



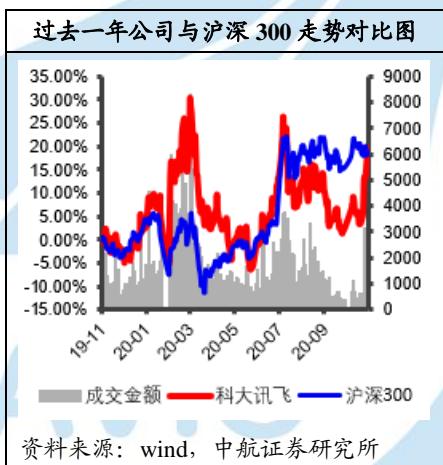
中航证券研究所
分析师: 张超
证券执业证书号: S0640519070001
研究助理: 王宏涛
证券执业证书号: S0640118100010
电话: 010-59562519
邮箱: wangt@avicsec.com

科大讯飞 (002230) 2020三季报点评: AI赋能“教育+医疗”，开启健康成长模式

行业分类: 计算机 2020年11月2日

公司投资评级	买入
当前股价(元) (2020.10.30)	40.18
目标价格(元)	44.20

基础数据 (2020.11.02)	
上证指数	3225.12
总股本(亿股)	21.98
流通A股(亿股)	20.24
资产负债率	44.77%
ROE(2020Q3,摊薄)	4.61%
PE(TTM)	88.30
PB(LF)	7.34



➤ **事件:** 2020前三季度实现营收 72.84 亿元 (+10.82%), 归母净利润 5.54 亿元 (+48.36%), 扣非归母净利润 0.84 亿元 (+20.25%), 销售毛利率 46.20% (-2.04pcts)。同时发布业绩预告, 预计 2020 年全年实现归母净利润区间为 10.65 亿元至 13.93 亿元, 同比增长 30% 至 70%。

➤ 投资要点:

- 疫情影响今年项目实施与交付, “教育+医疗”主赛道持续发力带动营收恢复性增长。疫情对公司上半年经营工作构成重大不利影响, Q3 开始人工智能核心技术驱动各项业务加速落地, “教育+医疗”主赛道持续发力促进营收实现恢复性增长。公司前三季度实现营收 72.84 亿元 (+10.82%), Q3 单季实现营收 29.35 亿元 (+25.16%)。从营收结构来看, 前三季度教育业务实现营收 (+50.55%)、医疗业务实现营收 (+119.22%), 是驱动公司营收实现恢复性增长的主要动力。公司今年 1-9 月新增中标合同金额同比增长 84%, 受疫情期间项目延迟和项目交付固有周期的影响, 其收入确认有一定延迟。其中, 教育、智慧城市共签订 7 个亿元级项目, 涉及合同额 14.87 亿, 且均为实施+运营/运维服务模式, 未来将持续为公司经营贡献营收增量。

图表1、前三季度签约的亿元级项目

合同名称	合同额(亿)
昆明市五华区人工智能因材施教项目	1.63
皮山县智慧教育项目	0.91
六安市智慧学校建设项目合同	3.96
安庆市公共安全视频监控建设联网应用 (雪亮工程)采购项目	2.59
阜阳市雪亮工程	1.82
宿州市公共安全视频监控建设联网应用二期	2.84
芜湖县因材施教解决方案	1.12

资料来源: 巨潮资讯网, 中航证券研究所

- 公允价值变动对当期业绩影响较大, 研发费用资本化摊销吞噬部分当期净利润, 若扣除相关影响真实盈利能力有大幅提升。前三季度, 公司实现归母净利润 5.54 亿元 (+48.36%), 扣非归母净利润 0.84 亿元 (+20.25%), 销售毛利率 46.20% (-2.04pcts)。其中, 公允价值变动收益 4.02 亿元 (+673.43%), 主要系公司持股的寒武纪和三人行上市产生的投资收益, 对归母净利润影响较大。

股市有风险 入市须谨慎

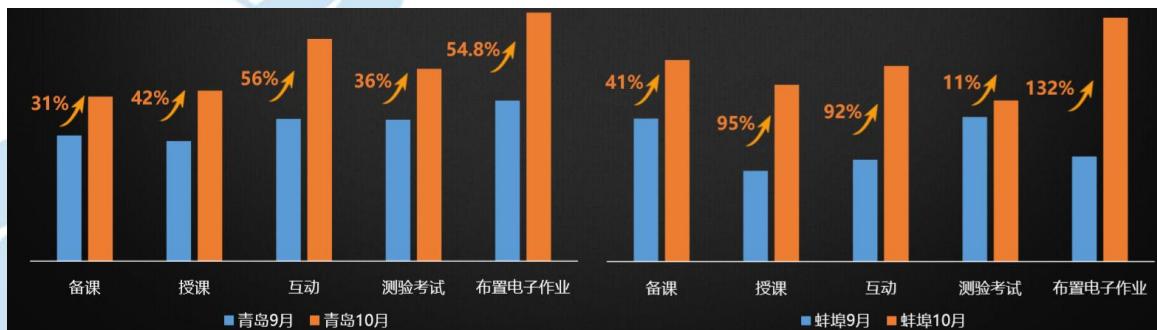
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
资本大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传 真: 010-59562637

研发费用 16.34 亿元 (+36.13%)，主要系本期研发资本化摊销 7.54 亿元 (+3.44 亿元) 所致，吞噬了部分当期净利润，若扣除相关因素影响，公司盈利能力其实有较大幅度提升。销售、管理费用分别 (-1.73%、+3.36%)，控制良好；财务费用 0.28 亿元 (+372.66%)，主要系本期利息收入减少所致。营业成本 39.19 亿元 (+15.19%)，超过同期营收增速 4.37pcts，导致同期销售毛利率 46.20% (-2.04pcts)。应收账款同比略降，主要是 Q3 收款情况较好所致；预付款项 2.26 亿元 (+127.11%)、存货 15.70 亿元 (+41.32%)、短期借款 13.47 亿元 (+60.83%)，与合同负债及预收账款 13.42 亿元 (+31.11%) 同向增长，主要系正在执行项目增加所致。经营活动产生的现金流净额 -3.85 亿元 (+13.41%)；其中，Q3 单季实现的经营性现金流净额 6.50 亿元，创历史新高；预期全年经营性现金流仍有良好表现。

- **区域因材施教解决方案交付进度良好，智医助理产品深入服务乡村医疗机构。** 目前，公司因材施教区域解决方案青岛、蚌埠项目已基本完成年内交付计划，产品已进入常态化使用。其中，青岛市已覆盖西海岸区 149 所学校、1.29 万名老师、18.4 万名学生；今年 10 月使用相关产品备课 15.4 万次；授课 7.98 万次，互动 5.2 万次，测验考试 45 次，布置电子作业 290.7 万份。蚌埠市已覆盖 816 所学校、2.3 万名老师、41.3 万名学生；今年 10 月使用相关产品备课 20.2 万次，授课 8.86 万次，互动 9.8 万次，测验考试 268 次，布置电子作业 162.9 万份。智医助理目前已在全国 11 个省市近百个区县、超 2000 个乡镇级医疗机构、超 20000 个村级医疗机构投入使用，有效帮助基层卫生工作者提高诊断精度，减少误诊案例发生，以科技创新服务保障广大基层群众的生命健康安全。

图表 2、青岛市、蚌埠市区域因材施教解决方案使用数据 9-10 月环比



资料来源：巨潮资讯网，中航证券研究所

- **持续推出智能硬件新品，积极探索工业互联网应用新方向。** 9 月 1 日，公司重磅发布针对办公场景下人人对话语音转写产品 TWS 耳机，为线上办公场景提供智能化、高效率、无障碍沟通的产品能力。10 月 26 日发布 AI+学习新款智能硬件产品—讯飞扫描词典笔，是针对 K12 阶段英语学习场景打造的又一款学习效率工具。在工业互联网创新应用方面，公司利用麦克风阵列定位声源位置，通过声成像技术快速定位故障点，提升一线人员作业的效率和安全性；通过采集、分析驱动电机等工业品声纹，自动识别产品质量状况，实现声纹质检、高效品控。

图表 2、公司推出的智能硬件新品



资料来源：巨潮资讯网，中航证券研究所

图表 3、公司积极探索工业互联网方向新应用



资料来源：巨潮资讯网，中航证券研究所

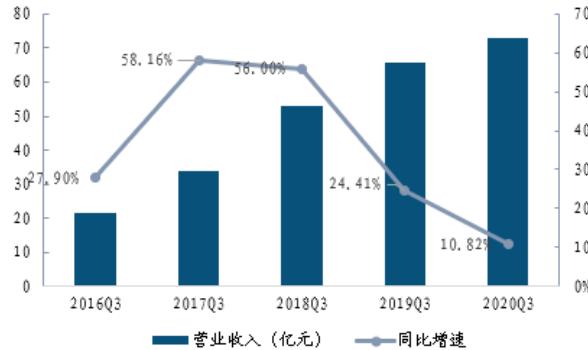
- **实施大规模股权激励计划，促进员工与企业共同成长。**公司在发布季报同时公告实施大规模股权激励计划，向1,933名激励对象授予2,722.42万股限制性股票，包括公司中高层管理人员、核心技术（业务）人员以及各子公司的中高层管理人员和核心技术（业务）人员。限制性股票的授予价格为18.28元/股，相比公告日收盘价36.06元/股折价约50%，考核指标以2019年营业收入为基数，2020-2022年增长率分别不低于25%、50%、75%。该激励计划有助于进一步建立、健全公司长效激励机制，通过实施与产业竞争激烈程度相匹配的股权激励，吸引和留住优秀人才，充分调动公司管理人员及核心技术/业务人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心骨干员工个人利益结合在一起，促进公司的长远健康发展。
- **投资建议：**公司进入AI应用持续规模化落地阶段，人工智能2.0战略效果显现，在教育、医疗行业主赛道上，已经实现源头技术创新和产业应用的良性互动。人工智能作为新基建的重要组成部分，未来市场空间广阔，公司将充分受益于新基建驱动下人工智能技术规模化应用的红利。我们认为公司已经开启健康成长模式，预测公司2020、2021、2022年归母净利润分别为11.35亿元、15.29亿元、19.86亿元，对应EPS分别为0.52元、0.70元、0.90元，当前股价对应PE分别为78倍、58倍和44倍，我们上修公司2020年PE估值至85倍（原预期值为77倍），对应股价44.20元（原预期值为40.04元），给予“买入”评级。
- **盈利预测：**

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10078.69	13082.14	17137.60	22535.95
增长率(%)	27.30	29.80	31.00	31.50
归属母公司股东净利润	819.18	1134.67	1528.79	1986.01
增长率(%)	51.12	38.51	34.73	29.91
每股收益(EPS)	0.37	0.52	0.70	0.90

数据来源：wind，中航证券研究所

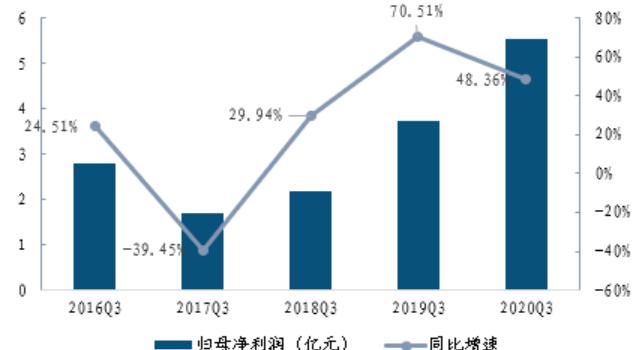
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司 2016Q3–2020Q3 营业收入及增速情况(亿元, %)



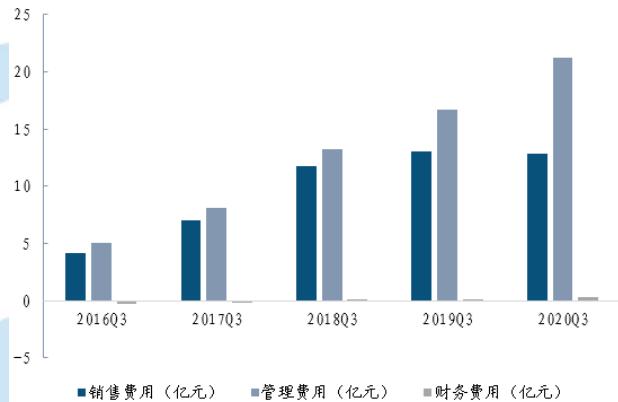
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司 2016Q3–2020Q3 归母净利润及增速情况(亿元, %)



资料来源: wind, 中航证券研究所

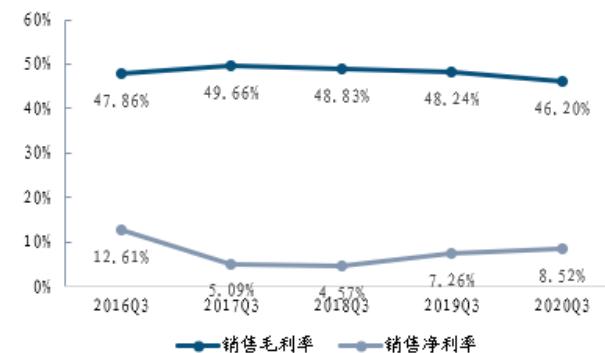
图 3: 公司 2016Q3–2020Q3 三费情况(亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

注: 管理费用中均包含研发费用

图 4: 公司 2016Q3–2020Q3 利率及净利率情况(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表：科大讯飞盈利预测（单位：百万元）

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10078.69	13082.14	17137.60	22535.95	货币资金	3828.63	4839.39	6292.23	8309.52
营业成本	5440.46	6589.47	8618.50	11488.82	应收和预付款项	5858.98	7592.38	9945.65	13082.67
营业税金及附加	67.30	87.35	114.43	150.48	存货	826.41	1000.94	1309.15	1745.16
销售费用	1780.16	2289.37	2973.37	3864.91	其他流动资产	915.92	1164.32	1488.06	1919.00
管理费用	2346.25	2940.86	3831.97	4946.64	长期股权投资	421.94	406.94	396.94	396.94
财务费用	-3.71	-2.78	-1.25	-2.42	投资性房地产	202.24	202.24	202.24	202.24
资产减值损失	-7.01	-8.00	-8.00	-8.00	固定资产和在建工程	2136.66	2200.20	2245.02	2275.70
投资收益	111.60	95.00	102.00	115.00	无形资产和开发支出	3911.59	3424.39	2846.47	2175.84
公允价值变动损益	-4.42	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	1998.47	2040.53	2067.59	2079.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	20100.84	22871.32	26793.36	32186.72
营业利润	987.97	1280.86	1710.58	2210.50	短期借款	733.21	800.00	750.00	780.00
其他非经营损益	7.45	4.47	5.96	5.22	应付和预收款项	4816.25	5936.05	7767.07	10317.56
利润总额	995.42	1285.33	1716.54	2215.72	长期借款	397.60	432.60	467.60	502.60
所得税	52.35	67.60	90.27	116.53	其他负债	2418.94	2750.62	3230.37	3909.04
净利润	943.07	1217.73	1626.27	2099.19	负债合计	8366.00	9919.27	12215.04	15509.21
少数股东损益	123.89	130.00	145.00	160.00	股本	2198.58	2198.58	2198.58	2198.58
归属母公司股东净利润	819.18	1087.73	1481.27	1939.19	资本公积	6969.15	6969.15	6969.15	6969.15
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	3017.51	4105.24	5586.51	7525.70
经营活动现金流量净额	1531.47	755.33	1364.59	1844.87	归属母公司股东权益	11417.96	12505.18	13986.45	15925.64
投资活动现金流量净额	-2898.99	91.36	102.00	105.00	少数股东权益	316.88	446.88	591.88	751.88
筹资活动现金流量净额	2579.90	164.07	-13.75	67.42	股东权益合计	11734.84	12952.06	14578.32	16677.52
现金流量净额	1213.24	1010.76	1452.85	2017.29	负债和股东权益合计	20100.84	22871.32	26793.36	32186.72

数据来源：wind，中航证券研究所

投资评级定义

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

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, 本报告清晰、准确地反映了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: 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。