

**科大讯飞(002230)/计算机应用**
**战略投入持续加大, 多领域业务全面铺开**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 33.61

目标价格: 36—38

分析师: 程娇翼

执业证书编号: S0740515030003

电话: 021-20315206

Email: chengjy@r.qlzq.com.cn

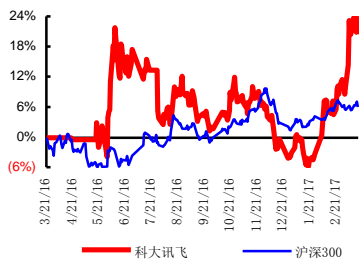
联系人: 陈倩卉

电话:

Email: chenqh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 1,326  |
| 流通股本(百万股) | 1,164  |
| 市价(元)     | 33.61  |
| 市值(百万元)   | 44,583 |
| 流通市值(百万元) | 39,109 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 短期业绩承压, 长期前景看好
- 2 收入持续高速增长, 人工智能捷报频传
- 3 定增收购乐知行, 教育生态布局再下一城

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2015A  | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2500.8 | 3320.48 | 4549.06 | 6300.44 | 8820.62 |
| 增长率 yoy%  | 40.87% | 32.78%  | 37.00%  | 38.50%  | 40.00%  |
| 净利润       | 4.25   | 4.84    | 5.98    | 8.10    | 11.20   |
| 增长率 yoy%  | 12.09% | 13.90%  | 23.50%  | 35.45%  | 38.20%  |
| 每股收益(元)   | 0.33   | 0.37    | 0.45    | 0.61    | 0.84    |
| 每股现金流量    | 0.40   | 0.23    | 0.67    | 0.64    | 0.85    |
| 净资产收益率    | 6.79%  | 6.86%   | 9.45%   | 13.93%  | 19.96%  |
| P/E       | 112.09 | 73.56   | 74.23   | 54.80   | 39.65   |
| PEG       | 9.27   | 5.29    | 4.77    | 4.39    | 4.23    |
| P/B       | 7.61   | 5.05    | 7.01    | 7.63    | 7.92    |

备注:

**投资要点**

- **事件:** 3月20日晚间, 公司正式公布2016年年报: 公司2016年全年共实现营业收入33.20亿元, 较去年同期增长32.78%; 实现归属于上市公司股东净利润4.84亿元, 同比增长13.90%。其中, 主营业务软件和信息技术服务、教育教学分别实现营收31.95亿元和1.13亿元, 同比增长33.10%和22.09%。报告期内, 公司销售费用和管理费用分别为6.48亿和7.29亿, 较去年同期增长72.8%和29.0%。
- **教育、AI等业务投入持续加大, 公司业绩短期承压。** 报告期内, 公司业绩增速略低于预期的主要原因是公司在教育等人工智能重点应用领域采取了“应用免费推广+增值运营服务”的创新模式, 主动进行市场占位布局, 使得相关研发和市场费用增加较大, 公司业绩短期承压。但从长期发展的角度看, 相关费用的持续投入有利于夯实公司在人工智能产业内的技术领先优势, 保障未来可持续发展和长期盈利能力。
- **讯飞超脑计划持续投入, AI云平台下公司人工智能生态圈加速建立。** 公司在以“从能听会说到能理解会思考”为目标的讯飞超脑项目上持续加大投入, 在感知智能、认知智能以及感知智能与认知智能的深度结合等领域均取得显著的研究成果, 相关人工智能技术继续全球领先。与此同时, 讯飞开放平台上的开发者目前已达25.7万家(同比+133.6%), 在线日服务量目前达31.3亿人次(同比+141.1%), 过去18个月总用户数超9.1亿, 月活跃用户3.08亿(同比+71.1%)。在近期国家发改委公示的2017年新一代信息基建和“互联网+”重大工程拟支持项目名单中, 公司该平台成功入围。目前国家推动人工智能领域发展的方向十分明确, 科大讯飞作为底层技术提供者, 是应用层企业发展的支点, 未来政府对类似公司的底层技术提供者, 在政策倾斜和财政帮扶上预计将显著加大, 助力相关企业快速成长。未来, 公司讯飞开放平台的开发者有望在政府支持下继续翻倍增长, 加速形成更具价值的人工智能生态圈。
- **公司人工智能多领域应用全面推进, 业务多点开花值得期待。** 目前, 公司在感知智能、认知智能领域已经形成多个阶段性成果, 并在教育、汽车、政府服务、医疗、智能家居等领域技术应用不断成熟落地, 2017年公司各领域应用业务快速发展值得期待。
  - **AI+教育:** 教育行业应用突飞猛进。1) 智慧课堂方面: 公司已形成面向省市、区县的教育云平台和面向课堂的智慧课堂产品体系, 实现教学主业务流程的场景全覆盖、终端全覆盖、数据全贯通业务。2016年8月份启动

渠道建设的“1520”战役。目前全国已经有上千所学校（包括22家百强校）实现了智慧课堂产品的常态化应用，2017年智慧课堂产品有望成为教育行业收入和毛利的重要增长点。2）智学网方面：公司的2C在线教育平台智学网，目前平台用户已超过1500万，覆盖全国32个省级行政区超过10000所学校，同时公司收购乐知行完善讯飞K12教育生态，有助于增强公司的数字化校园产线，同时加强公司在SAAS教育云服务方面的竞争优势，且二者在市场渠道上能有实现有效互补。

- **AI+政府：**目前公司面向公共安全领域业务保持快速增长，基于警务大数据，结合感知智能和认知智能技术打造的公安超脑解决方案，已经在多个省市产生应用战果，并与多个省市级公安机关签署战略合作协议。警务智能云服务平台在十几个省市公安机关开展试点成效显著，成功入选公安部竞争性遴选类重大科研项目。社会服务管理信息化平台已覆盖8省20余地市，其中安徽省合肥市、芜湖市、阜阳市，吉林省长春市，江西省新余市，内蒙古乌海市，浙江省杭州市均为信息惠民试点城市。
- **AI+汽车：**面向汽车行业的人机交互产品市场拓展呈加速趋势，搭载讯飞人机交互技术的前装轿车出货量突破百万辆。与奇瑞汽车在艾瑞泽5车型上通过新合作模式取得成功，开发的成果得到市场认可，并扩展到更多车型和更多车厂。公司通过年度发布会正式发布了AIUI车载系统飞鱼助理，着力打造汽车智能交互系统的领导品牌。
- **AI+医疗：**公司面向医疗行业积极布局智能语音、医学影像、基于认知计算的辅助诊疗系统三大领域，讯飞智能语音系统在301医院、瑞金医院、北京大学口腔医院、安徽省立医院等20多家医院落地使用，并依靠讯飞AI技术与外部丰富的医学数据资源，推进在医学影像、辅助诊疗领域的突破。

■ **第三次限制性股票激励力度史上空前，业绩考核指标较高彰显公司发展信心。**公司目前第三次限制性股票激励计划已公布，授予948位激励对象不超过7000万股限制性股票，约占公司股本5.32%，激励对象包括公司董事、中高层管理人员、核心技术（业务）人员等，从激励人数和股份比例来看皆为史上空前。我们认为，通过此次激励公司将深度绑定核心员工利益，有效激发全体员工共同奋斗。激励计划的业绩考核目标为以2016年营业收入为基数，2017-2020年度定基增长率分别不低于30%、60%、90%和120%，考核增速远超行业平均业绩增长水平，彰显了公司在新战略规划下对未来营收保持行业领先水平发展的极大信心。

■ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司17、18、19年实现归属母公司净利润分别为5.98、8.10、11.20亿元，分别同比增长23.50%、35.45%、38.20%，2017-2019年EPS分别为0.45、0.61、0.84元/股。基于公司在智能语音产业中的绝对领导地位，在电信、汽车、教育、家居、政府服务等领域的领先布局，在互联网运营模式方面的积极探索，以及不远的将来人工智能时代对语音交互模式的巨大潜在需求，我们认为公司未来蕴含较大发展潜力及投资价值，维持“买入”评级，目标价为36元，对应80\*17PE。

■ **风险提示：**语音技术未来应用情况不达预期。

图表 1: 公司盈利预测表

| 损益表 (人民币百万元)      |            |            |            |            |            |              | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |               |               |               |               |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                   | 2014       | 2015       | 2016       | 2017E      | 2018E      | 2019E        |                 | 2014         | 2015         | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| 营业总收入             | 1,775      | 2,501      | 3,320      | 4,549      | 6,300      | 8,821        | 货币资金            | 1,067        | 2,645        | 2,540         | 3,444         | 2,546         | 1,979         |
| 增长率               | 41.60%     | 40.9%      | 32.8%      | 37.0%      | 38.5%      | 40.0%        | 应收款项            | 1,289        | 1,579        | 2,112         | 2,562         | 3,536         | 4,956         |
| 营业成本              | -788       | -1,278     | -1,643     | -2,229     | -3,024     | -4,190       | 存货              | 181          | 313          | 604           | 589           | 787           | 1,077         |
| %销售收入             | 44.4%      | 51.1%      | 49.5%      | 49.0%      | 48.0%      | 47.5%        | 其他流动资产          | 28           | 231          | 277           | 281           | 309           | 339           |
| 毛利                | 988        | 1,223      | 1,677      | 2,320      | 3,276      | 4,631        | 流动资产            | 2,565        | 4,767        | 5,533         | 6,847         | 7,179         | 8,351         |
| %销售收入             | 55.6%      | 48.9%      | 50.5%      | 51.0%      | 52.0%      | 52.5%        | %总资产            | 49.6%        | 56.8%        | 53.1%         | 59.4%         | 59.4%         | 62.3%         |
| 营业税金及附加           | -25        | -23        | -30        | -41        | -57        | -80          | 长期投资            | 167          | 569          | 888           | 888           | 888           | 888           |
| %销售收入             | 1.4%       | 0.9%       | 0.9%       | 0.9%       | 0.9%       | 0.9%         | 固定投资            | 767          | 1,056        | 1,331         | 1,475         | 1,599         | 1,701         |
| 营业费用              | -240       | -375       | -649       | -864       | -1,197     | -1,658       | %总资产            | 14.8%        | 12.6%        | 12.8%         | 12.8%         | 13.2%         | 12.7%         |
| %销售收入             | 13.5%      | 15.0%      | 19.5%      | 19.0%      | 19.0%      | 18.8%        | 无形资产            | 1,292        | 1,411        | 2,502         | 2,152         | 2,259         | 2,306         |
| 管理费用              | -455       | -565       | -729       | -973       | -1,348     | -1,870       | 非流动资产           | 2,605        | 3,623        | 4,881         | 4,675         | 4,907         | 5,055         |
| %销售收入             | 25.7%      | 22.6%      | 22.0%      | 21.4%      | 21.4%      | 21.2%        | %总资产            | 50.4%        | 43.2%        | 46.9%         | 40.6%         | 40.6%         | 37.7%         |
| 息税前利润 (EBIT)      | 267        | 259        | 269        | 441        | 674        | 1,022        | <b>资产总计</b>     | <b>5,170</b> | <b>8,390</b> | <b>10,414</b> | <b>11,522</b> | <b>12,085</b> | <b>13,406</b> |
| %销售收入             | 15.0%      | 10.4%      | 8.1%       | 9.7%       | 10.7%      | 11.6%        | 短期借款            | 9            | 222          | 306           | 306           | 306           | 306           |
| 财务费用              | 42         | 38         | 34         | -17        | -16        | -17          | 应付款项            | 899          | 1,196        | 1,840         | 2,268         | 3,157         | 4,397         |
| %销售收入             | -2.4%      | -1.5%      | -1.0%      | 0.4%       | 0.2%       | 0.2%         | 其他流动负债          | 167          | 184          | 375           | 1,766         | 1,934         | 2,189         |
| 资产减值损失            | -33        | -38        | -66        | 0          | 0          | 0            | 流动负债            | 1,076        | 1,601        | 2,521         | 4,340         | 5,396         | 6,892         |
| 公允价值变动收益          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 长期投资            | 38           | 72           | 421           | 421           | 421           | 421           |
| 投资收益              | 13         | 39         | 147        | 88         | 100        | 104          | 其他长期负债          | 155          | 193          | 253           | 253           | 253           | 253           |
| %税前利润             | 2.9%       | 8.4%       | 26.1%      | 13.0%      | 10.7%      | 8.1%         | <b>负债</b>       | <b>1,269</b> | <b>1,866</b> | <b>3,195</b>  | <b>5,014</b>  | <b>6,070</b>  | <b>7,566</b>  |
| 营业利润              | 288        | 298        | 384        | 512        | 758        | 1,109        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>3,707</b> | <b>6,268</b> | <b>7,062</b>  | <b>6,333</b>  | <b>5,817</b>  | <b>5,611</b>  |
| 营业利润率             | 16.2%      | 11.9%      | 11.6%      | 11.3%      | 12.0%      | 12.6%        | 少数股东权益          | 195          | 255          | 157           | 174           | 198           | 230           |
| 营业外收支             | 146        | 167        | 177        | 168        | 171        | 171          | <b>负债股东权益合计</b> | <b>5,170</b> | <b>8,390</b> | <b>10,414</b> | <b>11,522</b> | <b>12,085</b> | <b>13,406</b> |
| 税前利润              | 434        | 465        | 561        | 681        | 929        | 1,280        | <b>比率分析</b>     |              |              |               |               |               |               |
| 利润率               | 24.4%      | 18.6%      | 16.9%      | 15.0%      | 14.7%      | 14.5%        | 每股指标            | 2014         | 2015         | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| 所得税               | -45        | -28        | -64        | -66        | -95        | -128         | 每股收益 (元)        | 0.473        | 0.331        | 0.368         | 0.451         | 0.611         | 0.844         |
| 所得税率              | 10.4%      | 6.0%       | 11.4%      | 9.6%       | 10.2%      | 10.0%        | 每股净资产 (元)       | 4.616        | 4.871        | 5.368         | 4.775         | 4.386         | 4.230         |
| 净利润               | 388        | 437        | 497        | 615        | 834        | 1,152        | 每股经营现金净流 (元)    | 0.523        | 0.401        | 0.228         | 0.669         | 0.644         | 0.852         |
| 少数股东损益            | 9          | 11         | 12         | 17         | 23         | 32           | 每股股利 (元)        | 0.000        | 0.000        | 0.000         | 1.000         | 1.000         | 1.000         |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>379</b> | <b>425</b> | <b>484</b> | <b>598</b> | <b>810</b> | <b>1,120</b> | <b>回报率</b>      |              |              |               |               |               |               |
| 净利率               | 21.4%      | 17.0%      | 14.6%      | 13.2%      | 12.9%      | 12.7%        | 净资产收益率          | 10.24%       | 6.79%        | 6.86%         | 9.45%         | 13.93%        | 19.96%        |
|                   |            |            |            |            |            |              | 总资产收益率          | 7.39%        | 5.09%        | 4.67%         | 5.22%         | 6.73%         | 8.39%         |
|                   |            |            |            |            |            |              | 投入资本收益率         | 8.82%        | 6.76%        | 5.28%         | 13.76%        | 18.32%        | 24.91%        |
|                   |            |            |            |            |            |              | <b>增长率</b>      |              |              |               |               |               |               |
|                   |            |            |            |            |            |              | 营业总收入增长率        | 41.60%       | 40.87%       | 32.78%        | 37.00%        | 38.50%        | 40.00%        |
|                   |            |            |            |            |            |              | EBIT增长率         | 28.82%       | -2.86%       | 3.79%         | 63.83%        | 52.79%        | 51.79%        |
|                   |            |            |            |            |            |              | 净利润增长率          | 36.00%       | 12.09%       | 13.90%        | 23.50%        | 35.45%        | 38.20%        |
|                   |            |            |            |            |            |              | 总资产增长率          | 19.34%       | 62.80%       | 24.04%        | 10.64%        | 4.89%         | 10.93%        |
|                   |            |            |            |            |            |              | <b>资产管理能力</b>   |              |              |               |               |               |               |
|                   |            |            |            |            |            |              | 应收账款周转天数        | 192.0        | 191.3        | 177.4         | 182.0         | 180.5         | 181.0         |
|                   |            |            |            |            |            |              | 存货周转天数          | 70.1         | 70.4         | 101.8         | 91.4          | 94.9          | 93.7          |
|                   |            |            |            |            |            |              | 应付账款周转天数        | 176.3        | 148.0        | 131.7         | 137.1         | 135.3         | 135.9         |
|                   |            |            |            |            |            |              | 固定资产周转天数        | 123.6        | 114.4        | 105.4         | 87.3          | 65.6          | 47.9          |
|                   |            |            |            |            |            |              | <b>偿债能力</b>     |              |              |               |               |               |               |
|                   |            |            |            |            |            |              | 净负债/股东权益        | -27.12%      | -36.57%      | -25.82%       | -42.53%       | -31.08%       | -22.30%       |
|                   |            |            |            |            |            |              | EBIT利息保障倍数      | 6.4          | 6.9          | 8.0           | 26.1          | 43.3          | 60.5          |
|                   |            |            |            |            |            |              | 资产负债率           | 23.98%       | 21.93%       | 30.34%        | 43.27%        | 50.02%        | 56.27%        |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。