

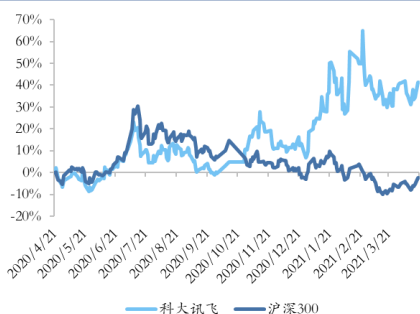
Q1 收入高增长，AI 红利持续兑现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-20

收盘价（元）	48.63
近 12 个月最高/最低（元）	57.73/30.78
总股本（百万股）	2,224.74
流通股本（百万股）	2,051.60
流通股比例（%）	92.22
总市值（亿元）	1081.89
流通市值（亿元）	985.48

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：赵阳

执业证书号：S0010120050035

邮箱：zhaoyang@hazq.com

联系人：夏瀛韬

执业证书号：S0010120050024

邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券-计算机行业-深度报告-科大讯飞：AI 龙头再起航，规模商用新征程》2020-08-10
- 2.《华安证券-计算机行业-点评报告-科大讯飞：Q3 业绩表现亮眼，人工智能规模商用更进一步》2020-10-27
- 3.《华安证券-计算机行业-点评报告-科大讯飞：上调全年业绩预告区间，定增项目进展顺利》2021-02-03

主要观点：

● 事件概况

公司于 4 月 19 日发布 2020 年年报和 2021 年一季报。2020 年实现营业收入 130.25 亿元，同比增长 29.23%，实现归母净利润 13.64 亿元，同比增长 66.48%，扣非归母净利润 7.67 亿元，同比增长 57%。2020 年业绩符合此前业绩快报的预期。公司 2021Q1 实现营业收入 25.01 亿元，同比增长 77.55%，较 2019Q1 增长 27.73%，实现归母净利润 1.39 亿元，同比扭亏为盈，较 2019Q1 增长 36.27%。公司业绩总体表现良好，21Q1 走出疫情影响后收入实现高增长，较 19Q1 也有良好的表现，我们认为公司当前已经进入 AI 红利兑现阶段。

● 2020 年核心赛道实现高增长，规模商用趋势显现

从 2020 年的收入拆分来看，公司核心赛道实现了高速增长，总体发展情况良好。我们具体来看一下几大核心赛道的业务发展情况：

1) 教育赛道合计实现收入 41.87 亿元，同比增长 67.59%，其中教育产品和服务实现收入 40.19 亿元，同比增长 70.68%。教育赛道占总收入的比例进一步提升至 32.14%。

2) 医疗赛道实现收入 3.13 亿元，同比增长 69.25%，2020 年科大讯飞智医助理实现安徽省内基层医疗机构全面覆盖，并在西藏、内蒙古、青海、北京、新疆、黑龙江、浙江等地逐步开始进行落地应用，目前已上线全国 170 余区县 3 万余家基层医疗机构，服务数万名基层医师。

3) 开放平台实现收入 19.21 亿元，同比增长 66.42%，当前讯飞开放平台已对外开放 396 项 AI 能力及方案，聚集超过 175.6 万开发者团队。开发者人数较 2019 年同比增长 56.79%，在高基数下继续实现开发者人数的快速增长，体现出讯飞开放平台的吸引力和生态构建能力。

4) 智能硬件实现收入 8.73 亿元，同口径下同比增长 8.99%。虽然由于疫情影响，2020 年智能硬件中的核心产品翻译机销量受到较大影响，但是凭借公司在“AI+办公”场景下全系列产品的布局，录音笔、办公本等产品持续热销，带动讯飞智能硬件总体收入的增长。在此基础上，讯飞进一步推出了讯飞扫描翻译笔，通过简单划词扫一扫的方式实现智能疾速查询及英语、语文的辅助学习，我们认为有望进一步促进讯飞智能硬件业务的发展。

我们认为，2020 年是讯飞迈向人工智能战略 2.0 时代的发展元年，公司各项核心赛道发展良好，在新冠疫情的冲击下，教育、医疗、开放平台等赛道依然维持了 50%以上的高增长，体现出公司走向规模商用的发展趋势。此外，公司 2020 年进行了组织架构的调整，合并政法 BG 和智慧城市 BG，成立新的智慧城市 BG。同时把消费者 BG 中的运营业务独立出来，成立运营 BU，而把智能服务 BU 的业务更多聚焦在金融赛道。我们认为这一系列的调整体现公司业务向核心赛道进一步聚焦，发展战略更加清晰。

● 经营质量持续改善，现金流大幅增长

从经营质量方面看，公司 2020 年也取得了不错的表现。2020 年公司人均毛利 53.40 万元，较 2019 年时的 41.98 万元同比提升 27%，较 2018 年提升 48%。2020 年公司销售费用率 16%，同比下降 1.66pct，管理费用率 6.58%，同比下降 0.43pct。2020 年公司研发投入资本化率 42.74%，较 2019 年下降 5.78pct，研发投入更多费用化，间接反映出公司经营质量的提升。此外，公司 2020 年经营现金净流量 22.71 亿元，同比增长 48.27%。经营现金净流量不包含一些非经常性的收益，更能体现公司持续经营的情况。经营现金流的大幅提升，也印证了公司经营质量的改善。我们认为，进入人工智能 2.0 时代，公司已经从前期的技术探索走向优势赛道的规模商用，未来有望持续在经营质量上提升，从而实现利润端的业绩释放。

● 教育业务屡中大单，商业模式逐渐跑通

公司今年以来，已经在教育领域中标多个上亿级别的订单。2021 年 1 月中标郑州市金水区 6.88 亿元的智慧教育项目，2021 年 2 月 7 日再次中标芜湖弋江区 1.26 亿元的智慧教育项目，商业模式的复制性得到验证，有望逐渐从安徽走向全国。

目前公司在教育赛道已经逐渐跑通了 2G、2B、2C 的商业落地模式。2B 的区域性因材施教解决方案成效显著，截至 2020 年 12 月底，智慧课堂产品共覆盖 34 个省份，3 万多所学校，服务教师 85 余万名，服务学生 120 余万名，帮助教师授课 900 余万次，备课 1800 余万次，帮助老师备课时间平均减少 56%，批改作业时间平均减少 45%，课堂效率提升了 28%。

2C 领域的个性化学习手册和学习机产品崭露头角。个性化学习手册依托人工智能和大数据技术，对每个学生的日常学业进行分析，精准定位薄弱知识点，让每位学生的平均作业时长在 40 分钟左右，平均答对率超过 75%，错题解决率达到 90% 以上。讯飞智能学习机 2020 年，共发布 3 款产品，累计升级迭代 54 个版本。讯飞智能学习机 X2 Pro 自 7 月 22 日上市后，精准帮助学生找到薄弱知识点共 1325.5 万个，并通过个性化的学和练，使得薄弱知识点解决率达到 74.9%。自上市起，得到广大消费者的认可与喜爱，天猫 DSR 评分高达 4.9+，京东好评率高达 98%，每个月有超过 89% 的用户坚持使用讯飞学习机学习，整体满意度较高。

我们认为这种 2G-2B-2C 的闭环商业模式不仅仅在教育领域为公司带来持续增长的动能，更有望进一步拓展至其他优势赛道如医疗等领域，从而为公司创造多个新的增长极。因此，我们认为讯飞依托人工智能技术、专业领域数据积累和场景化落地能力，有望在各个优势赛道跑通规模落地的商业模式，从而打开向上的发展空间。

● 投资建议

公司当前正处于人工智能战略 2.0 阶段，逐步形成“数据-算法-产品”的闭环，有望摆脱以项目制、定制化为主的商业模式，转向 2B 和 2C 双轮驱动，实现人工智能技术的规模商用。预计公司 2021/22/23 年实现营业收入 172.2/224.5/283.6 亿元，同比增长 32.2%/30.3%/26.4%。预计实现归母净利润 18.3/24.3/31.7 亿元，同比增长 34.1%/32.6%/30.8%，维持“买入”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,025	17,224	22,445	28,362
收入同比 (%)	29.2%	32.2%	30.3%	26.4%
归属母公司净利润	1,364	1,829	2,425	3,173
净利润同比 (%)	66.5%	34.1%	32.6%	30.8%
毛利率 (%)	45.1%	46.9%	48.3%	49.2%
ROE (%)	11.3%	13.8%	16.8%	19.7%
每股收益 (元)	0.61	0.82	1.09	1.43
P/E	66.67	59.16	44.61	34.09
P/B	7.18	7.87	7.13	6.35
EV/EBITDA	34.11	49.25	37.36	29.38

资料来源: wind, 华安证券研究所

● 风险提示

- 1) 国内外疫情扩散, 企业商务活动受限, 订单需求不及预期;
- 2) 政府对教育、医疗等领域投资力度不及预期;
- 3) 消费者产品认可度和推广效果不及预期;
- 4) 产业竞争加剧, 公司先发优势逐渐减弱。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	14,978	15,839	21,853	23,646	营业收入	13,025	17,224	22,445	28,362
现金	5,350	5,167	6,796	6,240	营业成本	7,148	9,153	11,599	14,398
应收账款	6,213	8,079	9,931	12,826	营业税金及附加	79	104	136	172
其他应收款	436	577	752	950	销售费用	2,084	2,722	3,502	4,425
预付账款	205	271	353	446	管理费用	3,068	4,022	5,197	6,567
存货	2,379	1,224	3,342	2,325	财务费用	16	(26)	(20)	(13)
其他流动资产	394	1,745	4,022	3,184	资产减值损失	337	365	521	595
非流动资产	9,858	11,000	12,028	13,581	公允价值变动收益	355	0	0	0
长期投资	567	567	567	567	投资净收益	32	167	81	97
固定资产	1,839	1,945	1,946	1,914	营业利润	1,437	1,953	2,591	3,389
无形资产	1,908	2,689	3,637	4,787	营业外收入	141	0	0	0
其他非流动资产	5,544	5,799	5,878	6,312	营业外支出	122	0	0	0
资产总计	24,836	26,840	33,881	37,227	利润总额	1,457	1,953	2,591	3,389
流动负债	10,392	11,207	16,683	17,999	所得税	15	20	26	35
短期借款	828	1,408	1,591	2,106	净利润	1,442	1,933	2,564	3,355
应付账款	6,903	6,391	10,774	10,532	少数股东损益	78	105	139	181
其他流动负债	2,662	3,408	4,319	5,361	归属母公司净利润	1,364	1,829	2,425	3,173
非流动负债	1,472	1,472	1,472	1,472	EBITDA	2,692	2,227	2,909	3,757
长期借款	82	82	82	82	EPS (元)	0.61	0.82	1.09	1.43
其他非流动负债	1,390	1,390	1,390	1,390	主要财务比率				
负债合计	11,864	12,679	18,155	19,471	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	304	408	547	729	成长能力				
股本	2,225	2,225	2,225	2,225	营业收入	29.23%	32.24%	30.31%	26.36%
资本公积	7,339	7,967	8,793	9,864	营业利润	45.46%	35.91%	32.63%	30.84%
留存收益	3,104	3,560	4,161	4,938	归属于母公司净利润	66.48%	34.09%	32.63%	30.84%
归属母公司股东权益	12,668	13,752	15,179	17,028	获利能力				
负债和股东权益	24,836	26,840	33,881	37,227	毛利率 (%)	45.12%	46.86%	48.32%	49.24%
现金流量表					净利率 (%)	10.47%	10.62%	10.81%	11.19%
单位: 百万元					ROE (%)	11.32%	13.84%	16.77%	19.71%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC (%)	8.02%	12.92%	15.97%	18.48%
经营活动现金流	2,271	817	3,577	1,618	偿债能力				
净利润	1,442	1,933	2,564	3,355	资产负债率 (%)	47.77%	47.24%	53.59%	52.30%
折旧摊销	1,048	300	339	380	净负债比率 (%)	-34.23%	-25.97%	-32.58%	-22.81%
财务费用	16	(26)	(20)	(13)	流动比率	1.44	1.41	1.31	1.31
投资损失	(32)	(167)	(81)	(97)	速动比率	1.21	1.30	1.11	1.18
营运资金变动	528	(1,223)	775	(2,007)	营运能力				
其他经营现金流	(732)	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.67	0.74	0.80
投资活动现金流	(735)	(861)	(1,153)	(1,379)	应收账款周转率	2.26	2.41	2.49	2.49
资本支出	(897)	(1,028)	(1,233)	(1,476)	应付账款周转率	1.43	1.38	1.35	1.35
长期投资	(113)	167	81	97	每股指标 (元)				
其他投资现金流	275	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.61	0.82	1.09	1.43
筹资活动现金流	(95)	(139)	(796)	(796)	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.02	0.37	1.61	0.73
短期借款	65	580	183	516	每股净资产 (最新摊薄)	5.69	6.18	6.82	7.65
长期借款	(315)	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	66.7	59.2	44.6	34.1
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	7.2	7.9	7.1	6.4
其他筹资现金流	155	(719)	(978)	(1,311)	EV/EBITDA	34.11	49.25	37.36	29.38
现金净增加额	1,440	(183)	1,629	(557)					

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球机构投资者最佳分析师。

联系人：夏瀛韬，复旦大学应用数学本硕，四年金融从业经验，曾任职于内资证券自营、外资证券研究部门。

联系人：赵阳，厦门大学硕士，七年工作经验，曾任职于 NI、KEYSIGHT 公司，从事 5G、智能网联汽车工作。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。