



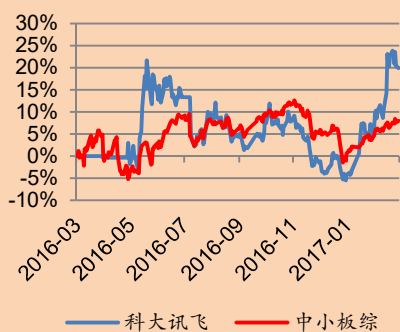
科大讯飞 (002230)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-03-21

当前价格 (元)	35.0
目标价格 (元)	42.0
目标期限 (月)	6

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	1326.49
A股股本(百万股)	1326.49
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	444.1
A股流通比例(%)	87.7
第一大股东	中国移动通信有限公司
第一大股东持股比例	13.51%
12个月最高/最低(元)	35.97/26.38

华安证券 TMT 研究组

袁晓雨

021-60958362

yuanxiaoyu_hazq@163.com

雷涛

021-60956107

leitao922@163.com

张晶

0551-65161837

zhangjing_hazq@163.com

投入加大致利润低增, 人工智能生态加速构建

事件: 公司发布 2016 年年报: 实现营业收入 33.21 亿元, 同比增长 32.8%; 实现归母净利润 4.84 亿元, 同比增长 13.9%; 扣非后净利润 2.55 亿元, 同比下降 19.32%; EPS 为 0.37 元。

投入力度加大, 短期业绩承压

公司营业收入仍维持较高增长, 但净利润延续 2015 年以来的低速增长态势, 扣非后净利润呈现负增长。非经常性损益中 1.28 亿元为政府补助, 1.13 亿元为并表讯飞毕成造成的公允价值变动。公司综合毛利率 50.5%, 较 2015 年上升 1.6 个百分点, 在智能硬件销售比重提升的背景下, 毛利率攀升主要由于公司教育产品和服务已初具规模效应, 全年毛利率 55.71%, 较 2015 年大幅上升 12.51 个百分点。销售费用快速增长为利润低增的主要原因, 销售费用同比增长 72.78%, 销售费用率达到了 19.5%, 较 2015 年上升 4.5 个百分点; 此外研发投入 7.09 亿元, 占营收比重 21.36%。

人工智能底层技术夯实, 生态圈加速构建

2016 年末, 讯飞开放平台开发者达 25.7 万, 同比增长 133.6%; 日服务量达 31.3 亿人次, 同比增长 141.1%; 独立终端数量达 9.1 亿, 月活跃用户 3.03 亿, 同比增长 71.1%。平台业务规模不断扩大, 为公司在人工智能领域保持数据规模优势, 以公司为核心的人工智能生态系统正在加速构建, 同时公司基于平台流量资源进一步探索数字广告业务, 广告平台实现 8855 万元收入, 增长 5.7 倍。2017 年人工智能首次写入政府工作报告, 同时讯飞人工智能云服务平台入选 2017 年新一代信息基础设施工程和“互联网+”重大工程拟支持项目名单。我们预计今年人工智能将获得极大的政策倾斜, 讯飞开放平台作为重点工程有望继续保持流量激增态势。

应用场景多点开花, 教育业务渐入收获期

公司积极布局 AI+ 场景, 其中教育、公共安全、汽车等业务收入快速增长。教育业务方面, 公司自 2015 年开始以“应用免费推广+增值运营服务”的模式进行市场占位, 2016 年 8 月启动“1520”计划, 目标是投入 10 亿元拓展渠道, 2016 年末智学网已在全国 10000 所学校使用, 并有上千所学校实现常态化应用。从教育产品和服务毛利水平大幅提升上可以看出, 智学网在前期大规模投入后已逐渐进入收获期, 2017 年教育业务收入和毛利率有望呈现快速增长。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别增长 20%、37% 和 44%。我们认为政策利好将推动公司 AI 生态体系加速构建, AI+ 场景布局逐渐进入收获期, 大规模投入接近尾声, 业绩爆发时点已然临近, 维持公司“买入”评级, 目标价 42 元。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3320	4582	6644	9634
收入同比(%)	33%	38%	45%	45%
归属母公司净利润	484	584	800	1152
净利润同比(%)	14%	20%	37%	44%
毛利率(%)	50.5%	52.3%	51.7%	51.0%
ROE(%)	6.9%	7.6%	9.4%	12.0%
每股收益(元)	0.37	0.44	0.61	0.88
P/E	91.68	75.46	55.02	38.24
P/B	6.29	5.75	5.20	4.61
EV/EBITDA	50	64	47	33

资料来源：华安证券研究

附录：财务报表预测

资产负债表

单位：百万元

利润表

单位：百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,533	7,088	9,586	14,013	营业收入	3,320	4,582	6,644	9,634
现金	2,540	3,149	3,987	5,781	营业成本	1,643	2,185	3,212	4,722
应收账款	2,082	3,009	4,226	6,165	营业税金及附加	30	46	66	96
其他应收款	284	283	443	687	销售费用	649	916	1,262	1,734
预付账款	54	80	121	196	管理费用	729	1,008	1,429	1,975
存货	604	614	958	1,490	财务费用	(34)	(4)	4	43
其他流动资产	(33)	(46)	(148)	(306)	资产减值损失	66	0	0	0
非流动资产	4,881	5,577	6,100	6,386	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	289	320	350	380	投资净收益	147	50	50	50
固定资产	1,060	1,231	1,257	1,178	营业利润	384	481	721	1,114
无形资产	1,071	1,093	1,113	1,132	营业外收入	191	200	210	220
其他非流动资产	2,461	2,934	3,380	3,696	营业外支出	14	15	18	20
资产总计	10,414	12,666	15,686	20,399	利润总额	561	666	913	1,314
流动负债	2,521	3,275	5,081	8,639	所得税	64	67	91	131
短期借款	306	300	950	2,570	净利润	497	599	822	1,182
应付账款	617	1,030	1,383	2,010	少数股东损益	12	16	21	31
其他流动负债	1,598	1,945	2,748	4,059	归属母公司净利润	484	584	800	1,152
非流动负债	674	784	934	1,132	EBITDA	664	678	943	1,382
长期借款	371	411	451	491	EPS (元)	0.37	0.44	0.61	0.88
其他非流动负债	303	373	483	641					
负债合计	3,195	4,058	6,014	9,771					
少数股东权益	157	173	194	225	主要财务比率				
股本	1,315	1,315	1,315	1,315	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	4,121	4,342	4,565	4,789	成长能力				
留存收益	1,625	2,063	2,663	3,527	营业收入	32.78%	38.00%	45.00%	45.00%
归属母公司股东权益	7,061	7,720	8,543	9,631	营业利润	28.88%	25.29%	49.99%	54.45%
负债和股东权益	10,414	11,951	14,752	19,627	归属于母公司净利润	13.90%	20.48%	37.15%	43.88%
					获利能力				
					毛利率(%)	50.52%	52.31%	51.65%	50.99%
					净利率(%)	14.59%	12.74%	12.05%	11.95%
					ROE(%)	6.88%	7.59%	9.41%	12.00%
					ROIC(%)	13.95%	12.75%	11.32%	13.50%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	30.68%	33.96%	40.77%	49.78%
					净负债比率(%)	-12.92%	-7.99%	-7.32%	-11.84%
					流动比率	2.19	2.16	1.89	1.62
					速动比率	1.96	1.98	1.70	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.35	0.40	0.47	0.53
					应收账款周转率	2.06	2.03	2.04	2.08
					应付账款周转率	5.60	5.57	5.51	5.68
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.44	0.61	0.88
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.23	0.32	0.63
					每股净资产(最新摊薄)	5.32	5.82	6.44	7.26
					估值比率				
					P/E	91.7	75.5	55.0	38.2
					P/B	6.3	5.8	5.2	4.6
					EV/EBITDA	50.06	64.28	47.25	33.44

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	299	304	422	841
净利润	497	584	800	1,152
折旧摊销	318	202	218	225
财务费用	(36)	(4)	4	43
投资损失	(147)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(65)	(443)	(572)	(560)
其他经营现金	(268)	16	21	31
投资活动现金流	(923)	(375)	(272)	(174)
资本支出	0	(420)	(270)	(170)
长期投资	(47)	(31)	(30)	(30)
其他投资现金	(876)	76	28	26
筹资活动现金流	479	113	709	1,553
短期借款	84	(6)	650	1,620
长期借款	333	40	40	40
普通股增加	29	0	0	0
资本公积增加	410	221	222	224
其他筹资现金	(377)	(142)	(204)	(331)
现金净增加额	(145)	42	858	2,220

资料来源: 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

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。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、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

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，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。