



科大讯飞 (002230) 2020 年报点评： 进入 AI 落地红利期，挑战五年千亿营收目标

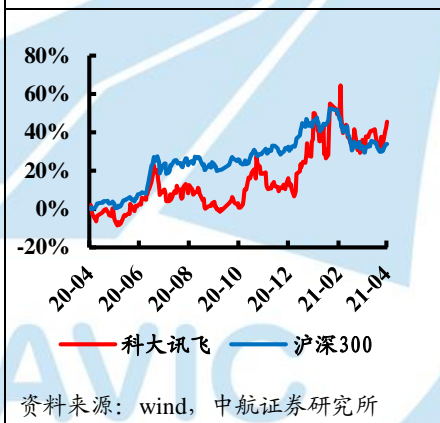
行业分类：计算机 2021 年 4 月 21 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.04.21)	50.27 元
目标价格	57.40 元

基础数据 (2021.04.21)

上证指数	3472.93
总股本(亿股)	22.25
流通 A 股(亿股)	20.52
资产负债率(2020)	47.77%
ROE(2020, 摊薄)	10.77%
PE(TTM)	68.41
PB(LF)	8.71

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



- **事件：**公司 4 月 19 日公告，2020 年实现营业收入 130.25 亿元 (+29.23%)，归母净利润 13.64 亿元 (+66.48%)；经营性净现金流净额 22.71 亿元 (+48.27%)。2021Q1 实现营收 25.01 亿元 (+77.55%)；归母净利润 1.39 亿元 (去年同期为-1.31 亿元)。
- **投资要点：**
 - **智慧教育业务领跑，“平台+赛道”战略主要在赛道上发力。**2020 年，公司人工智能算法持续迭代进步，规模化应用逐步落地实施，在疫情对市场销售及现场交付造成不利影响情况下，整体经营工作保持稳定快速发展态势。从营收结构来看：(1) **智慧教育业务**收入 40.19 亿元 (+70.68%)，营收占比 30.86% (+7.50pts)，成为第一大收入权重；(2) **智慧城市业务**收入 38.37 亿元 (+9.47%)，营收占比 29.46% (-5.33pts)、下降为第二大收入权重，其中数字政府业务同比+51.49%、智慧政法业务同比-22.02%；(3) **开放平台业务**收入 19.21 亿元 (+66.42%)，营收占比 14.75% (+3.3pts)，持续稳定快速增长；(4) **消费者业务**收入 11.59 亿元 (+3.56%)，营收占比 8.9% (-2.21pts)；(5) **运营商、智慧汽车、智慧金融等其它主营业务**实现营收 15.72 亿元 (-0.86%)，营收占比 12.07% (-3.67pts)；(6) **智慧医疗业务**收入 3.13 亿元 (+69.25%)，营收占比 2.40% (+0.57pts)。相对来说，智慧教育业务在规模、增速上成为促进营收增长的主要动力，平台业务持续快速增长，智慧城市业务中的数字政府和智慧政法此消彼长、总体保持平稳，智慧医疗业务增速很快、但绝对规模依然较小，其他业务表现平稳。公司的智慧教育产品在 31 个省级行政区广泛应用，与全国 38,000 余所学校深度合作，服务过亿师生；根据国家统计局对蚌埠市智慧学校建设与应用情况满意度调查报告显示，受访者中对教育教学质量提升举措的满意度高达 92.01%。我们认为，公司的 AI 技术在因材施教方面的减负增效能力得到市场验证，进入规模化放量阶段，数字政府+智慧医疗业务快速发展、未来值得期待，“平台+赛道”战略目前主要还是在赛道上发力。
 - **业绩呈持续快速增长态势，AI 应用规模化落地带来经营效率提升，整体经营质量稳步提高趋势明显。**在 2020 年营收快速增长的同时 (+29.23%)，公司实现归母净利润 13.64 亿元 (+66.48%)、扣非净利润为 7.67 亿元 (+57.00%)，均达到于同期营收增幅的两倍左右。人均实现毛利也从 2018 年的 36 万元增至 2020 年的 53 万元，两年累计增幅达到+48%，提升明显。期间四项费用率略有

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637

下降(-1.22pcts)，其中研发费用 22.11 亿元(+34.86%)，较同期营收增速高出 5.63pcts，研发投入资本化率 42.74%(-5.78pcts)。存货较期初+83.53%，主要系备货增加所致；在建工程较期初+97.21%，主要系人工智能大厦项目投入增加所致。经营活动产生的现金流净额 22.71 亿元(+48.27%)，达到同期归母净利润的 1.5 倍以上，连续四年维持快速增长，再创历史最好表现。我们认为，公司在 2019 年顺利实现营收破百亿以后，呈现出业绩持续快速增长态势，AI2.0 阶段技术应用规模化落地有效促进了其管理效率的提升；研发费用投入高于同期营收增速，研发投入资本化率明显下降，经营性现金流净额连续四年维持快速增长，公司整体经营质量稳步提高趋势明显。

- **AI 核心技术保持国际领先，智慧医疗业务成长空间大。**公司持续推进在人工智能领域的科技研发，构建了结构完善、有强大业务驱动力的自有核心技术版图。公司稳步构建面的全球影响力，2020 年荣获 10 项国际人工智能大赛冠军。近三年主持和参与制定国家标准发布 20 项、行业标准发布 8 项。在的 ISO/IEC 国际标准方面，其主持制订的“人工智能系统计算方法概述国际标准技术报告项目”、“全双工语音交互国际标准项目”、“人工智能机器学习和分析的数据质量处理过程框架国际标准项目”，相继正式获批立项。截止目前，科大讯飞共主导和参与 5 项国际标准、报告项目，其中 1 项国际标准已正式发布。公司“人工智能基层临床辅助决策技术”，经中国科协评定荣登“科创中国 2020”电子信息先导榜单。中标国家级家庭医生服务能力建设试点项目，人工智能辅助诊疗“安徽模式”开始全国推广。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。公司在年度报告中强调了在教育、消费者、医疗等领域的技术壁垒和领先优势，重点披露了教育、医疗业务的营收增速。医疗行业作为公司未来增长的重要引擎之一，在目前营收占比只有 2.40%的情况下，未来智慧医疗业务的快速发展将为公司业绩增长贡献重要力量。
- **正式发布五年千亿营收目标，加快战略执行速度。**2 月 8 日，在“ONE 有引力”2020-2021 科大讯飞年度计划大会上，公司正式提出未来五年奋斗目标：达到十亿用户、实现千亿收入、带动万亿产业生态，成为中国人工智能产业领导者。4 月 20 日的年度业绩说明会上，董事长刘庆峰对千亿收入目标又再次做出了解读。整理相关信息，重点解读如下：1、千亿营收目标是年收入不是五年合计收入，并且是以内生式增长为主；2、实现千亿营收目标的底气来自于公司营收的高速增长态势和经营质量的健康度；3、最核心的两个引擎是根据地业务和系统性创新，根据地业务主要是指赛道业务；4、预计千亿收入当中，1/3 左右来源于教育业务，1/3 来源于数字经济转型业务（包括电子政务、医疗、司法等领域），还有 1/3 来自于消费类产品；5、要求“利润增长的价值要高于收入增长的价值，现金流的健康度高于利润指标的数据，持续盈利的能力高于短期业绩的增速”；6、要学习华为以及其他互联网巨头，加快战略执行速度，加强攻击的“狼劲”；7、心怀使命和热爱，不断培养具有科学洞察力和市场洞察力的复合型人才；8、打造创新的产业生态链，形成群体护城河，坚持定位互补、分利共荣、长期诚信。
- **投资建议：**综合分析，我们认为公司的智慧教育业务已经领跑，重点赛道业务稳健成长，平台业务持续快速增长。面临数字经济时代给人工智能行业带来前所未有的历史发展机遇，公司实现持续快速增长的确定性较强。预测科大讯飞 2021、2022、2023 年营业收入分别为 167.37 亿元、218.51 亿元和 287.35 亿元；归母净利润分别为 18.21 亿元、24.09 亿元、30.40 亿元，对应 EPS 分别为 0.82 元、1.08 元、1.37 元，当前股价对应 PE 分别为当前股价对应 PE 分别为 61 倍、46 倍和 37 倍，参考同行业上市公司，给予公司 2021 年 70 倍 PE 估值，对应股价 57.40 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，技术迭代风险，项目进展不达预期。

● 盈利预测:

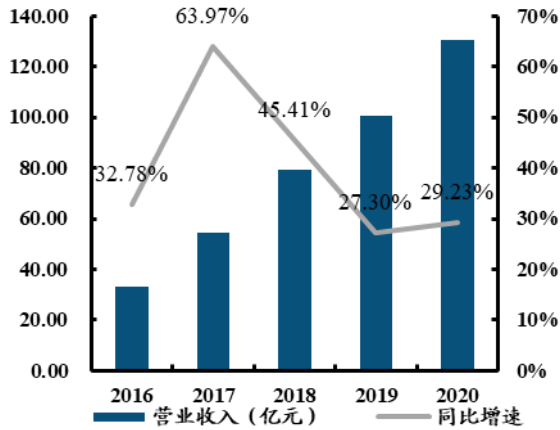
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13024.66	16736.6	21851.42	28734.61
增长率 (%)	29.23%	28.50%	30.56%	31.50%
归属母公司股东净利润	1363.79	1820.85	2409.40	3040.46
增长率 (%)	66.48%	33.51%	32.32%	26.19%
每股收益 (EPS)	0.61	0.82	1.08	1.37

数据来源: wind, 中航证券研究所



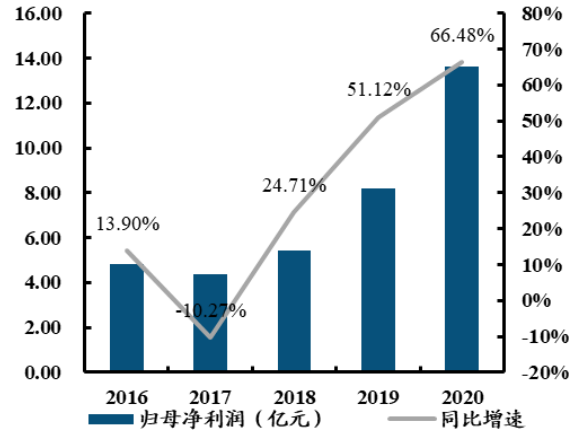
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况



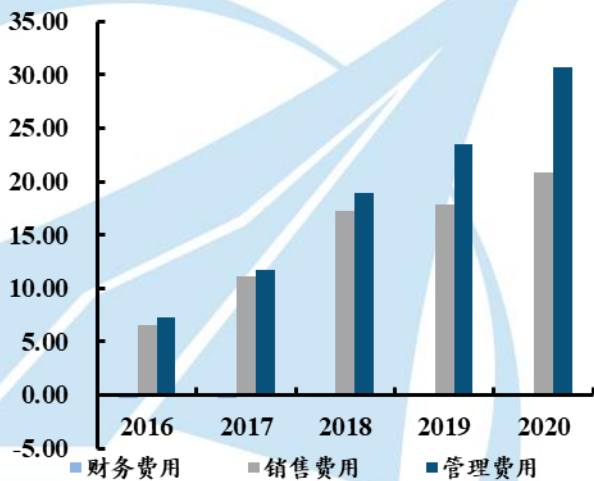
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

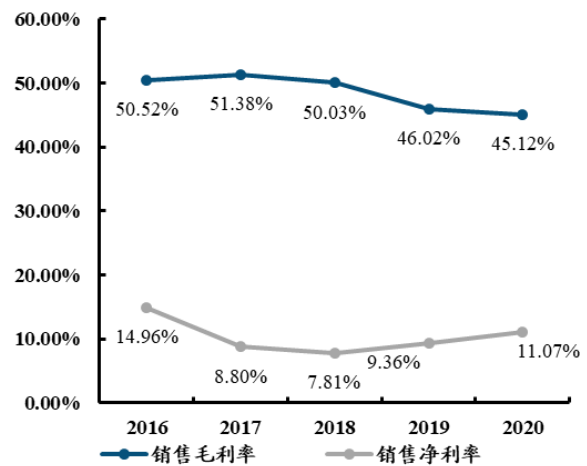
图 3: 公司近五年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

注: 管理费用中均包含研发费用

图 4: 公司近五年毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表：科大讯飞盈利预测（单位：百万元）

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13024.66	16736.69	21851.42	28734.61	货币资金	5350.03	5643.17	6611.00	8116.36
营业成本	7148.43	8430.27	10989.08	14648.91	应收和预付款项	6374.51	8643.41	11078.13	14663.81
营业税金及附加	78.93	101.43	132.42	174.14	存货	2378.94	2805.52	3657.07	4875.03
销售费用	2084.44	2594.19	3397.90	4353.29	其他流动资产	874.62	253.60	294.43	349.37
管理费用	3067.69	3795.88	4929.68	6508.39	长期股权投资	567.09	552.09	542.09	542.09
财务费用	16.20	-66.95	-65.55	-66.09	投资性房地产	233.70	233.70	233.70	233.70
资产减值损失	-37.81	-8.00	-8.00	-8.00	固定资产和在建工程	2106.43	2103.28	2076.97	2036.52
投资收益	32.09	95.00	102.00	115.00	无形资产和开发支出	4106.64	4363.11	4563.68	4706.33
公允价值变动损益	355.04	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	2844.14	3341.53	3673.92	3991.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	24836.09	27939.41	32730.99	39514.52
营业利润	1437.07	1984.87	2577.90	3238.98	短期借款	642.62	650.00	650.00	650.00
其他非经营损益	19.56	-13.93	2.82	-5.55	应付和预收款项	6358.12	7437.84	9366.83	11888.12
利润总额	1456.64	1970.95	2580.72	3233.42	长期借款	82.47	117.47	152.47	187.47
所得税	14.85	20.10	26.31	32.97	其他负债	4781.06	5261.81	6135.88	7716.82
净利润	1441.78	1950.85	2554.40	3200.46	负债合计	11864.28	13467.12	16305.18	20442.41
少数股东损益	77.99	130.00	145.00	160.00	股本	2224.74	2224.74	2224.74	2224.74
归属母公司股东净利润	1363.79	1820.85	2409.40	3040.46	资本公积	7338.91	7338.91	7338.91	7338.91
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	留存收益	3982.62	5353.42	7161.94	9648.24
经营活动现金流净额	2270.75	1398.91	2166.16	2753.43	归属母公司股东权益	12668.01	14038.48	15847.00	18333.30
投资活动现金流净额	-735.29	-1079.54	-1098.00	-1095.00	少数股东权益	303.81	433.81	578.81	738.81
筹资活动现金流净额	-95.18	-26.24	-100.33	-153.07	股东权益合计	12971.81	14472.29	16425.81	19072.10
现金流量净额	1437.26	293.14	967.84	1505.35	负债和股东权益合计	24836.09	27939.41	32730.99	39514.52

数据来源：wind，中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。