

“平台+赛道”助多点开花，盈利能力持续增强

投资要点

- 事件:**公司发布2021年年度报告及2022年一季度报告。2021年实现营业收入183.1亿元,同比增长40.6%;实现归母净利润15.6亿元,同比增长14.1%;实现扣非后净利润9.8亿元,同比增长27.6%。2022年Q1实现营业收入35.1亿元,同比增长40.2%;实现归母净利润1.1亿元,同比下降20.6%,主要为公司持股的寒武纪、三人行等因股价波动导致公允价值变动确认损益-1.54亿元所致;实现扣非净利润1.5亿元,同比增长37.7%。公司盈利能力持续增强,构建起“刚需+代差”的可持续发展业务优势。
- “双减”政策落地,智慧教育领域迎来新发展机遇。**报告期内,公司智慧教育业务营收同比增长48.7%至62.3亿元,保持高速增长趋势。随着国家“双减”政策落地,教育信息化建设迎来新发展阶段,智慧教育领域产品需求大幅提升,围绕学校场景的产品应用价值深化,尤其是C端产品实现高速增长。公司个性化手册续购率高达90%、AI学习机销量增速达150%;同时,因材施教方案规模化成功得到验证并迅速扩张,智能阅卷技术在高考中的应用已扩展到12个省。
- 开放平台生态完善,渠道能力加强助消费者业务快速放量。**报告期内,公司开放平台及消费者业务实现营收46.9亿元,同比增长52.3%。1)开放平台方面,公司对外开放449项AI能力及方案,汇聚开发者数293万,并重点覆盖金融、农业、能源等18个行业领域,并于2022年初发布开放平台2.0,“平台+赛道”战略进一步升级。2)消费者业务方面,公司重点提升渠道销售能力,录音笔、翻译机等智能硬件销量呈爆发式增长,增速达140.0%,GMV增速达152.0%;同时移动互联网产品收入同比增长61.9%,讯飞输入法总月活用户数增长20%,语音月调用数增长30%。
- 多赛道规模化落地,未来增长空间广阔。**报告期内,公司持续探索AI+医疗产品创新智慧医疗实现营收3.4亿元,同比增长8.1%,有望乘政策东风,打开新的成长空间;AI解决方案面向运营商、汽车厂商以及金融客户群体推进顺畅,分别实现营收13.9亿元、4.5亿元、2.0亿元,增速分别为26.8%、38.9%、33.8%。随着企业数字化转型迅速推进,各行各业对于AI解决方案需求不断提升,公司未来客户群体有望进一步扩展,成长空间广阔。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年公司归母净利润复合增速达35.4%。公司作为国内AI领军企业,在智慧教育、开放平台、消费者业务等支柱领域已构建起“刚需+代差”的可持续发展优势,叠加多行业AI应用的规模化落地,收入维持高增速确定性强,盈利能力亦有望不断攀升。结合公司自身PE水平已调整至五年来最低水平,具备安全边际与向上修复的潜力,故给予公司2022年50倍PE,对应目标价45.00元,首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:**宏观经济承压;疫情影响项目进程;核心技术研发进度不及预期;教育业务全国拓展不及预期;消费者业务放量不及预期;智慧医疗、智慧城市等景气度下降等。

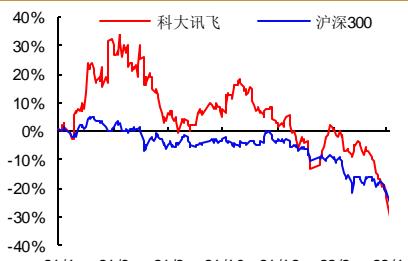
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18313.61	24548.23	31944.22	40396.03
增长率	40.61%	34.04%	30.13%	26.46%
归属母公司净利润(百万元)	1556.46	2097.83	2822.62	3859.92
增长率	14.13%	34.78%	34.55%	36.75%
每股收益EPS(元)	0.67	0.90	1.21	1.66
净资产收益率ROE	9.29%	11.31%	13.46%	15.90%
PE	50	37	28	20
PB	4.64	4.19	3.71	3.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
邮箱: wxj@swsc.com.cn
联系人: 邓文鑫
电话: 15123996370
邮箱: dwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

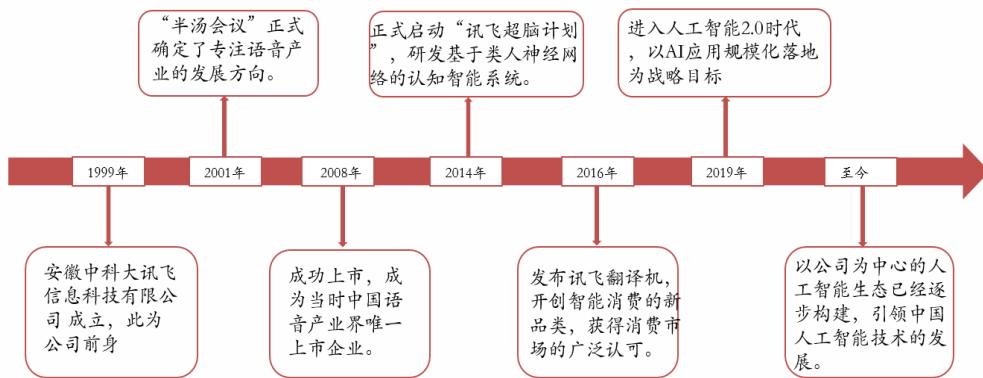
总股本(亿股)	23.24
流通A股(亿股)	20.98
52周内股价区间(元)	33.5-67.58
总市值(亿元)	778.65
总资产(亿元)	283.40
每股净资产(元)	6.68

相关研究

1 业绩快速增长，AI应用规模化落地效果显著

科大讯飞前身为安徽中科大讯飞信息科技有限公司，成立于1999年，2008年成功登陆A股上市。公司深耕AI领域二十余年，聚焦智能语音、自然语言理解、机器学习推理及自主学习等核心技术研究，语音合成核心技术处于国际顶尖水平。公司坚持“平台+赛道”的人工智能战略，依托讯飞开放平台，在教育、医疗、办公、智慧城市等领域不断取得成果，以人工智能应用规模化落地为目标，致力于在未来5年达到十亿用户、实现千亿收入、带动万亿产业生态，成为中国人工智能产业领导者。

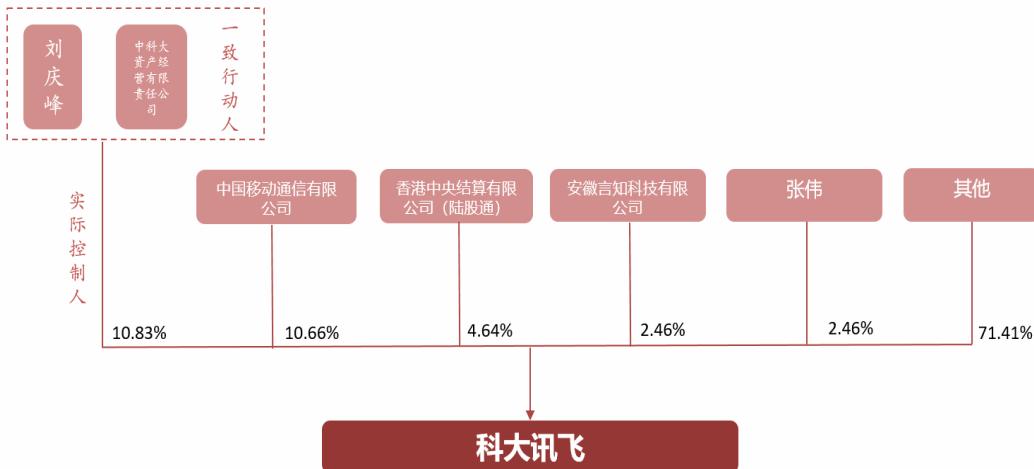
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构相对分散。公司创始人兼董事长刘庆峰先生持股7.24%，与中科大资产经营有限责任公司为一致行动人，双方合计持股10.83%，是公司的实际控制人。中国移动通信有限公司为公司的战略投资者和第一大股东，持股约10.66%。2021年7月，董事长刘庆峰先生认购定增，进一步增强公司控制权的稳定性，亦彰显出管理层对公司长期向好发展的坚定信心。同时，公司管理层均在行业积淀多年，且具备相应的学术背景与丰富的技术、管理经验，利于公司长远创新发展。

图2：公司主要股东持股比例



资料来源：Wind，西南证券整理

长效激励机制建立完善，充分调动团队积极性。上市以来，公司先后实施四次股权激励计划，激励对象覆盖公司管理层与核心技术人员骨干等，实现管理层、技术人员与股东利益高度一致，团队积极性、凝聚力显著提升，有利于公司长期稳定发展。2021年，公司发布股票期权与限制性股票激励计划，激励对象覆盖公司(含子公司)中高层管理人员及核心技术(业务)人员共计2264人；考核目标以2020年营业收入为基数，公司2021-2023年营收增长率不低于30%、60%、90%，当前第一期解锁条件已顺利达成。

数字经济蓬勃发展，人工智能产业迎来发展机遇。近年来，国家有关发展数字化经济的政策陆续出台，2022年1月，国务院正式印发《“十四五”数字经济发展规划》，提出到2025年我国数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到10%，数字经济迎来快速发展。人工智能作为数字化经济发展的核心引擎，关注度也在不断提升。我国已经将人工智能列为“新基建”之一，用人工智能为民生需求补短板已成为我国经济社会建设中不可缺失的一部分。同时，智慧教育、智慧医疗、智慧城市等业务规模化落地为人工智能的发展提供良好的宏观环境，人工智能产业迎来新发展机遇。科大讯飞牢牢把握时代的机遇，多年来致力于用人工智能解决社会发展中的重大命题，重点赛道应用示范验证持续显现，关键技术持续投入形成优势，未来有望引领我国人工智能产业的发展。

表1：人工智能相关政策

相关政策	颁布主体	颁布时间	主要内容
《国家新一代人工智能标准体系建设指南》	网信办	2020年7月	提出到2021年，明确人工智能标准化顶层设计，研究标准体系建设和标准研制的总体规则，明确标准之间的关系，指导人工智能标准化工作的有序开展，完成关键通用技术、关键领域技术、伦理等20项以上重点标准的预研工作。到2023年，初步建立人工智能标准体系，重点研制数据、算法、系统、服务等重点急需标准，并率先在制造、交通、金融、安防、家居、养老、环保、教育、医疗健康、司法等重点行业和领域进行推进。建设人工智能标准试验验证平台，提供公共服务能力。
《新型数据中心发展三年行动计划（2021年-2023年）》	工业和信息化部	2021年7月	计划用3年时间，基本形成布局合理、技术先进、绿色低碳、算力规模与数字经济增长相适应的新型数据中心发展格局。
《新一代人工智能伦理规范》	国家新一代人工智能治理专业委员会	2021年9月	提出在提供人工智能产品和服务时，应充分尊重和帮助弱势群体、特殊群体，并根据需要提供相应替代方案。同时要保障人类拥有充分自主决策权，确保人工智能始终处于人类控制之下。
《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	2022年1月	到2025年我国数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到10%

数据来源：各政府官网，西南证券整理

讯飞2.0时代开启，“平台+赛道”多点开花。2019年，公司宣布进入AI战略2.0时期，确立“平台+赛道”发展战略，以讯飞开放平台赋能，在教育、医疗、办公、智慧城市等领域展开源头技术创新和产业应用的良性互动，不断推动AI应用规模落地。公司已形成以智慧教育业务、开放平台及消费者业务、智慧城市业务为三大支柱，智慧医疗、公检法、汽车等为新增长点的业务矩阵。

图 3：公司“平台+赛道”战略布局



资料来源：公司官网，西南证券整理

智慧教育响应“双减”政策，多年积累打造“代差”壁垒。公司深耕智慧教育业务十余年，掌握大量真实教考数据和教研资源，打造技术上的“代差”壁垒，并以此为基础形成智慧教育产品矩阵，全方位覆盖教、学、管、平台等领域，构建了面向G/B/C三类客户的业务体系，为不同层级用户提供解决方案，目前已经在全国32个省级行政单位以及日本、新加坡等海外市场应用。2021年，随着国家“双减”政策出台，校内教育信息化建设进一步推进，公司智慧教育业务保持高速增长，实现营收62.3亿元，同比增长48.7%，2017-2021年CAGR达到42.5%。

- **区域“因材施教”方案落地顺畅：**报告期内，安徽省蚌埠市智慧教育示范区，并成为教育部第二批人工智能助推教师队伍建设试点地区，规模化成功得到验证。同时，在教育信息化2.0时代大背景下，因材施教综合解决方案持续落地，其中，智能阅卷技术在高考中的应用已扩展到12个省，英语听说考试累计覆盖14个省市高考、87个地市中考。
- **学校场景产品迎来新发展机遇：**随着“双减”政策落地，围绕校内的智慧课堂、大数据精准教学、分层作业、自主学习、素质教育以及智慧管理等应用场景需求大幅提升，学校场景产品迎来新发展机遇，课后服务市场发展空间广阔。报告期内，公司分层作业已服务于8000多所学校，课后服务业务已覆盖170多个区县、4000多所学校。
- **C端产品高速增长：**在“双减”政策背景下，学校对学生自主学习、个性化作业提出更高要求，科大讯飞不断突破创新，C端产品表现优异。其中，公司个性化手册推出以人推题引擎，致力于提高学习效率，减轻学生负担，其推荐采纳率突破95%，用户规模同比增长40%，续购率达90%；AI学习机面向个性化学习需求，销量呈爆发式增长，同比增长150%，用户推荐NPS值高达40%，居行业第一。

图 4：智慧教育业务全景图


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司因材施教方案推进加速


数据来源：公司公告，西南证券整理

开放平台助推生态建设，消费场景进一步开拓。 1) **开放平台方面：**讯飞人工智能开放平台以“云+端”方式提供智能语音能力、计算机视觉能力、自然语言理解能力、人机交互能力等相关的技术和垂直场景解决方案，为开发者及产业上下游资源合作伙伴提供全链服务。同时，公司构建讯飞 AI 营销平台、讯飞智能工业平台等，AI 行业产业生态持续丰富。报告期内，讯飞对外开放 449 项 AI 能力及方案，汇聚开发者数 293 万，并重点覆盖金融、农业、能源等 18 个行业领域，营收同比增长 55.6%。2) **消费者业务方面：**公司加速布局消费者领域，主要针对 AI+办公与 AI+学习场景不断推出讯飞输入法、智能办公本、智能录音笔、翻译机、听见会议系统及服务等产品，品牌影响力大幅提升。公司渠道销售能力显著提升，采用线上线下并举的销售方式，线上发展抖音等新兴渠道，逐渐形成规模化经营，成为 C 端销售重要支撑；线下新开拓直营店合计 20 家，建立起扁平化组织结构，经营效率大幅提升。截至 2021 年，公司 2C 端消费类硬件销量同比增长 140.0%，GMV 增长 152.0%，渠道优势逐步显现。

图 6：讯飞开放平台提供全栈服务能力


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：消费者业务快速放量


数据来源：公司公告，西南证券整理

智慧城市领域稳扎稳打，各项业务成果显著。 公司围绕政府数字化转型、政法业务办公办案质效提升的主题，在城市治理、政务服务、产业发展方面提供解决方案。报告期内，公司各项业务持续升级，成效显著：1) “城市超脑”业务已应用于安徽铜陵、宣城、芜湖、合肥等地，其中，铜陵城市超脑入选《城市大脑全球标准研究报告》，成为全球六大典型之一；2) 公司承建安徽省江淮大数据中心总平台，已接入 16 个地市，交换 1 万亿条数据；3) 基

于 AI+智慧城市领域的积累，公司开始探索普惠健康保险运营业务，为超过 600 万人提供保障；在法院领域，完成了人民法院语音云骨干平台的建设；4) 承担皖事通 APP 的运营服务，率先打造“数据底座+APP”运营模式标杆。

图 8：智慧城市涵盖安防、交通、水利、政务等多领域



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：智慧城市大脑“12345+N”框架已基本实现



数据来源：公司公告，西南证券整理

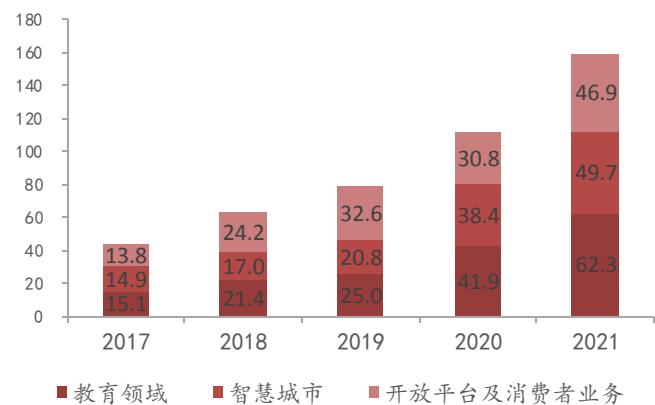
智慧医疗、智慧汽车、运营商、金融等多点开花，成长空间广阔。随着企业数字化转型推进快速进行，企业对与人工智能的需求大幅提升，公司进一步开拓 AI 应用规模，加速各赛道业务布局，呈现多点开花局面。尽管各细分赛道当前营收占比较小，但下游需求正处不断上升阶段，客户群体迅速扩张，长期来看有望成为公司未来业绩强劲增长点。

- **智慧医疗：**当前我国医疗资源分布不均的短板愈发突出，医疗信息化相关政策密集发布，进一步明确了 AI 在医疗卫生领域的应用。公司是我国 AI+ 医疗领域的技术与生态引领者，打造以智慧医疗全科医生助理为主的产品矩阵，报告期内已覆盖全国 28 个省市、284 个区县并实现常态化应用。同时，公司持续探索 AI 在医保控费及慢性病管理领域的产品创新，已逐步展开试点。
- **智能汽车：**公司智慧汽车业务已实现多模语音增强、多模融合交互等技术突破，并打造 AI 专属云服务，发布智能车载音频管理系统，有望持续享受智能座舱发展红利。报告期内，智慧汽车业务实现前装 700 万套，新增交付车型 200 多个；客户已覆盖一汽、上汽、奥迪、福特、蔚来、理想等国内外主流汽车厂商，定点储备增长 90%。
- **行业解决方案：**1) 面向运营商群体，公司与中国移动深度合作，打造“5G 智能通信”服务平台，帮助用户实现跨语种无障碍沟通，同时有效降低听障人群视频通信门槛，已于 2022 年北京残奥会期间首发。2) 面向金融客户群体，智慧金融业务已覆盖银行、保险、证券行业，实现了科大讯飞 AI+ 金融产品在头部金融企业应用落地全覆盖，并在区域性银行（如北京银行、宁波银行等）中实现应用的快速复制和因地制宜的系统性创新。

图 10：公司 AI+ 医疗在生态、技术等方面领先


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

从业务结构看，1) 智慧教育业务实现收入 62.3 亿元，同比增长 48.7%，营收贡献比例达 34.0%；随着教育信息化时代发展，公司“因材施教”解决方案应用逐步实现规模化落地，持续为公司发展提供动能。2) 开放平台及消费者业务增速最快，实现营收 46.9 亿元，同比增长 52.3%，其中平台、硬件、移动互联网产品分别同比增长 55.6%、41.6%、61.9%，呈现三轮驱动的良好放量态势。3) 智慧城市业务保持稳定增长，实现收入 49.7 亿元，同比增长 29.6%，其中信息工程业务增速亮眼，达 60.7%；4) 智慧医疗收入 3.4 亿元，同比增长 8.0%；运营商、汽车智能网联、智慧金融表现亮眼，同比增速分别为 26.8%、38.9%、33.8%。

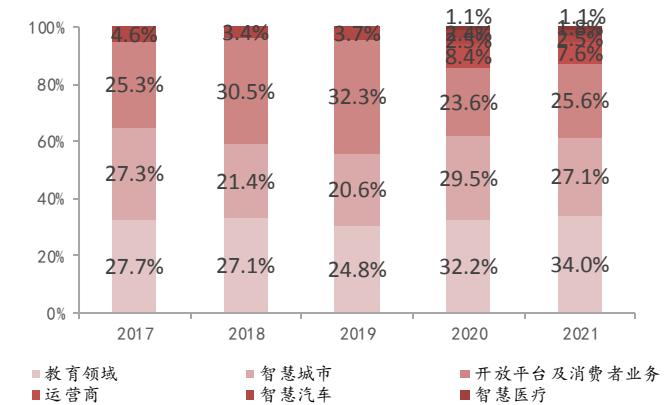
图 12：公司三大支柱业务收入情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

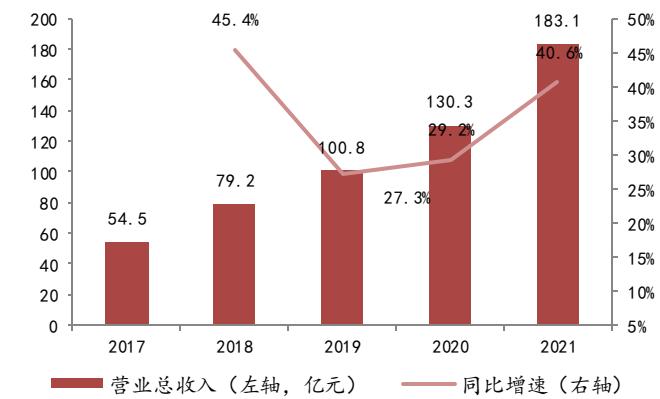
总体来看，公司业绩保持快速增长，盈利能力稳步提升。近 5 年来，公司营收与归母净利润均呈快速增长态势，CAGR 分别为 35.4%、37.5%。报告期内，公司实现营业收入 183.1 亿元，同比增长 40.6%；实现归母净利润 15.6 亿元，由于公司提前布局运营与驻点人员，人员规模扩大，费用增加，净利润端增幅有所下降，同比增长 14.1%。未来随着人员规模效应释放，公司根据地业务加速落地，整体盈利能力有望进一步提升。

图 11：公司智慧医疗产品矩阵不断丰富


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：公司收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：公司营业收入及增速情况


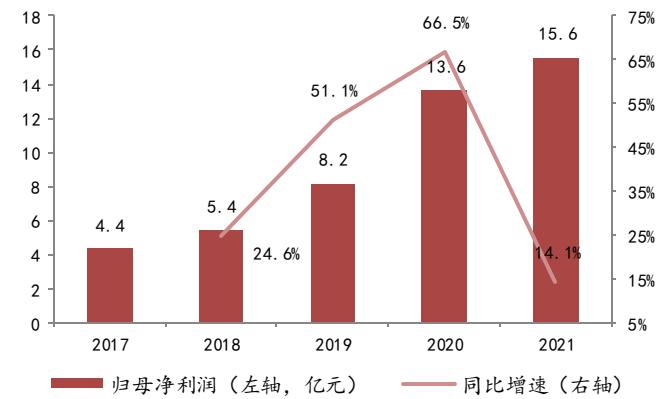
数据来源：公司公告，西南证券整理

从费用率和利润率来看，**1) 费用率端**，近五年公司费用率整体呈下降趋势，其中管理费用率自2017年21.6%下降至2021年的6.0%，内部管理效率大幅提升；**2) 利润率端**，2017-2021年，公司毛利率呈下降趋势，主要系公司业务结构转变，毛利相对较低的硬件业务营收占比不断提升，同时加大人才投入所致。

图 16：公司 2017 年以来费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

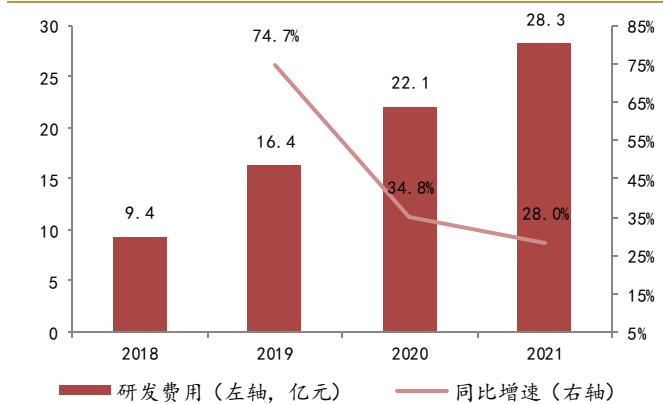
持续加大研发投入，不断完善核心技术。人工智能是典型的技术密集型产业，公司以完善核心技术、开发新产品、升级产品结构为目标，不断加码研发投入，核心竞争力持续提升。报告期内，公司投入研发费用28.3亿元，同比增长28.0%；同时，研发团队持续扩充至8367人，同比增长29.5%，占公司总人数的58.5%。公司在教育、医疗等民生行业取得多项突破，报告期内，获得10项人工智能领域国际权威评测冠军和一级学会科技奖励，进一步强化了公司在教育、医疗、消费者等领域的“代差”技术壁垒与领先优势。

图 15：公司归母净利润及增速情况


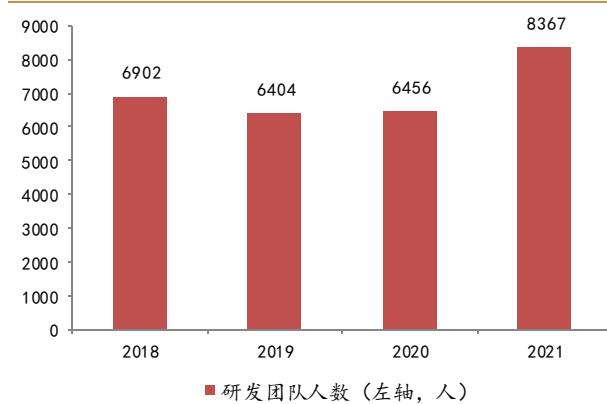
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：公司 2017 年以来毛利率、净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司 2018 年以来研发费用情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：2021 年公司加大人才投入


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 教育领域业务：随着国家“双减”政策落地，教育信息化建设进一步推进，校内外场景产品迎来发展机遇，区域“因材施教”方案逐步铺开，“代差”领先优势不断扩大，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 40.6%、34.8%、30.0%。

2) 智慧城市业务：数字经济战略背景下，城市数字化转型不断推进和下沉，信息化需求不断向精细化、多领域演进，公司各项业务持续升级，成效显著，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 22.3%、18.4%、15.8%。

3) 开放平台及消费者业务：伴随 AI 技术的普及，公司开放平台的应用场景得到扩容，讯飞人工智能开放平台以“云+端”方式提供多项 AI 技术和垂直行业的快速解决方案，吸引开发者数量快速提升，逐步完善的平台能力亦有望持续提升单个开发者的 ARPU；C 端业务方面，公司不断完善软硬件产品矩阵，同时大力提升渠道销售能力，预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 43.3%、37.5%、32.8%。

4) 智慧医疗业务：AI+医疗领域整体仍处于投入试点阶段，是公司重要的战略孵化业务，预计 2022-2024 年收入增速保持 10% 左右水平稳健增长。

5) 智能汽车：智能座舱仍然呈现高景气度，当前正从渗透率的快速提升逐步转向精细化发展阶段，车内交互功能的升级仍有较大空间，公司积极拓展车厂客户及项目定点，前后装规模化出货确定性较强，预计 2022-2024 年收入增速分别为 40%、40%、35%。

6) 2021 年毛利率下降较多主要为硬件、广告等低毛利业务占比提升、人员支出增加等所致，伴随着后续核心软件业务的技术沉淀及规模化应用，预计毛利率将逐步恢复；伴随费用端管控效果可持续，费用率整体维持下降趋势。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
教育领域	收入小计	6,231.6	8,761.9	11,813.9
	增速	48.8%	40.6%	34.8%
	其中：教育产品和服务	6,007.4	8,470.4	11,435.0
	增速	49.5%	41.0%	35.0%
	其中：教学业务	224.2	291.5	378.9
	增速	34.0%	30.0%	30.0%
智慧城市	收入小计	4,973.6	6,084.4	7,203.5
	增速	29.6%	22.3%	18.4%
	其中：信息工程	2,850.9	3,848.7	4,810.9
	增速	60.7%	35.0%	25.0%
	其中：数字政府	1,204.5	1,409.2	1,648.8
	增速	17.5%	17.0%	17.0%
	其中：智慧政法	918.2	826.4	743.8
	增速	-11.5%	-10.0%	-10.0%
开放平台及消费者业务	收入小计	4,687.4	6,719.3	9,240.1
	增速	52.2%	43.3%	37.5%
	其中：开放平台	2,987.8	4,332.3	6,065.3
	增速	55.6%	45.0%	40.0%
	其中：智能硬件	1,236.7	1,669.6	2,170.5
	增速	41.6%	35.0%	30.0%
	其中：移动互联网产品	462.9	717.4	1,004.4
	增速	61.9%	55.0%	40.0%
运营商	收入小计	1,393.2	1671.88	2006.25
	增速	26.8%	20.0%	20.0%
智慧汽车	收入小计	449.4	629.18	880.85
	增速	38.9%	40.0%	40.0%
智慧医疗	收入小计	337.9	371.65	408.82
	增速	8.1%	10.0%	10.0%
智慧金融	收入小计	196.7	255.75	319.69
	增速	33.8%	30.0%	25.0%
其他行业方案	收入小计	6.4	16.12	32.23
	增速	173.4%	150.0%	100.0%
其他业务	收入小计	37.3	38.09	38.86
	增速	1.8%	2.0%	2.0%
合计	收入小计	18313.6	24548.23	31944.22
	增速	40.6%	34.0%	30.1%
	毛利率	41.1%	41.6%	41.9%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司2022-2024年营业收入分别为245.5亿元(+34.0%)、319.4亿元(+30.1%)和404.0亿元(+26.5%)，归母净利润分别为21.0亿元(+34.8%)、28.2亿元(+34.6%)、38.6亿元(+36.8%)，EPS分别为0.90元、1.21元、1.66元，对应动态PE分别为37倍、28倍、20倍。

2.2 相对估值

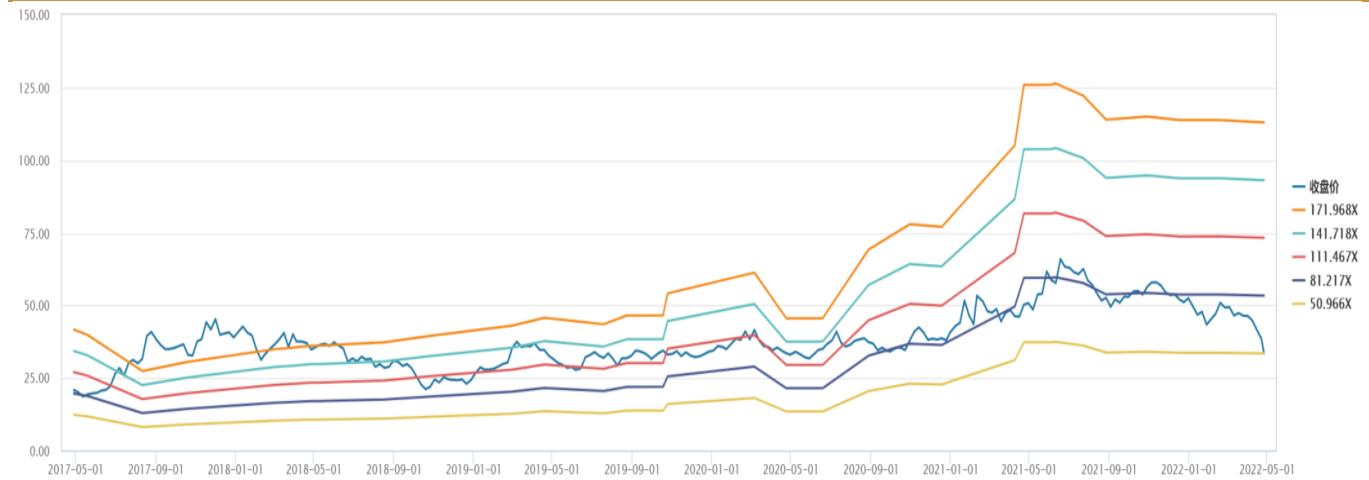
公司为AI技术的集大成者，业务涉及G、B、C三端多点开花，极具稀缺性，分别选取云计算、智能汽车、金融IT、医疗信息化产业内与科大讯飞地位相近的软件龙头进行估值比较。

表3：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS(元)				PE(倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688111.SH	金山办公	734	158.00	2.26	3.03	4.10	5.29	117	52	39	30
300496.SZ	中科创达	326	78.10	1.52	2.15	2.94	3.91	91	36	27	20
600845.SH	恒生电子	470	32.04	1.00	1.17	1.41	1.70	62	27	22	19
300253.SZ	卫宁健康	156	7.38	0.18	0.25	0.33	0.37	95	29	22	20
平均值								91	36	28	22
002230.SZ	科大讯飞	778	33.50	0.67	0.90	1.21	1.66	78	37	28	20

数据来源：Wind，西南证券整理

图20：公司PE(TTM)为5年来最低水平



资料来源：Wind，西南证券整理

从PE角度看，2022年行业平均估值为36倍，公司PE为37倍，与行业平均水平相当。公司作为国内AI领军企业，在智慧教育、开放平台、消费者业务等支柱领域已构建起“刚需+代差”的可持续发展优势，叠加多行业AI应用的规模化落地，收入维持高增速确定性强，盈利能力亦不断攀升，理应享受一定估值溢价。预计2022-2024年公司归母净利润CAGR达到35.4%，结合公司自身PE水平已调整至五年来最低水平，具备安全边际与向上修复的潜力，故给予公司2022年50倍PE，对应目标价45.00元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

宏观经济承压；疫情反复影响项目进程；核心技术研发进度不及预期；教育业务全国拓展不及预期；消费者业务放量不及预期；智慧医疗、智慧城市等景气度下降等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18313.61	24548.23	31944.22	40396.03	净利润	1610.72	2170.95	2921.01	3994.46
营业成本	10780.35	14336.16	18559.59	23308.51	折旧与摊销	1422.36	1105.80	1105.80	1105.80
营业税金及附加	121.07	158.05	205.49	261.14	财务费用	-10.43	-81.01	-105.42	-133.31
销售费用	2692.84	3436.75	4472.19	5574.65	资产减值损失	-75.57	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	1101.76	5032.39	6388.84	7877.23	经营营运资本变动	-1904.64	-1029.22	-607.12	-1241.39
财务费用	-10.43	-81.01	-105.42	-133.31	其他	-149.36	-268.48	-283.52	-275.16
资产减值损失	-75.57	-100.00	-100.00	-100.00	经营活动现金流净额	893.08	1798.05	2930.75	3350.41
投资收益	-7.58	27.00	27.00	27.00	资本支出	-1174.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	331.41	350.00	350.00	350.00	其他	-1404.38	869.52	377.00	377.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2579.29	869.52	377.00	377.00
营业利润	1464.44	2142.88	2900.51	3984.81	短期借款	-117.19	-525.43	0.00	0.00
其他非经营损益	32.25	50.00	50.00	50.00	长期借款	309.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	1496.69	2192.88	2950.51	4034.81	股权融资	3095.97	0.00	0.00	0.00
所得税	-114.03	21.93	29.51	40.35	支付股利	-441.98	-311.29	-419.57	-564.52
净利润	1610.72	2170.95	2921.01	3994.46	其他	-467.58	-98.02	105.42	133.31
少数股东损益	54.25	73.12	98.39	134.55	筹资活动现金流净额	2378.79	-934.75	-314.15	-431.22
归属母公司股东净利润	1556.46	2097.83	2822.62	3859.92	现金流量净额	686.91	1732.82	2993.60	3296.20
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5869.93	7602.75	10596.35	13892.55	成长能力				
应收和预付款项	8547.24	12149.34	15488.89	19597.72	销售收入增长率	40.61%	34.04%	30.13%	26.46%
存货	2433.96	3228.26	4188.34	5258.69	营业利润增长率	1.90%	46.33%	35.36%	37.38%
其他流动资产	2150.71	1052.56	1369.67	1732.06	净利润增长率	11.72%	34.78%	34.55%	36.75%
长期股权投资	717.77	717.77	717.77	717.77	EBITDA 增长率	7.22%	10.13%	23.15%	27.08%
投资性房地产	186.14	186.14	186.14	186.14	获利能力				
固定资产和在建工程	2809.43	2427.13	2044.82	1662.51	毛利率	41.13%	41.60%	41.90%	42.30%
无形资产和开发支出	4314.02	3605.92	2897.82	2189.72	三费率	20.66%	34.17%	33.67%	32.97%
其他非流动资产	4364.83	4349.43	4334.04	4318.64	净利润率	8.80%	8.84%	9.14%	9.89%
资产总计	31394.04	35319.30	41823.84	49555.82	ROE	9.29%	11.31%	13.46%	15.90%
短期借款	525.43	0.00	0.00	0.00	ROA	5.13%	6.15%	6.98%	8.06%
应付和预收款项	7460.79	10920.56	14097.26	17470.06	ROIC	21.11%	22.52%	29.21%	37.75%
长期借款	392.04	392.04	392.04	392.04	EBITDA/销售收入	15.71%	12.90%	12.21%	12.27%
其他负债	5678.53	4811.05	5637.45	6566.68	营运能力				
负债合计	14056.80	16123.65	20126.75	24428.78	总资产周转率	0.65	0.74	0.83	0.88
股本	2324.33	2324.33	2324.33	2324.33	固定资产周转率	8.40	10.53	16.39	25.78
资本公积	10335.29	10335.29	10335.29	10335.29	应收账款周转率	2.83	2.73	2.67	2.65
留存收益	5097.11	6883.64	9286.70	12582.09	存货周转率	4.46	5.06	5.00	4.93
归属母公司股东权益	16780.72	18566.01	20969.06	24264.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.71%	—	—	—
少数股东权益	556.52	629.64	728.03	862.58	资本结构				
股东权益合计	17337.24	19195.65	21697.09	25127.03	资产负债率	44.78%	45.65%	48.12%	49.30%
负债和股东权益合计	31394.04	35319.30	41823.84	49555.82	带息债务/总负债	6.53%	2.43%	1.95%	1.60%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	1.63	1.75	1.78	1.84
EBITDA	2876.36	3167.67	3900.90	4957.31	速动比率	1.42	1.52	1.55	1.60
PE	50.03	37.12	27.59	20.17	股利支付率	28.40%	14.84%	14.86%	14.63%
PB	4.64	4.19	3.71	3.21	每股指标				
PS	4.25	3.17	2.44	1.93	每股收益	0.67	0.90	1.21	1.66
EV/EBITDA	23.75	20.80	16.12	12.02	每股净资产	7.22	7.99	9.02	10.44
股息率	0.57%	0.40%	0.54%	0.73%	每股经营现金	0.38	0.77	1.26	1.44
					每股股利	0.19	0.13	0.18	0.24

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

行业评级

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf @swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn