



校外教培监管深化，利好 AI 教育龙头

科大讯飞(002230)

评级:	买入	股票代码:	002230
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	57.73/30.87
目标价格:		总市值(亿)	1,067.65
最新收盘价:	47.99	自由流通市值(亿)	972.51
		自由流通股数(百万)	2,026.48

事件概述

2021 年“两会”期间，多位代表委员提出对于校外教育培训机构的规范治理。与此同时，北京朝阳区开始针对教育培训机构进行新一轮治理，未取得批复前不得开课。检查内容主要包括：资格证/许可证/教培内容/防疫规范/资金审查等。而后，在 3 月 24 日，教育部官网进一步强化吹风，发布“《人民日报》四问校外培训”。对于本轮教培整顿，我们有以下观点：

分析判断：

▶ 与 2018 年治理形成接力，本轮监管依旧聚焦校外侧，利好校内侧教育

本轮监管将和 2018 年的专项治理行动形成接力，校外培训乱象有望获得根本性整治，未来校内教育将承担更多责任。

1) 2018 年治理：2018 年教育部等四部门曾联合印发《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，核心就是“推动解决中小学生过重课外负担问题”，治理行动聚焦校外培训机构，规模庞大、初步完成了乱象整治。

2) 2021 年治理：本轮治理依旧聚焦校外培训，教育部陈部长在 2021 年全国教育工作会议上的讲话中也提到“把学生从校外学科类补习中解放出来，把家长从送学陪学中解放出来”。我们认为，校外培训监管深化将在短期内对业内机构带来冲击，但利好行业的中长期发展。

更重要的是，本轮治理将进一步凸显校内教育的核心地位。教育部在 2021 年工作要点第 22 条“深化校外培训机构治理”的工作措施中第一点就是要“提升中小学课后服务水平，丰富课后服务内容，满足学生多种需求，让学生在校园内学足学好。”换言之，校外培训治理根本因素仍是提升校内教育质量。

▶ 提升校内侧教育质量，科技赋能是关键，AI 教育厂商迎来产业机遇

考虑到对于各层级学校的赋能空间，我们认为专注服务校园教育的 AI 厂商有望迎来产业机遇。横向比较而言，侧重校内体系、横跨线上-线下的 AI 教育龙头科大讯飞或是本轮治理核心受益厂商。

1) 智能教育赛道 2B/2C 联动爆发，快速提升产品化：疫情期间，科大讯飞 2B 区域因材施教解决方案实现异地复制，高标准化推动产品化率提升；同时 2C 个性化学习手册+学习机持续发力，通过区域订单模式加速渗透。我们判断 2021-2022 年，在监管红利的催化下，公司教育业务有望持续放量。

2) 人工智能 2.0 阶段，开启产品规模化应用黄金期：当前来看，科大讯飞已经逐步在主赛道上形成闭环生态，并产生了标杆案例、标准化产品，规模化商用正在开启。“十四五”期间，以智慧教育为代表的校内教育信息化投入将持续提升，公司携核心技术和卡位优势持续发力，将迎 3-5 年的黄金发展期。

▶ 公司治理持续优化，管理层频频释放积极信号彰显经营信心

2021 年 2 月 7 日公司公告称董事会同意刘庆峰董事长不再兼任总裁职务，并聘任吴晓如先生为公司总裁。我们认为，推行专职总裁制释放积极信号，判断新总裁上任后，智慧教育 & 产品化路径或是战略重点。过去五年，胡郁/吴晓如/陈涛完成总裁轮值，各有较优贡献。相较而言，吴晓如先生的突出贡献是推动教育业务 BG 的业务拓展与产品化，建立了基于教、学、考、管四大主场景的全栈产品体系，覆盖所有教育信息化的应用场景，技术壁垒与产品化程度不断提升，判断这一趋势仍将在吴晓如先生上任后得以延续。此外，我们再次重

申公司管理层高点增持所释放的积极信号。1月18日公司曾发布定增预案，募资20-26亿元用于补流，实控人刘庆峰及其一致行动人拟全额认购。我们认为：实控人高点增持释放拐点信号，彰显了其对于公司下一阶段发展的绝对信心。

投资建议：

维持此前盈利预测不变，预计2020-2022年公司整体营收分别为128.3/165.5/210.1亿元，同比增长27.3%/29.0%/26.9%；三年间归母净利润分别为12.5/16.5/22.0亿元，同比增长52.2%/32.6%/33.0%。考虑到人工智能产业加速趋势+公司龙头溢价+业绩/产品化率提升趋势，2021年予以12倍PS（对标2017-2018年高速增长期），目标市值1986.5亿，维持“买入”评级。

风险提示：

人工智能支持政策落地不及预期、公司利润兑现不及预期、新兴AI厂商加速进入，竞争加剧、市场系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,917	10,079	12,828	16,554	21,009
YoY (%)	45.4%	27.3%	27.3%	29.0%	26.9%
归母净利润(百万元)	542	819	1,247	1,654	2,200
YoY (%)	24.7%	51.1%	52.2%	32.6%	33.0%
毛利率 (%)	50.0%	46.0%	46.4%	46.7%	47.4%
每股收益(元)	0.24	0.37	0.56	0.74	0.99
ROE	6.8%	7.2%	9.8%	11.5%	13.3%
市盈率	198.36	131.26	86.21	65.02	48.88

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120520020002
 联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120520050001
 联系电话：0755-82533391

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120520090002
 联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,079	12,828	16,554	21,009	净利润	943	1,431	1,900	2,526
YoY (%)	27.3%	27.3%	29.0%	26.9%	折旧和摊销	947	30	30	35
营业成本	5,440	6,874	8,816	11,052	营运资金变动	-333	-87	-569	-45
营业税金及附加	67	106	140	164	经营活动现金流	1,531	1,293	1,163	2,227
销售费用	1,780	2,258	2,814	3,551	资本开支	-1,882	591	-148	-128
管理费用	707	795	1,026	1,292	投资	-1,064	-50	-220	-295
财务费用	-4	-27	-74	-98	投资活动现金流	-2,899	681	-136	-94
资产减值损失	-7	0	0	0	股权募资	2,929	26	0	0
投资收益	112	135	177	224	债务募资	835	-683	50	50
营业利润	988	1,546	2,032	2,705	筹资活动现金流	2,580	-683	59	63
营业外收支	7	1	1	1	现金净流量	1,213	1,291	1,086	2,196
利润总额	995	1,547	2,033	2,706	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	52	116	133	180	成长能力 (%)				
净利润	943	1,431	1,900	2,526	营业收入增长率	27.3%	27.3%	29.0%	26.9%
归属于母公司净利润	819	1,247	1,654	2,200	净利润增长率	51.1%	52.2%	32.6%	33.0%
YoY (%)	51.1%	52.2%	32.6%	33.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.37	0.56	0.74	0.99	毛利率	46.0%	46.4%	46.7%	47.4%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	9.4%	11.2%	11.5%	12.0%
货币资金	3,829	5,120	6,206	8,401	总资产收益率 ROA	4.1%	5.5%	6.2%	6.8%
预付款项	145	111	144	218	净资产收益率 ROE	7.2%	9.8%	11.5%	13.3%
存货	826	1,721	1,954	2,298	偿债能力 (%)				
其他流动资产	6,630	7,784	10,281	12,840	流动比率	1.66	1.83	1.84	1.86
流动资产合计	11,430	14,736	18,585	23,758	速动比率	1.52	1.60	1.64	1.66
长期股权投资	422	472	517	562	现金比率	0.56	0.64	0.62	0.66
固定资产	2,001	2,071	2,141	2,186	资产负债率	41.6%	42.2%	43.8%	45.2%
无形资产	2,051	2,051	2,051	2,051	经营效率 (%)				
非流动资产合计	8,671	8,096	8,256	8,391	总资产周转率	0.50	0.56	0.62	0.65
资产合计	20,101	22,832	26,842	32,149	每股指标 (元)				
短期借款	733	0	0	0	每股收益	0.37	0.56	0.74	0.99
应付账款及票据	3,088	4,238	5,220	6,679	每股净资产	5.13	5.70	6.45	7.44
其他流动负债	3,045	3,822	4,860	6,082	每股经营现金流	0.69	0.58	0.52	1.00
流动负债合计	6,866	8,060	10,080	12,761	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	398	448	498	548	估值分析				
其他长期负债	1,103	1,133	1,173	1,223	PE	131.26	86.21	65.02	48.88
非流动负债合计	1,500	1,580	1,670	1,770	PB	6.72	7.16	6.34	5.50
负债合计	8,366	9,640	11,750	14,531					
股本	2,199	2,225	2,225	2,225					
少数股东权益	317	501	747	1,073					
股东权益合计	11,735	13,192	15,092	17,618					
负债和股东权益合计	20,101	22,832	26,842	32,149					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究从业经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，3年证券研究经验，深度覆盖金融科技、数字货币、蚂蚁产业链、网络安全等研究方向。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。