

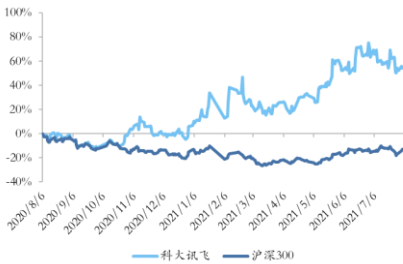
## 拟分拆讯飞医疗上市，开启新一轮成长曲线

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-06

收盘价（元）	57.43
近12个月最高/最低（元）	68.50/33.93
总股本（百万股）	2300.53
流通股本（百万股）	2075.43
流通股比例（%）	90.22
总市值（亿元）	1321.19
流通市值（亿元）	1191.92

### 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

2021年8月3日，公司发布《关于筹划控股子公司分拆上市的提示性公告》，公司董事会同意筹划公司控股子公司讯飞医疗分拆上市事项。本次分拆上市完成后，公司仍将维持对讯飞医疗的控股权。

#### ● 讯飞医疗打造智医助理核心产品，助力分级诊疗

安徽科大讯飞医疗信息技术有限公司（简称“讯飞医疗”）成立于2016年，以利用人工智能技术解决健康医疗这一重要民生领域的关键问题为目标，致力于将人工智能技术与医疗行业深度融合，为医疗服务赋能。讯飞医疗重点通过构建人工智能系统，深度切入医生临床诊断流程，在医生诊断过程中给予辅助，提升医生特别是基层医生的诊疗能力和服务水平，助力国家分级诊疗、双向转诊等重大医改政策的落地。

讯飞医疗打造智医助理核心产品，目前逐步实现规模商用。讯飞医疗的核心产品智医助理，是业界唯一通过国家执业医师资格考试笔试的人工智能辅助诊疗系统，2017年在53万考生、360分及格线的情况下，取得了456分的高分，超越96.3%的人类考生。目前，智医助理已在全国超过200区县基层医疗机构实现常态化使用，日均提供超过400,000条辅助诊断建议，有效提高了基层医疗机构的诊疗服务水平。

智医助理系统定位于基层医疗单位，主要实现两大功能。一是通过语音、模板、医学智能推荐等多种录入模式，帮助基层医生规范电子病历的书写。电子病历是实现医院内外数据互联互通的核心，讯飞的智医助理帮助基层医院完善电子病历系统，有助于加速医疗信息化的进程。二是针对1000种常见病的全科辅助诊疗。目前，智医助理已经能够诊断超过900种的基层常见病，支持95%的基层诊疗病种，诊断准确率超过基层医生，真正用人工智能助力全国基层医疗水平的提升。

智医助理具有真实可见的应用成效，助力基层医院分级诊疗。2019年安徽省卫计委曾聘请一批权威专家对智医助理系统进行评审，将试点区域内，机器诊断的建议与基层医生诊断的结果由专家认定是否一致。结果发现，基层医生与机器诊断的一致性从70%提升至89%，即基层医生的诊断水平出现了显著提升，背后是智医助理获得越来越多基层医生的认可。针对剩余11%未被采用的诊断建议，专家评估认为，其中8%的机器诊断是准确的，但未被基层医生采纳，仅有3%的病历机器诊断尚不准确。即智医助理对常见病的诊断准确率达到97%，远超普通基层医生的诊断水平。因此，我们认为智医助理产品非常适合当前分级诊疗趋势下，基层医院对常见病的诊断场景。

● **讯飞医疗市场空间巨大，有望为公司开启新一轮成长曲线**

**智医助理百亿市场，智慧医疗空间广阔。**智医助理当前的收费模式较为清晰，目前主要以区县一级的卫生部门统一采购为主。根据招标网的订单统计，我们认为智医助理在单个区县的项目体量在 400 万元左右。目前全国共有 2845 个县级行政区域。因此，长期来看，智医助理的市场空间达到 113.8 亿元，是一个百亿级的巨大市场。2020 年，公司智慧医疗的收入体量达到 3.13 亿元，同比增长 69.25%，未来仍有较大成长空间。

另一方面，当前我国医疗信息化产业规模接近 700 亿，医疗信息化占医院收入的比例仅为 0.5%，较美国仍有十倍差距，未来智慧医疗产业发展空间广阔，讯飞医疗也将不局限于智医助理的产品，有望在更广阔的市场中分享产业红利。

**讯飞医疗分拆上市有望开启公司新一轮成长曲线，剑指千亿营收目标。**我们认为，讯飞医疗分拆上市，有望充分借助资本市场，推动智慧医疗业务抓住市场机遇实现业务的快速增长。2021 年度投资者交流会上，讯飞董事长阐述了公司未来千亿营收的远景规划，其中医疗、数字政务、司法等业务有望占据 1/3 的收入体量。我们认为，智慧医疗业务将会成为继教育业务之后，公司下一个新的成长曲线，也将成为公司千亿营收中的重要组成部分。因此，此次分拆上市，将为讯飞医疗业务注入新的活力，助推业务快速成长。

● **投资建议**

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。当前公司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。未来，伴随医疗子公司分拆上市，有望开启公司新一轮成长曲线。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	69.87	52.68	40.26
P/B	7.18	9.29	8.42	7.50
EV/EBITDA	34.11	58.04	44.09	34.59

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
<b>流动资产</b>	<b>14,978</b>	<b>15,839</b>	<b>21,853</b>	<b>23,646</b>	<b>营业收入</b>	<b>13,025</b>	<b>17,224</b>	<b>22,445</b>	<b>28,362</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>9,858</b>	<b>11,000</b>	<b>12,028</b>	<b>13,581</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>1,437</b>	<b>1,953</b>	<b>2,591</b>	<b>3,389</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>24,836</b>	<b>26,840</b>	<b>33,881</b>	<b>37,227</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,457</b>	<b>1,953</b>	<b>2,591</b>	<b>3,389</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,392</b>	<b>11,207</b>	<b>16,683</b>	<b>17,999</b>	所得税	15	20	26	35
短期借款	828	1,408	1,591	2,106	<b>净利润</b>	<b>1,442</b>	<b>1,933</b>	<b>2,564</b>	<b>3,355</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,364</b>	<b>1,829</b>	<b>2,425</b>	<b>3,173</b>
<b>非流动负债</b>	<b>1,472</b>	<b>1,472</b>	<b>1,472</b>	<b>1,472</b>	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					
<b>负债合计</b>	<b>11,864</b>	<b>12,679</b>	<b>18,155</b>	<b>19,471</b>					
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					
<b>负债和股东权益</b>	<b>24,836</b>	<b>26,840</b>	<b>33,881</b>	<b>37,227</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,271</b>	<b>817</b>	<b>3,577</b>	<b>1,618</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(735)</b>	<b>(861)</b>	<b>(1,153)</b>	<b>(1,379)</b>
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
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(95)</b>	<b>(139)</b>	<b>(796)</b>	<b>(796)</b>
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)
<b>现金净增加额</b>	<b>1,440</b>	<b>(183)</b>	<b>1,629</b>	<b>(557)</b>

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	66.7	69.9	52.7	40.3
P/B	7.2	9.3	8.4	7.5
EV/EBITDA	34.11	58.04	44.09	34.59

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。