

GBC 穿越周期 从根据地奔向星辰大海

——科大讯飞 (002230.SZ)

计算机/计算机应用



投资摘要：

事件：公司举办了针对 2021 年报和 2022 一季报的业绩说明会。

- 1) **技术专利：**知识产权储备大幅提升。知识产权达到 2683 件，同比增长 74%，专利布局 1135 件，发明占比 63%，“语音识别方法及系统”专利获得了中国专利金奖。
- 2) **教育 GBC 联动已成定势。**
 - ◆ 智慧教育产品覆盖了全国 92% 地市（二线以上地市 100%）的 5 万所学校，深度应用学校达到 3 万所，覆盖了全国 70% 的百强中学；
 - ◆ **G 端订单储备有望增长：**在全国 2,800 多个区县中，公司已有效触达 73% 区县中的主要客户群，与 13 个省、82 个地市签订战略合作协议。
 - ◆ **GBC 联动逐步推进：**最先融合的 2021 年考试与语言学习营收 +45%，因材施教+个册+学习机有望形成共振；
 - ◆ **个册市场覆盖速度加快：**2021 营收 +63%，1 个省运营收入过亿、8 个地市超千万，续购率超过 90%；
 - ◆ **线下店有望大幅扩张：**学习机线下授权专卖店（渠道代理）预计今年 3000 家，覆盖县级以上城市；讯飞全品类的官方直营店，自 2021 年开始建设，目前全国有 21 家，今年预计新增 50 家以上，覆盖一线、新一线及部分二线城市。
- 3) **智能硬件：**设计质感有望提升。工业设计获得德国的红点奖、IF 奖、日本 G-MARK 奖和美国 IDEA 奖，硬件平台的结构化设计能力取得重大突破。
- 4) **医疗：**医保控费效果显著。国家医保局组织的全国智慧医保大赛中公司在 150 多家参赛机构获得第一；安徽县级单位慢病管理降低了心血管病人的住院率 3.8%，从而节省了 0.48 亿的医疗支出。
- 5) **车载：**产品智能化升级，ARPU 值有望提升。
 - ◆ 2021 年汽车定点项目毛利储备同比增长 90%，车载语音市场份额占比已达到 68.2%，并与 90% 以上的主流品牌（上汽、一汽、北汽等）建立了合作；
 - ◆ 受造车新势力影响传统车厂对智能化车载娱乐系统需求提升以及公司在汽车领域的深入应用，公司车载产品已经从单一语音模块（70 元/台）升级为多语种的智能信息娱乐系统，并率先应用于上汽智己 IML7 汽车，未来将显著提升 ARPU 值，深度合作的单个车厂客户在第三年有望提供 10 亿以上的营收。
- 6) **人员：**人员增长有望减缓。2021 年扩招 3300 人，其中约 2000 人为研发人员，1000 人为一线营销服务人员，导致研发和销售费用增加约 12.3 亿，预计今年人员增长 5%（约 700 人），我们预估带来今年由此带来费用增长 2.6 亿）。

投资建议：我们持续看好公司在教育 G 端和 C 端的增长，同时我们认为公司在医疗和车载领域的重大突破也有望带来新的增长点，维持 2022-2023 年营收 276.51/412.51 亿不变，对应 EPS 1.17/1.71，评级保持“买入”不变。

风险提示：政策风险、疫情风险、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。

评级

买入（维持）

2022 年 04 月 22 日

李佩京

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030002

交易数据

时间 2022.04.22

| | |
|----------------|---------------|
| 总市值/流通市值 (亿元) | 896.26/896.26 |
| 总股本 (万股) | 232,432.52 |
| 资产负债率 (%) | 44.73 |
| 每股净资产 (元) | 7.29 |
| 收盘价 (元) | 38.56 |
| 一年内最低价/最高价 (元) | 38.50/68.5 |

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、《科大讯飞公司点评：刚需根据地业务红利加速释放 看好公司全年业绩》
2022-04-11
- 2、《科大讯飞公司点评：教育业务存在预期差 GC 端发力正当时》2022-04-01
- 3、《重申千亿目标 步伐更加坚定》
2022-02-16
- 4、《讯飞 2.0：顶天立地扎实下沉 赛道聚焦红利兑现》2022-02-10

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 10,078.69 | 13,024.66 | 18,313.61 | 27,650.71 | 41,250.87 |
| 增长率（%） | 27.30% | 29.23% | 40.61% | 50.98% | 49.19% |
| 归母净利润（百万元） | 819.18 | 1,363.79 | 1,556.46 | 2,719.09 | 3,965.64 |
| 增长率（%） | 51.12% | 66.48% | 14.13% | 73.19% | 45.84% |
| 净资产收益率（%） | 7.17% | 10.77% | 9.28% | 14.01% | 16.97% |
| 每股收益(元) | 0.40 | 0.64 | 0.70 | 1.17 | 1.71 |
| PE | 106.50 | 66.56 | 55.09 | 36.42 | 24.97 |
| PB | 8.20 | 7.48 | 5.34 | 5.10 | 4.24 |

资料来源：公司财报、wind，申港证券研究所

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 | 2021A | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 10079 | 13025 | 18314 | 27651 | 41251 | 流动资产合计 | 11430 | 14978 | 19002 | 27532 | 42129 |
| 营业成本 | 5440 | 7148 | 10780 | 15484 | 23307 | 货币资金 | 3829 | 5350 | 5870 | 9678 | 14438 |
| 营业税金及附加 | 67 | 79 | 121 | 141 | 206 | 应收账款 | 5087 | 5468 | 7486 | 11286 | 16769 |
| 营业费用 | 1780 | 2084 | 2693 | 4009 | 5858 | 其他应收款 | 406 | 436 | 372 | 926 | 1382 |
| 管理费用 | 707 | 857 | 1102 | 1543 | 2096 | 预付款项 | 145 | 205 | 258 | 480 | 725 |
| 研发费用 | 1640 | 2211 | 2830 | 4148 | 5981 | 存货 | 826 | 2379 | 2434 | 3097 | 4570 |
| 财务费用 | -4 | 16 | -10 | -57 | -63 | 其他流动资产 | 803 | 104 | 785 | 221 | 1650 |
| 资产减值损失 | -7 | -38 | -76 | -30 | -26 | 非流动资产合计 | 8671 | 9858 | 12392 | 16073 | 19341 |
| 公允价值变动收益 | -4 | 355 | 331 | 28 | -136 | 长期股权投资 | 422 | 567 | 718 | 750 | 760 |
| 投资净收益 | 112 | 32 | -8 | 31 | 31 | 固定资产 | 2001 | 1839 | 2523 | 2774 | 3867 |
| 营业利润 | 988 | 1437 | 1464 | 2887 | 4220 | 无形资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收入 | 74 | 141 | 146 | 124 | 116 | 商誉 | 1121 | 1111 | 1126 | 1000 | 900 |
| 营业外支出 | 67 | 122 | 114 | 108 | 101 | 其他非流动资产 | 6 | 5 | 9 | 6 | 4 |
| 利润总额 | 995 | 1457 | 1497 | 2904 | 4235 | 资产总计 | 20101 | 24836 | 31394 | 43605 | 61470 |
| 所得税 | 52 | 15 | -114 | 29 | 42 | 流动负债合计 | 6866 | 10392 | 11659 | 21035 | 33217 |
| 净利润 | 943 | 1442 | 1611 | 2875 | 4192 | 短期借款 | 733 | 643 | 525 | 417 | 716 |
| 少数股东损益 | 124 | 78 | 54 | 156 | 227 | 应付账款 | 2041 | 2828 | 3853 | 5888 | 8632 |
| 归属母公司净利润 | 819 | 1364 | 1556 | 2719 | 3966 | 预收款项 | 868 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 1883 | 2635 | 2817 | 5335 | 7301 | 一年内到期的非流动负债 | 30 | 185 | 178 | 146 | 127 |
| EPS(元) | 0.40 | 0.64 | 0.70 | 1.17 | 1.71 | 非流动负债合计 | 1500 | 1472 | 2398 | 2617 | 4107 |
| 主要财务比率 | | | | | 长期借款 | 398 | 82 | 392 | 982 | 1982 | |
| | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 成长能力 | | | | | 负债合计 | 8366 | 11864 | 14057 | 23652 | 37325 | |
| 营业收入增长 | 27.30% | 29.23% | 40.61% | 50.98% | 49.19% | 少数股东权益 | 317 | 304 | 557 | 549 | 776 |
| 营业利润增长 | 57.37% | 45.46% | 1.90% | 73.60% | 46.16% | 实收资本(或股本) | 2199 | 2225 | 2324 | 2325 | 2325 |
| 归属于母公司净利润增长 | 51.12% | 66.48% | 14.13% | 73.19% | 45.84% | 资本公积 | 6969 | 7339 | 10335 | 9677 | 9677 |
| 获利能力 | | | | | 未分配利润 | 2867 | 3764 | 4854 | 7838 | 11606 | |
| 毛利率(%) | 46.03% | 45.12% | 45.12% | 44.00% | 43.50% | 归属母公司股东权益合计 | 11418 | 12668 | 16781 | 19404 | 23370 |
| 净利率(%) | 9.36% | 11.07% | 8.80% | 10.40% | 10.16% | 负债和所有者权益 | 20101 | 24836 | 31394 | 43605 | 61470 |
| 总资产净利润(%) | 4.08% | 5.49% | 4.96% | 6.24% | 6.45% | 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 |
| ROE(%) | 7.17% | 10.77% | 9.28% | 14.01% | 16.97% | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | |
| 偿债能力 | | | | | 经营活动现金流 | 1531 | 2271 | 893 | 8245 | 9068 | |
| 资产负债率(%) | 42% | 48% | 45% | 54% | 61% | 净利润 | 943 | 1442 | 1611 | 2875 | 4192 |
| 流动比率 | | 1.44 | 1.63 | 1.31 | 1.27 | 折旧摊销 | 899 | 1182 | 1363 | 2505 | 3144 |
| 速动比率 | | 1.21 | 1.42 | 1.16 | 1.13 | 财务费用 | -4 | 16 | -10 | -57 | -63 |
| 营运能力 | | | | | 应付帐款减少 | -1698 | -381 | -2018 | -3655 | -5483 | |
| 总资产周转率 | 0.57 | 0.58 | 0.65 | 0.73 | 0.79 | 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 | -8 | 31 | 31 |
| 应付帐款周转率 | 5.15 | 5.35 | 5.48 | 5.64 | 5.68 | 3 投资活动现金流 | -2899 | -735 | -2579 | -5766 | -5851 |
| 每股指标(元) | | | | | 长期股权投资减少 | -43 | -145 | -151 | -30 | -10 | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.40 | 0.64 | 0.70 | 1.17 | 1.71 | 筹资活动现金流 | 2580 | -95 | 2379 | 788 | 1543 |
| 每股净现金流(最新摊薄) | 0.55 | 0.65 | 0.30 | 1.41 | 2.05 | 2.05 筹资活动现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.19 | 5.69 | 7.22 | 8.35 | 10.05 | 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 估值比率 | | | | | 长期借款增加 | 31 | -315 | 310 | 800 | 1000 | |
| P/E | 116.43 | 72.77 | 55.09 | 36.42 | 24.97 | 普通股增加 | 106 | 26 | 100 | 0 | 0 |
| P/B | 8.97 | 8.18 | 5.34 | 5.10 | 4.24 | 资本公积增加 | 2381 | 370 | 2996 | 0 | 0 |
| EV/EBITDA | 52.96 | 37.63 | 30.13 | 17.04 | 11.97 | 现金净增加额 | 1212 | 1440 | 693 | 3268 | 4760 |

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，微信公众号：计算机灯塔。

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 |