



净利增 66%符合预期，持续受益智能化红利

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4月7日，科大讯飞发布2020年度业绩快报及2021年Q1业绩预告。2020年度科大讯飞实现营业收入130.3亿元，同比增长29.2%；实现归母净利润13.6亿元，同比增长66.5%。2020Q1业绩预告来看，公司预计将实现盈利1.25-1.45亿元，2020年同期为亏损13.1亿元。

分析判断:

► 2020年净利增长66%符合预期，受益疫情催化下的智能化红利

2020年新冠疫情肆虐下大量计算机公司经营承压，但科大讯飞却逆市扩张，彰显了疫情对于智能化应用的催化作用，龙头受益尤为明显。2020年初，疫情对于公司市场销售、现场交付确有不影响，直接导致公司Q1营收下滑28.1%。但从Q2开始，公司一方面顶住压力、实现项目追赶，另一方面受益于疫情催生的智能应用新需求，业绩加速复苏：H1营收迅速增速收正(+2.9%)、全年营收增长重回高增(+29.2%)。所谓智能化需求/红利，我们认为核心逻辑有二：

1、疫情催化行业智能化应用加速，外部需求拐点凸显：新冠疫情催化下，人工智能应用场景迅速铺开，如：机器人筛查、影像辅助诊断、远程教学、无人配送等。后疫情时代，判断教育/医疗/驾驶为三条智能化黄金赛道，公司作为提前卡位的赛道龙头，在2020年率先拥抱了外部需求拐点。

2、智能教育赛道2B/2C联动爆发，驱动产品化提升+业务放量：疫情期间，公司2B区域因材施教解决方案实现异地复制（以青岛、蚌埠为标杆），教育局引导的区域化采购也逐渐成为主流，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。判断2020年智慧教育业务增速乐观（优于其他业务），是拉动营收端逆市高增的主因。

不仅如此，公司也在利润端实现归母净利13.6亿元，同比增长66.5%；并实现经营性现金流量净额22.7亿元，创历史最佳水平，彰显经营能力提升。

► 2021Q1业绩向好，卡位算法+数据，智能化龙头业绩有望持续兑现

2020Q1业绩预告来看，公司预计将实现盈利1.25-1.45亿元，2020年同期为亏损1.31亿元，判断2021年业绩有望持续兑现。智能化红利释放的大背景下，格局演绎方向仍要回归AI三要素来看：**即算力、算法、数据**。我们认为，科大讯飞的核心竞争力在于算法和数据，更准确地来说：**平台形成算法，赛道（场景）沉淀数据**，两者构成闭环。

算力方面：公司近年来积极加码AI算力建设，较初创企业优势明显，但相比阿里、腾讯、华为等巨头并无显著优势（考虑巨头的公有云体系）。

算法方面：凭借二十余年的积累，讯飞超脑在人工智能算法、尤其是智能语音相关算法方面领跑行业，多次国际算法大赛的优异成绩可以作证。即便是华为等巨头亦通过合作的形式，寻求公司智能语音相关模块的赋能（2018年）。

数据方面：通用数据的优势或不出众，但在众多布局的垂直赛道中，专业数据积累已非一日之寒。无论教育、政法还是医疗，公司凭借良好的政商关系切入后，都进行了长周期的渗透，滚雪球式地积累数据。目前智能教育、智能办公（消费者业务为主）已经构成闭环、其他赛道也在加速沉淀并应用数据。

我们认为，凭借算法和数据两方面的卡位优势，公司已经逐步在主赛道（教育场景、消费者标品）上形成

闭环生态，并产生标杆案例、标准化产品，规模化商用正在开启，后续有望迎来 3-5 年的黄金发展期。

校外教培业开启强监管，AI（校内）教育厂商迎催化

此外，近期突发的校外教培业整顿或成公司智能教育业务的新催化。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培训机构进行新一轮治理。我们认为，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。

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。

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，让学生在课内学足学好。”换言之，校外培训治理根本因素仍是提升校内教育质量。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。

投资建议：

根据业绩快报、业绩预告调整盈利预测，预计 2020-2022 年公司整体营收分别为 130.3/168.0/213.3 亿元（此前预测三年间营收为 128.3/165.5/210.0 亿元），同比增长 29.2%/29.0%/26.9%；三年间归母净利润分别为 13.6/18.2/24.1 亿元（此前预测三年间净利润为 12.5/16.5/22.0 亿元），同比增长 66.5%/33.5%/32.5%。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，叠加实控人高点增持释放的积极信号，坚定强推，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	13,025	16,804	21,326
YoY (%)	45.4%	27.3%	29.2%	29.0%	26.9%
归母净利润(百万元)	542	819	1,364	1,821	2,412
YoY (%)	24.7%	51.1%	66.5%	33.5%	32.5%
毛利率 (%)	50.0%	46.0%	46.4%	46.7%	47.4%
每股收益 (元)	0.24	0.37	0.61	0.82	1.08
ROE	6.8%	7.2%	10.6%	12.4%	14.2%
市盈率	196.96	130.33	78.28	58.62	44.26

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	13,025	16,804	21,326	净利润	943	1,565	2,092	2,770
YoY (%)	27.3%	29.2%	29.0%	26.9%	折旧和摊销	947	30	30	35
营业成本	5,440	6,978	8,948	11,218	营运资金变动	-333	-99	-576	-45
营业税金及附加	67	108	142	166	经营活动现金流	1,531	1,417	1,346	2,467
销售费用	1,780	2,194	2,857	3,604	资本开支	-1,882	591	-148	-128
管理费用	707	810	1,042	1,322	投资	-1,064	-50	-220	-295
财务费用	-4	-28	-78	-106	投资活动现金流	-2,899	679	-134	-90
资产减值损失	-7	0	0	0	股权募资	2,929	26	0	0
投资收益	112	133	180	228	债务募资	835	-683	50	50
营业利润	988	1,664	2,225	2,955	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	1,413	1,271	2,440
利润总额	995	1,665	2,226	2,956	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	52	100	134	186	成长能力 (%)				
净利润	943	1,565	2,092	2,770	营业收入增长率	27.3%	29.2%	29.0%	26.9%
归属于母公司净利润	819	1,364	1,821	2,412	净利润增长率	51.1%	66.5%	33.5%	32.5%
YoY (%)	51.1%	66.5%	33.5%	32.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.37	0.61	0.82	1.08	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	9.4%	12.0%	12.5%	13.0%
货币资金	3,829	5,242	6,513	8,953	总资产收益率 ROA	4.1%	5.9%	6.7%	7.3%
预付款项	145	113	146	221	净资产收益率 ROE	7.2%	10.6%	12.4%	14.2%
存货	826	1,747	1,984	2,333	偿债能力 (%)				
其他流动资产	6,630	7,888	10,419	13,011	流动比率	1.66	1.83	1.86	1.89
流动资产合计	11,430	14,990	19,062	24,519	速动比率	1.52	1.61	1.66	1.70
长期股权投资	422	472	517	562	现金比率	0.56	0.64	0.64	0.69
固定资产	2,001	2,071	2,141	2,186	资产负债率	41.6%	42.3%	43.6%	44.7%
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	23,086	27,318	32,910	每股指标 (元)				
短期借款	733	0	0	0	每股收益	0.37	0.61	0.82	1.08
应付账款及票据	3,088	4,302	5,298	6,779	每股净资产	5.13	5.76	6.58	7.66
其他流动负债	3,045	3,878	4,932	6,172	每股经营现金流	0.69	0.64	0.60	1.11
流动负债合计	6,866	8,180	10,230	12,952	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	130.33	78.28	58.62	44.26
非流动负债合计	1,500	1,580	1,670	1,770	PB	6.72	7.10	6.22	5.34
负债合计	8,366	9,760	11,900	14,722					
股本	2,199	2,225	2,225	2,225					
少数股东权益	317	518	789	1,147					
股东权益合计	11,735	13,326	15,418	18,188					
负债和股东权益合计	20,101	23,086	27,318	32,910					

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、人工智能、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。