



中信证券研究部

核心观点



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



丁奇
计算机分析师
S1010519120003



潘儒琛
计算机分析师
S1010520110001

我们看好教育作为公司最核心赛道在 AI 2.0 时代率先迎来拐点。维持目标价 78 元，维持“买入”评级。

事项：7月21日，教育部等六部门印发《关于推进教育新型基础设施建设构建高质量教育支撑体系的指导意见》（以下简称《意见》），提出到2025年，基本形成结构优化、集约高效、安全可靠的教育新型基础设施体系，并通过迭代升级、更新完善和持续建设，实现长期、全面的发展。《意见》指出，教育新型基础设施是以新发展理念为引领，以信息化为主导，面向教育高质量发展需要，聚焦信息网络、平台体系、数字资源、智慧校园、创新应用、可信安全等方面的新型基础设施体系。《意见》强调，要加强统筹协调、健全标准规范、提升支撑能力、完善经费保障、强化监督评价。

探索新型教学方式，促进学生个性化发展，AI 技术有望加速落地校内教育场景。《意见》提出，开发基于大数据的智能诊断、资源推送和学习辅导等应用，促进学生个性化发展。开发基于人工智能的智能助教、智能学伴等教学应用，实现“人机共教、人机共育”，提高教育教学质量。目前，在 AI 众多的落地场景中，教育一直是 AI 的重要应用场景，人工智能教育的核心在于以数据和技术为驱动力，实现规模化的个性化教育，以达到更好的教学效果和用户体验。作为教育减负增效的拓荒者，科大讯飞基于人工智能核心技术打造的个性化学习产品，有望真正实现因材施教、减负增效。在政策的引导下，公司个性化产品预计将加速实现行业的渗透。

普及个人学习终端，探索个性化资源付费机制，公司区域教育模式料将持续落地。《意见》提出，有条件的地方普及符合技术标准和学习需要的个人学习终端，支撑网络条件下个性化的教与学。利用区块链技术保护知识产权，探索个性化资源购买使用和后付费机制。讯飞学习机是科大讯飞 AI+教育业务积累的进一步体现，实现智慧教育 To C 运营新模式。与此同时，区域因材施教模式为区域提供标准化产品与服务解决方案，实现公司教育赛道高举高打、自上而下布局的战略。在区域模式的异地复制下，预计公司以学习机为代表的个性化学习系统未来将伴随区域教育的发展加速校内场景的渗透应用。

区域模式异地复制叠加 C 端产品快速渗透，公司智慧教育业务率先迎来拐点。公司教育产品已经形成了 To B 与 To C 的生态闭环，其中 2B 区域因材施教解决方案实现异地复制，高标准化推动产品化率提升。2019 年末公司斩获青岛、蚌埠两大区域教育订单，并形成示范效应，2020 年以来持续异地复制；To C 个性化学习手册+学习机持续发力，个册已在全国逾一千多所中学运营，服务学生超过 200 万，学习机进一步完善个性化自主学习方式，成为教育 C 端业务新增增长点。伴随各地政府财政预算不断恢复，政策引导“校内减负”背景下，以智慧教育为代表的教育信息化投入预计将持续提升，公司智慧教育业务有望在“十四五”期间迎来快速发展，在 AI 2.0 时代率先迎来拐点。

风险因素：区域订单模式异地复制不及预期，教育 C 端产品推广不及预期。

投资建议：我们看好教育作为公司最核心赛道，在 AI 2.0 时代率先迎来拐点。维持 2021-23 年 EPS 预测 0.76/1.01/1.36 元，现价对应 PE 估值 81/61/45 倍，维持目标价 78 元，维持“买入”评级。

科大讯飞	002230
评级	买入 (维持)
当前价	61.53 元
目标价	78.00 元
总股本	2,301 百万股
流通股本	2,075 百万股
总市值	1,416 亿元
近三月日均成交额	2,412 百万元
52 周最高/最低价	67.58/34.05 元
近 1 月绝对涨幅	-6.90%
近 6 月绝对涨幅	19.23%
近 12 月绝对涨幅	62.51%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,079	13,025	17,201	22,444	28,833
营业收入增长率 YoY	27.3%	29.2%	32.1%	30.5%	28.5%
净利润(百万元)	819	1,364	1,700	2,246	3,034
净利润增长率 YoY	51.1%	66.5%	24.7%	32.1%	35.1%

每股收益 EPS(基本)(元)	0.37	0.61	0.76	1.01	1.36
毛利率	46.0%	45.1%	45.2%	45.6%	46.3%
净资产收益率 ROE	7.2%	10.8%	12.2%	14.3%	16.8%
每股净资产 (元)	5.13	5.69	6.26	7.04	8.10
PE	166.3	100.9	81.0	60.9	45.2
PB	12.0	10.8	9.8	8.7	7.6
PS	14.0	10.9	8.2	6.3	4.9
EV/EBITDA	78.5	54.3	57.0	45.0	35.7

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 7 月 21 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,079	13,025	17,201	22,444	28,833
营业成本	5,440	7,148	9,431	12,203	15,483
毛利率	46.0%	45.1%	45.2%	45.6%	46.3%
税金及附加	67	79	103	135	173
销售费用	1,780	2,084	2,616	3,227	4,055
销售费用率	17.7%	16.0%	15.2%	14.4%	14.1%
管理费用	707	857	938	1,187	1,478
管理费用率	7.0%	6.6%	5.5%	5.3%	5.1%
财务费用	(4)	16	(39)	(18)	(25)
财务费用率	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
研发费用	1640	2211	2881	3750	4802
研发费用率	16.3%	17.0%	16.7%	16.7%	16.7%
投资收益	112	32	30	30	30
EBITDA	1,815	2,624	2,500	3,169	3,996
营业利润	988	1,437	1,778	2,358	3,196
营业利润率	9.80%	11.03%	10.34%	10.51%	11.08%
营业外收入	74	141	150	150	150
营业外支出	67	122	120	120	120
利润总额	995	1,457	1,808	2,388	3,226
所得税	52	15	18	24	32
所得税率	5.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
少数股东损益	124	78	89	118	160
归属于母公司股东的净利润	819	1,364	1,700	2,246	3,034
净利率	8.1%	10.5%	9.9%	10.0%	10.5%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,829	5,350	6,880	8,977	11,533
存货	826	2,379	3,084	3,991	5,063
应收账款	5,087	5,468	7,266	9,480	12,179
其他流动资产	1,688	1,781	2,275	2,838	3,515
流动资产	11,430	14,978	19,505	25,286	32,290
固定资产	2,001	1,839	1,884	1,924	1,959
长期股权投资	422	567	567	567	567
无形资产	2,051	1,908	2,083	2,172	2,226
其他长期资产	4,197	5,544	5,894	6,360	6,771
非流动资产	8,671	9,858	10,428	11,023	11,523
资产总计	20,101	24,836	29,933	36,309	43,814
短期借款	733	643	2,050	3,667	5,195
应付账款	2,041	2,828	3,772	4,881	6,193
其他流动负债	4,091	6,921	8,322	10,117	12,263
流动负债	6,866	10,392	14,145	18,666	23,651
长期借款	398	82	82	82	82
其他长期负债	1,103	1,390	1,390	1,390	1,390
非流动性负债	1,500	1,472	1,472	1,472	1,472
负债合计	8,366	11,864	15,617	20,138	25,123
股本	2,199	2,225	2,225	2,225	2,225
资本公积	6,969	7,339	7,339	7,339	7,339
归属于母公司所有者权益合计	11,418	12,668	13,923	15,660	18,019
少数股东权益	317	304	393	512	671
股东权益合计	11,735	12,972	14,317	16,171	18,690
负债股东权益总计	20,101	24,836	29,933	36,309	43,814

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	943	1,442	1,790	2,364	3,193
折旧和摊销	947	1,230	821	916	955
营运资金的变化	-411	-312	-881	-1,119	-1,403
其他经营现金流	53	-88	-39	91	157
经营现金流合计	1,531	2,271	1,690	2,253	2,902
资本支出	-1,887	-1,249	-1,030	-1,030	-1,030
投资收益	112	32	30	30	30
其他投资现金流	-1,124	482	-161	-281	-225
投资现金流合计	-2,899	-735	-1,161	-1,281	-1,225
权益变化	2,929	532	0	0	0
负债变化	-42	-243	1,407	1,617	1,528
股利支出	-209	-220	-445	-510	-674
其他融资现金流	-98	-165	39	18	25
融资现金流合计	2,580	-95	1,001	1,125	879
现金及现金等价物净增加额	1,212	1,440	1,530	2,097	2,556

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	27.3%	29.2%	32.1%	30.5%	28.5%
营业利润	57.4%	45.5%	23.7%	32.7%	35.5%
净利润	51.1%	66.5%	24.7%	32.1%	35.1%
利润率 (%)					
毛利率	46.0%	45.1%	45.2%	45.6%	46.3%
EBITDA Margin	18.0%	20.1%	14.5%	14.1%	13.9%
净利率	8.1%	10.5%	9.9%	10.0%	10.5%
回报率 (%)					
净资产收益率	7.2%	10.8%	12.2%	14.3%	16.8%
总资产收益率	4.1%	5.5%	5.7%	6.2%	6.9%
其他 (%)					
资产负债率	41.6%	47.8%	52.2%	55.5%	57.3%
所得税率	5.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
股利支付率	26.8%	32.6%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编制的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。