

智慧教育持续发力，新款学习机完善 C 端产品矩阵

起因: 我们对公司订单进行了持续的跟踪,统计了招标网上 30 万元以上的订单,并区分了智慧教育、智慧城市(包含了智慧政法)、智慧医疗、智能硬件、信息工程、智能语音、智慧金融、智能汽车等八大赛道。

核心观点

- **2021H1 订单量突破 30 亿,教育赛道持续发力。**2021 年 H1 公司订单共计 31.61 亿元,较去年同比上升 19.59%,过去三年保持了持续的增长。2021H1 公司智慧教育订单达到 22.41 亿,同比增长 193.77%,占总体订单的比重由去年的 28.86%快速上升到 70.90%,其中包括郑州市金水区、武汉市汉南区、芜湖市弋江区等区域级因材施教的标杆项目,公司智慧教育业务有望延续高增长。
- **从订单的大小以及地域的分布可以看出,公司业务的省外拓展进展顺利。**2021 年上半年,公司 1 亿以上的订单共有 3 个,共计 12.83 亿元,占订单总金额的 40.61%;1000 万到 1 亿的订单共有 44 个,共计 12.46 亿元,较去年的 8.86 亿同比增长 40.74%,占比提升到 39.43%。从地域划分来看,公司省外订单金额占比由去年的 28.53%快速提升到了 60.29%。可以看出,公司去年的订单总量主要是由安徽省内的有关项目驱动,而今年公司智慧教育、智慧城市等赛道已驶入省外复制拓展的快车道,因此公司上半年中大型订单数量得以快速上升。
- **公司发布新款学习机 T10, C 端布局持续深化。**新款学习机融合了公司前沿的人工智能技术和 17 年深耕教育实践经验,覆盖从小学到高中的知识点,能以领先的 OCR 和 AI 能力实现学生的减负增效。随着 T10 的加入,公司“AI+学习”产品矩阵持续完善, C 端业务有望保持良好态势。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.77、1.06、1.41 元(原预测为 0.79、1.08、1.44 元,有所下降是因为增发带来摊薄的影响),由于公司在 AI 技术应用方面优势明显,根据可比公司,给与公司 2021 年的 93 倍市盈率,对应合理股价为 71.28 元,维持增持评级。

风险提示

- 订单统计存在偏差;市场竞争加剧;部分赛道业务拓展不及预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,079	13,025	17,532	23,175	30,379
同比增长(%)	27.3%	29.2%	34.6%	32.2%	31.1%
营业利润(百万元)	988	1,437	1,770	2,443	3,290
同比增长(%)	57.4%	45.5%	23.1%	38.0%	34.7%
归属母公司净利润(百万元)	819	1,364	1,763	2,436	3,235
同比增长(%)	51.1%	66.5%	29.3%	38.1%	32.8%
每股收益(元)	0.36	0.59	0.77	1.06	1.41
毛利率(%)	46.0%	45.1%	45.6%	46.2%	46.9%
净利率(%)	8.1%	10.5%	10.1%	10.5%	10.6%
净资产收益率(%)	8.4%	11.3%	12.0%	13.6%	15.8%
市盈率	170.7	102.6	79.3	57.4	43.2
市净率	12.3	11.0	8.3	7.4	6.4

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测,每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月16日)	60.8元
目标价格	71.28元
52周最高价/最低价	68.5/33.93元
总股本/流通A股(万股)	230,053/207,543
A股市值(百万元)	135,227
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年07月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.82	-7.85	25.45	63.81
相对表现	-3.6	-5.08	29.23	52.19
沪深300	1.78	-2.77	-3.78	11.62



资料来源:WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514050004

联系人 谢忱

xiechen@orientsec.com.cn

相关报告

智慧教育高速增长,多赛道布局打开广阔空间 2021-06-22

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格,据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、公司上半年订单概况：总体延续稳定增长，教育赛道持续发力.....	4
二、公司发布新一代旗舰版学习机 T10，C 端消费领域布局持续深化.....	6
风险提示.....	8

图表目录

图 1：公司订单分季度拆分情况（亿元）	4
图 2：公司订单分赛道拆分情况（亿元）	5
图 3：公司 2020H1 订单按赛道分布.....	5
图 4：公司 2021H1 订单按赛道分布.....	5
图 5：2020H1 不同量级订单的贡献（按金额）	6
图 6：2021H1 不同量级订单的贡献（按金额）	6
图 7：2020H1 不同地区订单的贡献（按金额）	6
图 8：2021H1 不同地区订单的贡献（按金额）	6
图 9：AI 学习机的“4+1”标准	7
图 10：新款学习机能实现与 AI 老师的模拟对话.....	7
图 11：公司“618”战报	7

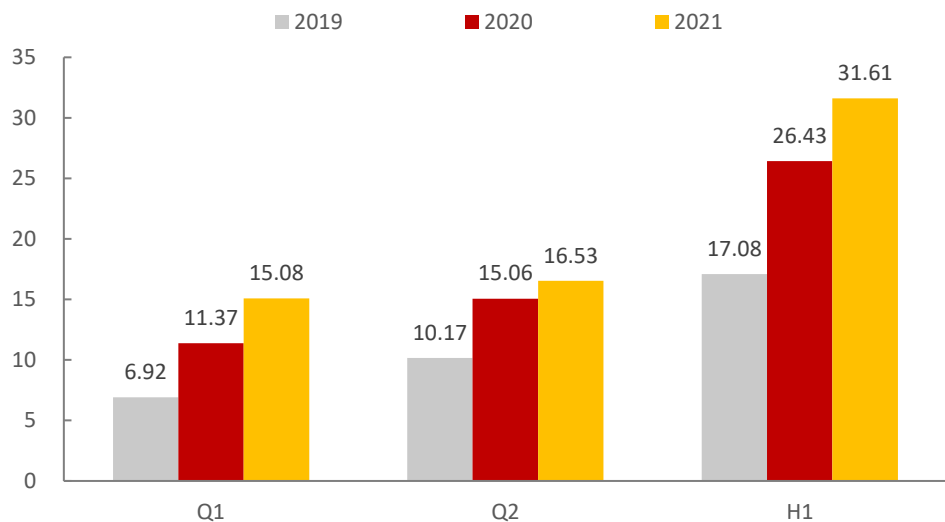
一、公司上半年订单概况：总体延续稳定增长，教育赛道持续发力

我们对公司订单进行了持续的跟踪，统计了招标网上 30 万元以上的订单，并区分了智慧教育、智慧城市（包含了智慧政法）、智慧医疗、智能硬件、信息工程、智能语音、智慧金融、智能汽车等八大赛道，其中智慧金融和智能汽车于 2021 年加入统计。

风险提示：以下数据均来自于招标采购导航网，所得到的结论也是基于我们对此数据的整理和分析，可能会存在订单统计偏差的风险。

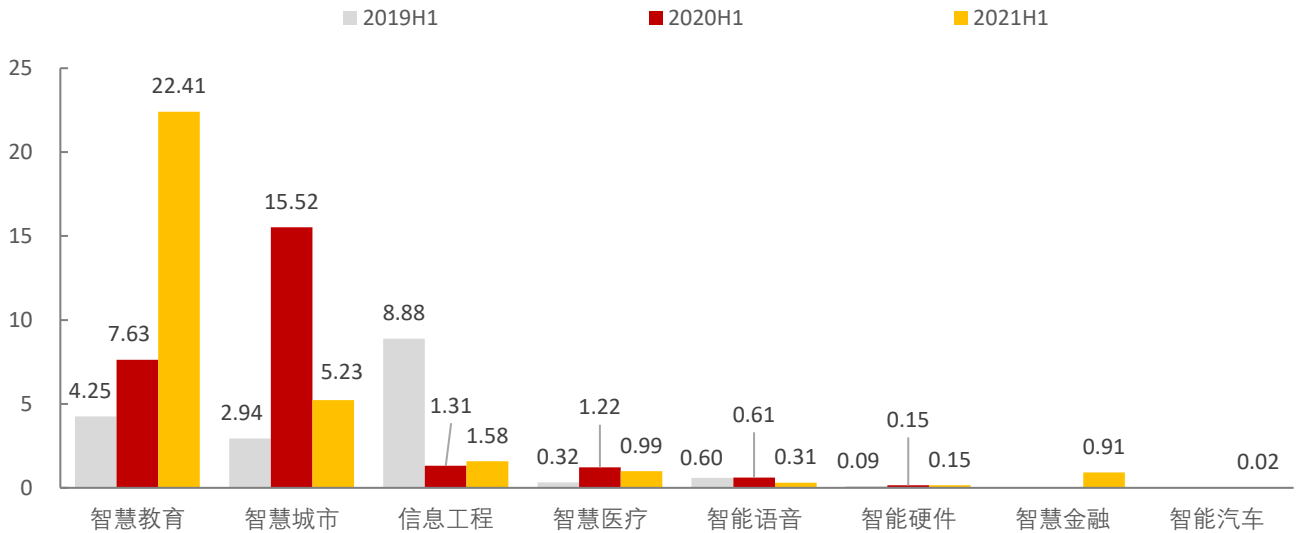
从总体情况来看，上半年订单量突破 30 亿，延续了此前的增长态势。2021 年 H1 公司订单共计 31.61 亿元，较去年同比上升 19.59%。其中，2021 年 Q1 订单共计 15.08 亿元，同比上升 32.65%，较去年有显著增长；Q2 订单共计 16.53 亿元，同比上升 9.72%。从 2019-2021 年 H1 的情况可以看到，公司订单 Q1 及 Q2 均保持了稳健的增长，说明公司业务拓展较为顺利。此外，最近三年的订单分布也具有一定的季节性，Q2 中标的整体情况是好于 Q1 的。

图 1：公司订单分季度拆分情况（亿元）

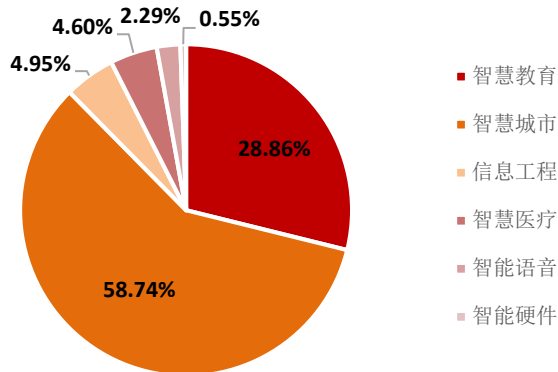


数据来源：招标采购导航网，东方证券研究所

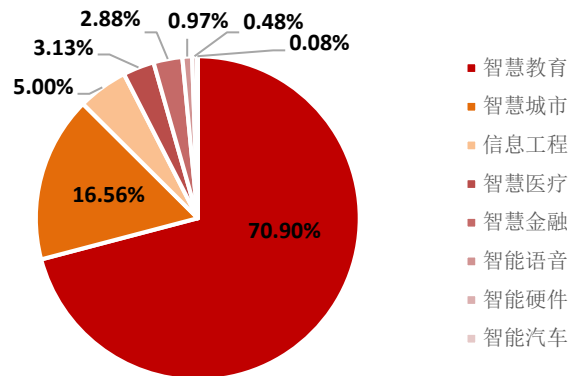
分赛道来看，今年上半年智慧教育订单大幅提升，所占订单比重超过 70%。2021H1 公司智慧教育订单达到 22.41 亿，而去年同期订单为 7.63 亿，同比增长 193.77%，占总体订单的比重由去年的 28.86% 快速上升到 70.90%，其中 Q1 智慧教育订单为 9.65 亿（YoY +105.44%），Q2 为 12.76 亿（YoY +335.45%）。今年以来，公司区域因材施教模式的复制推广实现了“多点开花”，其中包括郑州市金水区、武汉市汉南区、芜湖市弋江区等标杆项目，智慧教育业务有望延续高增长。除智慧教育外，公司上半年智慧城市订单有所下滑（YoY -66.28%），信息工程类有所上升（YoY +20.80%），其余赛道订单总量均没有超过 1 亿元。

图 2：公司订单分赛道拆分情况（亿元）


数据来源：招标采购导航网，东方证券研究所

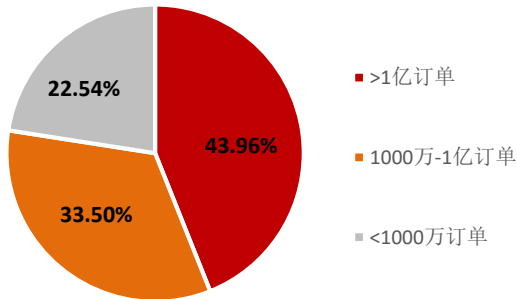
图 3：公司 2020H1 订单按赛道分布


数据来源：招标采购导航网，东方证券研究所

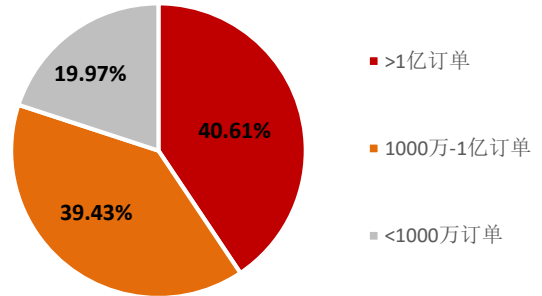
图 4：公司 2021H1 订单按赛道分布


数据来源：招标采购导航网，东方证券研究所

按照订单金额大小来划分，公司中大型订单增长明显，整体结构保持稳定。2020 年上半年，公司 1 亿以上的订单有 5 个，共计 11.62 亿元，占订单总金额的 43.96%。2021 年上半年，公司 1 亿以上的订单共有 3 个，共计 12.83 亿元，占订单总金额的 40.61%；1000 万到 1 亿的订单共有 44 个，共计 12.46 亿元，较去年的 8.86 亿同比增长 40.74%，占比提升到 39.43%，订单整体结构较为稳定。我们发现，中大型订单的快速增长主要因为公司智慧教育、智慧城市两大解决方案在全国范围内持续落地，此类订单也有望成为未来订单总量增长的“中流砥柱”。

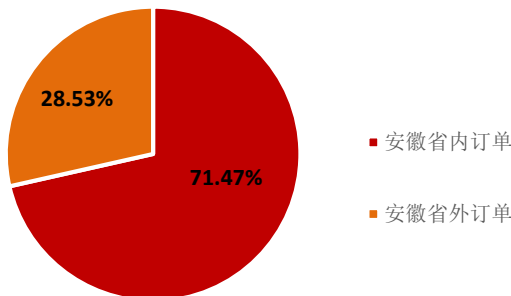
图 5：2020H1 不同量级订单的贡献（按金额）


数据来源：招标采购导航网，东方证券研究所

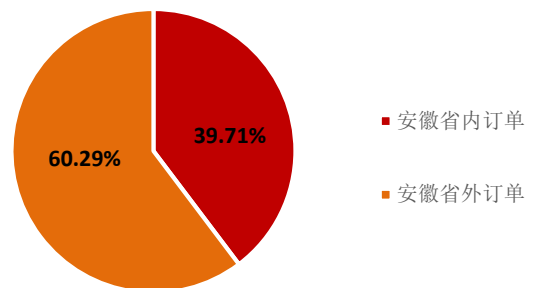
图 6：2021H1 不同量级订单的贡献（按金额）


数据来源：招标采购导航网，东方证券研究所

公司业务省外拓展进展顺利。我们统计了今年和去年 H1 安徽省内及省外的订单情况，可以发现，安徽省外的订单金额占比由去年的 28.53% 快速提升到了 60.29%，其中包括 6.88 亿的郑州市金水区智慧教育项目，4.69 亿的武汉经济技术开发区(汉南区)智慧教育规模化应用项目，可见公司智慧教育及其余赛道的成果得到了外省相关部门的广泛认可，未来省外业务的拓展有望持续。

图 7：2020H1 不同地区订单的贡献（按金额）


数据来源：招标采购导航网，东方证券研究所

图 8：2021H1 不同地区订单的贡献（按金额）


数据来源：招标采购导航网，东方证券研究所

二、公司发布新一代旗舰版学习机 T10，C 端消费领域布局持续深化

2021 年 7 月 15 日，公司发布新一代旗舰版学习机 T10，聚焦学生的减负增效。新款学习机融合了公司前沿的人工智能技术和 17 年深耕教育实践经验，覆盖从小学到高中的知识点，以领先的 OCR 和 AI 能力实现“试卷批改-诊断报告-学习地图”的自动生成，帮助学生高效地寻找并击破薄弱点。发布会上，董事长刘庆峰提出了 AI 学习机的“4+1”标准，包括能对学情做分析、能对学习做推荐、能以成效促信心这三大减负增效的关键，而新款学习机能通过 AI 分析和反馈及时、准确地实现以上三个环节。新款学习机售价为 6999 元，而当前热销款 X2Pro 预计将在 7 月底全面开放升级最新发布的软件功能。

图 9: AI 学习机的“4+1”标准



数据来源: T10 学习机发布会, 东方证券研究所

图 10: 新款学习机能实现与 AI 老师的模拟对话



数据来源: T10 学习机发布会, 东方证券研究所

公司持续扩大 C 端领域布局，产品矩阵不断完善。目前，公司 C 端产品已覆盖办公、学习和生活多个领域，AI 赋能场景正全面构建。今年“618”期间，公司，四大“AI+办公”品类成功拿下天猫、京东四组第一，以学习机 X2Pro、讯飞翻译笔（原名扫描词典笔）等为代表的“AI+学习”产品高速增长，销售额同比增长 706%，AI 硬件整体销售额同比增长 108%。随着新款学习机 T10 的加入，公司 C 端业务有望保持良好态势。

图 11: 公司“618”战报



数据来源: 公司官网, 东方证券研究所

风险提示

订单统计存在偏差

本文数据均来自于招标采购导航网，所得到的结论也是基于我们对此数据的整理和分析，由于无法确认招标导航网数据的完整性及导出数据的准确性，所以可能会存在订单统计偏差的风险。

市场竞争加剧

公司以人工智能技术作为壁垒，将 AI 运用到各个场景，以此为核心构建公司的业务体系。目前，人工智能产业正在蓬勃快速地发展，众多巨头（华为、阿里、百度、腾讯等）以及初创公司均在 AI 方面投入了大量研发。未来，市场竞争加剧可能对公司业务产生不利影响。

部分赛道业务拓展不及预期

公司以智慧教育业务为核心，布局了智慧医疗、智慧城市、智慧汽车等多条赛道。目前，公司部分业务收入体量相对较小（如智慧医疗、智慧汽车），而在这些领域中，竞争格局已经较为激烈，公司业务横向拓展的进度存在不及预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,829	5,350	6,971	7,713	8,995	营业收入	10,079	13,025	17,532	23,175	30,379
应收票据、账款及款项融资	5,308	5,733	7,718	10,201	13,373	营业成本	5,440	7,148	9,541	12,460	16,145
预付账款	145	205	275	364	477	营业税金及附加	67	79	107	141	185
存货	826	2,379	3,175	4,147	5,373	营业费用	1,780	2,084	2,755	3,589	4,612
其他	1,322	1,311	4,191	4,613	5,143	管理费用及研发费用	2,346	3,068	4,050	5,252	6,811
流动资产合计	11,430	14,978	22,330	27,038	33,361	财务费用	(4)	16	(5)	(16)	(27)
长期股权投资	422	567	650	730	800	资产、信用减值损失	231	337	306	382	488
固定资产	2,001	1,839	2,025	2,166	2,270	公允价值变动收益	(4)	355	51	51	49
在建工程	136	267	227	211	204	投资净收益	112	32	35	39	43
无形资产	2,051	1,908	1,843	1,649	1,337	其他	663	758	904	987	1,035
其他	4,061	5,276	2,543	2,515	2,488	营业利润	988	1,437	1,770	2,443	3,290
非流动资产合计	8,671	9,858	7,288	7,272	7,099	营业外收入	74	141	194	243	282
资产总计	20,101	24,836	29,618	34,310	40,460	营业外支出	67	122	80	84	116
短期借款	733	643	643	643	643	利润总额	995	1,457	1,883	2,601	3,455
应付票据及应付账款	3,088	5,234	5,248	6,853	8,880	所得税	52	15	19	27	35
其他	3,045	4,515	5,093	5,815	6,738	净利润	943	1,442	1,864	2,575	3,420
流动负债合计	6,866	10,392	10,983	13,311	16,261	少数股东损益	124	78	101	139	185
长期借款	398	82	82	82	82	归属于母公司净利润	819	1,364	1,763	2,436	3,235
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.36	0.59	0.77	1.06	1.41
其他	1,103	1,390	1,390	1,390	1,390						
非流动负债合计	1,500	1,472	1,472	1,472	1,472	主要财务比率					
负债合计	8,366	11,864	12,455	14,783	17,733		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	317	304	405	544	729	成长能力					
实收资本(或股本)	2,199	2,225	2,301	2,301	2,301	营业收入	27.3%	29.2%	34.6%	32.2%	31.1%
资本公积	6,201	6,460	8,935	8,935	8,935	营业利润	57.4%	45.5%	23.1%	38.0%	34.7%
留存收益	3,018	3,983	5,523	7,747	10,763	归属于母公司净利润	51.1%	66.5%	29.3%	38.1%	32.8%
其他	1	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	11,735	12,972	17,163	19,526	22,727	毛利率	46.0%	45.1%	45.6%	46.2%	46.9%
负债和股东权益总计	20,101	24,836	29,618	34,310	40,460	净利率	8.1%	10.5%	10.1%	10.5%	10.6%
						ROE	8.4%	11.3%	12.0%	13.6%	15.8%
						ROIC	8.4%	10.7%	10.9%	12.3%	14.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	41.6%	47.8%	42.1%	43.1%	43.8%
净利润	943	1,442	1,864	2,575	3,420	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	862	1,099	767	916	1,063	流动比率	1.66	1.44	2.03	2.03	2.05
财务费用	(4)	16	(17)	(42)	(53)	速动比率	1.54	1.21	1.74	1.72	1.72
投资损失	(112)	(32)	(35)	(39)	(43)	营运能力					
营运资金变动	(1,907)	1,334	(2,884)	(1,995)	(2,556)	应收账款周转率	2.2	2.2	2.4	2.4	2.4
其它	1,750	(1,588)	2,960	332	439	存货周转率	5.8	4.4	3.4	3.4	3.4
经营活动现金流	1,531	2,271	2,655	1,747	2,270	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
资本支出	(605)	49	(820)	(820)	(820)	每股指标(元)					
长期投资	213	(177)	(83)	(80)	(70)	每股收益	0.36	0.59	0.77	1.06	1.41
其他	(2,507)	(607)	87	90	92	每股经营现金流	0.70	1.02	1.15	0.76	0.99
投资活动现金流	(2,899)	(735)	(817)	(811)	(798)	每股净资产	4.96	5.51	7.28	8.25	9.56
债权融资	(51)	(161)	0	0	0	估值比率					
股权融资	2,760	285	2,550	0	0	市盈率	170.7	102.6	79.3	57.4	43.2
其他	(129)	(219)	(205)	(169)	(167)	市净率	12.3	11.0	8.3	7.4	6.4
筹资活动现金流	2,580	(95)	2,345	(169)	(167)	EV/EBITDA	73.5	53.2	53.9	40.9	31.6
汇率变动影响	1	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	137.9	93.4	77.5	56.5	41.9
现金净增加额	1,213	1,437	4,183	767	1,305						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn