强烈推荐-A（维持）

科大讯飞 002230.SZ

当前股价：30.44 元
2017 年 04 月 18 日

蛰伏已去，成长将至

公司 2017 年一季度业绩营收高增，净利低增，正是业务扩张期的体现，成长大幕将启。半年业绩预告系非经常性损益影响，并未改变公司逻辑。继续强烈推荐。

- **事件：**公司发布 2017 年报，实现营业收入 8.56 亿元，同比增长 35.29%，归属于上市公司股东的净利润 7398 万元，同比增长 4.69%。公司另发布 2017 半年度业绩预告，净利润同比下降 70%-30%。
- **营收高增，净利低增，成长大幕将启：**公司 2017 年一季度业绩实现了较高的营收增长，但净利润增速相对较低。市场普遍认可公司拥有世界领先的人工智能技术，但对业绩是否能落地抱有疑虑。其实从今年一季报及 2016 年报可以看出，当前营收高增速而净利润增速相对较低这一特征正是公司在业务投入和扩张期的体现，而这对于一家以技术为核心的人工智能公司而言，是必经之路。我们认为公司先前处于“蛰伏期”，为技术和产品的落地与爆发打好了坚实的基础，当前营收已经开始体现公司人工智能产品的市场体量，2016 年来自教育业务的收入同比增长 33%，公安业务收入同比增长 99%，而净利润的放量也将不远，预计新一轮成长周期即将启动，为业绩兑现提供动力。
- **半年业绩预告下降，主要系讯飞皆成非经常性损益影响：**公司 2017 半年度业绩预告显示净利润同比下降 70%-30%，主要原因是 2016 年同期公司收购讯飞皆成导致非经常性损益增加 1.17 亿元，以及研发和市场费用的高投入。但其实营业收入与毛利依旧保持了 30%以上的高增长，并未改变公司逻辑。
- **万变不离其宗，核心技术稳步推进：**对于 AI 企业来说，技术是核心基石，也是成为龙头的必要条件，公司一直在技术投入上保持着高力度，过去一年的研发费用同比增长 22.84%，研发人员数量同比增长 84.08%。研究成果显著，公司去年在暴风雪竞赛中再次夺冠，并在由 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第一名。
- **维持“强烈推荐-A”评级：**考虑讯飞皆成并表导致的非经常性损益，下调 2017-18 年业绩预测为 5.4/8.5 亿元，维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示：**（1）教育等行业拓展低于预期（2）核心技术遭遇瓶颈

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2501	3320	4732	6648	8529
同比增长	41%	33%	43%	41%	28%
营业利润(百万元)	298	384	794	1035	1340
同比增长	3%	29%	107%	30%	29%
净利润(百万元)	425	484	536	851	1102
同比增长	12%	14%	11%	59%	30%
每股收益(元)	0.33	0.37	0.40	0.64	0.83
PE	92.1	82.7	75.4	47.5	36.6
PB	6.2	5.7	5.4	5.0	4.5

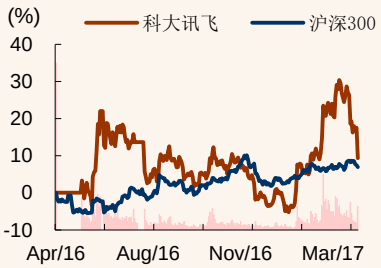
资料来源：公司数据、招商证券

基础数据

上证综指	3197
总股本（万股）	132649
已上市流通股（万股）	116351
总市值（亿元）	404
流通市值（亿元）	354
每股净资产（MRQ）	5.6
ROE（TTM）	6.5
资产负债率	28.1%
主要股东	中国移动通信有限公
主要股东持股比例	13.51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	12	18
相对表现	-6	5	11



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《科大讯飞（002230）—AI 巨匠，即将起跑》2017-03-22

2、《科大讯飞（002230）—收入高增长进一步延续，AI 行业市场霸主地位得以夯实》2016-08-09

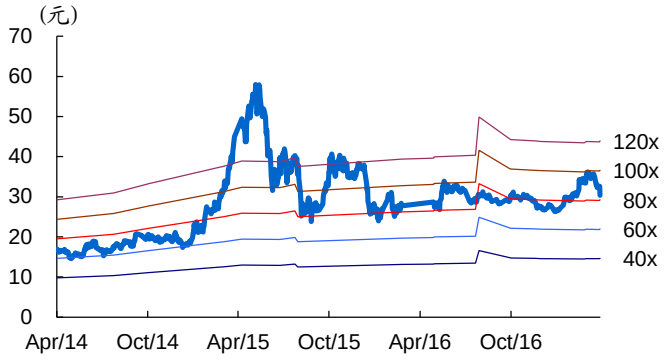
3、《科大讯飞（002230）—收入大幅增长，移动互联网业务增势强劲》2016-03-15

刘泽晶
010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

周楷宁
010-57601791
zhoukaining@cmschina.com.cn
S1090516060001

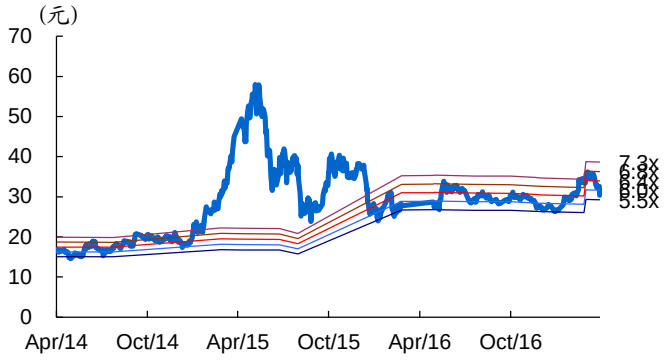
研究助理
宋兴未
songxingwei@cmschina.com.cn

图 1：科大讯飞历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：科大讯飞历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

《科大讯飞：入口效应愈发显著，车载业务有望持续爆发》，2015/03

《科大讯飞：定增加码智慧教育生态构建与人工智能两大方向》，2015/04

《科大讯飞：营收高速增长，教育业务跑马圈地卓显成效》，2015/08

《科大讯飞：收入大幅增长，移动互联网业务增势强劲》，2016/03

《科大讯飞：收入高增长进一步延续，AI 行业市场霸主地位得以夯实》，2016/08

《科大讯飞：AI 巨匠，即将起跑》，2017/03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4767	5533	6049	7375	8951
现金	2645	2540	1880	1501	1406
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	18	30	42	59	76
应收款项	1430	1798	2534	3560	4568
其它应收款	132	284	405	570	731
存货	313	604	798	1136	1467
其他	231	277	390	549	705
非流动资产	3623	4881	4958	5024	5082
长期股权投资	243	289	289	289	289
固定资产	858	1060	1246	1412	1557
无形资产	650	1071	964	867	781
其他	1872	2461	2459	2456	2455
资产总计	**8390**	**10414**	**11007**	**12399**	**14033**
流动负债	1601	2521	2685	3470	4239
短期借款	222	306	0	0	0
应付账款	569	617	826	1175	1518
预收账款	225	471	631	898	1159
其他	585	1127	1228	1397	1562
长期负债	266	674	674	674	674
长期借款	37	371	371	371	371
其他	229	303	303	303	303
负债合计	**1867**	**3195**	**3359**	**4144**	**4913**
股本	1287	1315	1326	1326	1326
资本公积金	3711	4121	4121	4121	4121
留存收益	1270	1625	2029	2615	3452
少数股东权益	255	157	171	193	221
归属于母公司所有者权益	6268	7061	7477	8062	8899
负债及权益合计	**8390**	**10414**	**11007**	**12399**	**14033**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	516	299	90	206	491
净利润	425	484	536	851	1102
折旧摊销	270	318	235	245	255
财务费用	(39)	(36)	14	9	11
投资收益	(39)	(147)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(70)	(307)	(717)	(935)	(919)
其它	(31)	(14)	27	40	46
投资活动现金流	(1357)	(923)	(314)	(314)	(314)
资本支出	(890)	(1065)	(314)	(314)	(314)
其他投资	(467)	142	0	0	0
筹资活动现金流	2419	479	(436)	(270)	(272)
借款变动	79	(156)	(306)	0	0
普通股增加	484	29	11	0	0
资本公积增加	1773	410	0	0	0
股利分配	(27)	(54)	(132)	(265)	(265)
其他	110	250	(10)	(5)	(7)
现金净增加额	1578	(145)	(661)	(378)	(96)

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2501	3320	4732	6648	8529
营业成本	1278	1643	2200	3131	4043
营业税金及附加	23	30	43	61	78
营业费用	375	649	719	1040	1305
管理费用	565	729	965	1376	1757
财务费用	(38)	(34)	14	9	11
资产减值损失	38	66	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	39	147	4	4	4
营业利润	298	384	794	1035	1340
营业外收入	169	191	10	10	10
营业外支出	2	14	155	14	14
利润总额	465	561	649	1031	1337
所得税	28	64	100	159	206
净利润	437	497	549	872	1130
少数股东损益	11	12	14	22	28
归属于母公司净利润	425	484	536	851	1102
EPS（元）	0.33	0.37	0.40	0.64	0.83

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	41%	33%	43%	41%	28%
营业利润	3%	29%	107%	30%	29%
净利润	12%	14%	11%	59%	30%
获利能力					
毛利率	48.9%	50.5%	53.5%	52.9%	52.6%
净利率	17.0%	14.6%	11.3%	12.8%	12.9%
ROE	6.8%	6.9%	7.2%	10.6%	12.4%
ROIC	3.6%	3.7%	8.5%	10.2%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	22.3%	30.7%	30.5%	33.4%	35.0%
净负债比率	3.1%	6.5%	3.4%	3.0%	2.6%
流动比率	3.0	2.2	2.3	2.1	2.1
速动比率	2.8	2.0	2.0	1.8	1.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
存货周转率	5.2	3.6	3.1	3.2	3.1
应收帐款周转率	1.9	2.1	2.2	2.2	2.1
应付帐款周转率	2.5	2.8	3.1	3.1	3.0
每股资料（元）					
每股收益	0.33	0.37	0.40	0.64	0.83
每股经营现金	0.40	0.23	0.07	0.16	0.37
每股净资产	4.87	5.37	5.64	6.08	6.71
每股股利	0.04	0.10	0.20	0.20	0.20
估值比率					
PE	92.1	82.7	75.4	47.5	36.6
PB	6.2	5.7	5.4	5.0	4.5
EV/EBITDA	-8.7	-6.5	-2.9	-2.3	-1.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

周楷宁：招商证券计算机行业高级分析师，2012、2013 年新财富第一团队成员，北京大学硕士，武汉大学学士，4 年证券从业经验。

徐文杰：招商证券计算机行业分析师，北京航空航天大学硕士。曾供职于 IBM， VMware 等公司从事大数据、云计算领域的工作。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。