的下滑情况会对全年收入造成小范围的影响，而后将恢复稳定增长状态。

假设 4：随着教育领域、智慧医疗等高毛利率业务的快速增长、收入占比提升，我们预计未来三年公司毛利率有望实现结构性的优化。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务营业收入如下：

表 1：公司分产品营收预测

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
开放平台及消费者业务	收入	3256.1	3646.8	4631.5	5789.3
	增速	34.8%	12.0%	27.0%	25.0%
	毛利率	44.8%	46.0%	46.0%	46.0%
教育领域	收入	2498.1	3447.4	4550.5	5915.7
	增速	16.5%	38.0%	32.0%	30.0%
	毛利率	51.9%	53.0%	52.5%	52.0%
智慧城市	收入	2081.0	2538.8	2995.8	3445.2
	增速	22.7%	22.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	31.8%	32.5%	32.7%	32.9%
政法业务	收入	1331.2	1065.0	1235.4	1420.7
	增速	28.5%	-20.0%	16.0%	15.0%
	毛利率	46.9%	50.0%	49.5%	49.5%
汽车领域	收入	371.8	323.4	394.6	473.5
	增速	39.1%	-13.0%	22.0%	20.0%
	毛利率	60.6%	61.0%	61.0%	61.0%
智能服务	收入	291.3	314.6	377.5	453.0
	增速	20.3%	8.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	72.7%	72.8%	71.5%	71.5%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
其他主营业务	收入	217.6	979.3	2154.6	3231.8
	增速	168.9%	350.0%	120.0%	50.0%
	毛利率	66.5%	67.2%	67.4%	67.6%
其他业务	收入	31.6	53.7	67.1	80.6
	增速	-11.7%	70.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	53.1%	53.3%	53.0%	53.0%
合计	收入	10078.7	12369.1	16407.0	20809.8
	增速	27.3%	22.7%	32.6%	26.8%
	毛利率	46.0%	48.3%	49.4%	50.1%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们从人工智能相关领域选取了五家可比公司，五家公司 2019 年平均 PE 为 55 倍，2020 年平均 PE 为 73 倍。

预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.48 元、0.66 元、0.85 元，未来三年归母净利润的复合增长率将保持 30% 以上。考虑到公司是国内智能语音与人工智能龙头，公司的人工智能业务进入业绩兑现期，且教育和医疗领域业务进入爆发增长期，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：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
002415	海康威视	38.60	1.33	1.48	1.76	2.06	24.64	26.02	21.99	18.72
600728	佳都科技	10.03	0.41	0.18	0.34	0.47	23.03	56.38	29.50	21.37
300454	深信服	228.99	1.86	2.22	3.02	4.00	61.64	102.96	75.86	57.29
300024	机器人	15.53	0.19	0.21	0.24	0.27	74.57	75.55	63.87	56.70
002405	四维图新	17.96	0.17	0.17	0.26	0.33	93.11	104.64	69.36	54.28
平均值							55.40	73.11	52.12	41.67

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.24 收盘）

3 风险提示

宏观经济下行导致教育、医疗等领域投资力度不达预期；产品推广不达预期；行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10078.69	12369.07	16406.97	20809.80	净利润	943.07	1170.17	1626.39	2092.03
营业成本	5440.46	6394.27	8298.56	10394.38	折旧与摊销	947.14	915.21	915.21	915.21
营业税金及附加	67.30	82.59	109.56	138.96	财务费用	-3.71	29.93	13.02	8.90
销售费用	1780.16	2135.22	2830.63	3588.15	资产减值损失	-7.01	-7.01	-7.01	-7.01
管理费用	706.71	2842.34	3768.59	4777.81	经营营运资本变动	-1340.12	404.38	-549.91	-562.54
财务费用	-3.71	29.93	13.02	8.90	其他	992.09	-174.14	-176.70	-184.61
资产减值损失	-7.01	-7.01	-7.01	-7.01	经营活动现金流净额	1531.47	2338.54	1821.00	2261.97
投资收益	111.60	181.60	186.60	194.60	资本支出	-779.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-4.42	-2.26	-2.63	-2.80	其他	-2119.18	-0.46	1.56	-16.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2898.99	-0.46	1.56	-16.59
营业利润	987.97	1071.07	1577.61	2100.42	短期借款	16.64	-733.21	0.00	0.00
其他非经营损益	7.45	168.11	142.81	113.36	长期借款	30.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	995.42	1239.18	1720.42	2213.78	股权融资	2487.47	0.00	0.00	0.00
所得税	52.35	69.00	94.03	121.75	支付股利	-219.86	-163.84	-210.59	-290.46
净利润	943.07	1170.17	1626.39	2092.03	其他	265.11	273.46	260.30	259.34
少数股东损益	123.89	117.20	174.07	232.69	筹资活动现金流净额	2579.90	-623.59	49.70	-31.12
归属母公司股东净利润	819.18	1052.97	1452.32	1859.33	现金流量净额	1213.24	1714.49	1872.26	2214.26
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3828.63	5543.12	7415.38	9629.63	成长能力				
应收和预付款项	5858.98	7182.57	9513.21	12070.10	销售收入增长率	27.30%	22.73%	32.65%	26.84%
存货	826.41	974.46	1266.18	1587.36	营业利润增长率	57.37%	8.41%	47.29%	33.14%
其他流动资产	915.92	854.25	1063.32	1395.72	净利润增长率	52.61%	24.08%	38.99%	28.63%
长期股权投资	421.94	421.94	421.94	421.94	EBITDA 增长率	58.01%	4.39%	24.28%	20.70%
投资性房地产	202.24	111.54	126.76	134.27	获利能力				
固定资产和在建工程	2136.66	1845.45	1554.24	1263.03	毛利率	46.02%	48.30%	49.42%	50.05%
无形资产和开发支出	3911.59	3304.06	2696.52	2088.99	三费率	24.64%	40.48%	40.30%	40.24%
其他非流动资产	1998.47	2190.19	2361.70	2539.18	净利率	9.36%	9.46%	9.91%	10.05%
资产总计	20100.84	22427.58	26419.24	31130.22	ROE	8.04%	9.18%	11.49%	13.11%
短期借款	733.21	0.00	0.00	0.00	ROA	4.69%	5.22%	6.16%	6.72%
应付和预收款项	4816.25	5805.87	7459.03	9465.47	ROIC	14.17%	15.22%	24.88%	34.08%
长期借款	397.60	397.60	397.60	397.60	EBITDA/销售收入	19.16%	16.30%	15.27%	14.53%
其他负债	2418.94	3483.11	4405.73	5308.73	营运能力				
负债合计	8366.00	9686.58	12262.36	15171.80	总资产周转率	0.57	0.58	0.67	0.72
股本	2198.58	2198.58	2198.58	2198.58	固定资产周转率	5.16	6.67	10.49	16.35
资本公积	6969.15	6969.15	6969.15	6969.15	应收账款周转率	2.38	2.18	2.26	2.22
留存收益	3017.51	3906.64	5148.37	6717.24	存货周转率	5.80	7.05	7.37	7.25
归属母公司股东权益	11417.96	12306.93	13548.73	15117.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.27%	—	—	—
少数股东权益	316.88	434.08	608.15	840.84	资本结构				
股东权益合计	11734.84	12741.01	14156.88	15958.43	资产负债率	41.62%	43.19%	46.41%	48.74%
负债和股东权益合计	20100.84	22427.58	26419.24	31130.22	带息债务/总负债	13.52%	4.10%	3.24%	2.62%
					流动比率	1.66	1.84	1.89	1.92
					速动比率	1.54	1.72	1.76	1.80
					股利支付率	26.84%	15.56%	14.50%	15.62%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.48	0.66	0.85
					每股净资产	5.19	5.60	6.16	6.88
					每股经营现金	0.70	1.06	0.83	1.03
					每股股利	0.10	0.07	0.10	0.13
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1931.40	2016.22	2505.84	3024.53					
PE	102.60	79.82	57.87	45.21					
PB	7.36	6.83	6.20	5.56					
PS	8.34	6.80	5.12	4.04					
EV/EBITDA	40.87	37.99	29.72	23.82					
股息率	0.26%	0.19%	0.25%	0.35%					

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
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn