

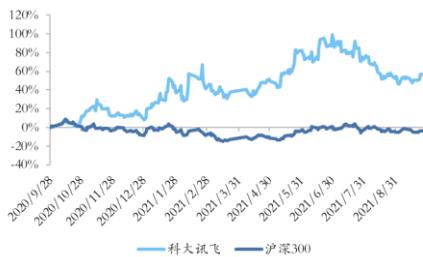
发布新一期股权激励计划，高管变动加速构建产业生态

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-09-27

收盘价（元）	53.10
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）	2079.07
流通股比例（%）	90.37
总市值（亿元）	1221.58
流通市值（亿元）	1103.99

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：zhao yang@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 9 月 26 日，公司发布《2021 年股票期权与限制性股票激励计划(草案)》，拟向 70 名核心骨干授予 168.3 万份股票期权，授予价格为 52.95 元/份，约占总股本的 0.073%。拟向段大伟、杜兰、汪明以及其他 2261 名核心骨干授予 2432.02 万份限制性股票，约占总股本的 1.057%。

● 新一期股权激励计划发布，保障核心骨干成员稳定性

2020 年 9 月公司曾发布了第二期限制性股票计划的草案，此次公司继续发布新一期的股票期权和限制性股票激励计划，我们认为有助于进一步维持核心骨干成员的稳定性。科技企业的核心竞争力在于技术的领先性，而技术领先的核心在于核心研发团队的稳定。因此，我们认为科技企业通过持续的股权激励来维持研发团队稳定性是非常有必要的。对比 2020 年的股权激励计划，我们认为此次股权激励主要有以下几个亮点：

1) **聚焦核心骨干成员，绑定员工利益：**此次股票期权和限制性股票激励计划主要聚焦于公司 2261 名核心骨干成员，而高管层面仅涉及 3 人，我们认为这体现出公司股权激励的普惠性以及对核心骨干的重视，将进一步绑定这些骨干的利益，从而实现公司业务的快速发展。

2) **业绩目标再提升，体现发展信心：**此次股权激励计划行权的业绩目标为 2021/22/23 营业收入相比 2020 年同比增长不少于 30%/60%/90%，对应 2021/22/23 年营收增速的底线目标为 30%/23%/19%，这一目标高于 2020 年股权激励计划中所提出的业务目标(当时业绩目标对应的 2021/22 营收增速为 20%/17%)。

3) **股票期权现价授予，打开市值向上空间：**不同于大部分股票期权采用现价对折或者八折的授予价格，此次公司股权期权的授予价格为 52.95 元，实现当前股价的现价授予。我们认为这从一个侧面反映出公司发展的自信，未来伴随公司业务的快速发展和公司价值的持续挖掘，市值向上空间广阔。

● 高管变动加码 AI 生态圈，产业生态加速构建

2021 年 9 月 26 日，公司发布《关于董事、副总裁辞职暨补选非独立董事的公告》，胡郁先生、陈涛先生因打造更完整人工智能产业生态的需要，向公司董事会申请辞去董事、副总裁职务，并相应辞去其在公司董事会专门委员会担任的职务及科大讯飞合并报表范围内子公司担任的职务。

1) **高管变动不影响公司正常业务开展：**2019 年 3 月起，胡郁先生担任公司消费者战略委员会主任，不再负责消费者 BG 管理；陈涛先生出任公司战略运营委员会主任，不再直接负责智慧城市 BG 管理。两年来消费者 BG、智慧城市 BG 业务保持健康发展，人才储备充足，业务布局日趋合理，胡郁先生、陈涛先生辞去公司职务将不会对公司业务发展产生不利影响。

2) **两位高管先后履新讯飞生态圈企业重要岗位，持续加码产业生态构建。**

我们根据合肥高新区管委会的官方微博公众号披露的信息，了解到两位高管的去向如下：

陈涛总履新安徽言知科技副董事长。言知科技由科大讯飞管理团队控股、安徽省和合肥市政府基金共同参与，重点孵化培育人工智能方向的创业项目公司，助力打造安徽省人工智能产业生态集群。

胡郁总履新聆思科技董事长。聆思科技是讯飞“云端芯”战略中芯片环节的重要合作伙伴，专注于研发人工智能芯片及解决方案，持续致力于打造AI+IoT领域的人工智能端侧SoC芯片。目前聆思科技围绕语音交互、计算机视觉、通话降噪三大核心AI能力，面向家电、教育、办公、车载等领域已经提供了多套一体化AI解决方案，形成了广泛的落地合作。

我们认为，公司两位高管先后履新讯飞生态圈公司的重要职位，体现出讯飞在做大自身业务的同时，也有望助力安徽构建强大的人工智能产业生态，而生态公司的发展壮大，也将反哺讯飞的业务开展，从而实现良性循环。

● “双减政策”叠加教育新基建，教育业务有望在政策强催化下高成长

“双减”政策打击校外培训，AI助力提升课堂教学能力。5月21日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十九次会议，审议通过了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》。会议强调，要全面规范管理校外培训机构，坚持从严治理。我们认为，解决“双减”问题的关键在于提升课堂教学能力。“双减”工作的核心在于“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。在此过程中，讯飞的“教、学、管、考、评”全面教育智能化解决方案有望通过AI技术持续为课堂教学赋能，并且取得了良好的应用成效。

六部委发布教育新基建指导意见，讯飞产品高度契合。7月21日，教育部联合中央网信办、国家发改委、工信部、财政部、中国人民银行发布《教育部等六部门关于推进教育新型基础设施建设构建高质量教育支撑体系的指导意见》，聚焦信息网络、平台体系、数字资源、智慧校园、创新应用、可信安全等方面。重点包括：在政府端构建新型数据中心，支持建设区域教育云平台；在学校端建设智慧校园新型基础设施，普及个人学习终端；在学生端鼓励基于大数据的资源推动和学习辅导，促进个性化发展；在资金端将教育新基建纳入地方十四五规划，统筹协调经费大力支持。我们认为，讯飞的产品高度契合政策指引，包括区域教育云平台、智慧课堂和教师学生终端、个性化学习手册、学习机等产品均有望显著受益。

● 投资建议

公司股权激励计划提升业绩增长目标，保障核心团队稳定性。当前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。

主要财务指标	单位: 百万元			
	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	64.10	48.33	36.94
P/B	7.18	8.52	7.72	6.88
EV/EBITDA	34.11	53.30	40.46	31.79

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				
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					主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,271	817	3,577	1,618	成长能力				
净利润	1,442	1,933	2,564	3,355	营业收入	29.23%	32.24%	30.31%	26.36%
折旧摊销	1,048	300	339	380	营业利润	45.46%	35.91%	32.63%	30.84%
财务费用	16	(26)	(20)	(13)	归属于母公司净利润	66.48%	34.09%	32.63%	30.84%
投资损失	(32)	(167)	(81)	(97)					
营运资金变动	528	(1,223)	775	(2,007)	获利能力				
其他经营现金流	(732)	0	0	0	毛利率(%)	45.12%	46.86%	48.32%	49.24%
投资活动现金流	(735)	(861)	(1,153)	(1,379)	净利率(%)	10.47%	10.62%	10.81%	11.19%
资本支出	(897)	(1,028)	(1,233)	(1,476)	ROE(%)	11.32%	13.84%	16.77%	19.71%
长期投资	(113)	167	81	97	ROIC(%)	8.02%	12.92%	15.97%	18.48%
其他投资现金流	275	0	0	0	偿债能力				
筹资活动现金流	(95)	(139)	(796)	(796)	资产负债率(%)	47.77%	47.24%	53.59%	52.30%
短期借款	65	580	183	516	净负债比率(%)	-34.23%	-25.97%	-32.58%	-22.81%
长期借款	(315)	0	0	0	流动比率	1.44	1.41	1.31	1.31
普通股增加	0	0	0	0	速动比率	1.21	1.30	1.11	1.18
资本公积增加	0	0	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	155	(719)	(978)	(1,311)	总资产周转率	0.58	0.67	0.74	0.80
现金净增加额	1,440	(183)	1,629	(557)	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	64.1	48.3	36.9
					P/B	7.2	8.5	7.7	6.9
					EV/EBITDA	34.11	53.30	40.46	31.79

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。