

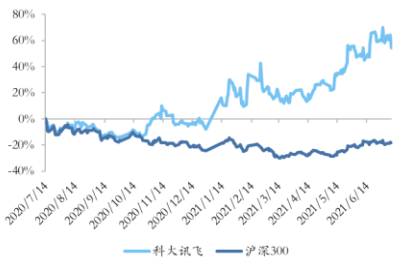
中报业绩预告维持高增长，AI 规模商用趋势明确

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-13

收盘价（元）	61.93
近 12 个月最高/最低（元）	68.50/33.93
总股本（百万股）	2224.13
流通股本（百万股）	2075.43
流通股比例（%）	93.31
总市值（亿元）	1377.41
流通市值（亿元）	1285.32

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

- 《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
- 《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
- 《华安证券_计算机行业_点评报告_科大讯飞：Q1 收入高增长，AI 红利持续兑现》2021-04-20

主要观点：

● 事件概况

公司 7 月 12 日晚发布 2021 年半年度业绩预告，预计 2021 年上半年实现归属于母公司股东净利润 3.87-4.39 亿元，同比增长 50%-70%。公司围绕“要有看得见、摸得着的应用案例，能够规模化推广，能有统计数据来证明应用成效”的标准，聚焦教育、医疗等重点赛道，源头技术驱动的应用示范验证持续显现，核心业务呈现出健康发展的势头。

● 业绩维持高速增长，AI 红利兑现趋势明显

公司自 2019 年进入人工智能战略 2.0 阶段开始，新增人均效益提升的发展目标，近两年利润端保持了良好的增速。2020 年公司实现收入增长 29%，归母净利润增长 66%，扣非归母净利润增长 57%。21Q1 实现收入增长 78%，归母净利润增长 179%。此次 21H1 业绩预告，公司归母净利润增长平均值为 60%，仍然保持了高速的增长。由于 20H1 公司非经常性损益占比较高，预计扣非后增速将更快。我们认为公司 AI 红利兑现的趋势明确，利润端有望有望持续释放。

● 区域性智慧教育项目迈向规模商用，标准化和可持续性趋势显现

公司今年以来，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 日中标芜湖弋江区 1.26 亿元的智慧教育项目。2021 年 5 月 27 日中标武汉经开区 4.68 亿元区域性智慧教育项目。我们认为公司区域性因材施教解决方案规模商用的趋势更加明显。通过拆分订单详情，我们可以看到两大发展趋势：

趋势一：区域性解决方案标准化程度逐渐提升。我们对今年以来讯飞中标的两个大额订单（郑州金水区和武汉经开区）的采购需求，可以发现讯飞交付的区域性因材施教解决方案的标准化程度在提升。在政府端，重点建设区域教育云平台，包括统一门户系统、教学分析系统、教育数据中心、智能题库资源、平台软件定制开发等。在学校端，包括班班通硬件升级、网络升级、智能安防系统、校园教学数据分析系统等。在课堂端，重点建设 AI 智慧课堂，包括教师智能终端、学生学习智能终端等。在学生端，重点推广基于大数据的个性化学习，以个性化学习手册为载体，实现学情数据分析、错题整理、试题精准推荐等功能。我们认为，讯飞的区域性因材施教解决方案覆盖 2G、2B、2C 多方应用需求，提供了教、学、管、考、评的全套智慧教育能力，通过区域推广的方式有望进一步提升方案的标准化程度，从而实现边际成本的下降，提升产品的毛利率水平。

趋势二：收入的可持续性有望增强，跑通 2G2B2C 的盈利模式。我们分析区域性订单中交付的产品，发现除了传统教育信息化的硬件产品之外，公司还将提供面向 G 端的教育云平台开发、运维服务，面向 B 端学校的教学分析平台、智能组卷和备课系统，面向 C 端学生的个性化学习手册等产品。

这些产品相比于传统的信息化硬件，具有更强的用户粘性以及更可持续的收费模式。其中，个性化学习手册目前正在部分学校实现了面向学生家长的标准收费，每学期每门课 300 元，涵盖数学、英语、物理、化学等多个学科。我们认为，公司通过区域性的解决方案，跑通 2G2B2C 的收费模式，逐渐从面向 G 端提供项目制能力，走向面向 B 端提供标准化产品和全套解决方案，未来有望实现面向 C 端提供可持续收费的个性化学习产品，商业模式正在向更可持续的方向演进，教育赛道的根据地属性和控盘能力凸显。

● “双减”政策下，校外培训机构加强监管，智慧课堂建设需求提升

校外培训机构加强监管的趋势逐渐显现。北京市在 4 月下旬以来针对校外培训机构的一系列监管措施。4 月 23 日，北京市教委通报学而思、高途课堂、网易有道精品课、猿辅导等 4 家线上培训机构违规招生收费等问题；5 月 10 日，国家市场监督管理总局价监竞争局会同北京市市场监管局开展联合行动，对猿辅导、作业帮等两家培训机构处以警告加罚款 250 万元的顶格处罚；5 月 17 日，北京市教委印发《北京市教育委员会关于检查校外培训机构发现问题的通报》。我们可以看到，北京市对校外培训机构的监管逐渐趋严，这一趋势或将向全国拓展，校外培训机构将面临新一轮的政策强监管周期。

解决“双减”问题的关键在于提升课堂教学能力，AI 企业有望赋能。我们总结了从教育部到中央深改委针对“双减”工作的几次重要讲话，可以看到解决“双减”问题，核心在于“提高课堂教学效率与质量”、“鼓励布置分层次作业、弹性作业、个性化作业”、“切实提高课后服务水平”。从这些表述的总结来看，减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担，关键就是要加强课堂教学的能力，实现课堂教学提质增效。我们认为 AI 技术有望在教学赋能中起到重要作用，助力学校实现教学能力的提升，讯飞凭借完善的产品布局和标杆案例，有望持续受益于智慧课堂的推进。

● 投资建议

公司中报业绩预告维持高增长，AI 规模商用的趋势更加明确。当前公司受益于“双减”政策的指引，教育业务屡次中标大额订单，标准化和可持续性趋势显现，有望持续快速增长。公司处于人工智能战略 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%。若给予 2022 年 8-10 倍 PS，对应合理市值区间在 1800-2200 亿元左右，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	75.34	56.81	43.42
P/B	7.18	10.02	9.08	8.09
EV/EBITDA	34.11	62.53	47.53	37.26

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					
负债合计	11,864	12,679	18,155	19,471					
少数股东权益	304	408	547	729					
股本	2,225	2,225	2,225	2,225					
资本公积	7,339	7,967	8,793	9,864					
留存收益	3,104	3,560	4,161	4,938					
归属母公司股东权益	12,668	13,752	15,179	17,028					
负债和股东权益	24,836	26,840	33,881	37,227					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,271	817	3,577	1,618
净利润	1,442	1,933	2,564	3,355
折旧摊销	1,048	300	339	380
财务费用	16	(26)	(20)	(13)
投资损失	(32)	(167)	(81)	(97)
营运资金变动	528	(1,223)	775	(2,007)
其他经营现金流	(732)	0	0	0
投资活动现金流	(735)	(861)	(1,153)	(1,379)
资本支出	(897)	(1,028)	(1,233)	(1,476)
长期投资	(113)	167	81	97
其他投资现金流	275	0	0	0
筹资活动现金流	(95)	(139)	(796)	(796)
短期借款	65	580	183	516
长期借款	(315)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	155	(719)	(978)	(1,311)
现金净增加额	1,440	(183)	1,629	(557)

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	29.23%	32.24%	30.31%	26.36%
营业利润	45.46%	35.91%	32.63%	30.84%
归属于母公司净利润	66.48%	34.09%	32.63%	30.84%
获利能力				
毛利率(%)	45.12%	46.86%	48.32%	49.24%
净利率(%)	10.47%	10.62%	10.81%	11.19%
ROE(%)	11.32%	13.84%	16.77%	19.71%
ROIC(%)	8.02%	12.92%	15.97%	18.48%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.77%	47.24%	53.59%	52.30%
净负债比率(%)	-34.23%	-25.97%	-32.58%	-22.81%
流动比率	1.44	1.41	1.31	1.31
速动比率	1.21	1.30	1.11	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.67	0.74	0.80
应收账款周转率	2.26	2.41	2.49	2.49
应付账款周转率	1.43	1.38	1.35	1.35
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.82	1.09	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	0.37	1.61	0.73
每股净资产(最新摊薄)	5.69	6.18	6.82	7.65
估值比率				
P/E	66.7	75.3	56.8	43.4
P/B	7.2	10.0	9.1	8.1
EV/EBITDA	34.11	62.53	47.53	37.26

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，五年金融从业经验，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，八年工作经验，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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。