

科大讯飞 (002230)

教育引领多场景发力，尽享 AI 规模化落地红利

公司进入红利兑现期，“平台+赛道”推进 AI 在重点场景落地

公司是国内智能语音和人工智能龙头，引领国内 AI 技术进入和产业落地。2018 年开始公司进入 AI 2.0 发展阶段，进入技术红利兑现期，以“平台+赛道”模式，推动 AI 技术在教育、医疗、政法等多行业落地应用，形成多领域产品矩阵。公司近年业绩快速增长，2020 利润增速创近十年新高，人均创收、人均创利等多指标佐证高质量发展。2021 年 4 月，公司公告定增预案，董事长大笔认购 17.5-23.5 亿元，彰显信心。

技术能力全球领先，开放平台构建开发生态

近年 AI 技术成熟度提升，政府、企业对于 AI 接受程度提高，AI 商业化速度加速，全球、国内 AI 产业规模快速增长，预计 2024 年全球、我国 AI 产业市场规模将分别达到 6157 亿美元、8000 亿元。公司 AI 核心技术全球领先，参与制定多项国家与行业标准，感知、认知技术屡获国际大奖。公司通过讯飞开放平台将自身 AI 技术赋能开发者，构建 AIOT 开发生态。

重点赛道：教育、医疗、消费者

1) 教育：中标蚌埠、青岛西海岸项目后，区域因材施教解决方案全国规模化落地，近年国家财政性教育经费占 GDP 比重一直保持在 4% 以上，我们认为充足财政性教育经费是区域因材施教市场基石。通过 GDP 占比、人均投资额两种方法，我们测算全国区域因材施教存量市场规模超千亿；根据公司规划，中性假设下测算公司个性化学习手册年市场规模超 150 亿元；根据渗透率假设，中性假设下测算讯飞学习机潜在市场规模 218 亿元。

2) 医疗：公司智医助理产品定位于全科辅助诊疗系统，主要面向县级、乡镇、村级基层医疗卫生机构，从安徽开始向全国范围内规模化落地，疫情期间的显著应用成效使其成为公司新的增长点。我们测算智医助理全国潜在市场规模约百亿。

3) 消费者：公司针对办公场景推出全栈智能硬件产品，覆盖企业、个体等多类人群，底层技术支撑下产品力持续提升，C 端产品销量高速增长。2021 年“618”期间，销售额同比增长 108%。

盈利预测与投资建议：考虑公司教育业务快速拓展，AI 产品规模化落地，高质量发展阶段盈利能力提升，我们将 2021-2022 年净利润预测由 12.91/17.06 亿元上调至 18.02/24.08 亿元，预计 2023 年净利润为 32.12 亿元，2021-2023 年净利润同比增速分别为 32.12%/33.64%/33.40%，2021 年目标市值 1915 亿元，目标价 86 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧；智慧教育产品推广不及预期；公司业绩不及预期；市场空间测算具有一定主观性，仅供参考

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,078.69	13,024.66	17,411.32	22,613.70	29,354.63
增长率(%)	27.30	29.23	33.68	29.88	29.81
EBITDA(百万元)	3,097.00	4,463.32	2,895.05	3,539.07	4,378.96
净利润(百万元)	819.18	1,363.79	1,801.83	2,408.00	3,212.27
增长率(%)	51.12	66.48	32.12	33.64	33.40
EPS(元/股)	0.37	0.61	0.81	1.08	1.44
市盈率(P/E)	168.15	101.00	76.44	57.20	42.88
市净率(P/B)	12.06	10.87	9.33	8.41	7.43
市销率(P/S)	13.67	10.58	7.91	6.09	4.69
EV/EBITDA	22.97	18.69	43.29	35.80	27.68

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	61.93 元
目标价格	86 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,224.13
流通 A 股股本(百万股)	2,075.43
A 股总市值(百万元)	137,740.51
流通 A 股市值(百万元)	128,531.56
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	44.37
一年内最高/最低(元)	68.50/34.04

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
张若凡	联系人
zhangruofan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《科大讯飞-半年报点评:Q2 高增长，教育与智能硬件双轮驱动》2020-08-26
- 《科大讯飞-年报点评报告:公司盈利能力大幅改善，消费者业务带动全局发展》2020-04-22
- 《科大讯飞-季报点评:人均效能持续提升，智慧医疗迈进规模化推广阶段》2019-10-25

内容目录

1. 国内 AI 龙头，进入红利兑现期	4
1.1. 进入 AI 2.0 发展阶段，“平台+赛道”模式推进重点场景落地	4
1.2. 业绩快速增长，多个指标出现拐点	5
1.3. 实控人加码定增彰显信心，股权激励绑定员工利益	7
2. 公司技术能力领先，开放平台构建开发生态	8
2.1. AI 商业化进程加快，产业规模快速增长	8
2.2. 公司 AI 技术实力全球领先，开放平台构建生态体系	10
3. 重点赛道：教育、医疗、消费者	10
3.1. 教育：区域因材施教全国拓展，2C 产品成为亮点	10
3.1.1. 2G：区域因材施教市场空间超千亿	10
3.1.2. 2C：个性化学习手册市场规模超百亿，讯飞学习机优势明显	13
3.2. 医疗：智医助理全国规模化落地	15
3.3. 消费者：产品持续创新，销量表现亮眼	17
4. 盈利预测与估值	18
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司人工智能战略 2.0	5
图 3：公司产品矩阵	5
图 4：公司营收及增速	6
图 5：公司归母净利润及增速	6
图 6：公司营收增速与归母净利润增速	6
图 7：公司人均创收（单位：万元）	7
图 8：公司人均创利（单位：万元）	7
图 9：公司 2020 年各业务营收及增速	7
图 10：科大讯飞股权结构图（截至 2021 年一季报）	8
图 11：Gartner 人工智能曲线	9
图 12：全球人工智能产业规模（亿美元）	9
图 13：中国人工智能产业规模（亿元）	9
图 14：公司教育领域收入及增速	11
图 15：公司智慧教育产品	11
图 16：全国财政性教育经费（单位：万亿元）	12
图 17：全国财政性教育经费占 GDP 比例	12
图 18：个性化学习手册产品展示	14
图 19：讯飞学习机优势	15
图 20：智医助理全科辅助诊疗系统	16
图 21：智医助理在安徽省外覆盖	16

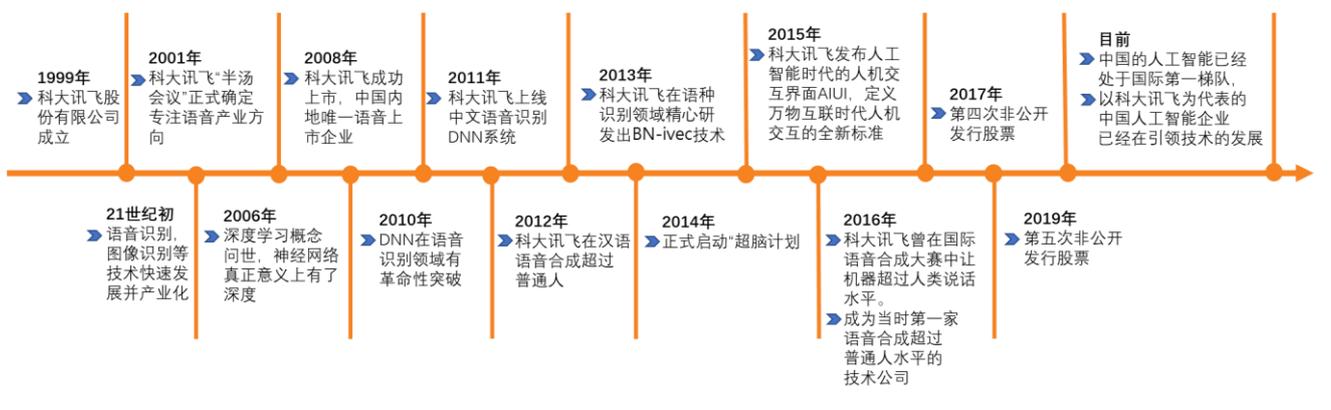
图 22: 讯飞消费者业务部分产品	17
图 23: 2021 年“618”智能翻译机连续五年销售额冠军	18
图 24: 2021 年“618”智能办公本连续三年销售额冠军	18
表 1: 公司历次股权激励统计	8
表 2: 2020 年 10 月股权激励限售期安排计划	8
表 3: 科大讯飞 AI 技术部分获奖情况	10
表 4: 公司部分区域因材施教中标项目	12
表 5: 公司中标大单中标金额 GDP 占比和人均投资额	13
表 6: 全国区域因材施教存量市场规模测算	13
表 7: 个性化学习手册市场年规模测算	14
表 8: 讯飞学习机潜在市场规模测算	15
表 9: 公司近一年智医助理中标统计	17
表 10: 公司收入预测 (单位: 亿元)	19
表 11: 公司盈利预测	19
表 12: 可比公司估值	20

1. 国内 AI 龙头，进入红利兑现期

1.1. 进入 AI 2.0 发展阶段，“平台+赛道”模式推进重点场景落地

国内智能语音和人工智能龙头，引领国内 AI 技术进入和产业落地。科大讯飞作为全球领先的人工智能代表企业之一，致力于让机器“能听会说，能理解会思考”，用人工智能建设美好世界。2008 年公司在深交所上市，成为中国语音产业第一家上市公司。公司以智能语音起步，逐步开展到语音，自然语言理解和机器学习等多个 AI 领域，引领人工智能产业和技术的发展。公司坚持“平台+赛道”的发展战略，持续拓展行业赛道，推动人工智能在消费者、智慧教育、智慧城市、智慧司法、智能服务、智能汽车、智慧医疗、运营商等领域的深度应用。此外，基于拥有自主知识产权的核心技术，公司于 2010 年发布讯飞开放平台，提供全栈 AI 能力产品和场景方案创新定制。公司是全球领先的人工智能代表企业之一。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司进入技术红利兑现期，着重高质量发展。公司发展历程可以分为三个阶段：

第一阶段：2014 年以前，智能语音技术全球领先。2001 年，公司“半汤会议”确立开展专注语音产业方向。2010 年至 2014 年，科大讯飞发展多个语音识别和图像识别等领域的算法，如深度神经网络（DNN）、BN-ivec 等，并启动讯飞超脑项目，研发基于类人神经网络的认知智能系统。

第二阶段，2015-2018 年，1.0 时代，战略扩张与场景探索。此阶段公司积极探索 AI 落地方向，推广产品量大、面广，以期构建可持续发展和长期盈利能力的产品矩阵。此阶段公司主要追求收入毛利快速增加，不追求税后利润增长。公司在人工智能 1.0 时代在很多领域中进行布局，其中涉及 170 多个方向，结合公司优势和市场刚需找到适合深入发展的方向。此阶段公司在消费者、智慧教育、智慧医疗、智慧司法等重点赛道上，推出了广大用户可实实在在感知到的人工智能应用成果。

第三阶段：2018 年至今，2.0 时代，重点场景突破。公司提出进入 AI 2.0 阶段三大标准：**有能看得见、摸得着的真实案例；相应案例应具备规模化推广能力；有能够用统计数据证明应用成效。**此阶段公司实现效益同步，在保持技术领先的同时，进一步整合资源以提升重点业务方向战略执行效率，有序推进人工智能在各行业的规模化落地应用。在教育、医疗、司法、消费者等重点领域，通过人工智能核心技术+应用数据+领域支持，持续构建垂直入口或行业刚需+代差优势，打造盈利来源和现金流业务。公司坚持在各领域关键技术点持续创新突破，持续构建人工智能领域以我为主的行业赛道生态。

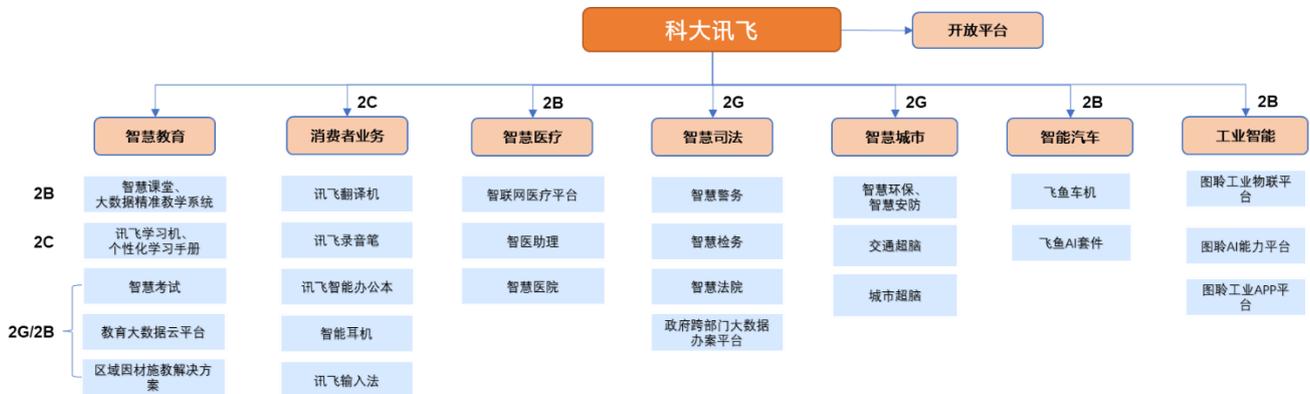
图 2：公司人工智能战略 2.0



资料来源：公司业绩说明会、天风证券研究所

“平台+赛道”产业发展战略，以开放平台为支撑，推动 AI 技术在教育、医疗等多行业落地应用，形成多领域产品矩阵。平台方面公司构建讯飞开放平台，持续赋能开发者，构建持续闭环迭代的生态体系。此外，公司成熟的战略布局促进科研成果更好更大落地，且平台+赛道的深度应用使核心技术在真实应用场景下的迭代效应不断积累，反哺核心技术进步，增强核心技术壁垒，形成强大的市场竞争优势。在人工智能战略背景下，公司在消费者、智慧教育、智慧医疗、智慧司法等重点行业的各条赛道上，已经推出了多项人工智能应用成果，形成横跨 TO G、TO B、TO C 多个领域的完整产品矩阵。

图 3：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 业绩快速增长，多个指标出现拐点

公司业绩快速增长，利润增速超越收入增速，创近 10 年新高。2020 年公司实现营收 130.25 亿元，同比增长 29.23%，实现归母净利润 13.64 亿元，同比 66.48%，利润增速达到近 10 年来最快水平。2014、2018 年是公司发展两个关键时间点，分别对应 1.0 战略扩张期、2.0 高质量发展期起点。2018 年开始，公司进入 AI 2.0 阶段，战略重心由场景探索转向重点场景突破，从战略拓张转向高质量发展，2018 年开始公司净利润增速明显加快，并与 2019 年超过营收增速。

图 4：公司营收及增速



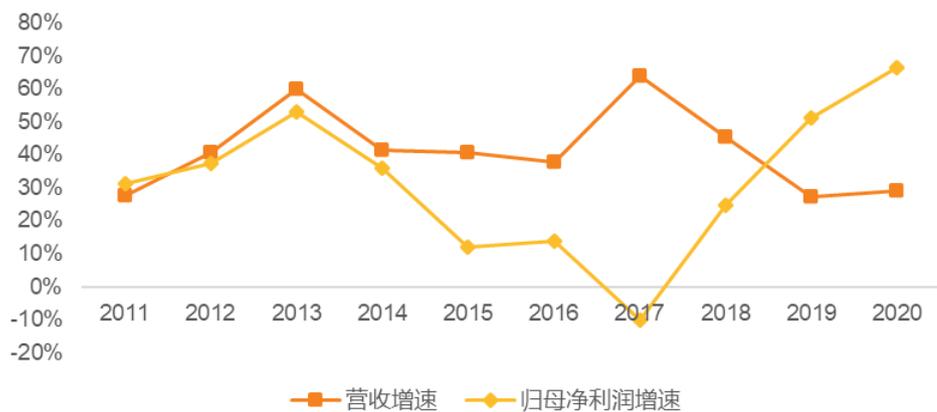
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

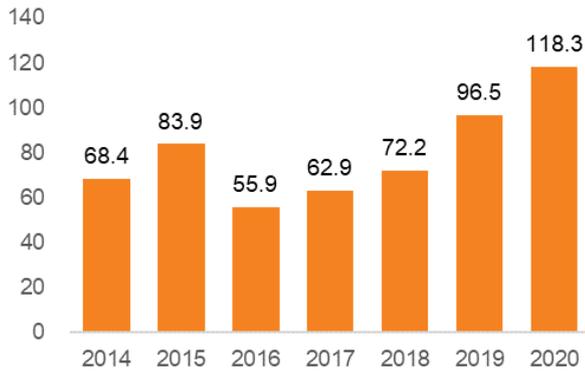
图 6：公司营收增速与归母净利润增速



资料来源：wind，天风证券研究所

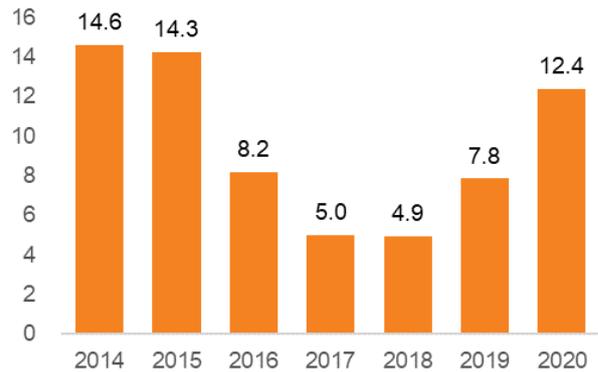
近年人均创收、人均创利持续增长，佐证高质量发展。过去 10 年公司人员数量大幅增长，由 2011 年末 1526 人增长到 2018 年 10970 人，在进入 AI 2.0 发展阶段后，2019 年开始公司员工数量趋于稳定，2019 年人均创收超越 2015 年前高，人均创利出现拐点。2020 年公司人均创收 118.3 万元，人均创利 12.4 万元。

图 7：公司人均创收（单位：万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

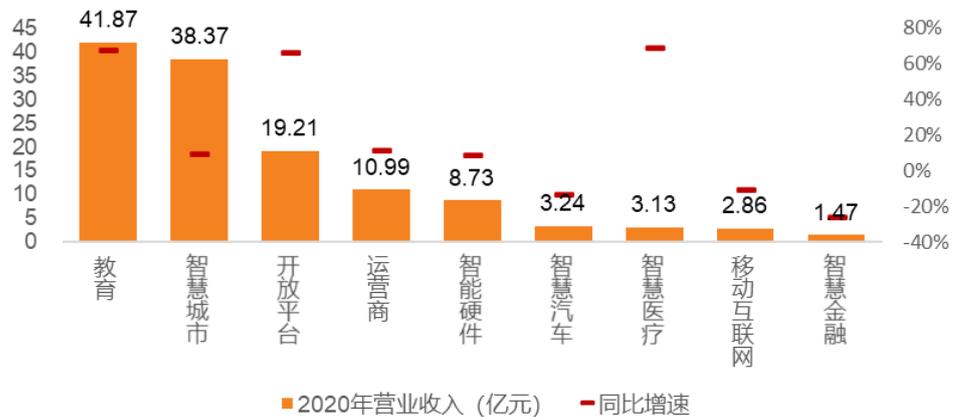
图 8：公司人均创利（单位：万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

教育领域成为公司最大收入来源。2020 年公司教育领域收入 41.87 亿元，同比增长 67.59%，超越智能城市成为公司最大收入来源，开放平台、智慧医疗业务也实现了 65% 以上收入增速。

图 9：公司 2020 年各业务营收及增速

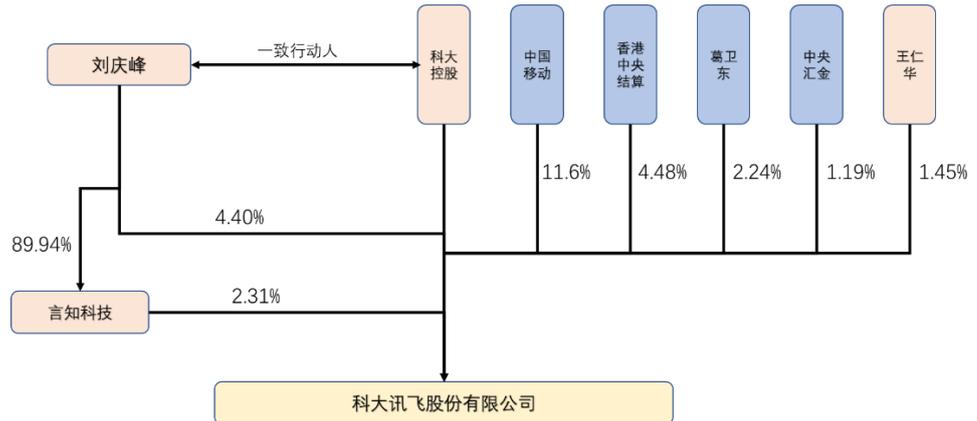


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 实控人加码定增彰显信心，股权激励绑定员工利益

董事长刘庆峰为实控人，加码定增彰显信心。截至 2021 年一季报，公司第一大股东为中国移动，股权占比 11.6%。公司创始人刘庆峰个人持股 4.4%，并且拥有 15 位自然人和他所控制的言知科技的权益表决权，与科大控股为一致行动人，合计拥有表决权占比 15.93%，是公司的实际控制人。15 位自然人的绝大部分是公司的初创核心团队人员，核心团队的稳定有利于公司的发展。中国移动于 2013 年公司非公开发行股票时投资 13.6 亿元成为公司的战略投资者和第一大股东。2021 年 4 月，公司公告非公开发行股票预案，计划以 33.58 元/股发行价格募集资金 19.5 至 25.5 亿元，董事长刘庆峰认购 17.5-23.5 亿元，言知科技认购约 2 亿元，锁定期 18 个月，董事长加码定增彰显信心。5 月 26 日公司公告，非公开发行股票申请获得证监会核准。

图 10：科大讯飞股权结构图（截至 2021 年一季报）



资料来源：wind，天风证券研究所

股权激励绑定核心员工利益，业绩考核目标彰显公司信心。公司自上市以来已做过六次股权激励，分别于 2011、2012、2015 年三次股票期权激励，2017、2018、2020 年三次限制性股票激励。2020 年 10 月公司进行最新一次的限制性股票激励，股权激励对象数量达到 1933 人，占公司总人数的 18.5%，授予价格 18.28 元/股，公司业绩考核目标为 2020、2021、2022 每年营收较 2019 年相比，增速分别不低于 25%、50%、75%，彰显公司信心。

表 1：公司历次股权激励统计

	人数	股数（万）	占授予前总股本的百分比	授予时间	授予价格
限制性股票	1933	2722.42	1.24%	2020.10.28	18.28
	411	1005	0.48%	2018.2.6	19.85
	948	6300	4.79%	2017.4.21	13.79
股票期权	211	850	1.07%	2015.1.12	29.88
	78	164.55	0.65%	2012.12.17	26.8
	369	986.8	3.91%	2011.12.30	40.76

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：2020 年 10 月股权激励限售期安排计划

解除限售期	解除限售时间	解除限售比例	解除限售条件
第一个限售期	自授予日起的 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以 2019 年营业收入为基准，公司 2020 年营业收入增长率不得低于 25%
第二个限售期	自授予日起的 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以 2019 年营业收入为基准，公司 2021 年营业收入增长率不得低于 50%
第三个限售期	自授予日起的 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%	以 2019 年营业收入为基准，公司 2022 年营业收入增长率不得低于 75%

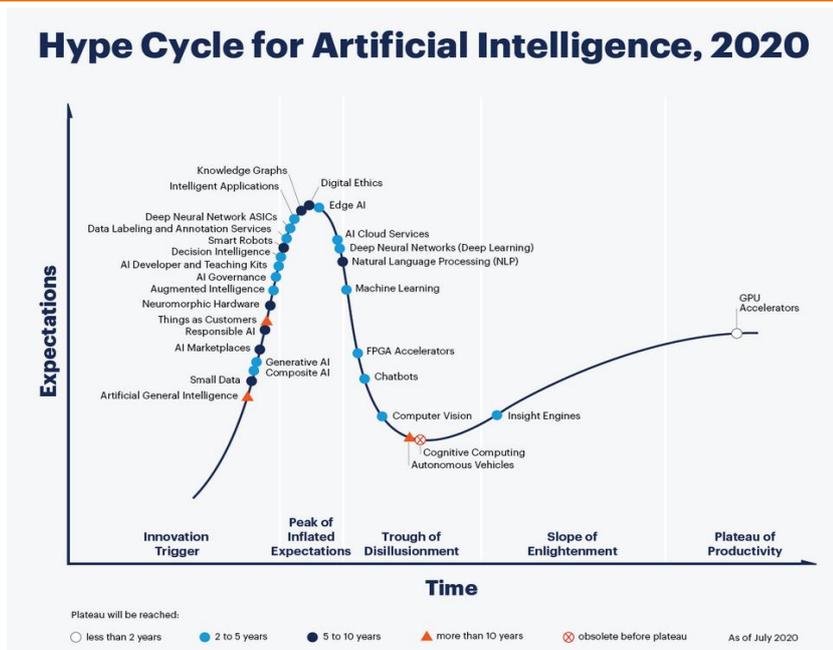
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 公司技术能力领先，开放平台构建开发生态

2.1. AI 商业化进程加快，产业规模快速增长

AI 技术成熟度提升，商业化进程加快。算力、数据是 AI 模型训练基础，算法是核心。算力、数据、算法三要素持续进步：算力方面，AI 芯片不断升级迭代，从通用性的 CPU、GPU 到半定制化的 FPGA 以及定制化的 ASIC，AI 芯片不断升级迭代，运算能力不断提升；数据方面，5G 时代到来，随着物联网、工业互联网的逐步渗透，使得全球数据种类和数量快速增加；算法方面，基于深度学习的神经网络模型不断发展，AI 模型训练效率持续提升。算力、算法、数据三要素进步推动 AI 技术成熟度提升。根据 2020 年 Gartner 人工智能技术成熟度曲线，计算机视觉、机器学习、深度学习等技术将在未来 2-5 年内成熟。我们认为，随着近年计算机视觉、语音技术、自然语言理解等 AI 技术逐步成熟，政府、企业对于 AI 接受程度提高，AI 商业化速度加速。

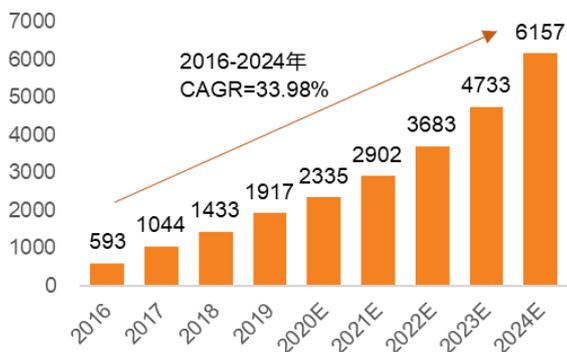
图 11: Gartner 人工智能曲线



资料来源: Gartner, 天风证券研究所

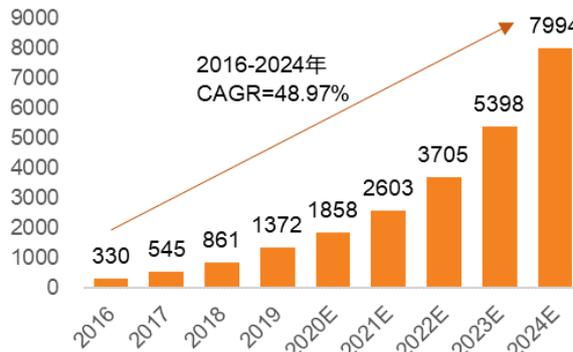
国内 AI 产业规模快速增长。全球和中国人工智能产业市场规模均高速增长。2019 年全球人工智能产业规模达到 1917 亿美元，预计 2024 年将达到 6157 亿美元，2016-2024 年复合增速达到 33.98%。2019 年我国人工智能产业规模达到 1372 亿元，预计 2024 年将达到约 8000 亿元，约占全球总体产业规模的 20%，复合增长率达到 48.97%，超过全球整体增速水平。

图 12: 全球人工智能产业规模 (亿美元)



资料来源: 沙利文咨询, 依图科技招股说明书, 天风证券研究所

图 13: 中国人工智能产业规模 (亿元)



资料来源: 沙利文咨询, 依图科技招股说明书, 天风证券研究所

2.2. 公司 AI 技术实力全球领先，开放平台构建生态体系

公司人工智能核心技术国际领先，参与制定多项国家与行业标准。2020 年公司在人工智能领域的全球影响力进一步提升，在人工智能关键核心技术领域的国际重要赛事中屡获殊荣，囊括 10 项国际人工智能大赛的冠军。公司近三年主持和参与制定国家标准已发布 20 项、行业标准已发布 8 项。截止 2020 年末，公司共主导和参与 5 项国际标准和国际标准技术报告项目，其中 1 项国际标准已正式发布。公司及全资、控股子公司累计获得国内外专利 1000 余件，此外，公司有着体系健全的产学研体系，与众多国内外知名大学均建立了深度合作关系。我们认为，随着公司规模不断提升，未来公司的技术创新力和竞争力将不断增强。

公司感知、认知技术屡获国际大奖，技术能力全球领先。清华-讯飞联合研究中心与 2021 年在预防和防治流行病的机器学习（MLPCP）全球挑战赛中夺得第一名；公司于 2020 年获得国际多通道语音分离和识别大赛（CHiME）三连冠、在国际音色转换大赛成功卫冕，并在同语种转换与跨语种转换两项任务上，摘得 8 项指标 7 项第一、在 The 20BN-Jester Dataset 手势识别评测上以 97.26% 的准确率斩获冠军，并刷新世界纪录；在数学公式识别挑战赛上以显著优势获得冠军；公司于 2019 年，在 MQA 国际语义评测数学问答竞赛中获得冠军、在 ICDAR ReCTS 评测中刷新多项世界纪录。

表 3：科大讯飞 AI 技术部分获奖情况

获奖时间	比赛名称	比赛介绍	获奖情况
2021	MLPCP 预防和防治流行病的机器学习挑战赛	由机器学习领域最负盛名的国际表征学习会议 ICLR 发起，主题为自动医疗诊断对话系统的开发	全球 70 多支参赛队伍中获得第一名
2020	国际多通道语音分离和识别大赛（CHiME-6）	由法国研究机构所发起，目的是希望学术界和工业界针对高噪声、高混响、自由讨论场景提出全新的语音识别解决方案	获得三连冠并刷新历史最好成绩
2020	国际音色转换大赛 Voice Conversion Challenge	全球最顶尖、最专业的音色转换赛事	成功卫冕，并在同语种转换与跨语种转换两项任务上，摘得 8 项指标 7 项第一
2020	The 20BN-Jester Dataset 手势识别评测	参赛团队包括斯坦福大学、华为等多家机构	以 97.26% 的准确率斩获冠军，并刷新世界纪录
2020	数学公式识别挑战赛	参赛团队包括三星、中山大学等多家机构	以显著优势获得冠军
2019	MQA 国际语义评测数学问答竞赛	由艾伦人工智能研究所、华盛顿大学以及里德学院共同组织，涵盖 SAT 数学所有类型的题目，参赛队伍达到 100+	夺得总分第一以及代数题、应用题、几何题三个子项目的全部冠军

资料来源：公司公告，科大讯飞公众号，快科技，IT168，天风证券研究所

讯飞开放平台多维度平台化赋能开发者，构建开放生态体系。2010 年科大讯飞上线国内首家人工智能开放平台“讯飞语音云”，经过 10 年培育和发展，开放平台生态不断完善，截至 2020 年末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。讯飞开放平台积极赋能行业领域，运营商、金融、汽车等行业客户使用了讯飞开放平台的智能语音及人工智能能力和解决方案。目前讯飞开放平台的 AIOT 生态战略已经成为科大讯飞战略的重要内容。

3. 重点赛道：教育、医疗、消费者

3.1. 教育：区域因材施教全国拓展，2C 产品成为亮点

3.1.1. 2G：区域因材施教市场空间超千亿

2020 年公司教育领域收入增速大幅提升。公司得益于公司区域因材施教解决方案的落地拓展，2020 年公司教育领域收入大幅提升，达到 41.87 亿元，同比增长 67.59%，成为 2020 年公司收入来源最多业务领域。

图 14：公司教育领域收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

数字化、智能化教学构建区域因材施教解决方案。讯飞智慧课堂将人工智能技术融入课堂教学，进一步构建因材施教解决方案，在教与学中实现数据积累，通过 AI 算法对数据的分析达到帮助老师减负，实现精准教学的目的，积极推进教育教学模式创新。大数据精准教学系统深度挖掘数据价值，帮助学校提升备教改辅研管的精准性与学生学习的有效性；借助大数据与人工智能技术实现基于学生常态化学情的精准诊断分析和优质资源推荐，提升教学效率与传统课堂教学容量，从而促进教育进步。

图 15：公司智慧教育产品

业务	业务内容	技术竞争优势	付费群体
教（智课）	利用人工智能技术及后台教育教学资源实现课堂场景下的师生教学互动	支持多终端的产品体系可以实现基于手写识别技术的过程化数据采集，智能评测技术实现课堂互动	学校
学（智学）	收集学校日常考试、测验、作业过程化数据，形成学业大数据，帮助老师精准教学，学生个性化学习	基于认知智能技术的OCR识别自动批改+智能化精标题库+大数据个性化分析推荐	学生
考（智考）	服务高利害性考试，如中考、高考、普通话等级测试、英语听说考试	基于全球领先的机器阅读理解技术，已经应用于高利害考试机器自动阅卷	考试院
管（智校）	针对新高考（主方向）、校园内业务流、资产、教学流程、学生行为管理等	智能排课引擎+智能化学生生涯规划系统	学校
平台	以区域为单位的教育综合解决方案建设	云平台服务运营能力+大数据分析管理能力，全覆盖教育各个场景的综合解决方案	区域教育主管部门

资料来源：公司业绩说明会、天风证券研究所

中标蚌埠、青岛西海岸项目后，区域因材施教解决方案全国规模化落地，2021 年新中郑州金水区、武汉经开区大单。2019 年 12 月，科大讯飞中标青岛西海岸新区“因材施教”人工智能+教育创新应用示范区项目，中标总金额为 8.59 亿元；2020 年 1 月，科大讯飞中标蚌埠市智慧学校建设项目，中标总金额 15.86 亿元。蚌埠、青岛西海岸项目代表教育部门为主的政府部门买单付费区域集中采购模式出现。2020 年、2021 年公司区域因材施教中标金额 1 亿元以上地区包括云南昆明五华区、安徽芜湖市芜湖县、安徽六安市、河南郑州市金水区、湖北武汉经开区 5 个，公司区域因材施教项目全国规模化落地。

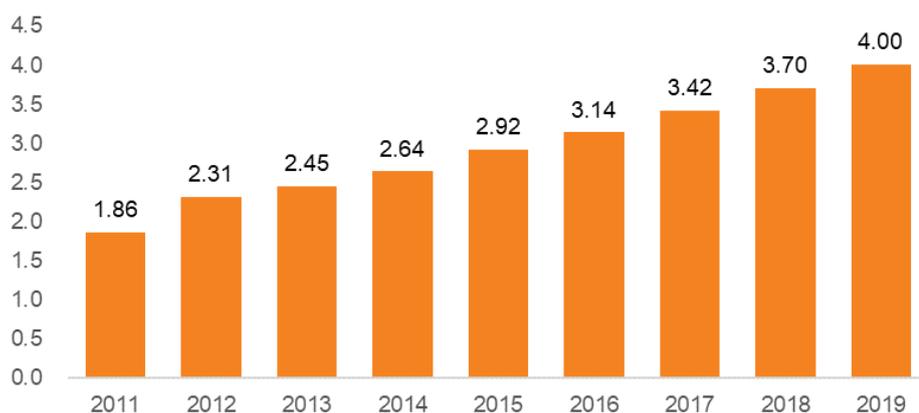
表 4：公司部分区域因材施教中标项目

中标时间	省份	项目	中标金额（万元）
2021/5	湖北	武汉经济开发区(汉南区)智慧教育规模化应用项目	46888.86
2021/4	重庆	重庆市渝北区智慧教育平台项目	6007.51
2021/1	河南	郑州市金水区教育局采购金水区智慧教育项目	68838.8
2020/8	安徽	六安市智慧学校建设项目	39561.07
2020/7	安徽	旌德县智慧教育项目	6469.67
2020/6	安徽	芜湖县基于大数据的个性化教学与智慧学校建设项目	16580
2020/5	新疆	新疆皮山县智慧教育项目	9118.40
2020/3	云南	昆明五华区人工智能因材施教项目	16307.04
2020/1	安徽	蚌埠市智慧学校建设项目	158617.69
2019/12	山东	青岛西海岸新区“因材施教”人工智能+教育创新应用示范区项目	85930

资料来源：采招网、天风证券研究所

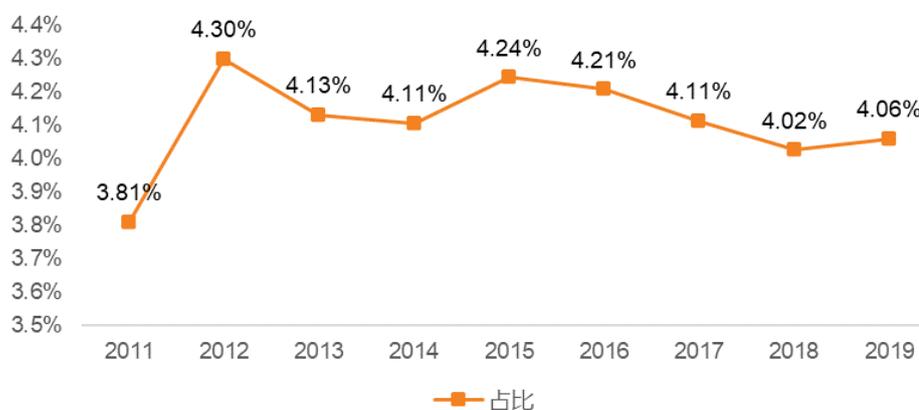
充足财政性教育经费是区域因材施教市场发展基石。2006 年我国《十一五规划》中提到“逐步使财政性教育经费占国内生产总值的比例达到 4%”，自 2012 年我国国家财政性教育经费占 GDP 比例达到 4%目标以来，直到 2019 年连续 8 年保持在 4%以上。2019 年我国财政性教育经费投入 4.00 万亿元，占 GDP 比重为 4.06%，我们认为充足的教育经费是区域因材施教市场发展基石。

图 16：全国财政性教育经费（单位：万亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 17：全国财政性教育经费占 GDP 比例



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

关于全国区域因材施教存量市场规模测算，我们认为两个指标具有参照意义：1、GDP 占

比；2、人均投资额。由于各地对因材施教产品需求不完全一致，且财政实力存在差距，我们对公司中标 1 亿元以上的 7 个区域订单，各地中标金额 GDP 占比、人均投资额两个指标均有一定差距，因此我们选取 7 个地区合计值作为锚定指标，分别基于市场规模 GDP 占比、人均投资额两种方法测算全国市场规模。

表 5：公司中标大单中标金额 GDP 占比和人均投资额

日期	中标地区	中标金额 (亿元)	当地 GDP (亿元)	GDP 占比	中小学生在 总数(万人)	人均投资额 (元)
2019/12/1	青岛西海岸新区	8.59	3554.40	0.24%	17.42	4932
2020/1/1	蚌埠市	15.96	2082.73	0.77%	51.36	3107
2020/3/10	昆明五华区	1.63	1195.65	0.14%	9.40	1735
2020/6/30	芜湖县	1.66	330.00	0.50%	3.39	4898
2020/8/6	六安市	3.96	1669.50	0.24%	59.54	664
2021/1/19	郑州金水区	6.88	1800.00	0.38%	15.59	4415
2021/5/28	武汉经济开发区	4.69	1650.31	0.28%	3.94	11895
合计		43.37	12282.59	0.35%	160.64	2700

资料来源：武汉经济开发区官网，青岛西海岸新区官网，郑州市政务公开官网，蚌埠市人民政府官网，六安市人民政府官网，芜湖市人民政府官网，昆明市五华区人民政府官网，天风证券研究所

测算区域因材施教存量市场规模超千亿。我们选择我们选取 7 个地区合计值作为锚定指标，分别基于市场规模 GDP 占比、人均投资额两种方法测算全国市场规模，即 GDP 占比 0.35%、人均投资额 2700 元，按覆盖率不同，分别测算保守（30%覆盖率）、中性（50%覆盖率）、乐观（70%覆盖率）情况下的区域因材施教市场规模，即使在保守假设下，测算全国区域因材施教存量市场规模超过千亿，乐观假设下市场规模最高可达 3427 亿元。

表 6：全国区域因材施教存量市场规模测算

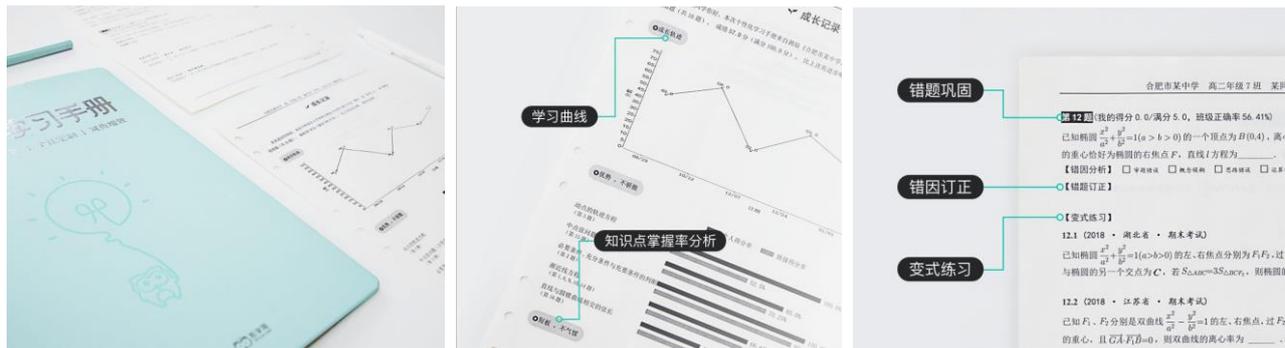
	GDP 占比方法	人均投资额方法
核心假设	GDP 占比：0.35%	人均投资额：2700 元
2020 全国数据	GDP：101.60 亿元	中小学在校人数：1.81 亿人
保守（30%覆盖率）	1067 亿元	1469 亿元
市场规模 中性（50%覆盖率）	1778 亿元	2448 亿元
乐观（70%覆盖率）	2489 亿元	3427 亿元

资料来源：教育部，国家统计局，天风证券研究所

3.1.2. 2C：个性化学习手册市场规模超百亿，讯飞学习机优势明显

个性化学习手册：为学生定制专属学习计划，产品能力持续提升。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，不改变纸质习惯，为学生精准定制专属的个性化学习资源和路径规划服务。在错题整理的基础上，保证题目难度适中、题量合理，促进学生更高效地掌握知识，有效解决错题，避免无效重复练习。公司于 2020 年 2 月推出了个性化学习手册 3.0 版本，实现了根据历次考学情况，定位不同层次学生（困-中-优）在不同难度试题（易-中-难）错因的个性化，并针对学尖生推出个性化学习方案，为学尖生适配讯飞合作校自主命题、内部教研团队组卷题等拔高试题，让学尖生能力获得更科学的提升。针对尖生的个性化学习方案进一步加强了产品整体竞争力，并在推广后使 TOP20 学生的转化率提升 30%。

图 18：个性化学习手册产品展示



资料来源：智学网，天风证券研究所

测算个性化学习手册年市场规模超 150 亿。公司个性化学习手册主要面向高中生，定价 300 元/科/人/学期，2020 年我国共有 1.42 万所普通高中，普通高中在校生总数为 2494.45 万人，我们按比例估算公司目标覆盖普通高中学校的学生数目约为 878.33 万人（5000/1.42 万*2494.45 万）。我们按覆盖学校数量、每人付费学科数量分为保守、中性、乐观假设，每年 2 个学期，在中性假设下（覆盖 5000 所高中，每人付费 3 个学科），测算得到个性化学习手册的市场规模为 158.1 亿元。

表 7：个性化学习手册市场规模测算

项目	数值	备注	
全国普通高中数目（万个）	1.42		
全国普通高中在校生人数（万人）	2494.45		
全国普通高中校均在校生人数（人）	1756.65	=高中在校生人数/高中数量	
单学科收费（元/科/人/学期）	300		
年市场规模（亿元）	悲观（覆盖 3000 所高中，每人付费 1 个科目）	31.62	
	中性（覆盖 5000 所高中，每人付费 3 个科目）	158.10	=全国高中校均人数*覆盖高中数量*单学科收费*平均付费学科数*2 个学期
	乐观（覆盖 7000 所高中，每人付费 5 个科目）	368.90	

资料来源：国家统计局，教育部，公司公告，智学网，天风证券研究所

学习机：面向 C 端的 AI 学习辅助产品，优势明显。讯飞学习机作为公司面向 C 端销售的首款人工智能学习辅助产品，覆盖小学至高中的 12 年级学习阶段，基于“每个孩子都与众不同，因材施教才能出类拔萃”的理念，深度集合科大讯飞的人工智能、大数据技术以及丰富的学习资源，利用 AI 定位学生的知识薄弱点，帮助每个学生打造个性化、精准、专属学习路径，真正实现“因材施教”。**讯飞学习机的主要优势**包括记录学习数据，掌握孩子的学习情况，并根据数据进行分析，找到学习薄弱点进行针对性训练，AI 智能错题本归纳分析，举一反三；基于国家英语中高考口语考试评测系统和高考英语作文批改引擎的同源技术，对学生的口语训练和写作进行准确的评测，并给予及时纠错和改进提示；每月针对学习机不间断更新系统，优化产品功能，丰富产品内容和考试资源，帮助和服务更多的学生。

图 19：讯飞学习机优势

**绿色已掌握，红色还不会
孩子学习情况看图谱就知道**

- 知识图谱中覆盖6500+中高考考点和2000万+精品题库
- 孩子只需少量做题，就能找到考试薄弱点

数据来源：科大讯飞大数据库



孩子不会的薄弱点针对性学习

- 3分钟弄懂一个薄弱知识点，节省大量时间
- 期中、期末提供定制的备考试题



针对薄弱点，为孩子定制专属互动课

- 覆盖高频考点、经典例题和解题套路
- 课中实时互动，课后给孩子定制个性化作业

精英支持初中数学



A.I.智能错题本—归纳分析，举一反三

- 自动归类错题，不用再手抄，错题可直接打印
- 针对错题推荐相似题，强化训练



资料来源：公司官网、天风证券研究所

测算讯飞学习机潜在市场规模。根据公司规划，2021 年公司目标销售学习机数目为 100 万台以上。全国中小学学生总数约为 1.81 亿人，我们按照保守（1%学生购买）、中性（3%学生购买）、乐观（5%学生购买）测算讯飞潜在市场规模，按 4000 元/台终端售价计算，三种状态下讯飞学习机潜在市场规模分别为 73 亿元、218 亿元、363 亿元。

表 8：讯飞学习机潜在市场规模测算

项目	数值	
小学生在校生人数	10725 万人	
初中生在校生人数	4914 万人	
高中生在校生人数	2494 万人	
三阶段合计学生总人数	18134 万人	
单价	4000 元/台	
市场规模	保守（1%学生购买）	73 亿元
	中性（3%学生购买）	218 亿元
	乐观（5%学生购买）	363 亿元

资料来源：教育部，淘宝，天风证券研究所

3.2. 医疗：智医助理全国规模化落地

科大讯飞智医助理定位于全科辅助诊疗系统。智医助理主要两大功能：1）减少基层医生电子病历填写负担以及在病历书写过程中实时给出规范性建议；2）以全科医生身份定位辅助基层医生诊疗：系统的疾病病种涵盖国家卫生健康委“优质服务基层行 66 种疾病”，基层常见病、多发病可达到 95%以上覆盖率，辅诊准确率超 95%。进行病历规范性、诊断合理性分析并对于特定传染病做出预警研判，减轻医生工作量，提高医生效率。

图 20：智医助理全科辅助诊疗系统



资料来源：天风证券研究所

智医助理开始全国范围内规模化落地，疫情期间的显著应用成效使其成为公司新的增长点。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，截止 2020 年底已上线全国 170 余区县 3 万余家基层医疗机构，服务数万名基层医师。与此同时，在疫情期间，AI 智医助理对疫情进行基层病历分析，在线分析基层门诊病历，进行内容挖掘分析，筛选高危人群和疑似患者，辅助上万名基层医生进行新冠肺炎的初筛，累计处理基层就诊病历 600 余万份，对发烧、咳嗽、呼吸困难等疫情相关症状进行监测预警，极大的降低了人工排查的工作量，大幅提升了基层医务人员宣教和随访工作效率。因此我们认为，智医助理显著的应用成效体现出公司 AI 产品在医疗方面的竞争力，将来会作为公司发展新的增长点。

图 21：智医助理在安徽省外覆盖



资料来源：公司业绩说明会、天风证券研究所

表 9：公司近一年智医助理中标统计

日期	地区	项目	中标金额（万元）
2021 年 5 月	青海	格尔木市人工智能辅助系统购置项目	302
2020 年 12 月	福建	台江区疫情防控医疗人工智能基层辅助应用项目	349
2020 年 12 月	浙江	嘉善县智医助理建设项目	177.2
2020 年 9 月	安徽	淮北市市辖区三区智医助理项目	1194
2020 年 12 月	福建	台江区疫情防控医疗人工智能基层辅助应用项目	349
2020 年 11 月	广西	田林县乡镇卫生院“智医助理”辅助诊断系统采购中标结果公告	339.5
2020 年 10 月	青海	海西州基层医疗服务能力提升项目-辅助诊断系统互联网医院	1498
2020 年 9 月	安徽	合肥市 2020 年智医助理第 1 包	1179
2020 年 9 月	山东	青岛市黄岛区卫生健康局采购医疗创新应用服务体系项目	2479.25
2020 年 8 月	安徽	安庆市宜秀区“智医助理”建设项目	394.8
2020 年 7 月	安徽	铜陵市郊区卫生健康委员会智医助理信息化项目	384.6
2020 年 6 月	安徽	贵池区智医助理项目	399
2020 年 6 月	安徽	六安市叶集区“智医助理”系统建设项目	396.6

资料来源：采招网，天风证券研究所

智医助理全国潜在市场规模约百亿。公司智医助理目标客户群是各地的县级、乡镇和村的基层医疗机构。根据中标项目的中标金额可以看出，对于全国 2844 个县级行政区来说，单个县级行政区的订单体量约为 300-400 万元，我们按单个县订单 350 万元计算，若智医助理可以实现覆盖全国所有的县级行政区，讯飞智医助理全国潜在市场规模约为 99.5 亿元，若再考虑地级行政区市区医院采购，全国市场规模广阔。

3.3. 消费者：产品持续创新，销量表现亮眼

消费者业务：推出针对办公场景的全栈智能硬件产品，覆盖企业、个体等多类人群，产品力持续提升。针对行业客户、政府及事业单位等 B 端消费者，公司提供讯飞转写机、会议产品、听见 L1 系统，定价在万元以上；针对学生、秘书文员等普通 C 端消费者，公司提供听见 M1、录音笔、办公本等产品，定价在千元左右；针对轻度用户，公司提供按分钟收费的互联网服务，定价在几十到几百不等，形成了完善的产品体系。此外，讯飞发布的翻译机，智能鼠标，TWS 耳机等产品，解决了多个场景下需要语音实时转写等问题。因此我们认为：公司充分发挥自身技术优势，深挖客户种类和产品使用场景，形成了种类丰富和应用场景广泛的产品体系，未来在不同消费人群中的产品能力也会得到进一步提升，扩大公司利润空间。

图 22：讯飞消费者业务部分产品



资料来源：公司业绩说明会、天风证券研究所

C 端产品销量逆势增长。在 2020 年疫情影响的大背景下，科大讯飞于“618”期间，公司除翻译机外其他硬件销售额同比增长超过 140%，整体智能硬件产品销售额实现超过 40% 的增长，获得京东、天猫、苏宁易购三大平台 22 项第一；于“双 11”期间，整体智能硬件产品销售额同比增长 56%，再次获得京东、天猫、苏宁易购三大平台 25 项冠军，核心品类连续多年保持销售额第一。2021 销量同样逆势高增，科大讯飞于 2021 年“618”期间，销售额同比增长 108%，AI 学习产品销售额同比增长 706%，C 端产品销量的高速增长，其中讯飞智能翻译机系列在京东天猫两平台销售额连续五年冠军，讯飞智能办公本销售额连续三年冠军。

图 23：2021 年“618”智能翻译机连续五年销售额冠军



资料来源：科大讯飞微信公众号、天风证券研究所

图 24：2021 年“618”智能办公本连续三年销售额冠军



资料来源：科大讯飞微信公众号、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

营业收入预测：我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 174.11/226.14/293.55 亿元，同比增速分别为 33.68%/29.88%/29.81%。

- 1) **教育业务：**考虑公司因材施教全国快速拓展，个性化学习手册、学习机放量，我们预计 2021-2023 年公司教育产品和服务营收增速分别为 65%/50%/45%，教育教学营收增速分别为 10%/10%/10%。综合以上，预计 2021-2023 年公司教育领域业务营收增速分别为 62.8%/48.9%/44.3%。
- 2) **开放平台及消费者业务：**考虑公司硬件产品力提升，我们预计 2021-2023 年公司智能硬件营收同比增速分别为 20%/20%/20%；考虑 AIOT 产业发展的带动作用，我们预计 2021-2023 年公司开放平台营收同比增速分别为 30%/25%/25%；预计 2021-2023 年移动互联网产品及服务营收同比增速分别为 10%/10%/10%。综合以上，预计 2021-2023 年公司开放平台及消费者业务营收同比增速分别为 25.3%/22.4%/22.6%。
- 3) **智慧医疗：**考虑公司智医助理全国规模化落地，我们预计 2021-2023 年公司智慧医疗业务营收同比增速分别为 40%/30%/30%。
- 4) **智慧城市（不含政法）：**考虑城市信息化程度逐步提升，我们预计 2021-2023 年公司智慧城市业务营收同比增速分别为 20%/15%/15%；
- 5) **智慧汽车：**考虑到汽车智能化程度逐步提升，我们预计 2021-2023 年公司智慧汽车业务营收同比增速分别为 20%/30%/30%。
- 6) 我们预计 2021-2023 年公司智慧政法、智慧汽车、智能金融业务营收同比增速均为 10%/10%/10%；其他业务营收与 2020 年持平。

表 10：公司收入预测（单位：亿元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
教育领域	24.98	41.87	68.16	101.50	146.47
yoy	16.5%	67.6%	62.8%	48.9%	44.3%
教育产品和服务	23.55	40.19	66.32	99.48	144.24
yoy	16.9%	70.7%	65.0%	50.0%	45.0%
教育教学	1.43	1.67	1.84	2.02	2.23
yoy	11.2%	16.8%	10.0%	10.0%	10.0%
开放平台及消费者业务	22.74	30.80	38.59	47.25	57.91
yoy	34.8%	35.5%	25.3%	22.4%	22.6%
智能硬件	8.01	8.73	10.48	12.57	15.09
yoy		9.0%	20.0%	20.0%	20.0%
开放平台	11.54	19.21	24.97	31.21	39.02
yoy	68.7%	66.4%	30.0%	25.0%	25.0%
移动互联网产品及服务	3.18	2.86	3.15	3.46	3.81
yoy	52.1%	-10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
智慧医疗	1.85	3.13	4.38	5.69	7.40
yoy	145.5%	69.3%	40.0%	30.0%	30.0%
智慧城市（不含政法）	21.74	27.99	33.59	38.63	44.42
yoy		28.7%	20.0%	15.0%	15.0%
智慧政法	13.31	10.38	11.42	12.56	13.82
yoy	28.6%	-22.0%	10.0%	10.0%	10.0%
智慧汽车	3.72	3.24	3.88	5.05	6.56
yoy	39.1%	-12.9%	20.0%	30.0%	30.0%
智慧金融	1.98	1.47	1.62	1.78	1.96
yoy		-25.8%	10.0%	10.0%	10.0%
运营商	9.83	10.99	12.09	13.30	14.63
yoy		11.8%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	0.64	0.39	0.39	0.39	0.39
yoy		-39.4%	0.0%	0.0%	0.0%
收入合计	100.79	130.25	174.11	226.14	293.55
yoy	27.30%	29.23%	33.68%	29.88%	29.81%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率与费用率假设：毛利率方面，考虑到公司教育产品与服务毛利率高于整体毛利率，我们预计教育产品与服务收入占比提升将提升公司毛利率，预计 2021-2023 年公司整体毛利率分别为 46.00%/46.50%/47.00%；费用率方面，公司处于高质量发展阶段，我们预计公司销售费用率、管理费用率逐年降低，研发费用率与 2020 年持平。**我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 18.02/24.08/32.12 亿元，同比增速分别为 32.12%/33.64%/33.40%。**

表 11：公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	100.79	130.25	174.11	226.14	293.55
增长率	27.30%	29.23%	33.68%	29.88%	29.81%
净利润（亿元）	8.19	13.64	18.02	24.08	32.12
增长率	51.12%	66.48%	32.12%	33.64%	33.40%

资料来源：wind，天风证券研究所

估值：科大讯飞是国内领先的计算机软件公司，我们选取用友网络、恒生电子、宝信软件作为可比公司，给予公司 2021 年 11X PS，**公司 2021 年目标市值 1915 亿元，目标价 86 元。**

表 12：可比公司估值

代码	简称	PS		
		2021E	2022E	2023E
600588.SH	用友网络	9.72	7.64	6.02
600570.SH	恒生电子	16.71	13.84	11.62
600845.SH	宝信软件	6.74	5.22	4.11
均值		11.06	8.90	7.25

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1) 市场竞争加剧的风险

目前全国智慧教育渗透率水平较低，伴随着智慧教育市场规模扩大，市场竞争可能加剧，从而影响公司收入规模和盈利能力。

2) 智慧教育产品推广不及预期的风险

公司区域因材施教解决方案、个性化学习手册等智慧教育产品正在全国拓展，若产品推广不及预期，将影响公司收入规模。

3) 公司业绩不及预期的风险

公司股权激励考核目标锚定收入增速，若公司业绩不及预期，将影响限制性股票解锁，影响股权激励效果。

4) 市场空间测算具有一定主观性，仅供参考

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,828.63	5,350.03	10,346.66	9,288.84	14,859.43	营业收入	10,078.69	13,024.66	17,411.32	22,613.70	29,354.63
应收票据及应收账款	5,307.88	5,733.28	9,641.25	10,327.09	15,593.62	营业成本	5,440.46	7,148.43	9,402.11	12,098.33	15,557.96
预付账款	144.94	204.99	255.27	336.98	424.63	营业税金及附加	67.30	78.93	105.51	137.04	177.89
存货	826.41	2,378.94	1,630.05	3,280.96	3,289.15	营业费用	1,780.16	2,084.44	2,524.64	3,165.92	4,021.58
其他	1,210.72	1,020.39	1,440.03	1,336.49	1,887.79	管理费用	706.71	856.63	1,027.27	1,288.98	1,643.86
流动资产合计	11,318.58	14,687.63	23,313.26	24,570.35	36,054.62	研发费用	1,639.55	2,211.06	2,955.74	3,838.89	4,983.23
长期股权投资	421.94	567.09	567.09	567.09	567.09	财务费用	(3.71)	16.20	(48.89)	(70.38)	(98.02)
固定资产	2,001.06	1,839.01	1,863.38	1,861.82	1,831.72	资产减值损失	(7.01)	(37.81)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
在建工程	135.60	267.41	196.45	165.87	129.52	公允价值变动收益	(4.42)	355.04	350.00	300.00	250.00
无形资产	2,790.79	2,995.72	2,063.32	1,130.92	198.51	投资净收益	111.60	32.09	100.00	100.00	100.00
其他	3,321.51	4,188.75	4,145.55	4,102.35	4,059.15	其他	(639.90)	(1,157.43)	(900.00)	(800.00)	(700.00)
非流动资产合计	8,670.90	9,857.99	8,835.79	7,828.05	6,786.00	营业利润	987.97	1,437.07	1,904.94	2,564.92	3,428.13
资产总计	20,100.84	24,836.09	32,382.42	32,610.14	43,085.81	营业外收入	74.10	141.07	141.07	141.07	141.07
短期借款	733.21	642.62	600.00	723.64	600.00	营业外支出	66.64	121.51	121.51	121.51	121.51
应付票据及应付账款	3,088.10	5,234.49	5,711.96	8,373.58	9,739.84	利润总额	995.42	1,456.64	1,924.50	2,584.48	3,447.69
其他	3,044.52	4,514.99	9,434.12	5,116.29	12,001.09	所得税	52.35	14.85	19.62	38.77	51.72
流动负债合计	6,865.83	10,392.11	15,746.08	14,213.50	22,340.93	净利润	943.07	1,441.78	1,904.88	2,545.71	3,395.98
长期借款	397.60	82.47	80.00	80.00	80.00	少数股东损益	123.89	77.99	103.05	137.71	183.71
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	819.18	1,363.79	1,801.83	2,408.00	3,212.27
其他	1,102.57	1,389.70	1,389.70	1,389.70	1,389.70	每股收益(元)	0.37	0.61	0.81	1.08	1.44
非流动负债合计	1,500.17	1,472.17	1,469.70	1,469.70	1,469.70	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	8,366.00	11,864.28	17,215.78	15,683.20	23,810.63	成长能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	316.88	303.81	406.85	544.56	728.27	营业收入	27.30%	29.23%	33.68%	29.88%	29.81%
股本	2,198.58	2,224.74	2,224.13	2,224.13	2,224.13	营业利润	57.37%	45.46%	32.56%	34.65%	33.65%
资本公积	6,969.15	7,338.91	7,338.91	7,338.91	7,338.91	归属于母公司净利润	51.12%	66.48%	32.12%	33.64%	33.40%
留存收益	9,986.66	11,321.53	12,535.66	14,158.25	16,322.77	获利能力					
其他	(7,736.43)	(8,217.18)	(7,338.91)	(7,338.91)	(7,338.91)	毛利率	46.02%	45.12%	46.00%	46.50%	47.00%
股东权益合计	11,734.84	12,971.81	15,166.64	16,926.94	19,275.17	净利率	8.13%	10.47%	10.35%	10.65%	10.94%
负债和股东权益总计	20,100.84	24,836.09	32,382.42	32,610.14	43,085.81	ROE	7.17%	10.77%	12.21%	14.70%	17.32%
						ROIC	18.26%	21.29%	35.58%	104.99%	61.35%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	41.62%	47.77%	53.16%	48.09%	55.26%
净利润	943.07	1,441.78	1,801.83	2,408.00	3,212.27	净负债率	-22.73%	-34.23%	-63.02%	-49.49%	-72.87%
折旧摊销	947.14	1,229.52	1,039.00	1,044.53	1,048.85	流动比率	1.66	1.44	1.50	1.74	1.62
财务费用	(12.12)	8.47	(48.89)	(70.38)	(98.02)	速动比率	1.54	1.21	1.39	1.51	1.48
投资损失	(111.60)	(32.09)	(100.00)	(100.00)	(100.00)	营运能力					
营运资金变动	(1,595.44)	1,484.58	1,887.60	(3,927.40)	2,354.65	应收账款周转率	2.26	2.36	2.26	2.26	2.26
其它	1,360.42	(1,861.52)	453.05	437.71	433.71	存货周转率	10.80	8.13	8.69	9.21	8.94
经营活动现金流	1,531.47	2,270.75	5,032.59	(207.53)	6,851.46	总资产周转率	0.57	0.58	0.61	0.70	0.78
资本支出	1,236.20	1,204.99	60.00	80.00	50.00	每股指标(元)					
长期投资	43.06	145.15	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.37	0.61	0.81	1.08	1.44
其他	(4,178.25)	(2,085.43)	(312.91)	(338.36)	(283.46)	每股经营现金流	0.69	1.02	2.26	-0.09	3.08
投资活动现金流	(2,898.99)	(735.29)	(252.91)	(258.36)	(233.46)	每股净资产	5.13	5.70	6.64	7.37	8.34
债权融资	1,160.81	910.29	788.40	911.50	813.82	估值比率					
股权融资	2,763.56	268.73	926.55	70.38	98.02	市盈率	168.15	101.00	76.44	57.20	42.88
其他	(1,344.46)	(1,274.20)	(1,497.99)	(1,573.81)	(1,959.25)	市净率	12.06	10.87	9.33	8.41	7.43
筹资活动现金流	2,579.90	(95.18)	216.96	(591.93)	(1,047.41)	EV/EBITDA	22.97	18.69	43.29	35.80	27.68
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	32.36	25.42	67.52	50.79	36.40
现金净增加额	1,212.38	1,440.29	4,996.63	(1,057.82)	5,570.60						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com