

2021年10月8日

投影仪新品强化 2C 逻辑，强推 AI 龙头

科大讯飞 (002230)

事件概述

9月27日，讯飞消费者业务在北京召开发布会，宣布推出讯飞 AI 投影仪 AP10、讯飞 AI 无线投影仪 AP10W、讯飞 AI 麦克风投影器 MC10 三款全新办公产品。其中，AP10 和 AP10W 是科大讯飞针对智慧办公打造的投影产品，价格分别为 15999 和 5999 元。

分析判断：

► 新产品：2C 标品扩张逻辑通顺，重磅新品 AI 投影发布

讯飞 AI 投影仪全新上市。讯飞 AI 投影仪 AP10 和讯飞 AI 无线投影仪 AP10W 是科大讯飞针对智慧办公打造的投影产品，凭借针对办公场景的定制化功能设计，有望打开办公投影市场。

相比竞品，讯飞投影仪主要优势在于**内嵌讯飞的语音能力以及针对办公会议打造的基础功能**。投影仪可实现多人会议的语音快速转写、同步双语字幕，以及图文会议纪要输出、会议文件云端储存、会议记录协同编辑一键分享等。同时，在投影仪基础能力的打造上，具备无线投影、10 米收放音、全自动对焦梯形矫正等能力。

语音赋能，2C 场景正成为公司重要的增长极。在众多 2B 垂直场景以外，公司 2C 办公场景（消费者业务）在快速崛起，已经初步形成“3+N”的产品矩阵和覆盖全国的营销体系。随着讯飞 AI 投影仪的推出，讯飞 2C 产品矩阵进一步丰富：以办公应用为基础，包含翻译机、录音笔、转写机、TWS 耳机、讯飞投影仪等。根据 2021H1 中报，2C 硬件标品占营收比例已达 13%。此外，2021 年 618 公司消费者业务表现亮眼，2C 消费者硬件终端销售额同比增长 108%，且办公类、学习机等产品获得多项单项销售冠军。

► 新场景：从办公到家居？2C 新场景正在突围

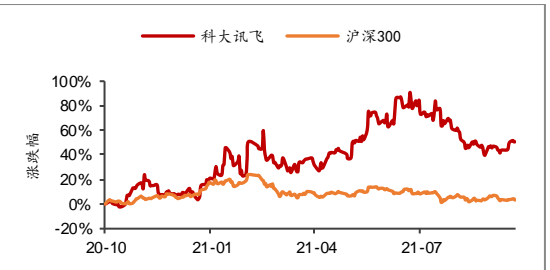
科大讯飞目前的产品布局和细分销售冠军主要在办公场景，有明显卡位优势。而**消费级智能语音全场景，市场空间极其广阔**。此次发布的新品投影仪 2C 硬件标品打造上的新突破，讯飞从办公投影入手，凭借差异化办公软件配置，迈入办公投影市场。投影仪产品本身在家居市场也具有良好的市场前景，未来，随着硬件能力的不断提升，讯飞有望切入生活投影赛道。立足消费级智能语音应用场景，公司消费者业务有望覆盖智慧生活、智能家居、智慧办公、智能驾驶等场景，通过赋能终端构建 AIoT 生态，空间同样广阔。

► 老逻辑：千亿目标，双轮驱动，重申 2B+2C 逻辑

论战略：公司战略再聚焦，教育 & 消费者将成为未来五年的核心场景。根据讯飞的十四五战略规划，公司将在未来五年进一步进行场景聚焦，千亿营收目标的背后，智慧教育和消费者

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	52.90
股票代码：	002230
52 周最高价/最低价：	68.50/34.48
总市值(亿)	1,216.98
自由流通市值(亿)	879.12
自由流通股数(百万)	1,661.84



分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

(办公) 将是核心业务。

论教育：讯飞深耕校内教育多年，拥有成熟 2B+2C 产品线，稳居 No.1 且壁垒坚实。当前疫情催化智能化教育浪潮，叠加区域化采购+校外教培监管利好因素，2B 因材施教+2C 学习机+2C 个性化学习册三驾马车持续驱动增长。

论消费者：2019 年至今 2C 消费者产品进入高速迭代期，产品品类快速扩张，产品迭代频次明显增加。

论催化：基本面的向好趋势毋庸置疑，但 2021 年以来讯飞的股价走强也离不开政策的强催化。事实上，开年至今公司的股价驱动因素就是一外一内，校外教培监管利好 + 智慧教育 2B2C 逻辑兑现。

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%；对应 EPS 分别为 0.83/1.16/1.59 元。当前公司在 2021 年 9 月 30 日收盘价 52.9 元对应 PS 为 8.1 倍 (PE 为 63.8 倍)，予以 12 倍 PS (对标 2017-2018 年高速增长期) 目标估值，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	2,660	3,655
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)	0.36	0.59	0.83	1.16	1.59
ROE	7.2%	10.8%	13.0%	15.4%	17.4%
市盈率	149.12	89.57	63.98	45.92	33.42

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 新产品：2C 标品扩张逻辑通顺，重磅新品 AI 投影发布.....	4
1.1. 讯飞 AI 投影仪全新上市.....	4
1.2. 语音赋能，2C 场景正成为公司重要的增长极.....	5
2. 新场景：从办公到家居？2C 新场景正在突围.....	8
3. 老逻辑：千亿目标，双轮驱动，重申 2B+2C 逻辑.....	12
4. 投资建议.....	13
5. 风险提示.....	13

图表目录

图表 1 讯飞 AI 投影仪.....	4
图表 2 讯飞两款投影仪对比.....	4
图表 3 讯飞 AI 投影仪优势分析.....	4
图表 4 讯飞 2B/2C 框架下的业务结构.....	5
图表 5 讯飞产品迭代路线.....	6
图表 6 科大讯飞全国营销渠道架构一览.....	7
图表 7 618 战报.....	7
图表 8 智能语音领域细分赛道市场空间.....	8
图表 9 翻译机价格分布.....	9
图表 10 翻译机市场规模变化情况（亿元）.....	9
图表 11 国内主要翻译机罗列.....	9
图表 12 分月度中国智能投影线上销量.....	10
图表 13 中国智能投影市场分月品牌集中度.....	10
图表 14 中国投影设备出货量变化.....	10
图表 15 2020 中国投影市场厂商份额.....	10
图表 16 消费级和商用级投影市场出货量变化.....	11
图表 17 智能家居市场规模（亿元）.....	11
图表 18 2020 智能家电平均渗透率超过 60%.....	11

1. 新产品：2C 标品扩张逻辑通顺，重磅新品 AI 投影发布

1.1. 讯飞 AI 投影仪全新上市

9月27日，讯飞消费者业务在北京召开发布会，推出讯飞 AI 投影仪 AP10、讯飞 AI 无线投影仪 AP10W、讯飞 AI 麦克风投屏器 MC10 三款全新办公产品。其中，讯飞 AI 投影仪 AP10 和讯飞 AI 无线投影仪 AP10W 是科大讯飞针对智慧办公打造的投影产品，凭借针对办公场景的定制化功能设计，有望打开办公投影市场。AP10 是面向固定会议室应用，AP10W 则面向移动办公。目前，AP10 各大电商平台均有售卖，AP10W 将在 10 月 20 日开启预售，AP10W 和 AP10 价格为 5999 和 15999 元。

相比竞品，讯飞投影仪主要优势在于内嵌讯飞的语音能力以及针对办公会议打造的基础功能。投影仪可实现多人会议的语音快速转写、同步双语字幕，以及图文会议纪要输出、会议文件云端储存、会议记录协同编辑一键分享等。同时，在投影仪基础能力的打造上，具备无线投影、10 米收放音、全自动对焦梯形矫正等能力。

图表 1 讯飞 AI 投影仪



资料来源：科大讯飞、华西证券研究所

图表 2 讯飞两款投影仪对比

体积	AP10 体积更小
便携性	AP10W 具有移动性能
亮度	AP10 亮度更高
性能	AP10 对焦速度更强

资料来源：投影网、华西证券研究所

图表 3 讯飞 AI 投影仪优势分析

投影仪 基础功能	AP10W采用滑盖设计，即开即用，内置2000mAh大容量电池和6英寸多点触控屏幕，便于携带和移动使用
	全自动梯形校正和全自动画面对焦
	高性能全向麦克风阵列，支持10m拾音
结合科大讯飞智能语音能力的会议纪要功能	智能降噪算法+智能语音识别技术，支持会议过程中录音和分角色转录 中文转写识别率高达98%，支持8种外语和12种方言转写 转写内容支持智能编辑，具备有效过滤语气词、字词修正、智能分段等功能 支持离线转写，在网络较差的环境下也可使用且可保护用户隐私
	OCR文字识别，输出图文并茂的会议纪要
	云安全储存方案确保会议记录安全
	支持同声传译
视频会议	兼容讯飞听见和第三方会议软件

资料来源：科大讯飞、华西证券研究所

1.2. 语音赋能，2C 场景正成为公司重要的增长极

1、讯飞 2C 标品布局与发展情况

在众多 2B 垂直场景以外，公司 2C 办公场景（消费者业务）在快速崛起。随着讯飞 AI 投影仪的推出，讯飞 2C 产品矩阵进一步丰富：以办公应用为基础，包含翻译机、录音笔、转写机、TWS 耳机、讯飞投影仪等。

图表 4 讯飞 2B/2C 框架下的业务结构



资料来源：公司官网、公司财报、华西证券研究所

展开来讲，公司以职场白领为主要受众，推出智能语音相关的爆款软硬件产品。目前已经初步形成了“3+N”的产品矩阵。

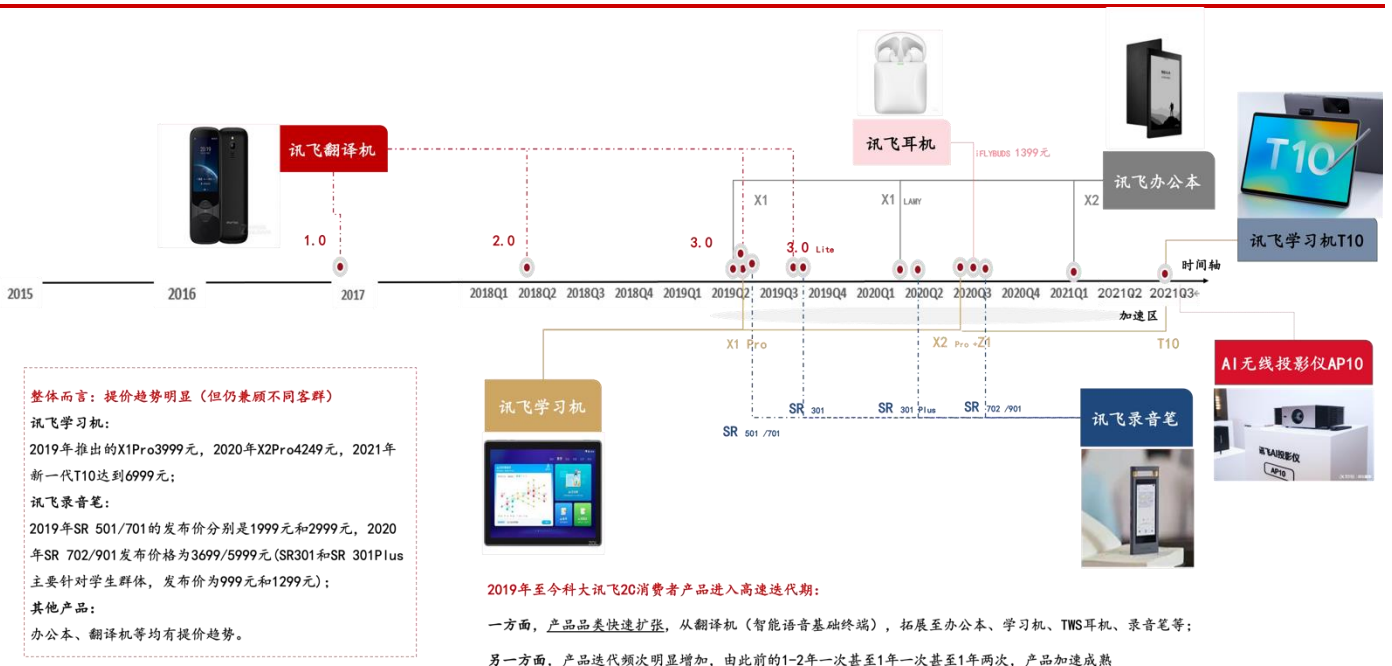
公司的拳头产品主要有三：

- **讯飞翻译机**：公司凭借在机器翻译上的技术领先优势，于 2016 年正式率先推出了讯飞晓译 A.I 翻译机，可实现在线情况下实时中英口语互译，准确率极高；
- **讯飞录音笔**：公司在 2019 年发布的智能办公产品，可以实现录音实时转文字，1 小时录音 5 分钟出稿。收音距离可达 15 米，实现 360 度环绕收声；
- **讯飞输入法**：面向手机等移动互联网领域，公司推出了集语音、手写、拼音、笔画、双拼等多种输入方式于一体讯飞输入法，支持 23 种方言语音输入，通用语音识别率高达 98%。

除拳头产品外，公司结合自身 AI 能力，围绕办公、学习场景，拓展了智能办公本、AI 投影仪、智能学习机、扫描词典笔、智能语音鼠标等等一系列产品：

- 其中，**智能学习机是讯飞智能教育业务（2B&2C）的重要抓手**。智能学习机的主要卖点在于因材施教，在海量题目、超多教材覆盖的基础上，针对学生学习的具体情况，可生成学生专属的个性化学习地图，有针对性地对学生学习做指引。目前学习机已经触达全国 31 个行政区、38,000+所学校，服务 1 亿+师生。公司预计 2021 年学习机可实现 100W 台的销售目标，其中，通过解决方案的达 70~80W 台。在 7 月 15 日公司发布新品 T10 之后，学习机较去年同期销量增加 155%，T10 激活率超过 60%。
- **AI 投影仪是讯飞发布的最新产品**。目前 AP10 售价 1.59 万，远高于竞品，预计价格降低后将逐步放量。

图 5 讯飞产品迭代路线



资料来源：公开资料、华西证券研究所

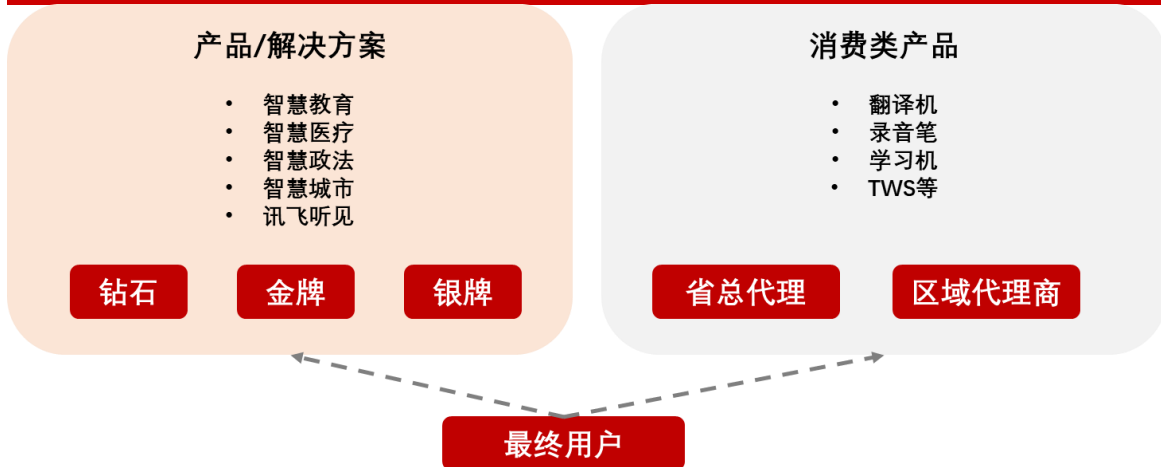
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

参考讯飞翻译机的发展历程，众多 2C 产品经过 1-2 年的市场打磨以及用户的使用反馈（基于收据收集），在产品功能、用户需求及使用习惯上将进一步优化，在 2021 年有望迅速推广，实现营收的加速爆发。

2、讯飞已建立覆盖全国的 2C 供应链体系

消费者业务基于标准化产品逻辑，公司持续打磨供应链，已建立起覆盖全国的营销渠道。自 2016 年消费者事业群成立以来，公司建立了覆盖全国的营销渠道和服务网络，设有营销大区 23 个，销售体系和服务生态已基本成型。此外，公司还与三大运营商、金融机构、手机（如华为）、家电、汽车等行业领先企业实现了广泛战略合作。

图表 6 科大讯飞全国营销渠道架构一览



资料来源：公开资料、华西证券研究所

3、从 618 战报看公司 2C 硬件的具体表现

2021 年 618 战报亮眼，公司 2C 消费者硬件终端销售额同比增长 108%。

图表 7 618 战报



资料来源：公司公告、华西证券研究所

1) AI 办公：2C 办公场景趋于成熟，办公产品全面霸榜。

AI 办公硬件是讯飞的 2C 消费者的主力产品，其中讯飞智能录音笔荣获京东、天猫双平台录音笔品类销售额连续三年冠军，智能办公本、翻译机、鼠标等也斩获多项销售冠军成绩。

2) AI 学习：学习机单品异军突起，AI 学习同比大增 706%。

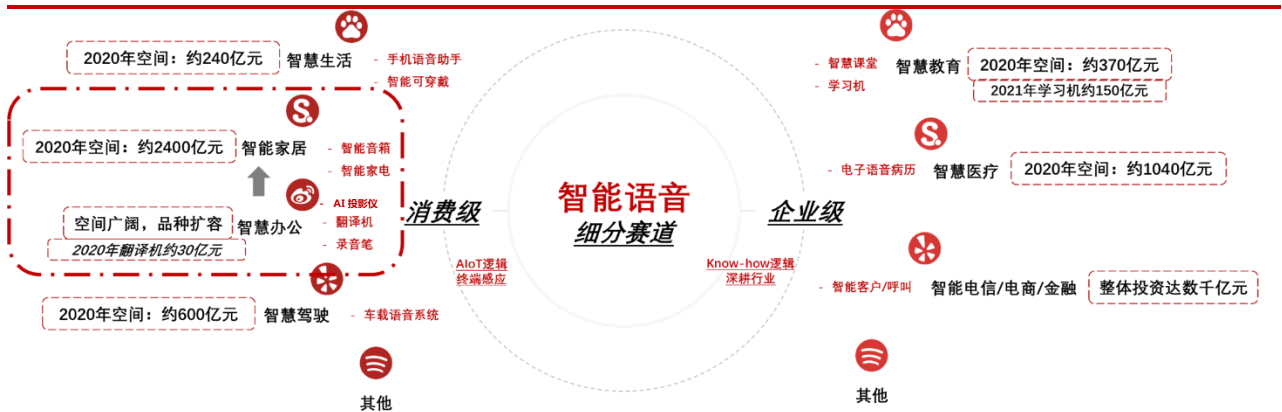
智能学习机 X2 Pro: AI 学习产品同比增长 706%，判断讯飞智能学习机 X2 Pro 贡献了主要增量。2020 年推出的 X2 Pro 是公司学习机产品的最新版，涵盖了小学/初中/高中年全阶段，搭载新个性化精准学习系统，帮助学生更好地消化校内教考知识点，契合教培监管大趋势。

从 618 战报来看，科大讯飞在消费者业务的产品力正在持续提升，2C 消费者逻辑有望成为教育以外的第二增长极。

2.新场景：从办公到家居？2C 新场景正在突围

1、从智慧办公到智能家居？有望渐次打开市场

图表 8 智能语音领域细分赛道市场空间



资料来源：艾瑞咨询、华西证券研究所

消费级智能语音全场景，市场空间极其广阔：公司的消费者业务立足消费级智能语音应用场景，有望覆盖智慧生活、智能家居、智慧办公、智能驾驶等场景，通过赋能终端构建 AIoT 生态，空间同样广阔。当前公司已经在智慧办公场景形成明显卡位优势。

科大讯飞目前的产品布局和细分销售冠军主要在办公场景，此次发布的新品投影仪 2C 硬件标品打造上的新突破，讯飞从办公投影入手，凭借差异化办公软件配置，迈入办公投影市场。但投影仪产品本身在家居市场也具有良好的市场前景，未来，随着硬件能力的不断提升，讯飞有望切入生活投影赛道，打开家居消费新市场。

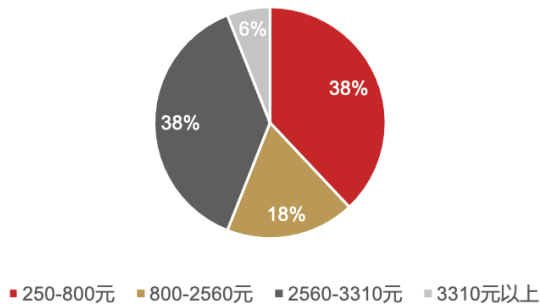
2、办公到家居的产品逻辑

1) 典型办公产品：翻译机

➢ 语音/语义人工智能技术的集中体现，标准化 2C 智慧办公产品

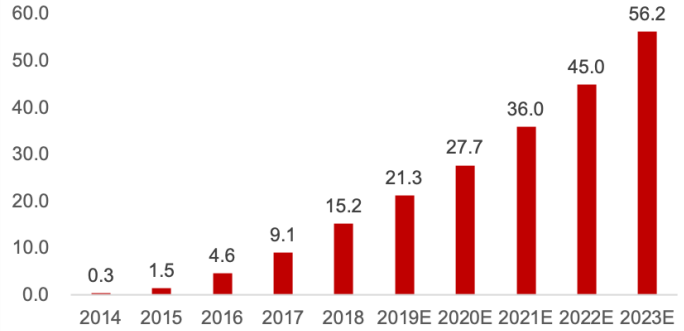
根据华经情报网数据，我国翻译机价格主要分布在 250-800 元和 2560-3310 元两个区间，其占比均为 38%。出境旅游、教育刚需和经济全球化等因素持续驱动产业规模增长，自动语音识别、机器翻译、语音合成、图像识别等 AI 技术大幅提升翻译机性能加速产业发展。2020 年我国翻译机市场规模将有望达到 27.7 亿元，并在 2030 年进一步扩张至 56.2 亿元。

图表 9 翻译机价格分布



资料来源：中商产业研究院、华西证券研究所

图表 10 翻译机市场规模变化情况（亿元）



资料来源：中商产业研究院、华西证券研究所

➤ 格局为一超多强，科大讯飞强势领跑

据中商产业研究院统计，我国消费级翻译机市场参与者包含科大讯飞、百度、网易、搜狗等科技巨头，以及分音塔科技、双猴科技、香蕉科技等创业企业。当前来看，得益于强大的产品功能和用户体验，公司翻译机在消费级翻译机市场份额居于领先地位。2018 年讯飞翻译机销量就已经达到 30 万台，占据品类销售额 70%，品类份额第一。

图表 11 国内主要翻译机罗列

公司	产品	上市时间	售价 (元)
科大讯飞	晓译翻译机	2016.7	2799
	讯飞翻译机2.0	2018.4	2999
	讯飞翻译机3.0	2019.5	3499
网易有道	有道翻译蛋	2017.1	638
	有道翻译王2.0	2018.9	1688
百度	百度途鸽翻译机	2017.12	2399
搜狗	搜狗旅行翻译宝	2018.3	1498
小米	魔芋AI翻译机	2018.5	249

资料来源：公开资料、华西证券研究所

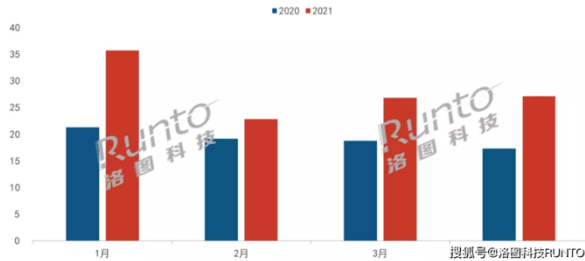
2) 办公/家居中间态产品：投影仪

投影仪已有数百年的发展历史，近年来随着光机设计技术的迭代，内置矫正、画质优化算法的不断升级和人们生活品质提升带来的大屏需求，投影仪价格下降，不再专属公共场所，渐渐走入寻常百姓家。

➤ 2021 年 4 月线上销售额增速达 50%，新品是提拉市场规模和改变市场竞争格局的重要因素

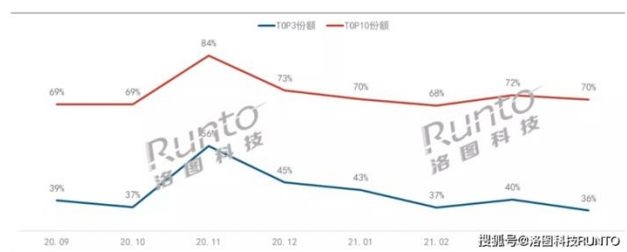
根据洛图科技的数据，2021年4月中国智能投影市场线上销量为27.1万台，同比增长57%，环比增长1.2%；销售额为6.0亿元，同比增长48%，环比增长6.9%；环比增加的驱动力在于新品牌入局和主流厂商发布新品。

图表 12 分月度中国智能投影线上销量



资料来源：洛图科技（RUNTO）线上数据、华西证券研究所

图表 13 中国智能投影市场分月品牌集中度



资料来源：洛图科技（RUNTO）线上数据、华西证券研究所

➤ 2015~2018年出货量复合增速达25.7%，CR3约36.2%

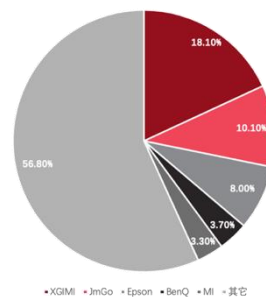
根据IDC的数据，2020年，中国投影设备市场前五大生产商分别是极米、坚果、爱普生、明基以及小米，其中排名第一的极米出货量为75.7万台，占总出货量的18.1%。根据IDC的数据，2015年至2018年中国投影设备出货量年均复合增速高达25.70%，行业空间逐渐打开。2019年度投影设备出货量达462万台，创近年新高。2020年，受全球新冠肺炎疫情影响，我国投影设备出货量小幅下降至417万台。

图表 14 中国投影设备出货量变化



资料来源：前瞻产业研究院、华西证券研究所

图表 15 2020 中国投影市场厂商份额

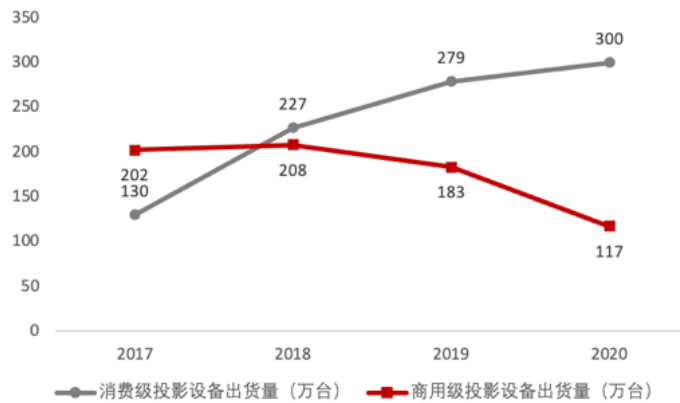


资料来源：前瞻产业研究院、华西证券研究所

➤ 消费场景出货量增幅喜人，办公场景疲软，讯飞新品或能激活商用市场

2016年以来受消费级场景渗透、全新光源应用及线上渠道放量等因素驱动，行业进入迅速发展阶段。商用市场则增长乏力，2017年至2020年，中国商用市场投影设备出货量分别为202万台、208万台、183万台和117万台，占各期投影设备总出货量的比例分别为60.8%、47.8%、39.6%和28.3%，呈逐渐下降趋势。

图表 16 消费级和商用级投影市场出货量变化



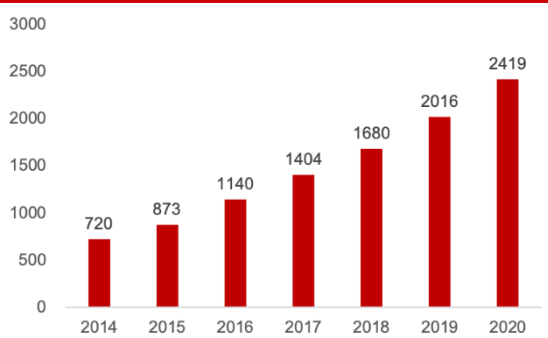
资料来源：前瞻产业研究院、华西证券研究所

目前，讯飞的 AI 投影仪主要目标市场是办公场景（商用），其为办公打造的定制化功能有望激活办公市场。与此同时，随着投影仪在家居场景的需求越来越旺盛，若其 AI 投影随办公市场迭代良好，后续可开拓家居投影市场。

3) 智能家居

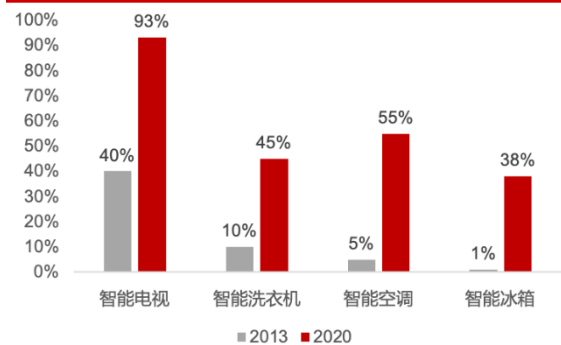
智能家居的最终形态是实现全屋产品的智能化，为 AIoT 的关键场景，而智能语音是智能家居不可缺少的部分，在灯光、空调、电视、窗帘、门窗、背景音乐、安防、监控控制以及可编程定时控制等方面均有应用。

图表 17 智能家居市场规模 (亿元)



资料来源：易观网、华西证券研究所

图表 18 2020 智能家电平均渗透率超过 60%



资料来源：易观网、华西证券研究所

智能家居市场当前正处于快速发展期，智能语音为智能家居不可或缺的部分。

随着智能家居越来越受到关注，且市场规模日益扩大，其产品呈井喷式发展。据易观网预测 2020 年中国智能家居市场规模将突破 2400 亿，2020 年全球智能家居市场平均渗透率将超过 60%。判断未来三年将是智能家居行业快速发展的时期，行业并购及市场规模增长将诞生一批年销售额超过百亿的企业。智能音箱和智能家电是两个关键落地产品，公司均在积极布局。

3.老逻辑：千亿目标，双轮驱动，重申 2B+2C 逻辑

1、论战略：公司战略再聚焦，教育 & 消费者将成为未来五年的核心场景。科大讯飞作为国内人工智能龙头企业，依托智能语音的核心技术，已经在教育、医疗、办公、车载、智慧城市等多个场景形成卡位。而根据讯飞的十四五战略规划，公司将在未来五年进一步进行场景聚焦，**千亿营收目标的背后，智慧教育和消费者（办公）将是核心业务。**

与战略同步，2021年9月26日，讯飞公告称拟推出新一轮股票期权激励计划，明确考核目标：1) 2021年收入增速保底30%；2) 2021-2023年收入CAGR接近25%，彰显公司经营信心。另一方面，激励涉及核心管理、技术团队70人，绑定核心团队利于冲击业务爆发期。

2、论教育：讯飞深耕校内教育多年，拥有成熟 2B+2C 产品线，稳居 No.1 且壁垒坚实。当前疫情催化智能化教育浪潮，叠加区域化采购+校外教培监管利好因素，2B 因材施教+2C 学习机+2C 个性化学习册三驾马车持续驱动增长。我们独家提出讯飞-教育的四维度分割法进行剖析，主要结论如下：

【结构 & 模式】依托青岛/昆明/郑州大单，测算智慧教育大型项目中：软件方面占比55%，其中2B软件贡献31%、2C个性化学习册贡献24%；硬件方面，2B硬件占比16%、2C学习机占比29%。纯软超预期，其中2B部分有望在合同完成后持续带来运维收入（每年10%以上），存量+增量业务模式明确。

【2B 空间】校内2B智慧教育空间超3200亿元/年（基于各级教委/学校的经费预算），格局明确，行业空间即是讯飞空间。考虑到2020年讯飞教育业务整体收入仅为40多个亿元，其中2B软硬件贡献20-30亿元，渗透空间极其广阔。当前区域化采购模式正在极大推动公司跑马圈地速度，年内大单落地有望超预期，验证教育规模化复制逻辑。

【2C 空间】未来五年全国初中生+高中生合计落于7500-8000W区间，若以60%覆盖率和30%付费率进行匡算，讯飞2C产品目标学生群体接近1500W。立足于校内学习体系，硬件学习机+软件个性化学习册与校外教培产品形成错位，远期空间分别为497亿元（整体）和298亿元/年。未来五年CAGR超50%，带来更强业绩弹性。

2021H1，智慧教育业务（IT产品/服务口径）实现营收17.3亿元，同比增速分别为31.5%。智慧教育并未低于预期，将是Q4胜负手。从收入结构来看，智慧教育项目（尤其是区域化采购项目）结算周期较长，收入确认集中于下半年、导致H1收入增速波动。而这种收入确认的滞后性也间接导致H1业务毛利率下滑6.7pct至54.6%（集中采购对于毛利率也有一定压制）。我们认为，过去两年是公司智慧教育的高速扩张期，2021H1这一趋势仍在加速（月度订单可以佐证），更多大额项目的导入致使收入结构进一步趋于集中：一个可比数据是2019H1、2020H1，教育业务（全口径）占比分别为41.6%和33.4%，下降趋势明显。2021H1来看，公司一方面推动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。**判断2021全年智慧教育增长乐观，H1占比大概率在30%以下，教育在Q4高速扩张主逻辑依旧坚挺。**

3、论消费者：2019年至今2C消费者产品进入高速迭代期，一方面，产品品类快速扩张，从翻译机（智能语音基础终端），拓展至办公本、学习机、TWS耳机、录音笔等；另一方面，产品迭代频次明显增加，由此前的1-2年一次甚至1年一次甚至1年两次，产品化加速推进，业务长期逻辑清晰。

在讯飞业务口径中，开放平台和消费者硬件产品归属一大类。其中消费者智能硬件H1增速高达40.7%，考虑到这一口径已不含公司王牌产品学习机（归属智慧教育

口径)，判断业务增速大超预期。此前，公司 2C 硬件产品在线上“618 大促”中整体销售额大增 108%，同样可以佐证放量趋势。此前市场对于公司硬件产品保有极高期待之余，也对其品控能力/品牌效应存有分歧，但本次 2C 硬件产品增速超预期充分说明公司产品化能力及规模化推广能力的同步提升，判断录音笔等拳头产品正在放量，办公类产品矩阵趋于成熟，2C 新增长曲线可期。

此外，在增幅上更超预期的则是开放平台业务，H1 同比高增 131.7%。我们认为，公司平台业务赚取的是开发者&广告商精准匹配后的广告分成，考虑公司的平台议价地位较高（H1 获中国广告长城奖 AI 营销类金奖），确认节奏可主动把握，同样对其增长保持乐观。

4、论催化：基本面的向好趋势毋庸置疑，但 2021 年以来讯飞的股价走强也离不开政策的强催化。事实上，开年至今公司的股价驱动因素就是一外一内，校外教培监管利好 + 智慧教育 2B2C 逻辑兑现。**近期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。

P.S. 此外，根据官方披露，按照《国家产教融合建设试点实施方案》工作要求，国家发展改革委、教育部会同工业和信息化部、财政部等部门，对地方推荐、企业自荐的申请企业进行了部门评议、专家评议，形成了国家产教融合型企业名单。**科大讯飞作为安徽省唯一企业入选，标志着科大讯飞在产教融合深化改革中所发挥的引领示范作用，获得国家高度认可。**

4. 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%；对应 EPS 分别为 0.83/1.16/1.59 元。当前公司在 2021 年 9 月 30 日收盘价 52.9 元对应 PS 为 8.1 倍（PE 为 63.8 倍），予以 12 倍 PS（对标 2017-2018 年高速增长期）目标估值，维持“买入”评级。

5. 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。

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	3,948
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	2,825	2,580
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	-210	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	76	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	3,046	4,212	筹资活动现金流	-95	-520	78	82
营业外收支	20	1	1	1	现金净流量	1,437	2,754	2,874	2,723
利润总额	1,457	2,207	3,047	4,213	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	3,948	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	2,660	3,655	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	0.59	0.83	1.16	1.59	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	8,104	10,978	13,701	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%	13.0%	15.4%	17.4%
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	1.64
流动资产合计	14,978	20,790	27,971	37,188	速动比率	1.15	1.37	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%	49.1%	51.5%	52.7%
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	29,726	37,067	46,419	每股指标 (元)				
短期借款	643	0	0	0	每股收益	0.59	0.83	1.16	1.59
应付账款及票据	5,234	7,070	9,572	12,550	每股净资产	5.51	6.37	7.53	9.11
其他流动负债	4,515	5,981	7,866	10,193	每股经营现金流	0.99	0.95	1.23	1.12
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	89.57	63.98	45.92	33.42
非流动负债合计	1,472	1,552	1,642	1,742	PB	7.42	8.34	7.06	5.83
负债合计	11,864	14,603	19,080	24,485					
股本	2,225	2,301	2,301	2,301					
少数股东权益	304	470	674	966					
股东权益合计	12,972	15,123	17,987	21,934					
负债和股东权益合计	24,836	29,726	37,067	46,419					

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。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，3年证券研究经验，主要覆盖金融科技、人工智能、网络安全研究方向。

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。