

## 教育业务存在预期差 GC 端发力正当时

——科大讯飞 (002230.SZ)

计算机/计算机应用



## 投资摘要：

事件：我们对公司一季度的因材施教项目中标及学习机智能硬件的线上销售情况进行了跟踪。

## 内容：

- 我们认为 AI 公司的核心竞争力在于在垂直赛道里的先发优势；
- 我们设置了公司业绩的先验和后验指标，市场对以项目为主的公司业绩发展前景感到悲观，我们认为在 G 端、C 端均存在预期差：1) 教育局政府采购预算科目金额存在结构性好转，并且一季度教育订单中标金额呈明显好转；2) 1-2 月学习机销量同比上升 63%，并且我们认为公司将在 618、双十一等电商节进行更大力度的营销从而带动全年业绩的增长。

综上，我们认为 2022 年公司的 2G 业务增速将得到修复，从而带动公司收入增长，并且学习机将成为最先走出来的爆款单品，因此看好公司 2022 年业绩增长空间，我们修正 2021-2023 年业务收入为 170.05/251.44/369.38 亿元，对应 EPS 0.70/0.94/1.21，给予 65 倍 PE，目标价 61.1 元，维持“增持”不变。

**风险提示：**政策风险、市场情绪和风险偏好风险、政府资金吃紧、G 端业务中标及落地不及时、政府资金回款不及时、C 端销售不达预期、研发人员及费用投入增加、政府补助减少等其他风险。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	100.79	130.25	170.05	251.44	369.38
增长率 (%)	27.30%	29.23%	30.56%	47.86%	46.90%
归母净利润 (百万)	8.19	13.64	16.39	21.82	28.07
增长率 (%)	51.12%	66.48%	20.17%	33.17%	28.61%
净资产收益率 (%)	7.17%	10.77%	9.78%	11.53%	12.91%
每股收益(元)	0.40	0.64	0.70	0.94	1.21
PE	116.43	72.77	66.06	49.61	38.57
PB	8.97	8.18	6.46	5.72	4.98

资料来源：公司财报、wind，申港证券研究所

评级

买入（调高）

2022 年 03 月 31 日

李佩京

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030002

## 交易数据

时间 2022.03.31

总市值/流通市值 (亿元)	1,082.44/1,082.44
总股本 (万股)	232,432.52
资产负债率 (%)	44.73
每股净资产 (元)	6.62
收盘价 (元)	46.57
一年内最低价/最高价 (元)	43.37/68.50

## 公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

## 相关报告

1、《重申千亿目标 步伐更加坚定》

2022-02-16

2、《讯飞 2.0：顶天立地扎实下沉 赛道聚焦红利兑现》 2022-02-11

## 1. G 端：政府预算结构性好转+中标持续提升=因材施教 G 端 业绩不确定性减弱

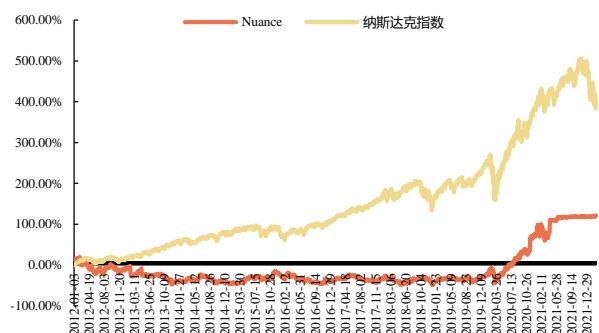
我们认为短期教育业务是公司业绩的主要支柱，并且我们经过数据验证认为可以打破市场担忧，因此我们将现阶段可以量化跟踪公司教育板块业绩的指标进行了梳理，我们研究分析后认为，公司今年教育赛道将迎来重要拐点，**GC** 端将同时发力，强推科大讯飞。

### 1.1 商业模式之争：AI 公司要想幸存就应当扎根垂直领域

市场普遍担忧公司 2G 端项目因政府财政资金吃紧而受到压制从而影响公司业绩。

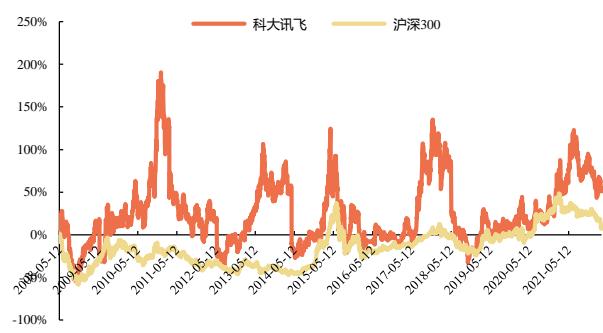
我们认为作为 AI 公司为数不多能够实现规模化收入的领军企业，公司具有一定的“唯一性”和“先发性”。对比同为语音技术起家的 Nuance 发展历程，公司能够在市场和互联网企业的资金人员优势中保持不败之地，最为重要的核心竞争力并不是技术的领先地位，而是在教育、医疗、城市等赛道的率先深入应用积累的数据及应用壁垒打造的根据地能力，而这个能力就意味着业绩是能够穿越周期的。

图1：2012 年至被收购前，Nuance 股价大幅跑输指数，我们认为是技术壁垒在竞争对手的资金和挖人面前逐步消解所致



资料来源：wind、申港证券研究所

图2：公司上市至今股价大多数时候跑赢指数，我们认为原因在于 AI 率先深入垂直领域构筑了坚实的数据和应用护城河



资料来源：wind、申港证券研究所

例如教育，传统的信息化厂商不具备 AI 的能力和涵盖教学考评管以及从省级平台到班级的上下一体化产品体系，互联网巨头因为种种原因难以真正打入课内教育赛道，“双减”之后作为业内唯一一家真正能够实现区域化因材施教解决方案的供应商，公司的竞争对手显著减少，在 2021 年面临市场普遍认为的“政府资金吃紧”的情况下，公司因材施教解决方案仍获得了 48% 的收入增长就是例证，教育稳则业绩稳，业绩稳则目标稳。

为了更明确量化公司教育 2G 端业绩情况，我们认为构建了先验+后验的检测体系，两端指标稳则教育 2G 稳。

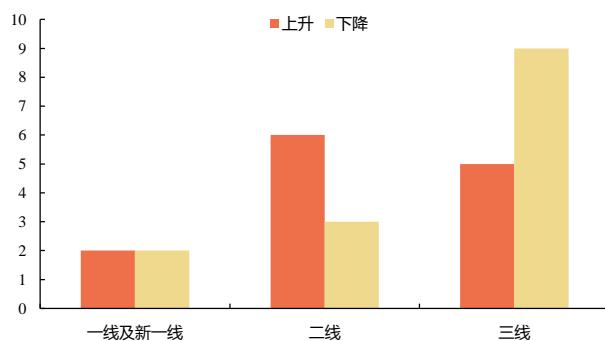
### 1.2 先验指标：教育局政府采购预算科目金额结构性好转

我们经过研究认为，各地教育局的政府采购科目金额可以作为教育景气度的先验指标，结果发现经济发达地区的预算情况有所好转，并不像市场担心的那样普遍吃紧。

### 1.2.1 数量：一二线城市半数及以上预算调增

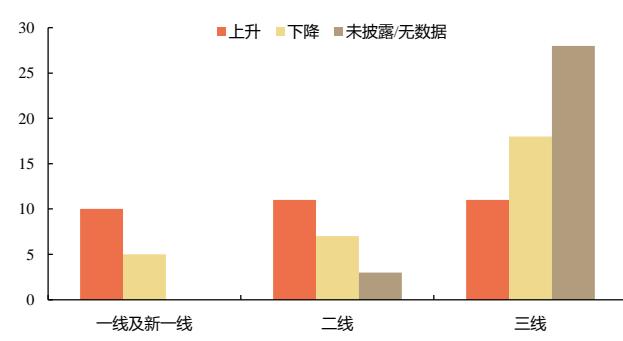
由于存在未披露 2022 年政府采购预算情况的地市，因此我们认为未披露的地区可以参照 2021 年进行线性外推，经统计后我们发现，一线、新一线及二线城市的教育局政府采购科目预算半数以上同比上年有所提升，由此我们推断未来几年经济发达地区的教育资金景气度将有望率先恢复。

图3：已披露 2022 年预算情况的市教育局政府采购科目增减数量统计（2022 比 2021 年预算）(个)



资料来源：各市教育局、申港证券研究所

图4：未披露 2022 年预算情况的市教育局政府采购科目增减数量统计（2021 比 2020 年预算）(个)



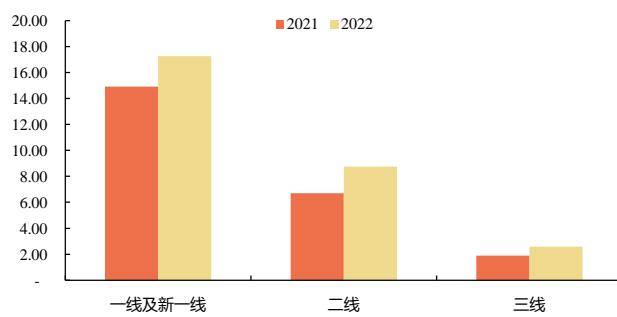
资料来源：各市教育局、申港证券研究所

### 1.2.2 金额：二三线城市预算增长弹性大

我们将上述增加预算的教育局金额分别进行了统计，发现已披露 2022 年预算的教育局中二三线城市政府采购科目预算增长较快，2022 同比上年分别为 30% 和 36%；未披露 2022 年预算的城市同样二三线城市预算金额增长高于一线及新一线城市，2021 同比上年增速分别为 40% 和 66%。

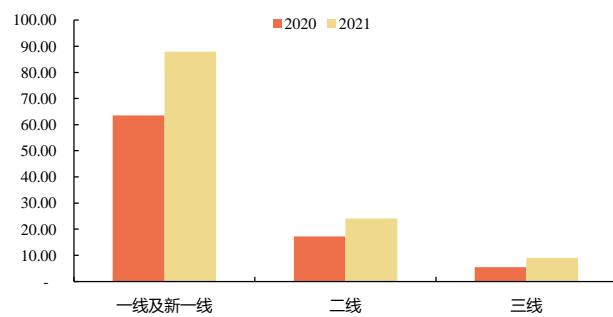
我们认为这是因为二三线城市资金体量较小所致，同时也反映了二三线城市的教育资金弹性大于一线城市，代表好转趋势确定后的修复速度也将更快。

图5：已披露 2022 年预算情况的市教育局政府采购科目金额合计（2022 比 2021 年预算）(亿元)



资料来源：各市教育局、申港证券研究所

图6：未披露 2022 年预算情况的市教育局政府采购科目金额合计（2021 比 2020 年预算）(亿元)



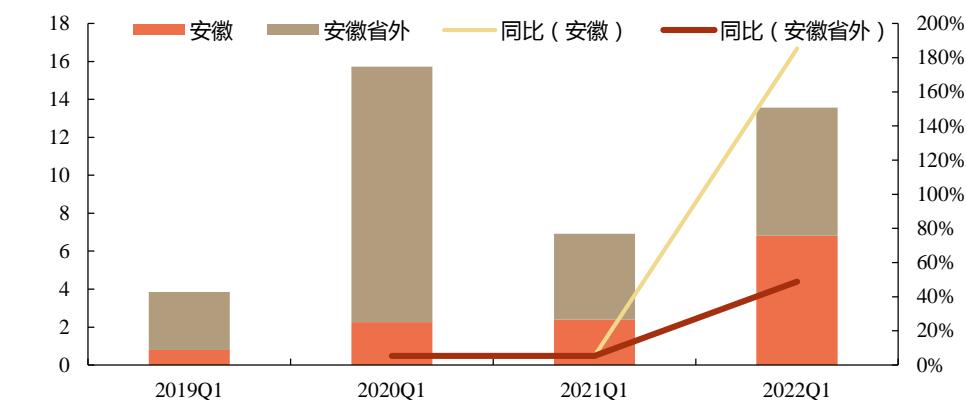
资料来源：各市教育局、申港证券研究所

综上，我们认为短期内经济发达地区的教育资金景气度将率先恢复，待政府资金整体好转时三线及以下城市将有望迎来更快的修复速度，长期看好公司因材施教项目的市场前景。

### 1.3 后验指标：教育中标一季度明显好转

我们将采招网上公司及相关子公司、孙公司的中标信息进行了系统的整理，发现一季度公司的中标情况已经有明显好转，尤其教育赛道，在安徽省内外的合计中标金额均有明显增长，并且由于政府采购项目一般在二季度下单，并在三四季度执行和付款，我们认为尚未达到公司的订单高峰，因此我们看好公司今年的教育订单情况。

图7：近三年一季度教育中标情况（亿）



资料来源：采招网、萝卜投资、各地政府网站、申港证券研究所

### 2. C 端：学习机电商发力 有望成为智能硬件爆款单品领头羊

我们认为，学习机具备单产品过 100 亿的市场潜力，有望成为公司的爆款单品。

从营销力度上看，我们观察到公司去年至今在学习机上的营销力度持续发力，例如在电梯间中出现了越来越多 AI 学习推荐官傅首尔代言的《知错能改》视频广告。

图8：AI 学习推荐官傅首尔代言的《知错能改》视频广告已在电梯刷屏

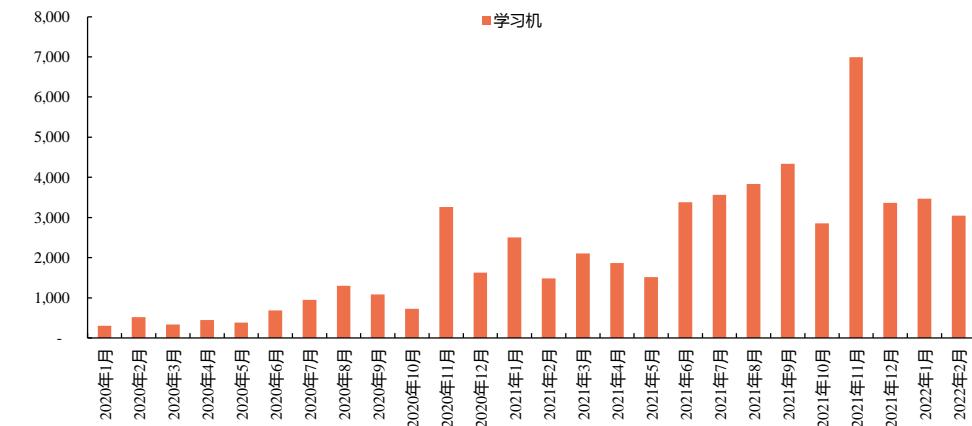


资料来源：咸宁新闻网、申港证券研究所

从销售数据上看，我们跟踪了公司在天猫淘宝、京东、苏宁、拼多多上的销售情况，发现 2022 年 1-2 月公司智能硬件合计销售额 8313 万，同比增长 13.2%，其中主要为天猫淘宝销售额增长带动，主要增长品类为学习机，1-2 月销售额 6515 万，同比增长 63%，因此我们认为随着公司学习机品质被大众认可以及营销推广力度的加大，公司学习机硬件有望率先走出爆款单品。

从市场规模上看，根据教育部的数据，2020 年全国 K12 学生数量约 1.97 亿，学习机的渗透率约 2.4%，我们预计 2025 年出货量达到约 726 万台，学习机市场规模将达到 254 亿元。

图9：学习机销售额呈同比上升趋势（亿元）



资料来源：魔镜、萝卜投资、申港证券研究所

综上我们认为，无论是 G 端还是 C 端，公司在教育赛道在今年有望持续发力，收入有望迎来拐点，因此维持收入预测不变，看好公司 2022 年业绩，给与“买入”评级。

**表1：公司盈利预测表**

利润表					资产负债表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10079	13025	17005	25144	36938	流动资产合计	11430	14978	19827	26065	37750
营业成本	5440	7148	9438	14081	20870	货币资金	3829	5350	6802	9806	12928
营业税金及附加	67	79	88	128	185	应收账款	5087	5468	7085	10263	15015
营业费用	1780	2084	2551	3646	5171	其他应收款	406	436	570	842	1237
管理费用	707	857	1034	1403	1876	预付款项	145	205	283	437	649
研发费用	1640	2211	2979	4556	6915	存货	826	2379	2359	2816	4092
财务费用	-4	16	-50	-65	-66	其他流动资产	803	104	1360	201	1478
资产减值损失	-7	-38	-22	-30	-26	非流动资产合计	8671	9858	11846	15295	18400
公允价值变动收益	-4	355	175	265	220	长期股权投资	422	567	720	750	760
投资净收益	112	32	72	52	62	固定资产	2001	1839	1885	2523	3459
营业利润	988	1437	1737	2314	2982	无形资产	0	0	0	0	0
营业外收入	74	141	108	124	116	商誉	1121	1111	1100	1000	900
营业外支出	67	122	94	108	101	其他非流动资产	6	5	5	5	4
利润总额	995	1457	1750	2331	2997	资产总计	20101	24836	31673	41361	56150
所得税	52	15	18	23	30	流动负债合计	6866	10392	13123	19306	29616
净利润	943	1442	1733	2307	2967	短期借款	733	643	491	326	270
少数股东损益	124	78	94	125	161	应付账款	2041	2828	3630	5354	7730
归属母公司净利润	819	1364	1639	2182	2807	预收款项	868	0	0	0	0
EBITDA	1883	2635	3421	4704	5994	一年内到期的非流动负债	30	185	108	146	127
EPS(元)	0.40	0.64	0.70	0.94	1.21	非流动负债合计	1500	1472	1399	2596	4107
主要财务比率					长期借款	398	82	182	982	1982	
					应付债券	0	0	0	0	0	
成长能力					负债合计	8366	11864	14522	21902	33724	
营业收入增长	27.30%	29.23%	30.56%	47.86%	46.90%	少数股东权益	317	304	398	522	683
营业利润增长	57.37%	45.46%	20.84%	33.25%	28.88%	实收资本(或股本)	2199	2225	2325	2325	2325
归属于母公司净利润增长	51.12%	66.48%	20.17%	33.17%	28.61%	资本公积	6969	7339	9677	9677	9677
获利能力					未分配利润	2867	3764	5320	7394	10060	
毛利率(%)	46.03%	45.12%	44.50%	44.00%	43.50%	归属母公司股东权益合计	11418	12668	16754	18936	21743
净利率(%)	9.36%	11.07%	10.19%	9.18%	8.03%	负债和所有者权益	20101	24836	31674	41360	56150
总资产净利润(%)	4.08%	5.49%	5.17%	5.28%	5.00%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	7.17%	10.77%	9.78%	11.53%	12.91%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
偿债能力					经营活动现金流	1531	2271	2422	7257	7248	
资产负债率(%)	42%	48%	46%	53%	60%	净利润	943	1442	1733	2307	2967
流动比率	1.44	1.51	1.35	1.27	1.27	折旧摊销	899	1182	1735	2455	3077
速动比率	1.21	1.33	1.20	1.14	1.14	财务费用	-4	16	-50	-65	-66
营运能力					应付帐款减少	-1698	-381	-1618	-3178	-4752	
总资产周转率	0.57	0.58	0.60	0.69	0.76	预收帐款增加	94	-868	0	0	0
应收账款周转率	2	2	3	3	3	投资收益	112	32	72	52	62
应付帐款周转率	5.15	5.35	5.27	5.60	5.65	长期股权投资减少	-43	-145	-153	-30	-10
每股指标(元)					3 投资活动现金流	-2899	-735	-3383	-5042	-5316	
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.64	0.70	0.94	1.21	筹资活动现金流	2580	-95	2413	789	1190
每股净现金流(最新摊薄)	0.55	0.65	0.62	1.29	1.34	长期股权投资项目	0	0	0	0	0
每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.69	7.21	8.15	9.35	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率					长期借款增加	31	-315	100	800	1000	
P/E	116.43	72.77	66.06	49.61	38.57	普通股增加	106	26	100	0	0
P/B	8.97	8.18	6.46	5.72	4.98	资本公积增加	2381	370	2338	0	0
EV/EBITDA	52.96	37.63	29.88	21.24	16.30	现金净增加额	1212	1440	1452	3004	3122

资料来源：公司财报，wind，申港证券研究所

## 分析师介绍

李佩京，计算机专业本科，对外经济贸易大学金融硕士，CPA专业阶段持证，曾就职于中信建投证券，擅长Python编程，2021年12月加入申港证券，任计算机行业分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评价体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上