

# 商汤上市凸显估值优势，AI 虚拟人平台打开新空间

2022 年 01 月 07 日

**分析师：吕伟**

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei\_yj@mszq.com

➤ **政策加码利好教育智能化，智慧教育龙头持续获益。** 2021 年 5 月，中央全面深化改革委员会第十九次会议强调“要减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担”，为智慧教育业务规模化落地提供良好的政策环境。2021 年 7 月，教育部等六部门联合发布《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》，提出“到 2025 年，基本形成结构优化、集约高效、安全可靠的教育新型基础设施体系”，增强对智慧教育迭代升级、更新完善的需求。政策的大力推动带来订单的持续不断，2021 年 12 月 30 日至 2022 年 1 月 5 日内接连落地四项超千万级订单，其中包括宣城市 3.5 亿元+的智慧学校整体改建。充分体现科大讯飞作为智慧教育龙头，在校外培训监管加强、凸显校内教育的宏观背景下，通过其数据积累优势和先进解决方案形成差异化竞争力，持续受益于教育智能化浪潮。

➤ **千人千面，元宇宙中的“永生虚拟人”。** 虚拟主播可以根据品牌调性量身打造，有望成为企业品牌价值长期沉淀的数字资产。虚拟人的 7x24 小时不间断与消费者互动，在增加转化机会和数字人力资产积累的同时，也依赖自身强大算力为消费者的多样化需求提供个性化服务，真正做到千人千面。2021 年 10 月 20 日国家广电总局网站发布《广播电视和网络视听“十四五”科技发展规划》中提出，“加快推进制播体系技术升级，推动虚拟主播、动画手语广泛应用于新闻播报、天气预报、综艺科教等节目生产”，虚拟主播将逐步替换现有主播格局。科大讯飞于 2021 年 10 月 24 日的开发者大会针对《规划》迅速提出，目前公司的 3D 数据人微表情已经取得了阶段性进展，虚拟人人数量已增加至 54 位。公司于业界率先发起虚拟人交互平台，用情感贯穿从文本语义到语气，到面部表情等的后台逻辑，在虚拟世界中打造一个真实的助手，并有望成为广电总局首批拥有资质和牌照的虚拟人合作伙伴。随着公司在 AI、AR、VR、5G 等技术的完善布局，结合政策推动和市场需求，已然形成“技术+市场”的双重驱动。

➤ **商汤上市凸显估值优势。** 不同于近日上市成功的商汤科技专注于计算机视觉细分领域的模式，科大讯飞已实现 AI 产业链全覆盖，在智能语音、计算机视觉、认知智能等 AI 核心技术领域均保持国际领先，尤其语音技术实力深厚，以讯飞为核心的中文语音产业链已初具规模。同时，作为商汤科技最早的投资方之一，科大讯飞与商汤科技的深度学习领域技术深度绑定，已形成完善的算法链。对比两者市值可以看出，目前科大讯飞市值为 1244 亿元，20 年营收为 130.25 亿元，PS 为 9.55X；商汤科技市值为 2320 亿元，20 年营收为 34.51 亿元，PS 为 67.23X。科大讯飞作为国内人工智能龙头企业，多项核心技术可支撑场景拓展，估值优势凸显。

**推荐****维持评级****当前价格：****51.09 元****相关研究**

1. 科大讯飞(002230):科大讯飞智能汽车业务的预期差
2. 科大讯飞(002230):收入与利润高速增长，AI 业务多点开花
3. 科大讯飞 (002230.SZ) 2020 年报及 2021 一季报点评：利润与现金流创历史新高，规模化红利初显
4. 【民生计算机】科大讯飞 (002230) 第二期股票激励计划点评：激励计划设定高增长目标，彰显十足信心
5. 科大讯飞(002230):二季度经营快速恢复，教育&医疗表现亮眼

➤ **投资建议：**公司作为国内人工智能龙头企业，实现 AI 产业产业链全覆盖，而智慧教育率先受益于人工智能 2.0，持续获取大额订单。同时通过对自身核心技术的场景应用，于业界率先发起虚拟人交互平台，对比近日上市的商汤科技，公司估值优势凸显。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.89 元、1.17 元、1.34 元，当前市值对应 22/23 年 PE 分别为 44/38 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新业务推进不及预期风险；用户增长不及预期风险。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,025	16,932	22,689	29,949
增长率（%）	29.2	30.0	34.0	32.0
归属母公司股东净利润（百万元）	1,364	2,079	2,711	3,109
增长率（%）	66.5	52.4	30.4	14.7
每股收益（元）	0.64	0.89	1.17	1.34
PE	80	57	44	38
PB	7.2	7.9	6.7	5.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 6 日收盘价）

### 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	7,148	9,150	11,803	14,400
营业总收入	79	109	145	215
营业成本	2,084	2,709	3,857	5,690
营业税金及附加	857	1,185	1,557	2,908
销售费用	2,211	2,855	3,996	5,541
管理费用	1,368	924	1,331	1,196
研发费用	16	-35	-41	-51
EBIT	-38	30	60	80
财务费用	32	97	146	114
资产减值损失	1,437	2,275	3,046	3,586
投资收益	20	30	37	15
营业利润	1,457	2,305	3,084	3,601
营业外收支	15	84	127	188
利润总额	1,442	2,221	2,957	3,412
所得税	1,364	2,079	2,711	3,109
净利润	2,598	1,771	2,285	2,177
归属于母公司净利润				
EBITDA	2020A	2021E	2022E	2023E

资产负债表 (百万元)	5,733	8,017	10,893	13,914
货币资金	205	188	298	358
应收账款及票据	2,379	2,310	2,947	4,048
预付款项	1,311	1,263	1,621	2,149
存货	14,978	19,238	25,075	32,001
其他流动资产	567	650	741	847
流动资产合计	1,839	1,899	1,858	1,784
长期股权投资	1,908	2,167	2,347	2,446
固定资产	9,858	10,353	10,663	10,895
无形资产	24,836	29,591	35,738	42,896
非流动资产合计	643	643	643	643
资产合计	5,234	5,632	7,536	9,534
短期借款	4,515	5,933	7,219	8,967
应付账款及票据	10,392	12,208	15,397	19,144
其他流动负债	82	82	82	82
流动负债合计	1,390	1,390	1,390	1,390
长期借款	1,472	1,472	1,472	1,472
其他长期负债	11,864	13,680	16,870	20,616
非流动负债合计	2,225	2,325	2,325	2,325
负债合计	304	446	692	996
股本	12,972	15,911	18,868	22,280
少数股东权益	24,836	29,591	35,738	42,896
股东权益合计				
负债和股东权益合计				

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	29.23	30.00	34.00	32.00
成长能力 (%)	24.18	-32.47	44.00	-10.13
营业收入增长率	66.48	52.41	30.44	14.65
EBIT 增长率				
净利润增长率	45.12	45.96	47.98	51.92
盈利能力 (%)	11.07	13.12	13.03	11.39
毛利率	5.49	7.02	7.59	7.25
净利率	10.77	13.44	14.92	14.60
总资产收益率 ROA				
净资产收益率 ROE	1.44	1.58	1.63	1.67
偿债能力	1.12	1.33	1.37	1.39
流动比率	0.51	0.61	0.60	0.60
速动比率	47.77	46.23	47.20	48.06
现金比率				
资产负债率 (%)	153.23	164.57	167.35	161.72
经营效率	121.47	90.94	89.28	100.56
应收账款周转天数	0.52	0.57	0.63	0.70
存货周转天数				
总资产周转率	0.64	0.89	1.17	1.34
每股指标 (元)	5.69	6.65	7.82	9.15
每股收益	1.02	1.12	1.26	1.42
每股净资产	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流				
每股股利	80	57	44	38
估值分析	7.2	7.9	6.7	5.7
PE	33.29	65.25	49.77	51.20
PB	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA				
股息收益率 (%)				

现金流量表 (百万元)	1,230	847	954	982
净利润	-245	-304	-732	-882
折旧和摊销	2,271	2,599	2,923	3,293
营运资金变动	-1,031	-1,149	-1,028	-1,017
经营活动现金流	233	-155	-185	-172
资本开支	-735	-1,207	-1,067	-1,076
投资	532	718	0	0
投资活动现金流	-243	0	0	0
股权募资	-95	718	0	0
债务募资	1,437	2,110	1,855	2,218
筹资活动现金流				
现金净流量				

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
<b>公司评级</b>	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
<b>行业评级</b>	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001