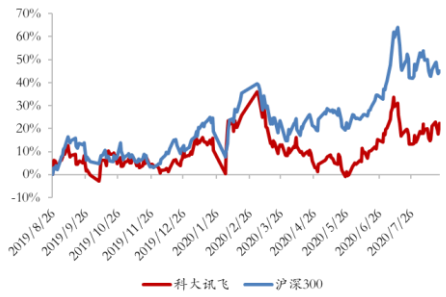
Q2 业绩恢复良好，优势赛道加快规模商用

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-08-23
收盘价（元）	38.85
近 12 个月最高/最低（元）	44.73/30.42
总股本（百万股）	2197.87
流通股本（百万股）	2024.49
流通股比例（%）	92.11
总市值（亿元）	853.87
流通市值（亿元）	786.51

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技
执业证书号：S0010520020001
邮箱：yinyj@hazq.com

研究助理：夏瀛韬
执业证书号：S0010120050024
邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_行业研究_行业深度_智造升级，科技赋能主旋律——工业互联网深度研究》2020-05-26

2.《华安证券_行业研究_计算机行业_深度报告_进击的安徽：安徽优势产业系列之人工智能》2020-07-22

3.《华安证券_公司研究_计算机行业_深度报告_科大讯飞：AI 龙头再起航，规模商用新征程》2020-08-10

主要观点：

事件概述：公司 8 月 21 日发布 2020 年半年报，2020H1 实现营业收入 43.49 亿元，同比增长 2.86%，2020Q2 单季度实现营业收入 29.40 亿元，同比增长 29.54%。2020H1 实现归母净利润 2.58 亿元，同比增长 36.28%，2020Q2 单季度实现归母净利润 3.90 亿元，同比增长 344.94%。2020H1 实现扣非归母净利润 0.07 亿元，同比下降 76.53%，2020Q2 单季度实现扣非归母净利润 1.42 亿元，2019Q2 单季度为-0.01 亿元。公司 Q2 单季度收入和净利润均呈现良好的复苏态势，我们认为公司在优势赛道上正在逐渐加快规模商用，未来成长可期。

收入利润 Q2 呈现复苏态势，疫情影响逐渐减弱

公司 2020Q2 实现营业收入单季度增长 29.54%，Q1 单季度同比下滑 29.06%。归母净利润 Q2 单季度为 3.90 亿元，剔除三人行上市确认的 2.72 亿投资收益等因素影响，扣非后净利润为 1.42 亿元，Q1 单季度分别为-1.31 和-1.35 亿元。我们可以看出公司收入和净利润在 Q2 均大幅改善，呈现出良好的复苏态势。尤其是净利润端，在 Q1 出现上市以来首次单季度亏损后，公司在 Q2 净利润重回正增长，有望提振市场信心。

从订单和需求来看，Q1 主要受制于疫情的影响，一方面 C 端的消费者产品如翻译机等需求停滞，另一方面 B 端的如教育、政法等领域招投标延后、现场交付推迟，影响了订单和收入的确认。而从 Q2 的情况来看，疫情影响正在逐渐减弱。3 月份网上招标逐渐恢复后，公司当月新增中标合同同比增长 91%，2020H1 新增中标合同同比增长 119%。另一方面，公司智能硬件产品在 618 期间整体销售额增长 40%以上，除翻译机外的其他智能硬件增长超过 140%，C 端需求也呈现快速复苏状态。因为，伴随 2B、2C 双轮驱动的复苏，疫情影响正在减弱，公司有望重回快速增长的轨道。

毛利率短期结构性下滑，费用端控制良好

公司 2020H1 毛利率 45.79%，同比下降 4.65pct，我们认为这主要是受到产品结构的影响。一方面公司教育领域上半年承接了较多区域性的因材施教解决方案项目，这些低毛利项目部分拉低了公司综合毛利率。另一方面公司智慧城市中的信息工程业务上半年增长 16%，信息工程的毛利率仅有 25%左右，从结构上也影响了综合毛利率的表现。全年来看，随着 C 端业务的复苏，包括教育赛道的个性化学习手册，以及智能硬件产品的销量增长，我们认为公司毛利率仍将稳定在合理区间，不存在大幅下滑的风险。

费用端来看，公司 2020H1 销售费用率 18.76%，同比下降 2.1pct；管理费用率 7.45%，同比下降 0.09pct；研发费用率 21.53%，同比增加 2.82pct。我们认为公司费用总体管控良好，尤其是在疫情的冲击下，能够控制销售和管理费用增速低于收入增速，得益于公司增量绩效管理等内部管理体系的变革。另一方面，公司研发投入依然持续加大，我们认为科技企业的研发投入是构建护城河的重要体现，长期有利于公司的发展。

优势赛道持续拓展，加快规模商用进程

我们此前的深度研究报告中曾经探讨了公司战略 2.0 阶段在优势赛道的布局思路，我们认为战略 2.0 阶段公司业务将进一步聚焦，并在优势赛道上逐步形成了“数据-算法-产品”的闭环，构建了“刚需+代差”的竞争优势，产生了标杆案例、应用成效、标准化产品，促使公司核心技术的规模商用。从 2020H1 的情况来看，教育赛道实现收入 13.97 亿元，同比增长 34.44%；医疗赛道实现收入 7400 万元，同比增长 664%，两者成为驱动上半年业绩增长的主要动力。我们认为公司各条优势赛道正在加快规模商用的进程：

1）智慧课堂解决方案：公司教育领域 B 端的智慧课堂产品正在向区域级的因材施教解决方案升级，公司去年先后中标蚌埠 15.86 亿以及青岛 8.59 亿的区域级订单，今年又相继中标昆明五华区、安徽芜湖县等过亿的订单。当前教育信息化的订单采购正在从单个学校向区域级集采演进，我们认为这有利于讯飞依靠前期的标杆案例、应用成效进行复制和推广。在此过程中，公司产品的标准化程度不断提升，有望实现规模增长和毛利提升。根据公司中报交流会披露，上半年教育领域新增订单同比增长 170%，规模商用逐渐落地。

2）个性化学习手册和学习机：公司教育领域 C 端的产品主要是定位教辅市场的个性化学习手册以及定位教培市场的讯飞学习机。个性化学习手册已经在全国超过一千所中学落地，上半年推出了针对学尖生个性化学习方案，并实现批量推广，产品竞争力进一步加强。讯飞学习机自去年发布以来，经过不断打磨，在 2020 年继续发布了两款新品，目前已经覆盖 K12 全学段资源，并针对中高考考生推出定制版本。我们认为公司个性化学习手册和学习机是未来教育领域增长的重要驱动力。依托公司在 G 端的智考产品以及 B 端的智课产品，公司积累了海量学生课堂内外的教学数据，通过数据驱动算法的更迭，未来有望依靠个性化学习手册和学习机进行规模化商用推广。

3）智医助理：公司智医助理产品 2020H1 已覆盖上线 66 个区县 13906 个基层医疗机构，同时在西藏、内蒙古、青海、北京、新疆、黑龙江、浙江等地逐步开始进行试点及应用，逐渐从安徽走向全国。目前“智医助理”已在全国 11 个省市近百个区县、超 2000 个乡镇级医疗机构、超 20000 个村级医疗机构投入使用。我们认为智医助理顺应分级诊疗的政策趋势，同时疫情催化下，医疗信息化的资本开支有望持续增长，公司医疗赛道正在快速实现规模商用。

4）消费者业务：受到疫情影响，公司翻译机产品上半年销量下滑较多，但其他智能硬件产品实现逆势的销量大幅增长。2020 年科大讯飞 C 端产品在“618 大促”中斩获京东、天猫、苏宁易购三大平台 22 项第一，核心品类连续多年保持销售额第一，在疫情影响下实现逆势增长，整体销售额累计同比增长超 40%。除翻译机以外的其他智能硬件销售额同比增长超过 140%。

5）智慧政法业务：上半年受制于政法体系疫情防控的高标准，政法领域的订单签订和实施进度受到较大程度的影响，公司政法业务上半年收入下滑 52%。全年来看，我们认为随着疫情的缓解，公司政法产品有望加速进行规模化推广。公司有望凭借在政法赛道产品的领先性，以及之前的重要标杆案例的成效，实现全年政法业务收入的正增长。

盈利预测与投资建议

公司 2020Q2 业绩呈现复苏态势，优势赛道仍保持快速增长。我们看好公司在人工智能 2.0 阶段，逐渐摆脱以项目制、定制化为主的商业模式，转向 2B 和 2C 双轮驱动，形成标准化产品，实现人工智能技术的规模商用。结合上半年公司教育领域和医疗领域的高速增长，我们小幅上调公司全年收入3.9%至119.44亿元，预计2020/21/22年实现营业收入119.4/159.2/206.5亿元，同比增长 18.5%/33.3%/29.7%。预计实现归母净利润 14.6/13.5/19.4亿元，同比增长 78.3%/-7.4%/43.6%。剔除参股公司科创板上市，确认投资收益的影响，预计今年实现归母净利润 8.86 亿元，同口径下，20/21/22 年归母净利润增长 24.2%/38.2%/46.0%。给予 9 倍 PS，预估公司未来 6 个月合理估值为 1075 亿元，维持“买入”评级。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,079	11,944	15,922	20,653
收入同比(%)	27.3%	18.5%	33.3%	29.7%
归属母公司净利润	819	1,460	1,352	1,941
净利润同比(%)	51.1%	78.3%	-7.4%	43.6%
毛利率(%)	46.0%	45.8%	46.6%	47.2%
ROE(%)	8.4%	12.2%	10.6%	14.3%
每股收益(元)	0.38	0.66	0.61	0.88
P/E	92.54	58.49	63.19	44.02
P/B	6.64	6.87	6.58	6.02
EV/EBITDA	39.86	44.66	43.60	31.27

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示

1）国内外疫情扩散，企业商务活动受限，订单需求不及预期；

2）政府对教育、医疗等领域投资力度不及预期；

3）消费者产品认可度和推广效果不及预期；

4）产业竞争加剧，公司先发优势逐渐减弱。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**11,430**	**11,953**	**15,773**	**17,791**
现金	3,829	3,583	3,981	4,544
应收账款	5,308	5,239	7,948	8,025
其他应收款	406	481	642	832
预付账款	145	172	229	297
存货	826	1,392	1,526	2,216
其他流动资产	916	2,478	2,973	4,093
非流动资产	**8,671**	**10,173**	**11,974**	**14,819**
长期投资	422	422	422	422
固定资产	2,001	2,052	2,072	2,085
无形资产	2,051	3,338	5,139	7,660
其他非流动资产	4,197	4,361	4,341	4,652
资产总计	**20,101**	**22,125**	**27,747**	**32,609**
流动负债	**6,866**	**7,768**	**12,631**	**15,997**
短期借款	763	1,208	3,133	5,047
应付账款	3,088	2,978	4,769	4,866
其他流动负债	3,015	3,581	4,729	6,084
非流动负债	**1,500**	**1,500**	**1,500**	**1,500**
长期借款	398	398	398	398
其他非流动负债	1,103	1,103	1,103	1,103
负债合计	**8,366**	**9,268**	**14,131**	**17,497**
少数股东权益	317	427	631	925
股本	2,199	2,199	2,199	2,199
资本公积	6,969	7,587	7,926	8,660
留存收益	2,250	2,645	2,861	3,329
归属母公司股东权益	11,418	12,431	12,985	14,188
负债和股东权益	**20,101**	**22,125**	**27,747**	**32,609**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1,531**	**729**	**1,337**	**2,298**
净利润	943	1,570	1,556	2,234
折旧摊销	827	284	340	414
财务费用	(4)	7	58	134
投资损失	(112)	(606)	(134)	(161)
营运资金变动	(1,903)	(527)	(483)	(323)
其他经营现金流	1,780	0	0	0
投资活动现金流	(2,899)	(965)	(2,009)	(2,777)
资本支出	(1,379)	(1,570)	(2,143)	(2,938)
长期投资	505	606	134	161
其他投资现金流	(2,025)	0	0	0
筹资活动现金流	2,580	(9)	1,069	1,042
短期借款	(63)	445	1,924	1,914
长期借款	31	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	2,613	(455)	(855)	(872)
现金净增加额	1,212	(245)	397	563

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,079**	**11,944**	**15,922**	**20,653**
营业成本	5,440	6,469	8,510	10,912
营业税金及附加	67	80	106	138
销售费用	1,780	2,050	2,653	3,338
管理费用	2,346	2,745	3,579	4,539
财务费用	(4)	7	58	134
资产减值损失	231	249	356	385
公允价值变动收益	(4)	0	0	0
投资净收益	112	606	134	161
营业利润	**988**	**1,657**	**1,643**	**2,358**
营业外收入	74	0	0	0
营业外支出	67	0	0	0
利润总额	**995**	**1,657**	**1,643**	**2,358**
所得税	52	87	86	124
净利润	**943**	**1,570**	**1,556**	**2,234**
少数股东损益	124	110	204	293
归属母公司净利润	**819**	**1,460**	**1,352**	**1,941**
EBITDA	1,931	1,948	2,040	2,905
EPS（元）	0.37	0.66	0.61	0.88

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	27.30%	18.51%	33.31%	29.71%
营业利润	57.37%	67.75%	-0.89%	43.55%
归属于母公司净利润	51.12%	78.26%	-7.43%	43.55%
获利能力				
毛利率(%)	46.02%	45.84%	46.55%	47.16%
净利率(%)	8.13%	12.23%	8.49%	9.40%
ROE(%)	8.45%	12.25%	10.64%	14.28%
ROIC(%)	8.48%	11.53%	10.19%	12.52%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.62%	41.89%	50.93%	53.66%
净负债比率(%)	-22.73%	-15.38%	-3.31%	5.96%
流动比率	1.66	1.54	1.25	1.11
速动比率	1.54	1.36	1.13	0.97
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.57	0.64	0.68
应收账款周转率	2.26	2.26	2.41	2.59
应付账款周转率	2.07	2.13	2.20	2.26
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.66	0.61	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.33	0.61	1.05
每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.65	5.91	6.45
估值比率				
P/E	92.5	58.5	63.2	44.0
P/B	6.6	6.9	6.6	6.0
EV/EBITDA	39.86	44.66	43.60	31.27

资料来源：WIND，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。