

智慧教育超预期，2B/2C 双轮驱动可期

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)	1,081.89
最新收盘价:	48.63	自由流通市值(亿)	985.48
		自由流通股数(百万)	2,026.48

事件概述

2021 年 4 月 20 日，公司发布 2020 年报，全年实现归母净利润 13.6 亿元，同比增长 66.5%；实现营业收入 130.3 亿元，同比增长 29.2%。同时，公司一并发布了 2021Q1 季报，公司一季度实现归母净利润 1.4 亿元，上年同期净亏损 1.31 亿元，扭亏为盈；实现营业收入 25.0 亿元，同比增长 77.6%。

分析判断：

► 疫情催化带来智能化红利，智慧教育/医疗大超预期

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 年初疫情影响下公司 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 营收增速迅速收正（+2.9%）、全年营收重回高增（+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渗透，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、远程教学等。后疫情时代，公司智慧教育/智慧医疗全面爆发，分别实现营收 40.2 亿元（同比+70.7%）和 3.1 亿元（同比+69.3%），增速超出市场预期，彰显赛道旺盛需求和公司卡位优势。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。2020 年智慧教育业务增速高达七成（2019 年增速仅为 16.9%），是拉动营收端逆市高增的主因。

► 2C 消费者增长逻辑坚挺，2021 年 2C 产品化再上台阶

在智慧教育/智慧医疗两大场景发力的同时，公司在消费者业务上也持续推进。2020 年公司开放平台及消费者业务整体实现 30.8 亿元营收，同口径下增速达到 35.5%（本年度剔除运营商业务）。值得注意的是，基于 2C 逻辑的智能硬件业务增速却相对平缓（同比+9.0%），略低于市场预期，**判断主要原因是线下体验型实体店受到疫情较大冲击。**一个可以佐证的事实是，2020 年公司 C 端产品在“618 大促”中获得京东、天猫、苏宁易购三大平台 22 项第一；“双 11”期间再次获得京东、天猫、苏宁易购三大平台 25 项冠军，核心品类蝉联销售额第一，产品在线上渠道的认可度不可谓不高。相较而言，另一个更为核心的销售渠道——线下实体体验店则因疫情而受到大规模影响，或是主要拖累项。

另一方面，考虑到公司开放平台业务实现营收 19.2 亿元，同比增长达到 66.4%，判断智能语音技术内核成熟度日趋提高，2C 硬件终端受益平台赋能优势，放量趋势大概率在 2021 年显现，推动产品化进程加速、同时强化 2B、2C 联动逻辑（以智慧教育场景的学习机为抓手）。

► 现金流历史新高、2021Q1 业绩证实向好，兼论新的催化

营收以外，公司实现归母净利润 13.6 亿元，同比增长 66.5%、实现扣非归母净利润 7.7 亿元，同比增长 57.0%、实现经营性现金流量净额 22.7 亿元，为历史新高。多项指标印证公司经营向好，而在 2021Q1 公司营收同比增长 77.6%、归母净利润 1.4 亿元同比扭亏，业绩落于指引区间上沿，继续超出市场预期。

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教育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。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，业绩爆发力（智慧教育）或进一步提升。

投资建议：

根据业绩快报、业绩预告调整盈利预测，预计 2021-2023 年公司整体营收分别为 176.5/233.1/304.4 亿元（此前预测 2021/2022 年营收为 168.0/213.3 亿元），同比增长 35.5%/32.1%/30.6%，调整主要系智慧教育超预期所致；三年间归母净利润分别为 19.0/26.2/35.2 亿元（此前预测 2021/2022 年净利润为 18.2/24.1 亿元），同比增长 39.5%/37.8%/34.4%。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,079	13,025	17,649	23,311	30,435
YoY (%)	27.3%	29.2%	35.5%	32.1%	30.6%
归母净利润(百万元)	819	1,364	1,902	2,620	3,521
YoY (%)	51.1%	66.5%	39.5%	37.8%	34.4%
毛利率 (%)	46.0%	45.1%	45.4%	46.5%	47.2%
每股收益 (元)	0.37	0.61	0.85	1.18	1.58
ROE	7.2%	10.8%	13.1%	15.2%	17.0%
市盈率	132.07	79.33	56.88	41.29	30.72

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)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,025	17,649	23,311	30,435
YoY (%)	29.2%	35.5%	32.1%	30.6%
营业成本	7,148	9,645	12,477	16,070
营业税金及附加	79	136	159	209
销售费用	2,084	2,973	3,963	5,144
管理费用	857	1,059	1,445	1,948
财务费用	16	-90	-160	-204
资产减值损失	-38	0	0	0
投资收益	32	180	249	326
营业利润	1,437	2,198	3,000	4,058
营业外收支	20	1	1	1
利润总额	1,457	2,199	3,001	4,059
所得税	15	132	180	256
净利润	1,442	2,067	2,821	3,803
归属于母公司净利润	1,364	1,902	2,620	3,521
YoY (%)	66.5%	39.5%	37.8%	34.4%
每股收益	0.61	0.85	1.18	1.58
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,350	7,971	10,705	13,347
预付款项	205	198	315	399
存货	2,379	2,403	3,052	4,427
其他流动资产	7,044	9,949	12,895	17,143
流动资产合计	14,978	20,521	26,968	35,317
长期股权投资	567	617	662	707
固定资产	1,839	1,909	1,979	2,024
无形资产	1,908	1,908	1,908	1,908
非流动资产合计	9,858	8,936	9,096	9,231
资产合计	24,836	29,456	36,064	44,548
短期借款	643	0	0	0
应付账款及票据	5,234	6,964	9,073	11,644
其他流动负债	4,515	5,901	7,489	9,498
流动负债合计	10,392	12,865	16,562	21,142
长期借款	82	132	182	232
其他长期负债	1,390	1,420	1,460	1,510
非流动负债合计	1,472	1,552	1,642	1,742
负债合计	11,864	14,417	18,204	22,885
股本	2,225	2,225	2,225	2,225
少数股东权益	304	469	670	952
股东权益合计	12,972	15,039	17,860	21,663
负债和股东权益合计	24,836	29,456	36,064	44,548
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,442	2,067	2,821	3,803
折旧和摊销	1,230	30	30	35
营运资金变动	-245	194	158	-876
经营活动现金流	2,271	2,128	2,698	2,524
资本开支	-1,031	954	-125	-99
投资	233	-50	-220	-295
投资活动现金流	-735	1,089	-41	36
股权募资	532	0	0	0
债务募资	1,358	-593	50	50
筹资活动现金流	-95	-596	78	82
现金净流量	1,437	2,621	2,735	2,642
主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.2%	35.5%	32.1%	30.6%
净利润增长率	66.5%	39.5%	37.8%	34.4%
盈利能力 (%)				
毛利率	45.1%	45.4%	46.5%	47.2%
净利率	11.1%	11.7%	12.1%	12.5%
总资产收益率 ROA	5.5%	6.5%	7.3%	7.9%
净资产收益率 ROE	10.8%	13.1%	15.2%	17.0%
偿债能力 (%)				
流动比率	1.44	1.60	1.63	1.67
速动比率	1.15	1.37	1.39	1.41
现金比率	0.51	0.62	0.65	0.63
资产负债率	47.8%	48.9%	50.5%	51.4%
经营效率 (%)				
总资产周转率	0.52	0.60	0.65	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.85	1.18	1.58
每股净资产	5.69	6.55	7.73	9.31
每股经营现金流	1.02	0.96	1.21	1.13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	79.33	56.88	41.29	30.72
PB	7.18	7.43	6.29	5.22

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。