



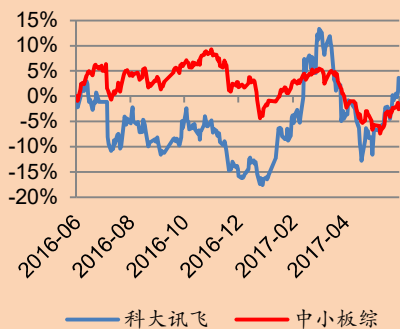
科大讯飞 (002230)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-06-23

当前价格 (元) 33.6
目标价格 (元) 40.0
目标期限 (月) 6

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	1,326.49
A 股股本(百万股)	1,326.49
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值 (亿元)	465.6
A 股流通比例(%)	87.7
第一大股东	中国移动
第一大股东持股比例	13.51%
12 个月最高/最低(元)	36.78/26.38

华安证券 TMT 研究组

联系人: 袁晓雨

021-60958362

yuanxiaoyu_hazq@163.com

联系人: 雷涛

021-60956107

leitao922@163.com

规模投入接近尾声, 业绩拐点临近

主要观点:

□ 重视源头技术, 拓展行业赛道, 构建核心优势

公司在源头技术和行业赛道上的核心优势已经形成。源头技术上, 公司在感知智能中的智能语音领域具备传统优势, 近两年在认知智能技术上不断突破, 机器推理学习和海量信息中发现有效信息的能力均处于全球领先水平。在源头技术的商业转化上, 公司注重行业应用, 提出“平台+赛道”, AIUI 平台开放给创业团队和合作伙伴, 在教育、医疗、公检法等行业赛道上, 公司坚持以“最好的算法、最好的数据、最好的专家”构建应用壁垒, 并逐步向纵深拓展。

□ 教育业务面向百亿市场, 渐入收获期

教育业务上, 公司正在以大数据和人工智能技术相结合, 实现因材施教。智学网实现对日常考试、作业、随堂测验等全场景数据的采集; 面向各级主管部门、学校、老师、家长提供 15 个模块、80 多项指标的以学生为核心的综合评价报告; 通过与教育部、北师大及其他优质资源厂商长期合作, 形成规模最大的知识点题库; 根据学生的薄弱环节进行知识点的梳理和推荐, 形成终生学习记录; 融入讯飞超脑技术实现机器阅卷, 提高老师阅卷效率, 同时使学生在不改变学习方式的前提下实现针对性学习。通过在教育领域的海量资源投入, 公司已在技术、资源、渠道上建立核心优势。目前智学网在全国 10000 多家学校使用, 全国百强校中 60 多所应用, 将产生显著的示范效应。预计教育业务将保持快速增长。

□ 掌握国内顶级医学专家资源, AI+医疗迈向认知智能

公司人工智能技术在医疗领域的落地有两个层面, 第一个层面是用感知智能的语音识别技术解决门诊电子病历的问题。美国 80% 的医院有电子病历, 其中 70%-80% 由语音生成, Nuance 每年在电子病历中产生的收入约十几亿美金。中国绝大部分医院没有建立电子病历。考虑到医院特有的环境, 国内仅有讯飞的语音技术能够同时解决降噪、方言和自然语言理解问题。目前公司智能语音系统正在 20 多家医院落地使用。第二个层面是用认知智能的讯飞超脑技术实现对病症的机器辅助诊断, 并提供个性化诊疗方案。公司已分别与安徽省立医院、中国医学院北京协和医院成立人工智能联合实验室, 掌握国内顶级医学专家资源。通过机器学习医学影像, 在肺病诊断上的准确率达到 94.9%, 超过一线医生。未来人工智能在医疗领域的深度应用将是实现分级诊疗的唯一途径, 公司在人工智能技术和医学资源上形成先发优势, 将开启另外一个百亿级的巨大市场。

□ 公检法应用快速突破, 有望成为新增长点

在公安领域, 公司基于警务大数据, 结合感知智能和认知智能技术打造公安超脑解决方案, 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; 在检察领域, 公司基于智能语音技术在检察行业的应用, 讯问笔录系统已成功在安徽、浙江、江苏、北京、新疆、

西藏等近 20 家检察院应用；在法院领域，今年 3 月公司与最高法战略合作，未来将与最高法共同推动智能语音和人工智能技术在法院落地。

□ 车载前装语音翘楚地位难撼动，2018 年将有众多搭载车型推出

公司在 C 端市场的布局，我们主要关注车载市场。在车联网及汽车智能化的大背景下，汽车成为移动办公和娱乐平台的大趋势愈发明显，未来两三年智能语音将成为车载刚需。公司专注于前装市场，先后通过宝马、奔驰、雷克萨斯等一线品牌的测试认证。由于车内高噪音、远场识别的特殊环境，以及多轮对话的服务需求，语音识别的难度大幅提升，市场上在前装市场能够经过厂商测并试达到实用的只有讯飞的产品。目前预装讯飞语音技术的前装车型已经超过 100 款，由于前装产品有一定的时间周期，预计 2018-2019 年搭载公司智能语音技术的车型将大量推出市场。公司车载语音产品由最早的语音模块，到在部分车型上提供软硬件一体化解决方案，因此车载业务在放量的基础上，毛利率也将显著提升。

□ 研发与渠道大规模投入接近尾声

从经营业绩上看，公司 2015 年、2016 年营收增长分别为 40.9%和 32.8%，但净利润增速只有 12.0%和 13.9%，增速显著低于营收，主要原因是研发和销售费用大幅增长。公司历来注重研发，研发费用从 2010 年的 9146 万元增长到 2016 年的 7.09 亿元，CAGR 超过 40%，研发费用占营收比重始终超过 20%。近两年公司在研发上的主要投入是研发人员投入，尤其是始于去年初的“春晓行动”，面向全球招揽顶尖人才，目前公司研发团队基本完备，预计研发资源布局在今年四季度达到高峰。渠道建设方面，公司于 2015 年开始进行为期三年的全国渠道布局计划，去年下半年实施“1520 战役”，即投入 10 亿元拓展教育业务渠道。公司销售费用在近三年 CAGR 高达 60%，公司表示今年四季度渠道建设基本完成。

□ 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别增长-5%、34%和 54%，EPS 为 0.35 元、0.47 元和 0.72 元，当前股价对应 95X、71X 和 46X PE。我们预估公司 2017 年利润负增长，主要基于两点原因，一是去年公司并表讯飞皆成产生 1.13 亿元的投资收益，二是今年研发与销售投入仍然高增长，剔除去年投资收益，2017 年净利润增长 23.7%。但明确的是，今年将迎来业绩拐点，明年公司教育、公检法、车载业务均将持续突破，同时费用增长放缓，高增长值得期待。维持公司“买入”评级，目标价 40 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	6415	8981
收入同比(%)	33%	38%	40%	40%
归属母公司净利润	484	459	615	948
净利润同比(%)	14%	-5%	34%	54%
毛利率(%)	50.5%	50.9%	51.1%	51.0%
ROE(%)	6.9%	6.2%	7.8%	11.0%
每股收益(元)	0.35	0.35	0.47	0.72
P/E	95.12	95.01	70.97	46.04
P/B	6.53	6.20	5.83	5.35
EV/EBITDA	50	78	54	35

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					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	6,591	8,151	10,340	营业收入	3,320	4,582	6,415	8,981
现金	2,540	2,757	3,035	3,618	营业成本	1,643	2,251	3,140	4,399
应收账款	2,082	2,636	3,445	4,552	营业税金及附加	30	41	64	90
其他应收款	284	377	457	615	销售费用	649	962	1,315	1,751
预付账款	54	80	121	191	管理费用	729	1,008	1,379	1,841
存货	605	802	1,032	1,326	财务费用	(34)	(24)	(18)	(26)
其他流动资产	(34)	(61)	60	39	资产减值损失	66	69	90	117
非流动资产	4,881	5,477	5,943	6,410	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	289	300	310	320	投资净收益	147	50	60	70
固定资产	1,060	1,219	1,305	1,385	营业利润	384	325	505	880
无形资产	1,071	1,279	1,474	1,656	营业外收入	191	200	210	220
其他非流动资产	2,461	2,679	2,854	3,049	营业外支出	14	5	6	7
资产总计	10,414	12,068	14,094	16,750	利润总额	561	520	709	1,093
流动负债	2,521	3,557	4,812	6,583	所得税	64	49	78	120
短期借款	306	296	288	279	净利润	497	471	631	972
应付账款	617	925	1,290	1,808	少数股东损益	12	12	16	24
其他流动负债	1,598	2,336	3,234	4,497	归属母公司净利润	484	459	615	948
非流动负债	674	934	1,263	1,499	EBITDA	664	538	785	1,215
长期借款	371	471	571	591	EPS (元)	0.35	0.35	0.47	0.72
其他非流动负	303	463	693	908					
负债合计	3,195	4,491	6,075	8,082					
少数股东权益	157	169	185	209					
股本	1,315	1,315	1,315	1,315					
资本公积	4,121	4,152	4,172	4,192					
留存收益	1,625	1,962	2,409	3,102					
归属母公司股东权	7,061	7,430	7,897	8,610					
负债和股东权益	10,414	12,090	14,157	16,901					

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	32.78%	38.00%	40.00%	40.00%
营业利润	28.88%	-15.19%	55.12%	74.22%
归属于母公司净利润	13.90%	-5.17%	33.88%	54.16%
获利能力				
毛利率(%)	50.52%	50.88%	51.06%	51.03%
净利率(%)	14.59%	10.03%	9.59%	10.56%
ROE(%)	6.88%	6.20%	7.81%	11.03%
ROIC(%)	13.95%	9.61%	10.58%	14.78%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.68%	37.15%	42.91%	47.82%
净负债比率(%)	-12.92%	-3.14%	8.52%	18.13%
流动比率	2.19	1.85	1.69	1.57
速动比率	1.95	1.63	1.48	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.41	0.49	0.58
应收账款周转率	2.06	2.26	2.44	2.59
应付账款周转率	5.60	5.94	5.79	5.80
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.35	0.47	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.69	0.79	1.20
每股净资产(最新摊薄)	5.08	5.35	5.69	6.20
估值比率				
P/E	95.1	95.0	71.0	46.0
P/B	6.5	6.2	5.8	5.4
EV/EBITDA	50.06	78.18	53.69	34.61

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	961	1,097	1,665
净利润	497	459	615	948
折旧摊销	318	237	298	362
财务费用	(36)	(24)	(18)	(26)
投资损失	(147)	(50)	(60)	(70)
营运资金变动	(65)	259	156	310
其他经营现金	(268)	80	106	141
投资活动现金流	(923)	(575)	(570)	(600)
资本支出	(622)	(630)	(600)	(640)
长期投资	(47)	(11)	(10)	(10)
其他投资现金	(254)	66	40	50
筹资活动现金流	479	24	(39)	(198)
短期借款	84	(9)	(9)	(9)
长期借款	333	100	100	20
普通股增加	29	0	0	0
资本公积增加	410	31	20	20
其他筹资现金	(377)	(98)	(150)	(229)
现金净增加额	(145)	409	488	867

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。