

公司研究/更新报告

2021年01月17日

计算机/计算机应用

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 44.14
目标价格(元): 54.40

谢春生 SAC No. S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

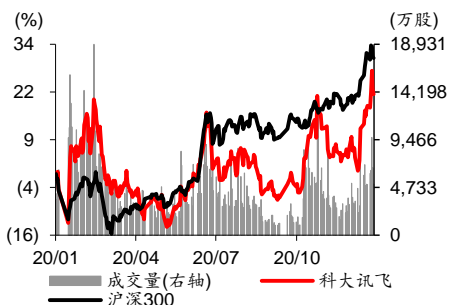
郭雅丽 SAC No. S0570515060003
研究员 SFC No. BQB164
010-56793965
guoyali@htsc.com

金兴 SAC No. S0570520120001
研究员 010-56793957
jinxing@htsc.com

相关研究

- 1《科大讯飞(002230 SZ,买入): 新基建加码, 核心业务有望提速》2020.04
- 2《科大讯飞(002230 SZ,买入): 控费成果明显, 人效有望提升》2019.10
- 3《科大讯飞(002230 SZ,买入): 战略聚焦+控费促进增长》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司 2021 年主业有望加速增长

科大讯飞(002230)

公司 2021 年主业有望加速增长

公司 2021 年主营收入及净利润均有望加速增长,逻辑有三:一、2020 年公司青岛、蚌埠区域级因材施教标杆项目效果显著,该新模式有望在 2021 年加速推广,推动公司教育业务在 2021 年继续保持高速增长;二、消费者业务 2020 年受疫情影响较大,随着经济恢复及公司新产品的不断打磨和推出,消费者业务 2021 年有望加速增长;三、公司研发费用资本化摊销逐步减少,2021 年净利率有望提升。此外,2021 年云从、依图、旷视等 AI 独角兽有望陆续登陆科创板, AI 板块关注度有望提升。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.52、0.68、1.00 元,维持买入评级。

公司在手订单充足, 2020Q4 营收同比增速有望达 50%以上

公司 2020 年 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为-28.06%/29.54%/25.16%,根据第二期限制性股票激励行权条件,以 2019 年营收为基数,2020-2022 年营收增速分别不低于 25%、50%、75%。公司 2020 年前三季度实现营收 72.84 亿,要完成行权条件,则公司 2020Q4 营收需要同比增长 51.63%。公司前三季度新签合同金额同比增长 84%,且大多实施周期在一年以内,我们认为公司在手订单充足,公司 2020Q4 营收有望实现高增长。

公司教育业务和消费者业务 2021 年有望加速增长

公司青岛、蚌埠的区域级因材施教项目,在 2020 年取得了非常显著的效果。自 2020 年 3 月份以来,公司区域级因材施教方案已经中标百色、旌德、六安、皮山、芜湖县、重庆两江区、昆明五华区、山西长治等多个项目。区域订单模式预计将在经济相对发达的区域持续推广,带动公司教育业务快速增长。2020 年受疫情影响,翻译机销量受较大影响,公司消费者业务 2020 年增速较低。我们认为,随着宏观经济逐步恢复以及公司不断推出“AI+办公”新产品,公司消费者业务 2021 年有望恢复高增长态势。

公司研发费用资本化摊销逐步减少, 2021 年利润率有望提升

公司每年研发费用资本化摊销部分占净利润很大的比例,2019 年为 67%。而自 2020 三季报开始,公司资产负债表中的无形资产+开发支出两者之和同比增速显著下降,这也意味着 2021 年及以后公司的无形资产摊销金额占比有望下降,由此公司的净利率水平有望提升。

看好公司长远前景, 维持买入评级

鉴于公司教育和消费业务有望实现更高成长性,小幅上调教育及消费业务收入,预计公司 2020-2022 年净利润分别为 11.51 亿(+2.13%)、15.22 亿(+1.13%)、22.19 亿(+16.06%),对应 EPS 分别为 0.52、0.68、1.00 元。根据 Wind 一致预期,可比公司 2021 年平均 PE 为 78 倍,鉴于公司在 AI 领域的龙头地位,给予公司 2021 年目标 PE 80 倍,对应目标价为 54.4 元,维持“买入”评级。

风险提示: 1、人工智能技术应用和进展不及预期; 2、行业竞争加剧; 3、宏观经济下行压力加大; 4、控费力度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,225
流通 A 股 (百万股)	2,026
52 周内股价区间 (元)	31.55-46.40
总市值 (百万元)	98,200
总资产 (百万元)	22,494
每股净资产 (元)	5.41

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,917	10,079	12,650	16,942	22,164
+/-%	45.41	27.30	25.51	33.93	30.82
归属母公司净利润 (百万元)	542.07	819.18	1,151	1,522	2,219
+/-%	24.71	51.12	40.48	32.22	45.81
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.37	0.52	0.68	1.00
PE (倍)	181.16	119.88	85.33	64.54	44.26

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司战略聚焦成果持续显现，2020Q2起呈现加速增长趋势

公司稳步推进 AI 战略 2.0，战略聚焦效果持续显现。科大讯飞的发展可分为三个阶段：

- 1) 2010-2014 年为 AI 技术的突破阶段，主要特点是持续投入进行 AI 技术的突破，逐步从感知智能向认知智能发展，保持公司在 AI 技术领域的领先性；
- 2) 2015-2018 年为 AI 战略 1.0 阶段：应用探索期。公司确定了核心技术领先、收入毛利增加、用户增加的战略目标，该阶段公司在 AI 的应用场景落地上进行了大量探索和投入，财务数据上呈现“增收不增利”的特点；
- 3) 2019 年以来为 AI 战略 2.0 阶段：红利兑现期。除了继续保持原有的技术领先、收入毛利增长、用户数增长三大目标外，新增了人均效益提升的目标。2019 年，公司将原有的 170 多个产品方向聚焦到 20 多个，并进一步明确了重点投入的 8 条核心产品线，包括教育的 3 条产品线--个性化学习手册、因材施教区域解决方案、讯飞学习机，2 条消费产品线--办公转写系列、智能硬件，开放平台、医疗（智医助理）、智慧城市和政法协同。业务聚焦带来了费用投入的下降，公司利润端开始逐渐释放。在人均效益方面，2019 年公司缩减非核心产品线的技术人员，员工人数同比下降 5.8%，人均毛利提升 24.3%至 42 万元/人，人均效益显著提升。

图表1：科大讯飞人工战略发展阶段

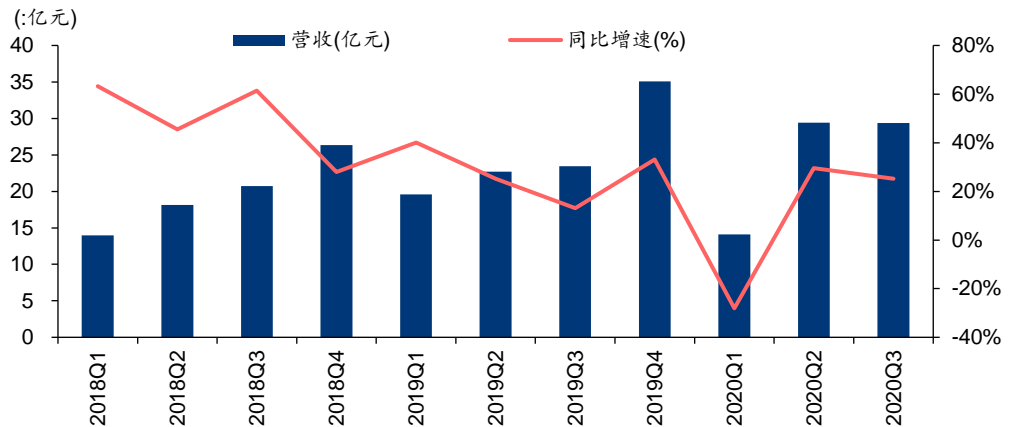


资料来源：科大讯飞官网、华泰证券研究所

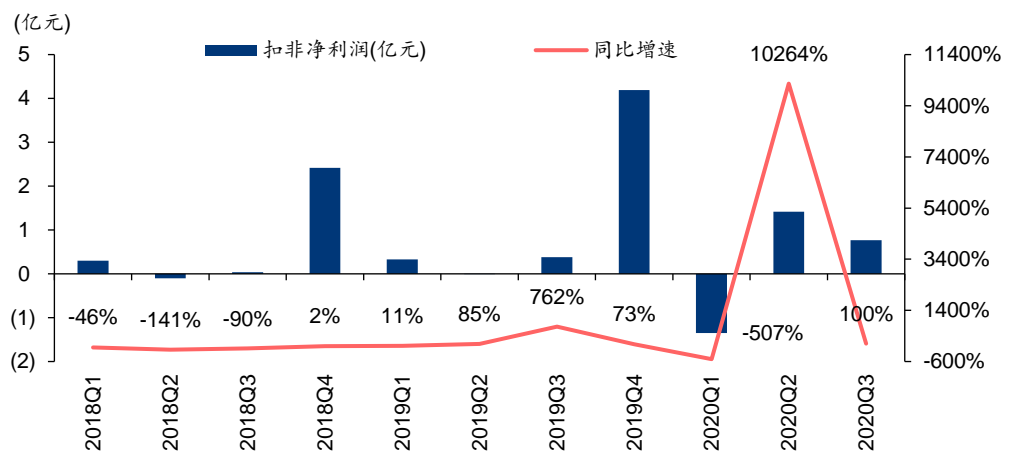
疫情影响逐渐减弱，讯飞营收净利润自 2020Q2 起恢复快速增长

受疫情影响，公司 2020 年 Q1 营收同比下滑 28.06%，归母净利润亏损 1.31 亿元，同比下滑 229.02%。2020 年 Q2 公司业务逐步恢复正常，Q2 营收 29.4 亿，同比增长 29.54%；归母净利润 3.90 亿，同比增长 344.94%，扣非归母净利润同比增长 103 倍。2020 年前三季度实现营收 72.84 亿元，同比增长 10.82%；归母净利润和扣非净利润分别为 5.54 亿元和 8,395.23 万元，分别同比增长 48.36%和 20.25%。其中公司 Q3 单季营收同比增长 25.16%，归母净利润和扣非净利润分别同比增长 60.79%和 100.43%。由此可见，公司自 2020Q2 起恢复了快速增长态势，且净利润同比增速远高于营收同比增速，表明公司人工智能 2.0 战略推进顺利，人工智能红利正逐步兑现。

2020 年 9 月，公司发布了第二期限限制性股票激励计划，根据行权条件，以 2019 年营收为基数，公司 2020 年-2022 年营收增速分别不低于 25%、50%、75%。2019 年公司营收 100.79 亿，即 2020-2022 年营收分别不低于 126 亿、151 亿、176 亿，同比增速分别为 25%、11.9%、11.3%。公司 2020 年前三季度实现营收 72.84 亿元，要完成行权条件，意味着公司 2020Q4 营收需要实现 53.16 亿元，同比增速为 51.63%。公司前三季度新签合同金额同比增长 84%，且大多实施周期在一年以内，我们认为公司在手订单充足，因此公司 2020Q4 营收有望实现高增长。

图表2： 公司 2018-2020Q3 单季度营收及增速

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 公司 2018-2020Q3 单季度扣非净利润及增速

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司教育业务新模式获得突破进展，2021 年有望大力推广

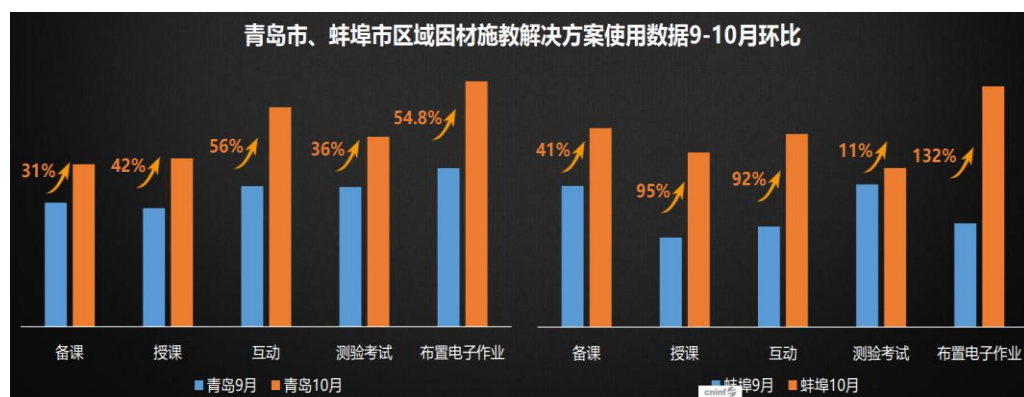
区域因材施教（2G）标杆项目取得良好成效，2020Q2 起进入规模复制阶段。

此前公司的教育业务主要通过智学网 2B（学校）和个性化学习产品 2C（学生家长）的模式在推广。2019 年 12 月，科大讯飞公告中标“青岛西海岸新区‘因材施教’人工智能+教育创新应用示范区项目”和“蚌埠市智慧学校建设项目”，合计合同金额超过 25 亿元，开创了公司区域级（2G）K12 因材施教推广的新模式。

相比于 2B 和 2C 的推广模式，区域级 2G 推广模式，一方面能够帮助讯飞不断的积累相关的学生学习及教学数据，从而推动讯飞的产品持续迭代，提升核心竞争力；另一方面，能够帮助讯飞降低市场推广费用，增强用户黏性。

青岛蚌埠项目带来了明显的升学率提升，树立了很好的示范作用，有助于以后区域级因材施教解决方案的推广。目前公司区域因材施教解决方案交付进度良好，其中青岛、蚌埠项目已基本完成交付计划，产品已进入常态化使用，并在教师减负、学生减负、升学率提升等方面取得良好成效，方案得到诸多高校认可。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。2020 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。2020 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。蚌埠市教育网站新闻显示，在 2020 年的高考中，“先行一步”实施因材施教提升工程的 12 所示范校一本达线率为 23.79%，同比提升 2.55%；8 所深度应用学校一本达线率为 31.95%，同比提升 4.09%。

图表4： 区域因材施教解决方案应用成效



资料来源：科大讯飞公告 2020 年 10 月 27 日调研纪要、华泰证券研究所

从 2020 年二季度起，公司因材施教解决方案已进入规模复制阶段。根据采招网的统计，自 2020 年 3 月份以来，公司的区域级因材施教整体解决方案已经中标百色、旌德、六安、皮山、芜湖县、重庆两江区、昆明五华区、山西长治等多个项目。区域因材施教解决方案以区域为单位，通过标准化产品代替定制化开发需求。展望未来，随公司对解决方案完善及政府对教育信息化建设的投入，区域订单模式预计将在经济相对发达的区域持续落地，从而带动公司教育业务保持快速增长态势。

图表5： 公司 2020 年 3 月份以来区域因材施教解决方案中标情况

时间	项目名称	招标方	中标金额 (万元)
2020/12/11	长治市教育局智慧教育一期项目	长治市教育局	5925.267
2020/8/6	六安市智慧学校建设项目中标结果公告	六安市教育局	39561.069
2020/7/20	旌德县智慧教育项目 (第二次) (第二包) 中标结果公告	旌德县教育体育局	6469.670
2020/6/30	芜湖县基于大数据的个性化教学与智慧学校建设项目中标结果公告	芜湖县教育局	16580.000
2020/6/1	两江新区智慧教育建设项目	重庆云计算投资运营有限公司	3538.967
2020/6/1	广西京良项目管理有限公司教育信息化政府购买服务项目中标公告	百色市教育局	4223.500
2020/5/7	新疆信实工程招标咨询服务有限公司关于皮山县智慧教育项目中标 (成交) 结果公告	皮山县教育局	9118.400
2020/3/10	五华区人工智能因材施教示范区项目 (二次) 结果公示	昆明市五华区教育体育局	16307.041

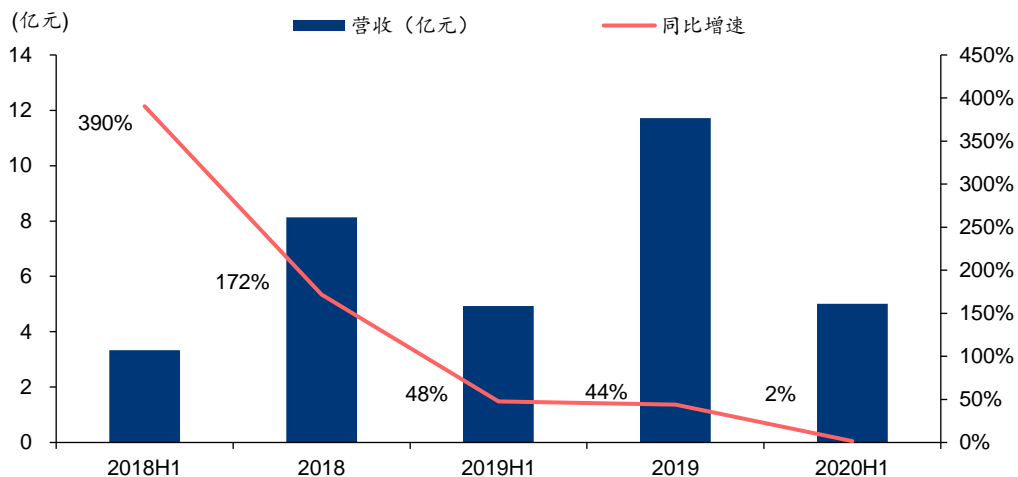
资料来源：中国采招网，华泰证券研究所

2C 个性化学习手册+学习机持续发力，通过区域订单模式以运营服务加速渗透。个性化学习手册作为公司智学网 2C 产品线核心构成，成为教育 C 端首要发力点。公司个性化学习产品有助于提升学生学习成绩，高考成果显著，其个性化学习业务应用效果已得到验证，并通过不断打磨提升产品竞争力。而在个册基础上，公司于 2019 年推出针对 C 端群体的讯飞学习机 X1 Pro，经过不断地打磨，在 2020 年继续发布两款新品，目前已覆盖 K12 全学段资源，并针对中高考考生推出定制版本，成为教育 C 端业务新增长点。在区域订单模式的演进下，公司个性化学习系统作为“因材施教”解决方案的主要产品，未来将以运营服务的形式加速渗透。

消费者业务 2021 年有望恢复高速增长态势

2020 年受疫情影响，出国游等活动基本停滞，翻译机销量受较大影响，公司消费者业务 2020 年增速较低。2020 年中报显示，公司智能硬件产品营收仅同比增长 1.58%，主要来自于讯飞录音笔、智能办公本、讯飞会议宝 S8 等“AI+办公”新品类的增长。在此背景下，公司不断推出新产品，2020 年 9 月 1 日，讯飞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，科大讯飞发布 A.I.+学习新一代智能硬件产品——讯飞扫描词典笔，针对 K12 阶段英语学习场景打造的又一款学习效率工具。我们认为，随着疫情影响的逐步消除及宏观经济的逐步恢复以及公司不断推出新产品，公司消费者业务 2021 年有望恢复高速增长态势。

图表6：公司智能硬件产品历史营收及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司研发费用资本化摊销逐步减少，2021 年利润率有望提升

由于公司过去几年研发费用资本化比例较大，而资本化部分会分三年进行摊销，因此公司每年的研发费用中资本化摊销部分占到了很大的比例。我们从利润表-管理/研发费用科目中的无形资产摊销金额也可以看出，其占到公司归母净利润的比例非常高，2019 年占到了 67%。

图表7：公司历年研发投入及资本化情况（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019
研发投入	7.09	11.45	17.73	21.43
研发费用资本化	3.72	5.49	8.34	10.4
资本化比例	52.47%	47.95%	47.04%	48.53%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们从 2020 三季度资产负债表中的无形资产+开发支出情况可以看出，两者之和同比增速显著下降，这也意味着 2021 年及以后公司的无形资产摊销金额占比有望下降，由此公司的净利率水平有望提升。

图表8：公司历史三季报无形资产及开发支出情况

	2016/9/30	2017/9/30	2018/9/30	2019/9/30	2020/9/30
无形资产 (亿元)	6.87	9.76	13.75	16.62	18.97
开发支出 (亿元)	3.68	6.02	6.64	9.75	9.16
合计 (亿元)	10.55	15.78	20.39	26.37	28.13
合计值同比增速		49.57%	29.21%	29.33%	6.67%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2021 年 AI 独角兽有望陆续登陆科创板，有望提升 AI 板块市场关注度

2020 年以来，AI 独角兽的上市步伐加快。云知声、依图科技、云从科技、旷视科技均提交了科创板上市申请，2021 年预计上述几家 AI 独角兽均有望登陆科创板，人工智能板块的市场关注度有望持续提升。

图表9： AI 公司上市计划

公司名称	分类	估值 (亿元)	上市进程
云知声	智能语音	70	已问询
依图科技	机器视觉	140	已问询
云从科技	机器视觉	200	已问询
云天励飞	机器视觉	-	已受理
旷视科技	机器视觉	300	2021/1/14 启动科创板上市辅导
商汤科技	机器视觉	500	PreIPO

资料来源：上海证券交易所，《2020 胡润全球独角兽排行榜》，华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

鉴于公司教育和消费业务有望实现更高成长性，小幅上调教育及消费业务收入，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 11.51 亿(+2.13%)、15.22 亿(+1.13%)、22.19 亿(+16.06%)，对应 EPS 分别为 0.52、0.68、1.00 元。根据 Wind 一致预期，可比公司 2021 年平均 PE 为 78 倍，鉴于公司在 AI 领域的龙头地位，给予公司 2021 年目标 PE 80 倍，对应目标价为 54.4 元，维持“买入”评级。

图表10： 盈利预测变动项目

		2019	2020E	2021E	2022E	调整原因
营收	前值	10078.69	13182.18	16822.19	21309.07	公司教育业务及消费业务预计增速更高
	现值		12649.71	16942.22	2164.43	
	变动比例		-4.04%	0.71%	4.01%	
毛利率	前值	46.02%	42.69%	40.93%	40.28%	毛利率更高的教育、医疗业务占比提升
	现值		46.66%	47.48%	48.08%	
	pct		3.97	6.55	7.80	
公允价值变动损益	前值	-4.42	-2	-2	-3	公司参股公司寒武纪、三人行产生公允价值
	现值		400	0	0	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11: 公司收入拆分 (单位: 百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	12149.00	12649.71	16942.22	22164.43
开放平台及消费者业务	3256.09	4004.99	5086.34	6205.33
同比增速	34.82%	23.00%	27.00%	22.00%
毛利率	44.77%	50.00%	48.00%	46.00%
教育领域	2498.10	3872.06	6001.69	8702.44
同比增速	16.52%	55.00%	55.00%	45.00%
毛利率	51.90%	52.00%	53.00%	54.00%
智慧城市	2081.01	2289.11	2632.48	3001.02
同比增速	22.67%	10.00%	15.00%	14.00%
毛利率	31.78%	25.00%	28.00%	30.00%
政法业务	1331.22	1291.28	1484.98	1707.72
同比增速	28.55%	-3.00%	15.00%	15.00%
毛利率	46.89%	47.00%	46.00%	45.00%
汽车领域	371.76	390.35	448.90	520.72
同比增速	39.08%	5.00%	15.00%	16.00%
毛利率	60.59%	60.00%	60.00%	60.00%
智慧医疗	180.00	390.60	781.20	1406.16
同比增速		117.00%	100.00%	80.00%
毛利率		50.00%	50.00%	50.00%
智能服务	291.28	320.41	384.49	461.39
同比增速	20.29%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利率	72.70%	70.00%	70.00%	70.00%
其他主营业务	217.63	43.53	65.29	91.40
同比增速	168.84%	-80.00%	50.00%	40.00%
毛利率	66.50%	67.00%	67.00%	67.00%
其他业务	31.59	47.39	56.86	68.23
同比增速	-11.69%	50.00%	20.00%	20.00%
毛利率	53.07%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价(元)	总市值(亿元)	EPS(元)				PE(倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002405 CH	四维图新	15.95	313	0.17	0.13	0.23	0.29	91.19	119	69	55
300496 CH	中科创达	122.07	517	0.59	0.89	1.24	1.68	207.00	137	99	73
688088 CH	虹软科技	65.70	267	0.55	0.70	0.97	1.31	119.45	94	67	50
	平均值							139	117	78	59
002230 CH	科大讯飞	44.14	982	0.38	0.52	0.68	1.00	116	85	65	44

注: 可比公司盈利预测采取 Wind 一致预期数据, 市值数据为 2021 年 1 月 15 日收盘价对应市值;

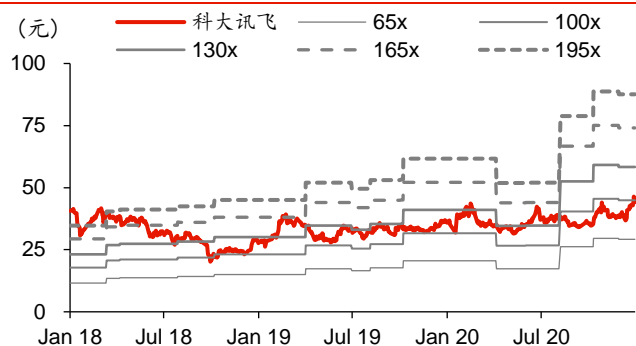
资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1、人工智能技术应用和进展不及预期；
- 2、行业竞争加剧；
- 3、宏观经济下行压力加大；
- 4、控费力度低于预期。

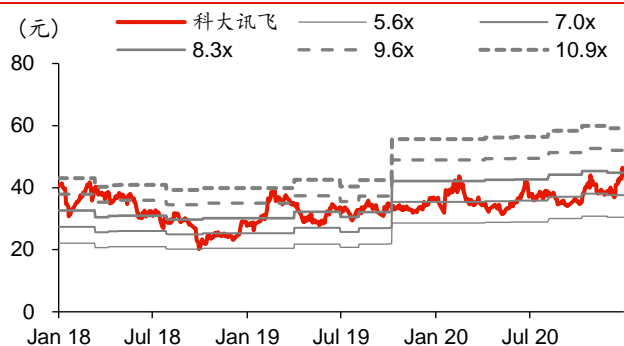
PE/PB - Bands

图表13: 科大讯飞历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表14: 科大讯飞历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,762	11,430	16,733	18,489	23,272
现金	2,401	3,829	5,781	6,507	10,553
应收账款	3,389	5,087	4,834	5,132	5,423
其他应收账款	341.73	407.62	495.94	633.55	751.73
预付账款	24.91	144.94	276.71	288.03	266.08
存货	1,040	826.41	1,350	1,388	1,489
其他流动资产	565.81	1,135	3,995	4,540	4,790
非流动资产	7,540	8,671	8,886	9,734	10,484
长期投资	378.88	421.94	476.13	526.66	574.65
固定投资	1,907	2,001	1,886	2,402	2,765
无形资产	2,251	2,791	2,815	2,904	3,023
其他非流动资产	3,003	3,457	3,709	3,901	4,121
资产总计	15,303	20,101	25,619	28,222	33,756
流动负债	5,813	6,866	10,559	11,651	14,877
短期借款	716.57	733.21	1,400	1,450	1,500
应付账款	1,872	2,041	2,457	2,628	3,429
其他流动负债	3,224	4,091	6,702	7,573	9,948
非流动负债	1,278	1,500	1,775	1,819	1,883
长期借款	367.06	397.60	322.50	285.66	230.23
其他非流动负债	911.04	1,103	1,453	1,533	1,653
负债合计	7,091	8,366	12,335	13,470	16,761
少数股东权益	240.65	316.88	444.74	613.81	860.33
股本	2,093	2,199	2,225	2,225	2,225
资本公积	4,588	6,969	7,433	7,433	7,433
留存公积	2,331	3,018	4,125	5,475	7,527
归属母公司股东权益	7,971	11,418	12,840	14,139	16,135
负债和股东权益	15,303	20,101	25,619	28,222	33,756

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,148	1,531	1,143	2,549	5,982
净利润	617.97	943.07	1,279	1,691	2,465
折旧摊销	611.20	947.14	823.80	1,009	1,259
财务费用	(16.66)	(3.71)	44.03	25.94	20.13
投资损失	(74.80)	(111.60)	(93.41)	(76.81)	(90.04)
营运资金变动	(128.40)	(411.36)	(627.91)	(303.54)	2,075
其他经营现金	138.82	167.92	(282.17)	202.96	252.63
投资活动现金	(1,920)	(2,899)	(340.53)	(1,678)	(1,817)
资本支出	1,823	1,887	693.46	1,701	1,856
长期投资	182.95	(1,064)	(54.19)	(50.53)	(47.99)
其他投资现金	(279.28)	51.55	407.12	73.81	87.04
筹资活动现金	353.81	2,580	1,150	(144.37)	(119.07)
短期借款	295.99	16.64	666.79	50.00	50.00
长期借款	(93.64)	30.54	(75.10)	(36.83)	(55.43)
普通股增加	703.84	106.04	26.86	0.00	0.00
资本公积增加	(666.31)	2,381	464.14	0.00	0.00
其他筹资现金	113.94	45.25	67.12	(157.53)	(113.64)
现金净增加额	(413.08)	1,213	1,952	726.22	4,046

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,917	10,079	12,650	16,942	22,164
营业成本	3,957	5,440	6,748	8,898	11,508
营业税金及附加	81.88	67.30	84.47	113.13	148.00
营业费用	1,726	1,780	2,150	2,711	3,435
管理费用	947.21	706.71	885.48	1,017	1,219
财务费用	(16.66)	(3.71)	44.03	25.94	20.13
资产减值损失	(83.19)	(7.01)	(0.51)	(0.68)	(0.89)
公允价值变动收益	(0.14)	(4.42)	400.00	0.00	0.00
投资净收益	74.80	111.60	93.41	76.81	90.04
营业利润	627.78	987.97	1,396	1,810	2,644
营业外收入	68.14	74.10	50.00	62.05	56.02
营业外支出	37.19	66.64	100.00	83.32	91.66
利润总额	658.73	995.42	1,346	1,789	2,608
所得税	40.76	52.35	67.30	98.40	143.11
净利润	617.97	943.07	1,279	1,691	2,465
少数股东损益	75.91	123.89	127.87	169.07	246.52
归属母公司净利润	542.07	819.18	1,151	1,522	2,219
EBITDA	1,253	1,889	2,100	2,706	3,710
EPS (元, 基本)	0.24	0.37	0.52	0.68	1.00

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	45.41	27.30	25.51	33.93	30.82
营业利润	16.36	57.37	41.30	29.68	46.05
归属母公司净利润	24.71	51.12	40.48	32.22	45.81
获利能力 (%)					
毛利率	50.03	46.02	46.66	47.48	48.08
净利率	7.81	9.36	10.11	9.98	11.12
ROE	7.53	8.04	9.63	11.46	14.51
ROIC	9.75	10.47	13.91	17.17	31.48
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.34	41.62	48.15	47.73	49.65
净负债比率 (%)	(11.23)	(19.31)	(25.80)	(27.45)	(46.91)
流动比率	1.34	1.66	1.58	1.59	1.56
速动比率	1.09	1.39	1.38	1.39	1.40
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.57	0.55	0.63	0.72
应收账款周转率	2.66	2.38	2.55	3.40	4.20
应付账款周转率	2.70	2.78	3.00	3.50	3.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.37	0.52	0.68	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.69	0.51	1.15	2.69
每股净资产(最新摊薄)	3.58	5.13	5.77	6.36	7.25
估值比率					
PE (倍)	181.16	119.88	85.33	64.54	44.26
PB (倍)	12.32	8.60	7.65	6.95	6.09
EV_EBITDA (倍)	77.85	50.98	45.36	35.03	24.56

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、郭雅丽、金兴，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、郭雅丽、金兴本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com