

根据地业务表现稳健，AI领军迎发展新风口

投资要点

- **事件：**公司发布2022年年度业绩预告，预计实现营业收入183.1-201.5亿元，同比增长0%-10%；预计实现归母净利润4.7-6.2亿元，同比减少60%-70%；预计实现扣非后净利润3.9-5.4亿元，同比减少45%-60%。
- **根据地业务稳健增长，现金流保持健康匹配。**报告期内，疫情对公司经营的影响持续，全国各地项目招投标延迟，单四季度超过20个项目有所延期，合同金额超过30亿元。我们认为，相关项目虽有延期但并未取消，公司2023年业绩有望迎来复苏。同时，公司可持续型根据地业务在2022年仍实现23%的增长，其中人工智能开放平台新增87.5万开发者，智慧医疗新开拓96个曲线，智慧汽车新增合作车型110个，确保整体营业收入保持正向增长。此外，报告期末公司经营活动产生的现金流量净额超过5亿元，销售回款与营业收入保持良性、健康匹配。
- **公允价值波动影响利润表现，坚定投入有望拨云见日。**报告期内，公司持股的三人行、寒武纪、商汤等金融资产因股价波动导致公允价值变动收益金额较上年同期减少约5.9亿元，表观净利润受影响较大。同时，公司在教育、医疗等运营型根据地业务，以及新产品研发、核心技术自主可控和国产化适配等方向新增投入8亿元，进一步夯实技术及市场实力，后续有望产生可持续型收入，成为公司长期成长新引擎。
- **“刚需+代差”优势显著，未来增长空间广阔。**近期ChatGPT与微软进一步投资OpenAI等再度引发市场关注，人工智能产业发展持续加速。公司作为人工智能产业国家队，在大规模预训练模型、认知智能、多模态训练等方向布局领先，伴随相关技术的成熟和下游场景的拓宽，有望迎来新一轮发展机遇。
- **盈利预测与投资建议。**根据公司最新业绩预告调整盈利预测，预计2022-2024年EPS分别为0.23元、0.75元、1.13元。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，2023年公司将进一步控制人效，业绩拐点有望来临，维持“买入”评级。
- **风险提示：**核心技术研发进度不及预期；公允价值变动风险；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、智慧城市等落地不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	18313.61	19786.52	25325.77	31928.65
增长率	40.61%	8.04%	28.00%	26.07%
归属母公司净利润（百万元）	1556.46	534.92	1736.65	2627.42
增长率	14.13%	-65.63%	224.66%	51.29%
每股收益EPS（元）	0.67	0.23	0.75	1.13
净资产收益率ROE	9.29%	3.15%	9.33%	12.56%
PE	57	165	51	34
PB	5.25	5.18	4.72	4.21

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
电话：0755-26671517
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



基础数据

总股本(亿股)	23.24
流通A股(亿股)	21.29
52周内股价区间(元)	31.1-50.94
总市值(亿元)	880.24
总资产(亿元)	283.40
每股净资产(元)	6.68

相关研究

1. 科大讯飞(002230):重点赛道高速增长，扣非利润略超预期 (2022-08-24)
2. 科大讯飞(002230):“平台+赛道”助多点开花，盈利能力持续增强 (2022-04-29)

盈利预测

关键假设：

1) **教育领域业务**：随着国家在教育领域加大贴息贷款等支持，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 8.3%、30.0%、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 5.2%、21.9%、18.0%。

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 5.9%、30.5%、29.5%。

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，伴随医疗 IT 景气度修复，预计 2022-2024 年收入增速分别为 30%、40%、30%。

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 15%、40%、35%。

6) 伴随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；伴随公司后续着重加强人效提升方面的管理，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 1：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	6,745.8	8,769.5	11,400.4
	增速	48.8%	8.3%	30.0%	30.0%
	其中：教育产品和服务	6,007.4	6,487.9	8,434.3	10,964.6
	增速	49.5%	8.0%	30.0%	30.0%
	其中：教学业务	224.2	257.9	335.2	435.8
	增速	34.0%	15.0%	30.0%	30.0%
智慧城市	收入小计	4,973.6	5,230.3	6,377.3	7,522.5
	增速	29.6%	5.2%	21.9%	18.0%
	其中：信息工程	2,850.9	3,079.0	3,787.1	4,544.6
	增速	60.7%	8.0%	23.0%	20.0%
	其中：数字政府	1,204.5	1,324.9	1,722.4	2,066.9
	增速	17.5%	10.0%	30.0%	20.0%
	其中：智慧政法	918.2	826.4	867.7	911.1
	增速	-11.5%	-10.0%	5.0%	5.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
开放平台 及消费者业务	收入小计	4,687.4	4,965.1	6,478.0	8,386.0
	增速	52.2%	5.9%	30.5%	29.5%
	其中：开放平台	2,987.8	3,137.2	4,078.4	5,301.9
	增速	55.6%	5.0%	30.0%	30.0%
	其中：智能硬件	1,236.7	1,360.4	1,768.5	2,263.7
	增速	41.6%	10.0%	30.0%	28.0%
	其中：移动互联网产品	462.9	467.5	631.1	820.4
运营商	收入小计	1,393.2	1602.22	2002.77	2403.33
	增速	26.8%	15.0%	25.0%	20.0%
智慧汽车	收入小计	449.4	516.83	723.56	976.80
	增速	38.9%	15.0%	40.0%	35.0%
智慧医疗	收入小计	337.9	439.23	614.92	799.39
	增速	8.1%	30.0%	40.0%	30.0%
智慧金融	收入小计	196.7	236.08	295.09	354.11
	增速	33.8%	20.0%	25.0%	20.0%
其他行业方案	收入小计	6.4	12.89	25.78	46.41
	增速	173.4%	100.0%	100.0%	80.0%
其他业务	收入小计	37.3	38.09	38.86	39.63
	增速	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
合计	收入小计	18313.6	19786.52	25325.77	31928.65
	增速	40.6%	8.0%	28.0%	26.1%
	毛利率	41.1%	42.00%	42.20%	42.30%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

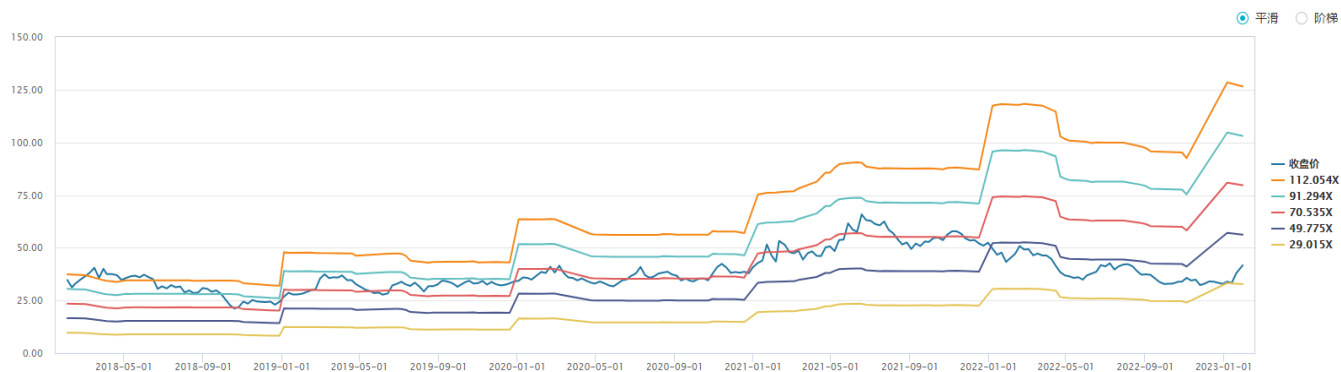
公司为 AI 技术的集大成者，业务涉及 G、B、C 三端多点开花，极具稀缺性，分别选取云计算、智能汽车、金融 IT、医疗信息化产业内与科大讯飞地位相近的软件龙头进行估值比较。

表 2：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	1,359	294.70	2.26	2.63	3.64	4.90	131	112	81	60
300496.SZ	中科创达	488	106.60	1.41	2.03	2.79	3.73	75	52	38	29
600845.SH	恒生电子	849	50.30	1.08	1.29	1.63	2.06	47	39	31	24
300253.SZ	卫宁健康	245	11.40	0.18	0.21	0.27	0.35	65	55	42	33
平均值								79	65	48	36
002230.SZ	科大讯飞	880	37.88	0.67	0.23	0.75	1.13	57	165	51	34

数据来源：Wind，西南证券整理

图 1：公司 PE 为 5 年来最低水平



数据来源：Wind, 西南证券整理

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	19786.52	25325.77	31928.65	净利润	1610.72	553.56	1797.19	2719.00
营业成本	10780.35	11772.98	14942.20	18678.26	折旧与摊销	1422.36	1105.80	1105.80	1105.80
营业税金及附加	121.07	127.39	162.92	206.40	财务费用	-10.43	-98.93	-126.63	-159.64
销售费用	2692.84	2967.98	3672.24	4470.01	资产减值损失	-75.57	-250.00	-150.00	-150.00
管理费用	1101.76	4214.53	5318.41	6545.37	经营营运资本变动	-1948.70	-376.58	-462.34	-987.35
财务费用	-10.43	-98.93	-126.63	-159.64	其他	-105.30	812.73	-45.82	-45.74
资产减值损失	-75.57	-250.00	-150.00	-150.00	经营活动现金流净额	893.08	1746.58	2118.20	2482.07
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	-590.00	150.00	200.00	其他	-1404.38	-70.48	177.00	227.00
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	-70.48	177.00	227.00
营业利润	1464.44	489.57	1683.63	2565.25	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	539.57	1733.63	2615.25	股权融资	3095.97	0.00	0.00	0.00
所得税	-114.03	-13.99	-63.56	-103.75	支付股利	-441.98	-311.29	-106.98	-347.33
净利润	1610.72	553.56	1797.19	2719.00	其他	-467.58	-80.10	126.63	159.64
少数股东损益	54.25	18.65	60.54	91.59	筹资活动现金流净额	2378.79	-916.83	19.65	-187.69
归属母公司股东净利润	1556.46	534.92	1736.65	2627.42	现金流量净额	686.91	759.27	2314.84	2521.38
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	6629.21	8944.05	11465.43	成长能力				
应收和预付款项	8547.24	9797.55	12284.65	15495.26	销售收入增长率	40.61%	8.04%	28.00%	26.07%
存货	2433.96	2676.35	3434.34	4276.61	营业利润增长率	1.90%	-66.57%	243.90%	52.36%
其他流动资产	2150.71	848.39	1085.89	1369.01	净利润增长率	11.72%	-65.63%	224.66%	51.29%
长期股权投资	717.77	717.77	717.77	717.77	EBITDA 增长率	7.22%	-47.97%	77.94%	31.87%
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%	40.50%	41.00%	41.50%
无形资产和开发支出	4314.02	3605.92	2897.82	2189.72	三费率	20.66%	35.80%	35.00%	34.00%
其他非流动资产	4364.83	4349.43	4334.04	4318.64	净利率	8.80%	2.80%	7.10%	8.52%
资产总计	31394.04	31237.88	35929.53	41681.10	ROE	9.29%	3.15%	9.33%	12.56%
短期借款	525.43	0.00	0.00	0.00	ROA	5.13%	1.77%	5.00%	6.52%
应付和预收款项	7460.79	8958.08	11339.39	13988.26	ROIC	21.11%	4.71%	19.70%	29.68%
长期借款	392.04	392.04	392.04	392.04	EBITDA/销售收入	15.71%	7.56%	10.51%	11.00%
其他负债	5678.53	4309.50	4929.63	5660.67	营运能力				
负债合计	14056.80	13659.62	16661.06	20040.97	总资产周转率	0.65	0.63	0.75	0.82
股本	2324.33	2323.75	2323.75	2323.75	固定资产周转率	8.40	8.49	12.99	20.38
资本公积	10335.29	10335.86	10335.86	10335.86	应收账款周转率	2.83	2.48	2.65	2.65
留存收益	5097.11	5320.73	6950.40	9230.49	存货周转率	4.42	4.54	4.86	4.83
归属母公司股东权益	16780.72	17003.10	18632.77	20912.85	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	575.16	635.70	727.28	资本结构				
股东权益合计	17337.24	17578.26	19268.46	21640.14	资产负债率	44.78%	43.73%	46.37%	48.08%
负债和股东权益合计	31394.04	31237.88	35929.53	41681.10	带息债务/总负债	6.53%	2.87%	2.35%	1.96%
					流动比率	1.63	1.77	1.81	1.85
					速动比率	1.42	1.53	1.56	1.61
					股利支付率	28.40%	58.19%	6.16%	13.22%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	2876.36	1496.44	2662.80	3511.41	每股收益	0.67	0.23	0.75	1.13
PE	56.55	164.56	50.69	33.50	每股净资产	7.22	7.32	8.02	9.00
PB	5.25	5.18	4.72	4.21	每股经营现金	0.38	0.75	0.91	1.07
PS	4.81	4.45	3.48	2.76	每股股利	0.19	0.13	0.05	0.15
EV/EBITDA	27.29	51.47	28.05	20.56					
股息率	0.50%	0.35%	0.12%	0.39%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn