

2021年07月12日

业绩上沿超预期，强推校内 AI 教育龙头

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) | 1416 |
| 最新收盘价: | 61.93 | 自由流通市值(亿) | 972.51 |
| | | 自由流通股数(百万) | 2,024 |

事件概述

2021年7月12日，科大讯飞发布2021年上半年业绩预告，预计上半年归母净利润实现50-70%的同比增长，即利润体量落于3.9-4.4亿元区间。

分析判断:

► 中报业绩预告超预期，内外部因素共振推动智慧教育放量

2021H1 公司预计归母净利润同比增速为50-70%，对应利润体量为3.9-4.4亿元，上沿超出市场预期。考虑到公司智慧教育订单持续高增长，判断智慧教育是拉动业绩超预期的主要因素。

2B & 2C 模式：一方面，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；另一方面，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。

订单情况乐观：从我们跟踪的订单情况看，智慧教育订单今年上半年占比已超过50%，预计2021/22年收入占比将超50%。更重要的是，结合当前乐观的业绩与订单情况，推断公司的产品化逻辑在逐步兑现中，产品化率持续提升将带来净利润率持续提升。预计3-5年周期看，基于教育但不限于教育的C端产品将持续放量。

外围政策催化：外围政策来看，校外培训监管长期对公司教育类AI产品（学习机 & 个性化学期手册）构成利好，与校内教学数据相关的AI产品壁垒极高，公司已突出重围，有望形成数据和客户的闭环，坚定看好公司核心竞争力不断提升。

非经常项稳健：公司非经常项收入主要来自投资收益和公允价值变动，主要来自股权/股票的增值与变现（如：2020年三人行和寒武纪上市带来较大增量非经常收益），无重大风险且（部分金融资产）具备长期增值空间，因此乐观看待非经常项加成。

► 智能化红利来袭，公司卡位AI算法+数据、壁垒坚实

后疫情时代，智能化红利释放的大背景下，行业格局演绎方向仍要回归AI三要素来看：即算力、算法、数据。我们认为，科大讯飞的核心竞争力在于算法和数据，更准确地说：平台形成算法，赛道（场景）沉淀数据，两者构成闭环。

算力方面：公司近年来积极加码AI算力建设，较初创企业优势明显，但相比阿里、腾讯、华为等巨头并无显著优势（考虑巨头的公有云体系）。

算法方面：凭借二十余年的积累，讯飞超脑在人工智能算法、尤其是智能语音相关算法方面领跑行业，多次国际算法大赛的优异成绩可以作证。即便是华为等巨头亦通过合作的形式，寻求公司智能语音相关模块的赋能（2018年）。

数据方面：通用数据的优势或不出众，但在众多布局的垂直赛道中，专业数据积累已非一日之寒。无论教育、政法还是医疗，公司凭借良好的政商关系切入后，都进行了长周期的渗透，滚雪球式地积累数据。目前智能教育、智能办公（消费者业务为主）已经构成闭环、其他赛道也在加速沉淀并应用数据。

我们认为，凭借算法和数据两方面的卡位优势，公司已经逐步在主赛道（教育场景、消费者标品）上形成闭环生态，并产生标杆案例、标准化产品，规模化商用全面铺开，业绩爆发只是时间问题。

► **重申校外教培监管政策带来的产业红利**

此外，我们在此重申这个外围政策利好的持续性：2021 年至今，校外教培业整顿已经成为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，更重要的是，本轮治理将进一步凸显校内教育的核心地位。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，让学生在课内学足学好。”换言之，校外培训治理根本因素仍是提升校内教育质量。

近月来看校外教培监管催化依旧不断：2021 年 6 月 15 日，教育部正式宣布成立校外教育培训监管司，主要承担面向中小学生的校外教育培训管理工作。本次这次机构增设凸显高层深化校外教育培训改革的决心，结合 2021 年开年至今的文件颁布、顶格处罚（头部校外培训机构）来看，**判断 2021 年内强监管将持续落实，而专注校内体系、横跨线上-线下的 AI 教育龙头科大讯飞将是最大受益者。**

投资建议：

维持盈利预测不变，2021-2023 年公司营收预测为 178.3/243.5/325.8 亿元，分别同比增长 36.9%/36.6%/33.8%，三年间归母净利润分别为 19.1/26.6/36.5 亿元，分别同比增长 40.0%/39.3%/37.4%。2021 年予以 12 倍 PS（对标 2017-2018 年高速增长期），目标市值 2000 亿元维持不变（对应目标价 90 元），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 | 17,828 | 24,351 | 32,584 |
| YoY (%) | 27.3% | 29.2% | 36.9% | 36.6% | 33.8% |
| 归母净利润(百万元) | 819 | 1,364 | 1,909 | 2,659 | 3,654 |
| YoY (%) | 51.1% | 66.5% | 40.0% | 39.3% | 37.4% |
| 毛利率 (%) | 46.0% | 45.1% | 45.1% | 45.9% | 46.8% |
| 每股收益 (元) | 0.37 | 0.61 | 0.86 | 1.20 | 1.64 |
| ROE | 7.2% | 10.8% | 13.1% | 15.4% | 17.5% |
| 市盈率 | 169.96 | 102.09 | 72.92 | 52.35 | 38.10 |

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 | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 13,025 | 17,828 | 24,351 | 32,584 | 净利润 | 1,442 | 2,075 | 2,864 | 3,947 |
| YoY (%) | 29.2% | 36.9% | 36.6% | 33.8% | 折旧和摊销 | 1,230 | 30 | 30 | 35 |
| 营业成本 | 7,148 | 9,792 | 13,164 | 17,320 | 营运资金变动 | -245 | 243 | 255 | -939 |
| 营业税金及附加 | 79 | 137 | 166 | 223 | 经营活动现金流 | 2,271 | 2,183 | 2,824 | 2,579 |
| 销售费用 | 2,084 | 2,967 | 4,091 | 5,507 | 资本开支 | -1,031 | 954 | -124 | -97 |
| 管理费用 | 857 | 1,070 | 1,510 | 2,085 | 投资 | 233 | -50 | -220 | -295 |
| 财务费用 | 16 | -90 | -163 | -209 | 投资活动现金流 | -735 | 1,091 | -29 | 61 |
| 资产减值损失 | -38 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 532 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 32 | 182 | 261 | 349 | 债务募资 | 1,358 | -593 | 50 | 50 |
| 营业利润 | 1,437 | 2,206 | 3,045 | 4,211 | 筹资活动现金流 | -95 | -596 | 78 | 82 |
| 营业外收支 | 20 | 1 | 1 | 1 | 现金净流量 | 1,437 | 2,678 | 2,873 | 2,722 |
| 利润总额 | 1,457 | 2,207 | 3,046 | 4,212 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | 15 | 132 | 183 | 265 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 1,442 | 2,075 | 2,864 | 3,947 | 营业收入增长率 | 29.2% | 36.9% | 36.6% | 33.8% |
| 归属于母公司净利润 | 1,364 | 1,909 | 2,659 | 3,654 | 净利润增长率 | 66.5% | 40.0% | 39.3% | 37.4% |
| YoY (%) | 66.5% | 40.0% | 39.3% | 37.4% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 0.61 | 0.86 | 1.20 | 1.64 | 毛利率 | 45.1% | 45.1% | 45.9% | 46.8% |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率 | 11.1% | 11.6% | 11.8% | 12.1% |
| 货币资金 | 5,350 | 8,028 | 10,901 | 13,624 | 总资产收益率 ROA | 5.5% | 6.4% | 7.2% | 7.9% |
| 预付款项 | 205 | 201 | 333 | 430 | 净资产收益率 ROE | 10.8% | 13.1% | 15.4% | 17.5% |
| 存货 | 2,379 | 2,440 | 3,220 | 4,772 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 7,044 | 10,046 | 13,441 | 18,286 | 流动比率 | 1.44 | 1.59 | 1.60 | 1.63 |
| 流动资产合计 | 14,978 | 20,714 | 27,895 | 37,111 | 速动比率 | 1.15 | 1.36 | 1.36 | 1.37 |
| 长期股权投资 | 567 | 617 | 662 | 707 | 现金比率 | 0.51 | 0.62 | 0.63 | 0.60 |
| 固定资产 | 1,839 | 1,909 | 1,979 | 2,024 | 资产负债率 | 47.8% | 49.3% | 51.6% | 52.8% |
| 无形资产 | 1,908 | 1,908 | 1,908 | 1,908 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 9,858 | 8,936 | 9,096 | 9,231 | 总资产周转率 | 0.52 | 0.60 | 0.66 | 0.70 |
| 资产合计 | 24,836 | 29,650 | 36,990 | 46,342 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 643 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.61 | 0.86 | 1.20 | 1.64 |
| 应付账款及票据 | 5,234 | 7,070 | 9,572 | 12,550 | 每股净资产 | 5.69 | 6.55 | 7.75 | 9.39 |
| 其他流动负债 | 4,515 | 5,981 | 7,866 | 10,193 | 每股经营现金流 | 1.02 | 0.98 | 1.27 | 1.16 |
| 流动负债合计 | 10,392 | 13,051 | 17,438 | 22,743 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 82 | 132 | 182 | 232 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 1,390 | 1,420 | 1,460 | 1,510 | PE | 102.09 | 72.92 | 52.35 | 38.10 |
| 非流动负债合计 | 1,472 | 1,552 | 1,642 | 1,742 | PB | 7.18 | 7.42 | 6.28 | 5.18 |
| 负债合计 | 11,864 | 14,603 | 19,080 | 24,485 | | | | | |
| 股本 | 2,225 | 2,225 | 2,225 | 2,225 | | | | | |
| 少数股东权益 | 304 | 470 | 674 | 966 | | | | | |
| 股东权益合计 | 12,972 | 15,047 | 17,910 | 21,857 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 24,836 | 29,650 | 36,990 | 46,342 | | | | | |

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。