

# 科大讯飞 (002230.SZ)

## 收入提速，研发等投入加大导致利润下滑

公司公布 17 年半年报：H1 营业收入为 21.02 亿，同比增长 44%；H1 归母净利润为 1.07 亿，同比下降 58%；H1 扣非净利润为 7887 万，同比下降 11%；公司 2016 年 H1 实现投资收益 1.17 亿元导致 16 年基数较高，是造成 17H1 归母净利润同比大幅减少的主因。公司同时预告 1~9 月归母净利润为 1.39 亿~2.78 亿，同比-50%~0%。

### ● 收入增速提速，多项业务取得突破，投入加大奠定了行业领先地位

Q2 营业收入为 12.46 亿，同比增长 50%；相比 Q1 收入增速 35%有较大提升。公司上半年营业毛利 10.27 亿元，同比增长 47%。造成扣非业绩下滑的重要原因是销售费用增长 66%，以及研发费用和摊销增长 64%。

报告期内公司在研发和销售渠道的建设已经取得了多项进展：公司在多项人工智能语音和机器阅读国际大赛中斩获第一；公司在技术研发和销售渠道的高投入帮助巩固行业领先者的优势。

### ● 根据前三季预告推算公司 Q3 单季归母净利润边际改善

根据公司预告推算 Q3 单季归母净利润为 3196 万元至 1.71 亿元，去年同期为 2238 万元，去年 Q3 单季基数较低，因此相比今年 Q3 单季有较大幅度增长，虽然增速数字绝对值意义不大，但展现出了边际改善的趋势。

### ● 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.360 元/股、0.476 元/股、0.576 元/股

17H1 业绩下滑主因为去年同期投资收益较高以及投入加大，根据预告推算 Q3 业绩增速较快预测 Q4 回暖。预测 2017-2019 年营收分别为 42.5、53.5、66.9 亿元；归属母公司净利润为 5.00、6.61、8.00 亿元；PE 分别为 134、101、84 倍，公司估值偏高，但考虑其在国内人工智能技术和市场的龙头地位以及人工智能技术的前景，维持“谨慎增持”评级。

### ● 风险提示

公司仍在战略投入期，收益兑现时间存在不确定性；讯飞超脑前期投入较大；toC 的商业化有较大提升空间。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,500.80	3,320.48	4,251.61	5,352.84	6,688.40
增长率(%)	40.87%	32.78%	28.04%	25.90%	24.95%
EBITDA(百万元)	528.77	587.17	640.55	764.14	949.12
净利润(百万元)	425.29	484.43	500.21	661.36	800.33
增长率(%)	12.09%	13.90%	3.26%	32.22%	21.01%
EPS(元/股)	0.331	0.368	0.360	0.476	0.576
市盈率(P/E)	112.09	73.56	133.87	101.25	83.67
市净率(P/B)	7.61	5.05	7.82	7.26	6.68
EV/EBITDA	85.64	57.52	98.70	82.30	65.63

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

谨慎增持

当前价格 48.22 元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2017-08-10

分析师：刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

### 相关研究：

科大讯飞(002230.SZ)：业绩符合预期、全面布局“人工智能+” 2017-04-18

科大讯飞(002230.SZ)：全年收入稳增长、AI 热潮带动产品推广 2017-03-21

科大讯飞(002230.SZ)：加大战略投入，AI 领域具备向上发展基础 2016-10-18

联系人：张璋 021-60759787

zhangzhang@gf.com.cn

## 公司公布 17 半年报，收入增速提速

科大讯飞公布17年半年报：

- H1营业收入为21.02亿，同比增长44%；H1归母净利润为1.07亿，同比下降58%；H1扣非净利润为7887万，同比下降11%；
- Q2营业收入为12.46亿，同比增长50%；Q2归母净利润为3330万，同比下滑82%；Q2扣非净利润为2328万，同比下降40%；
- 预告1~9月归母净利润为1.39亿~2.78亿，同比-50%~0%。

公司16年H1实现投资收益1.17亿元导致16年基数较高，是17H1归母净利润同比大幅减少的主因。Q2营业收入为12.46亿，同比增长50%；相比Q1收入增速35%有较大提升。公司上半年营业毛利10.27亿元，同比增长47%。造成扣非业绩下滑的重要原因是销售费用增长66%，以及研发费用和摊销增长64%（下表）。

表 1：公司上半年营业情况分析

项目（单位：亿元）	说明	本报告期	上年同期	同比变动金额
营业毛利		10.27	6.99	3.28
全国销售和服务网络建设期投入较大				
减：销售费用		4.14	2.49	1.65
核心技术研究及人工智能应用落地扩展				
研发的费用化支出及资本化摊销		3.58	2.19	1.39
其他	运营支撑及折旧、办公等费用	1.47	0.91	0.56

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司在研发和销售渠道上的建设为公司业务取得了较多突破：

- 在人工智能技术比赛方面：1)在国际最高水平的语音合成比赛Blizzard Challenge（暴风雪竞赛）中再次夺冠，2)在联合CCL举办国内第一次中文阅读理解比赛，在竞争激烈的斯坦福SQuAD任务排名第一；
- 讯飞开放平台开发者达37.3万（同比增长133%），应用总数达28万（同比增长41%），日服务量达37亿人次（同比增长54%）；平台总用户数（终端设备数）达到14.7亿（同比增长81%），月活跃用户达3.1亿（同比增长31%）；
- 讯飞教育系列产品已经深入教学核心环节，并积累了大量的有效数据，覆盖全国15000余所学校，活跃师生用户超过1500万，其中智课、智学的数据规模超过300TB，教育大数据价值逐步显现。
- 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。在由国际医疗影像大会组织的LUNA(LUng Nodule Analysis)比赛中，讯飞计算机医疗影像获得全球最好成绩。

公司在技术研发和销售渠道的高投入帮助巩固行业领先者的优势，构建公司在人工智能领域的护城河，因此高于毛利增速的研发和销售费用增速也是必要。公司现在的高投入将在未来某个时点形成公司的竞争优势并取得超额利润。

## 根据前三季预告推算公司 Q3 单季归母净利润改善

根据公司预告推算Q3单季归母净利润为3196万元至1.71亿元，去年同期为2238万元，去年Q3单季基数较低，因此相比而言今年Q3单季有较大幅度增长，虽然增速数字绝对值意义不大，但展现出了边际改善的趋势。

## 公司主要财务数据分析

表 2: 公司 Q2 主要财务数据拆分

(百万元)	16Q1	16Q2	16Q2 环比	17Q1	17Q2	17Q2 环比	17Q2 同比
营业收入	633	829	31%	856	1246	46%	50%
营业毛利	301	397	32%	417	610	46%	54%
销售费用	111	139	25%	167	247	48%	78%
管理费用	149	167	12%	209	288	38%	72%
财务费用	-11	-1	90%	-9	-2	77%	-81%
投资收益	8	116	1313%	0	-3	-1212%	-103%
营业利润	49	157	219%	46	88	93%	-44%
归属母公司净利润	71	185	162%	74	33	-55%	-82%
扣非净利润	49	39	-21%	56	23	-58%	-40%
主要比率	16Q1	16Q2	+/-	17Q1	17Q2	+/-	
毛利率	48%	48%	0%	49%	49%	0%	
销售费用率	18%	17%	-1%	20%	20%	0%	
管理费用率	24%	20%	-3%	24%	23%	-1%	
营业利润率	8%	19%	11%	5%	7%	2%	
净利率	11%	22%	11%	9%	3%	-6%	
YOY	16Q1	16Q2	+/-	17Q1	17Q2	+/-	
收入	56%	31%	-25%	35%	50%	15%	
归属母公司净利润	6%	142%	136%	5%	-82%	-87%	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表 3: 公司上半年经营数据对比**

(百万元)	16H1	17H1	17H1 同比
营业收入	1462	2102	44%
营业毛利	699	1027	47%
销售费用	249	414	66%
管理费用	317	497	57%
财务费用	-12	-11	12%
投资收益	124	-3	-102%
营业利润	207	134	-35%
归属母公司净利润	256	107	-58%
扣非净利润	89	79	-11%
<b>主要比率</b>	<b>16H1</b>	<b>17H1</b>	<b>+/-</b>
毛利率	48%	49%	1%
销售费用率	17%	20%	3%
管理费用率	22%	24%	2%
营业利润率	14%	6%	-8%
净利率	18%	5%	-13%
<b>YOY</b>	<b>16H1</b>	<b>17H1</b>	
收入	41%	44%	
归属母公司净利润	79%	-58%	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表 4: 上半年非经常性收入与营业外收入对比**

(百万元)	13H1	14H1	15H1	16H1	17H1
非经常性损益/利润总额	29%	18%	38%	59%	22%
营业外收入/利润总额	58%	46%	55%	28%	1%
非经常性损益	30	25	61	168	28
利润总额	102	134	163	285	131
营业外收入	59	61	90	80	1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表 5: 上半年经营性现金流对比**

(百万元)	13H1	14H1	15H1	16H1	17H1
经营性现金流净额	3	4	-94	-457	-731
经营性现金流净额同比增速	157%	36%	-2552%	-384%	-60%
经营性现金流净额/营业总收入	1%	1%	-9%	-31%	-35%
营业总收入	419	648	1039	1462	2102

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表 6: 上半年现金及现金等价物数据对比**

(百万元)	13H1	14H1	15H1	16H1	17H1
现金及现金等价物净增加额	1554	-531	-330	-307	-284
现金及现金等价物净增加额/营业收入	371%	-82%	-32%	-21%	-14%
营业收入	419	648	1039	1462	2102
期末现金及现金等价物余额	2084	1224	737	2338	2216

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 盈利预测

虽然公司预告今年1~9月业绩同比-50%~0%，但我们要考虑几个因素：

- 16年公司有1.17亿的非经常损益，扣除此项因素的影响后今年1~9月同口径可比利润增速为-14%~73%，中间值为30%，体现公司内生增速较快；
- 从往年看，公司季节性较强，以16年为例，公司扣非净利润的65%产生于Q4。
- 假设公司前3季度扣除投资收益能做到30%增长，考虑到公司上半年收入增速逐步加快（从Q1的35%到Q2的50%），因此假设公司第四季度净利润增速略低于收入增长达到45%，则预测公司净利润为5.00亿元

17H1业绩下滑主因为去年同期投资收益较高以及投入加大，根据预告推算Q3业绩增速较快预测Q4回暖。预测2017-2019年营收分别为42.5、53.5、66.9亿元；归属母公司净利润为5.00、6.61、8.00亿元；PE分别为134、101、84倍，公司估值偏高，但考虑其在国内人工智能技术和市场的龙头地位以及人工智能技术的前景，维持“谨慎增持”评级。

## 风险提示

- 公司仍在战略投入期，收益兑现时间存在不确定性；
- 讯飞超脑前期投入较大；
- toC的商业化有较大提升空间。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4767	5533	7582	8723	10202
货币资金	2645	2540	4400	4730	5312
应收及预付	1596	2166	2454	3079	3851
存货	313	604	489	660	774
其他流动资产	214	222	240	254	264
<b>非流动资产</b>	3623	4881	4653	5020	5040
长期股权投资	243	289	289	289	289
固定资产	858	1060	1104	1138	1146
在建工程	198	271	378	469	568
无形资产	1411	2502	2096	2311	2213
其他长期资产	913	759	785	812	824
<b>资产总计</b>	8390	10414	12235	13743	15242
<b>流动负债</b>	1601	2521	2780	3557	4180
短期借款	222	306	271	251	219
应付及预收	1379	2214	2507	3303	3959
其他流动负债	0	1	2	2	2
<b>非流动负债</b>	266	674	724	776	831
长期借款	37	371	386	404	425
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	229	303	338	372	406
<b>负债合计</b>	1867	3195	3504	4333	5011
股本	1287	1315	1389	1389	1389
资本公积	3711	4121	5047	5047	5047
留存收益	1270	1625	2125	2787	3587
归属母公司股东权	6268	7062	8561	9223	10023
少数股东权益	255	157	170	187	208
<b>负债和股东权益</b>	8390	10414	12235	13743	15242

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	516	299	795	811	790
净利润	437	497	513	678	821
折旧摊销	270	318	433	432	467
营运资金变动	-108	-381	104	-13	-242
其它	-82	-135	-255	-286	-257
<b>投资活动现金流</b>	-1357	-923	85	-480	-198
资本支出	-890	-1061	-8	-599	-304
投资变动	-515	82	93	120	106
其他	48	56	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2419	479	980	-1	-10
银行借款	269	722	-20	-2	-11
债券融资	-22	-284	32	32	32
股权融资	2307	143	999	0	0
其他	-135	-102	-32	-32	-31
<b>现金净增加额</b>	1578	-144	1860	330	582
<b>期初现金余额</b>	1067	2645	2540	4400	4730
<b>期末现金余额</b>	2645	2500	4400	4730	5312

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	40.9	32.8	28.0	25.9	25.0
营业利润增长	3.4	28.9	1.7	48.6	26.4
归属母公司净利润增长	12.1	13.9	3.3	32.2	21.0
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	48.9	50.5	51.3	52.1	53.1
净利率	17.5	15.0	12.1	12.7	12.3
ROE	6.8	6.9	5.8	7.2	8.0
ROIC	6.8	5.3	4.6	6.6	9.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	22.3	30.7	28.6	31.5	32.9
净负债比率	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5
流动比率	2.98	2.19	2.73	2.45	2.44
速动比率	2.77	1.93	2.53	2.25	2.24
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.35	0.38	0.41	0.46
应收账款周转率	1.91	2.06	1.98	2.02	2.00
存货周转率	5.18	3.58	4.24	3.88	4.05
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.33	0.37	0.36	0.48	0.58
每股经营现金流	0.40	0.23	0.57	0.58	0.57
每股净资产	4.87	5.37	6.16	6.64	7.22
<b>估值比率</b>					
P/E	112.1	73.6	133.9	101.2	83.7
P/B	7.6	5.0	7.8	7.3	6.7
EV/EBITDA	85.6	57.5	98.7	82.3	65.6

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2501	3320	4252	5353	6688
营业成本	1278	1643	2071	2563	3136
营业税金及附加	23	30	39	49	61
销售费用	375	649	935	1178	1471
管理费用	565	729	999	1231	1538
财务费用	-38	-34	-90	-128	-144
资产减值损失	38	66	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	147	93	120	106
<b>营业利润</b>	298	384	390	580	733
营业外收入	169	191	180	185	182
营业外支出	2	14	8	11	9
<b>利润总额</b>	465	561	562	754	906
所得税	28	64	49	76	85
<b>净利润</b>	437	497	513	678	821
少数股东损益	11	12	13	17	21
<b>归属母公司净利润</b>	425	484	500	661	800
EBITDA	529	587	641	764	949
EPS(元)	0.33	0.37	0.36	0.48	0.58

## 广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理  
理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入  
广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事  
研发、咨询顾问等工作, 2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。