



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2017-04-05

公司点评报告

买入/上调

科大讯飞(002230)

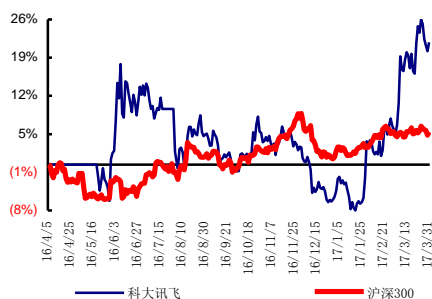
目标价: 43.38

昨收盘: 35.10

计算机 计算机应用

人工智能龙头，开放平台扩张迅猛

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,315/1,164
总市值/流通(百万元)	46,174/40,839
12 个月最高/最低(元)	36.28/26.38

相关研究报告:

证券分析师: 李冰桓

电话: 010-88321632

E-MAIL: libh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030004

事件: 公司公布 2016 年年报, 全年收入达 33.20 亿元, 同比增长 33%; 归母净利润 4.84 亿元, 同比增长 14%; 扣非后归母净利润 2.55 亿元, 同比下滑 19%。

公司有望成为中国最大人工智能技术平台, 通过云计算等方式向外输出 AI 服务。 我们认为科大讯飞是一家人工智能技术驱动的科技公司, 人工智能平台业务是公司的未来。平台业务在短期不释放利润, 通过快速积累用户量, 直到形成中国最具规模的人工智能平台, 从而在成熟后获得更可观的平台运营利润。在现阶段, 公司平台业务的增长数据, 对估值的影响远大于利润等财务指标的影响。2016 年, 讯飞开放平台用户数达 9.1 亿人, 同比增长 30%; 开放平台开发者 25.7 万人, 同比增长 134%; 开放平台每日服务量 31.3 亿人次, 同比增长 141%, 月活用户数 3.08 亿人, 同比增长 71%; 讯飞输入法活跃用户数 1.1 亿人, 同比增长 29%。平台业务规模的不断扩大, 使得公司在人工智能领域保持数据积累的规模优势, 竞争对手缺乏开发者提供的数据反馈将越来越难与科大讯飞同台竞技, 未来有望逐步形成以科大讯飞为核心的的人工智能生态系统。

中文语音处理技术王者, 在感知智能领域全球领先。 语音合成方面: 实现了全新的基于深度学习的语音合成系统, 在国际最高水平的语音合成比赛 Blizzard Challenge 中再次夺冠, 七项指标全部全球第二。语音识别方面: 2016 年 9 月, 首次参加由 Google 承办的第四届 CHiME Challenge 国际多通道语音分离和识别大赛, 获取全部三项赛事的第一名。实时转写通用正确率继续提升; 在 2016 年 5 月一汽大众和上海大众联合举行的真实行驶环境的中文语音对比测试中, 再次获得业界第一。

认知智能领域与国外科技巨头同台竞技。 研发了新一代神经网络机器翻译引擎, 维汉口语翻译在真实场景效果实现突破, 率先达到实用门槛并得到习近平总书记认可; 机器阅读理解效果是 NLP 研究水平的体现, 在全球英文机器阅读理解任务上, 公司指标优于 Google DeepMind、Facebook AI Lab、IBM Watson 等团队; 在国际常识推理领域的新型评测任务 Winograd Schema Challenge 2016 比赛获得第一名; 研发了全新的基于深度学习的知识图谱自动构建技术, 2016 年首次参加美国国家标准技术研究院 (NIST) 举办的国际知识图谱构建大赛 (NIST TAC Knowledge Base Population) 并获第一名。

语音处理技术向教育行业落地。 教育部发布的《教育信息化“十

三五”规划》中，明确提出“积极利用云计算、大数据等新技术，创新资源平台、管理平台的建设、应用模式”。公司在教育行业已提前布局，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。全国已开展中高考英语听说考试的 10 余省市已正式使用科大讯飞口语评测技术，累计考生数突破 1700 万；普通话考试机测人数达 550 万人次，累计机测人数 2600 万。在大学英语四级考试中实现智能评分正式应用，并完成了安徽、江苏、广东、湖南等省市中高考作文的智能评分应用试点。

人工智能+教育打开广阔成长空间。教育部《关于“十三五”期间，全面深入推进教育信息化工作的指导意见》中明确了“通过大数据采集和分析，因材施教、使教学更加个性化、均衡化”。公司推出“智学网”顺应政策提前布局个性化教学平台。智学网数据采集能力涵盖作业、随堂测验和各级考试场景，同时集成了讯飞超脑机器评测技术，已经成为国内智能化程度最高的考试、作业服务平台。“智学网”目前已在全国 32 个省级行政区超过 10000 所学校使用，受益师生超过 1500 万人，在全国超过半数“百强”名校应用，已发展成为中国智能化程度最高的教育大数据采集与分析教学平台，2017 年计划在已有成果上进一步探索商业化运营模式。

投资建议：公司在各重点行业率先落地人工智能技术，覆盖教育、政府、汽车、客服等领域，源头技术驱动的战略布局成果不断显现。我们判断公司已在新一轮人工智能技术革命中取得先发优势。公司为未来产业规模的爆发式增长，从技术产品市场和人才等各方面均做好了准备，是 A 股计算机行业少有的 2B 和 2C 领域均为龙头的标的，将充分受益于人工智能向各行业的深度渗透。预计公司 2017-2019 年净利润增速分别为 11%、24%和 15%，EPS 分别为 0.41、0.50 和 0.58 元。上调评级至“买入”。

风险提示：技术迭代速度不及预期；国内外科技公司竞争加剧。

■ 主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,320	4,491	5,936	7,783
净利润(百万元)	484	539	670	769
摊薄每股收益(元)	0.37	0.41	0.50	0.58

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,645	2,540	2,917	3,217	3,555	营业收入	2,501	3,320	4,491	5,936	7,783
应收和预付款项	1,446	1,852	2,504	3,310	4,343	营业成本	1,278	1,643	2,194	2,917	3,909
存货	313	604	817	1,080	1,416	营业税金及附加	23	30	45	59	78
其他流动资产	231	252	215	228	244	销售费用	375	649	853	1,098	1,401
流动资产合计	4,767	5,533	6,767	8,164	9,894	管理费用	565	729	988	1,306	1,712
长期股权投资	243	289	299	310	321	财务费用	-38	-34	-40	-45	-49
投资性房地产	21	20	0	0	0	资产减值损失	38	66	45	59	78
固定资产	858	1,060	1,060	1,060	1,060	投资收益	39	147	15	31	32
在建工程	198	271	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	906	1,362	1,430	1,501	1,577	营业利润	298	384	421	572	687
长期待摊费用	11	14	15	16	17	其他非经营损益	167	177	200	200	200
其他非流动资产	482	26	506	532	558	利润总额	465	561	621	772	887
资产总计	8,390	10,414	11,576	13,053	14,885	所得税	28	64	68	85	98
短期借款	222	306	336	370	407	净利润	437	497	553	687	789
应付和预收款项	794	1,088	1,454	1,921	2,530	少数股东损益	11	12	14	17	20
长期借款	37	371	408	449	494	归母股东净利润	425	484	539	670	769
其他负债	1,039	1,902	2,242	2,696	3,310						
负债合计	1,867	3,195	3,803	4,594	5,637						
股本	1,287	1,315	1,315	1,315	1,315						
资本公积	3,711	4,121	4,121	4,121	4,121						
留存收益	1,171	1,514	1,999	2,602	3,294						
归母公司股东权益	6,268	7,061	7,601	8,271	9,040						
少数股东权益	255	157	171	188	208						
股东权益合计	6,523	7,219	7,772	8,459	9,248						
负债和股东权益	8,390	10,414	11,576	13,053	14,885						
现金流量表(百万)						预测指标					
经营性现金流	258	324	337	326	322	毛利率	48.9%	50.5%	51.2%	50.9%	49.8%
投资性现金流	-1,201	-1,396	-103	-216	-226	销售净利率	17.0%	14.6%	12.0%	11.3%	9.9%
融资性现金流	2,521	927	162	186	212	销售收入增长率	40.9%	32.8%	35.3%	32.2%	31.1%
现金增加额	1,578	-144	396	296	308	EBIT 增长率	-2.9%	3.8%	52.7%	35.2%	23.0%
						净利润增长率	12.1%	13.9%	11.3%	24.2%	14.9%
						ROE	8.4%	7.2%	7.4%	8.5%	8.9%
						ROA	6.3%	5.2%	4.9%	5.4%	5.5%
						ROIC	3.9%	2.4%	3.7%	4.5%	5.5%
						EPS(X)	0.32	0.37	0.41	0.50	0.58
						PE(X)	109.48	96.11	86.34	69.52	60.52
						PB(X)	7.43	6.59	6.13	5.63	5.15
						PS(X)	18.62	14.02	10.37	7.84	5.98
						EV/EBITDA(X)	93.53	87.91	91.76	71.64	60.62

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。