

## 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

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 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（二线城市以上 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、新一线及部分二线头部城市。

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。
- 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

2022-02-16

3、《重申千亿目标 步伐更加坚定》

2022-02-10

4、《讯飞 2.0：顶天立地扎实下沉 赛道聚焦红利兑现》

**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			单位:百万元			资产负债表			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
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	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					
ROE(%)	7.17%	10.77%	9.28%	14.01%	16.97%	单位:百万元					
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	投资活动现金流	-2899	-735	-2579	-5766	-5851
应付账款周转率	5.15	5.35	5.48	5.64	5.68	公允价值变动收益	-4	355	331	28	-136
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	投资收益	112	32	-8	31	31
每股净现金流(最新摊薄)	0.55	0.65	0.30	1.41	2.05	筹资活动现金流	2580	-95	2379	788	1543
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