

科大讯飞 (002230)

强烈推荐

行业：计算机

## 行业应用加速落地、大投入布局大未来

公司公布中报：上半年营收 21 亿，同比增长 43.8%；归属上市公司净利润 1.07 亿元，同比下滑 58.1%（扣非净利润 7887 万、同比下滑 10.9%）。预告 1-9 月归母净利润 1.4-2.8 亿元，同比下滑 0~50%。

### 投资要点：

- ◇ **上半年营收和毛利快速增长，研发和营销投入加大，以及非经常损益变动影响利润水平。**上半年毛利润 10.3 亿元，同比增长 47%（增加约 3.3 亿元）。由于公司在人工智能重点领域持续加大核心技术研发、渠道建设和布局，营业费用 4.14 亿、同比增长 66%，管理费用 4.97 亿元，同比增长 57%，营业和管理费用合计增加 3.45 亿元，已经超过增加的毛利润；其中研发费用化支出及资本化摊销 3.58 亿元，同比增长 64%。净利润大幅下滑的另一个重要原因是 2016 年收购讯飞皆成部分股权，去年同期确认投资收益 1.17 亿元，本期投资收益大幅减少。
- ◇ **公司坚持“平台+赛道”战略，推动行业应用加速落地。**公司在感知智能、认知智能以及结合领域均取得显著成果，在语音合成、语音识别、常识推理等领域处于全球领先地位。公司在客服、教育、司法、医疗和智慧城市等重点行业的各条赛道上，通过整合“核心技术+行业数据+行业专家”，聚焦需求持续迭代，推动人工智能应用落地。
- ◇ **战略性看好人工智能，产业已经进入关键窗口期。**人工智能历经六十年技术沉淀，几经起伏，得益于深度学习理论发展、计算能力提升和数据资源增长，再次迎来突破性进展；我们认为人工智能此轮技术进步堪比互联网革命，有望再次极大的提升人类生产和组织效率。目前全球人工智能产业已经进入关键窗口期，行业机遇必将造就一批伟大的公司。
- ◇ **维持“强烈推荐”评级。**预测 2017-2019 年营收 45.1、63.4 和 86.1 亿元，年均增长 37.5%；净利润 5.1、7.3 和 10.2 亿，每股收益 0.38、0.55 和 0.77 元。维持“强烈推荐”评级，暂不设定目标价格。
- ◇ **风险提示：**技术路线、算法迭代风险、行业落地低于预期、估值风险等

### 主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3320	4513	6338	8612
收入同比(%)	33%	36%	40%	36%
归属母公司净利润	484	511	734	1018
净利润同比(%)	14%	5%	44%	39%
毛利率(%)	50.5%	52.1%	53.7%	55.1%
ROE(%)	6.9%	6.6%	8.8%	11.2%
每股收益(元)	0.37	0.38	0.55	0.77
P/E	130.35	124.70	86.77	62.57
P/B	8.94	8.24	7.67	6.99
EV/EBITDA	96	117	68	46

资料来源：公司公告、中投证券财富研究部

作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

### 6 - 12 个月目标价：

当前股价：48.00

评级调整：维持

### 基本资料

总股本(百万股)	1,389
流通股本(百万股)	1,179
总市值(亿元)	667
流通市值(亿元)	565
成交量(百万股)	99.10
成交额(百万元)	4,903

### 股价表现



### 相关报告

《人工智能专题-战略性看好人工智能，行业应用落地是硬道理》，20170727

## 一、核心技术与行业应用

公司在国内智能语音和人工智能产业处于领先地位。第一大股东中国移动持股 13.62%；第二大股东公司创始人刘庆峰博士持股 7.99%、并通过授权委托拥有 15.12% 的投票权，为公司实际控制人，第三大股东中科大下属中科大资产经营公司持股 4.23%，与刘庆峰博士团队为一致行动人。

**1) 核心技术：**公司在感知智能、认知智能，以及感知和认知智能深度结合领域均取得显著成果，在语音合成、语音识别、常识推理等领域处于全球领先地位，在阅读理解、语音交互、智能评测和口语翻译等方面均取得重要进展。

**表 1 科大讯飞重要国际比赛成绩**

比赛名称	领域	讯飞成绩
Blizzard Challenge	语音合成	2005-2016 年第一名
CHiME Challenge	语音识别	2016 年第一名
Winograd Schema Challenge	常识推理	2016 年第一名
NIST TAC Knowledge Base Population	知识图谱	2016 年第一名
SQuAD (Stanford Question Answering)	机器阅读理解	*2017 年第一名
LUNA (Lung Nodule Analysis)	计算机视觉 (医学影像)	2017 年第一名

资料来源：科大讯飞、中投证券财富研究部 (\*科大讯飞和哈工大联合实验室)

**语音合成：**2016 年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，七项指标全部第一，连续十一年获得冠军。

**语音识别：**2016 年首次参加由谷歌承办的第四届 CHiME (Computational Hearing in Multisource Environments) 国际多通道语音分离和识别大赛，获得全部三项赛事第一名。

**常识推理：**获得国际著名比赛 Winograd Schema Challenge 2016 第一名，该项比赛被学术界普遍认为是替代图灵测试，衡量机器智能水平的重要学术挑战。

**知识图谱：**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的大赛 (NIST TAC Knowledge Base Population)，并荣获第一名。

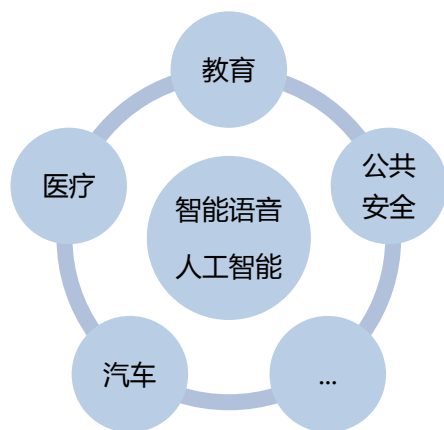
**机器阅读理解：**由斯坦福大学发起的 SQuAD 挑战赛是行业内公认的机器阅读理解标准水平测试，也是该领域的顶级赛事，被誉为机器阅读理解界的 ImageNet (图像识别领域的顶级赛事)。最近，SQuAD (Stanford Question Answering) 挑战赛榜单更新成绩，科大讯飞与哈工大联合实验室(HFL)提交的系统模型夺得第一名，这也是中国本土研究机构首次取得该赛事的榜首。

**计算机视觉/医学影像：**近日，讯飞在国际医学影像领域的 LUNA (肺结节检测领域最权威的国际评测) 上获得平均召回率 92.3% 的检测效果，以显著优势获得该项评测的第一名并刷新世界记录。继在智能语音、语义理解、机器翻译等领域取得世界第一之后，科大讯飞在计算机视觉与医学影像相结合的重要领域亦走到了世界前列。

**2) 行业应用：**依托公司语音和人工智能核心技术，依托行业数据和行业专家，公司在教育、公共安全、智慧法院、智慧医疗以及消费者业务等领域积极拓展，推动行业应用快速落地。在教育行业，构建了智慧考试、智慧校园、智慧课堂等一体化产品，全国包含北京、上海和广东等 10 余省市正式使用讯飞口语评测技术开始中高考英语听说考试。在公共安全领域，基于警务大数据打造的公安超脑解决方案，已与多个省市签署战略合作协议，产生应用成果。

2017 年 4 月公司与北京协和医院签署战略合作框架协议，共建“医学人工智能联合研究中心”，结合双方优势共同探讨人工智能在医学和医疗中的应用，包括脑科学及神级科学、儿童认知教育、基于人工智能的药物筛选、医疗影像辅助诊断、语音电子病历、智能远程会诊系统等。

**图 1 科大讯飞战略架构**

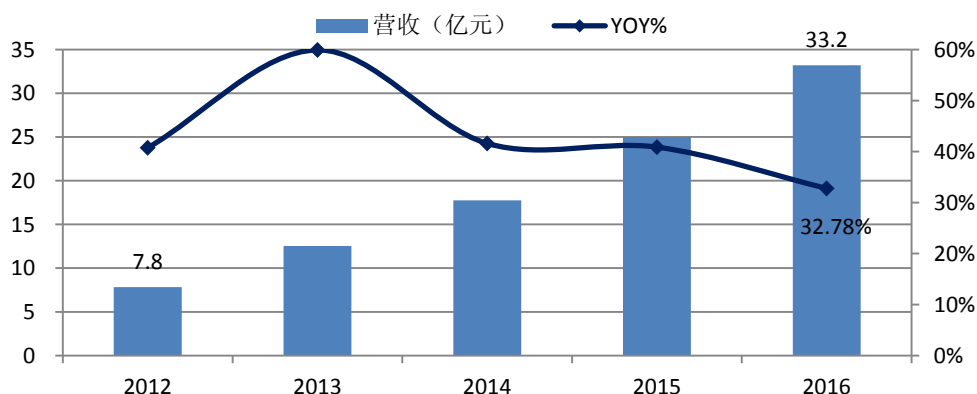


资料来源：科大讯飞、中投证券财富研究部

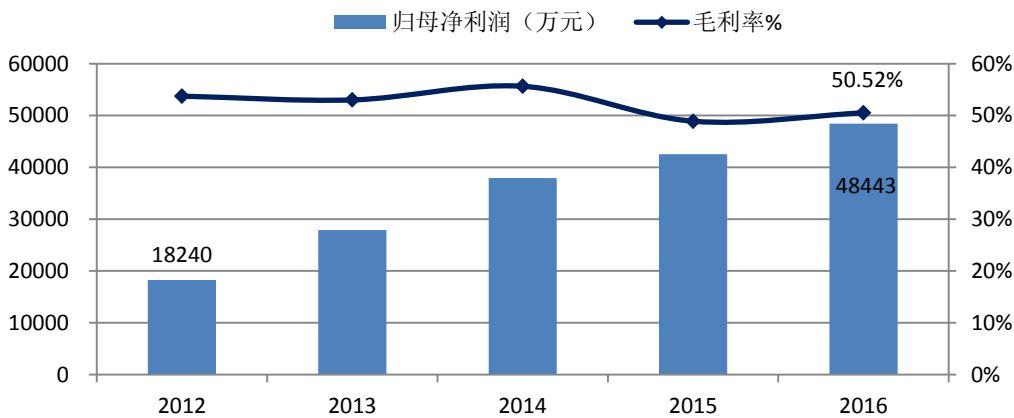
## 二、 业绩与营收结构

2016 年公司营收 33.2 亿元，同比增长 32.8%；归属母公司净利润 4.84 亿元，同比增长 13.9%；期间费用率 40.5%，其中销售和管理费用分别为 6.5 亿和 7.3 亿元，分别同比增长 73%和 29%。

**图 2 科大讯飞营收变动情况**



资料来源：科大讯飞、中投证券财富研究部

**图 3 科大讯飞净利润和毛利率变动情况**


资料来源：科大讯飞、中投证券财富研究部

在业务结构上，根据公司披露营收分为 6 大类：①支撑软件及产品，包括客服和人机交互；②教育业务，包括产品服务和教学；③互联网产品和运营，包括电信增值、互联网运营和智能硬件；④IFLYTEK C3，包括公共安全和智慧城市；⑤大数据，包括通信数据分析和广告平台；⑥系统集成业务，包括信息工程和音视频监控。

其中：2016 年收入占比较大且增速较好的细分业务分别为教育产品和服务、电信增值运营、IFLYTEK C3 公共安全和系统集成信息工程。2017 上半年收入占比较大且增速较好的细分业务分别为人际交互（2017 上半年含智能硬件）、教育产品和服务、电信增值运营、大数据广告和系统集成信息工程。

**表 2 科大讯飞营收结构**

(百万元)	2016	YOY%	营收占比%	毛利率%	2017H1	YOY%	毛利率%
支撑软件及产品-客服行业	194.79	2.0%	5.9%	-	112.558	56.0%	--
支撑软件及产品-人机交互	159.97	71.3%	4.8%	--	196.724	131.5%	--
教育-产品和服务	911.07	34.3%	27.5%	55.7%	565.109	57.7%	55.38%
教育-教学业务	113.67	22.1%	3.4%	--	58.303	2.3%	--
互联网产品和运营-电信增值	404.16	35.9%	12.2%	84.7%	214.018	14.3%	82.73%
互联网产品和运营-互联网运营	7.66	50.6%	0.2%	--	19.97	655.0%	--
互联网产品和运营-智能硬件	35.26	335.1%	1.1%	--	26.972	17.2%	--
IFLYTEK C3-公共安全	242.96	99.3%	7.3%	--	62.275	-22.7%	--
IFLYTEK C3-智慧城市	153.68	-7.3%	4.6%	--	73.478	-3.3%	--
大数据-通信数据分析	132.04	17.1%	4.0%	--	54.119	9.6%	--
大数据-广告平台	88.55	569.4%	2.7%	--	125.062	317.7%	--
系统集成-信息工程	832.51	22.8%	25.2%	15.6%	564.412	34.7%	15.91%
系统集成-音视频监控	32.64	-8.2%	1.0%	--	22.032	31.4%	--
主营合计	3,308.97	32.7%	100.0%	50.5%	2,095.03	43.8%	49.84%

资料来源：科大讯飞、中投证券财富研究部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5533	6361	7823	9638
现金	2540	2500	2500	2500
应收账款	1798	2573	3613	4909
其它应收款	284	429	602	818
预付账款	54	65	88	116
存货	604	530	718	948
其他	252	265	302	347
<b>非流动资产</b>	4881	5588	6384	7126
长期投资	289	289	289	289
固定资产	1060	2167	2894	3524
无形资产	1071	1071	1071	1071
其他	2461	2061	2130	2242
<b>资产总计</b>	10414	11949	14207	16764
<b>流动负债</b>	2521	3641	5298	7032
短期借款	306	1775	2735	3612
应付账款	617	864	1173	1547
其他	1598	1001	1391	1872
<b>非流动负债</b>	674	412	413	415
长期借款	371	371	371	371
其他	303	41	42	45
<b>负债合计</b>	3195	4053	5711	7447
少数股东权益	157	172	190	211
股本	1315	1326	1326	1326
资本公积	4121	4394	4394	4394
留存收益	1625	2004	2584	3382
归属母公司股东权益	7061	7725	8306	9106
<b>负债和股东权益</b>	10414	11949	14207	16764

**现金流量表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	299	-644	321	531
净利润	497	525	752	1039
折旧摊销	318	164	273	370
财务费用	-34	-13	24	51
投资损失	-147	-10	-10	-10
营运资金变动	-381	-1414	-788	-1007
其它	45	104	70	89
<b>投资活动现金流</b>	-923	-1030	-1104	-1138
资本支出	1065	1000	1000	1000
长期投资	175	0	0	0
其他	318	-30	-104	-138
<b>筹资活动现金流</b>	479	1634	783	606
短期借款	84	1469	960	878
长期借款	333	0	0	0
普通股增加	29	11	0	0
资本公积增加	410	273	0	0
其他	-377	-120	-177	-271
<b>现金净增加额</b>	-144	-40	0	0

资料来源：中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3320	4513	6338	8612
营业成本	1643	2161	2932	3868
营业税金及附加	30	41	57	78
营业费用	649	843	1096	1425
管理费用	729	1094	1587	2221
财务费用	-34	-13	24	51
资产减值损失	66	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	147	10	10	10
<b>营业利润</b>	384	397	653	978
营业外收入	191	200	200	200
营业外支出	14	0	0	0
<b>利润总额</b>	561	597	853	1178
所得税	64	72	102	141
<b>净利润</b>	497	525	752	1039
少数股东损益	12	15	18	21
<b>归属母公司净利润</b>	484	511	734	1018
EBITDA	668	548	950	1399
EPS (元)	0.37	0.38	0.55	0.77

**主要财务比率**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.8%	35.9%	40.4%	35.9%
营业利润	28.9%	3.5%	64.4%	49.8%
归属于母公司净利润	13.9%	5.4%	43.7%	38.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	50.5%	52.1%	53.7%	55.1%
净利率	14.6%	11.3%	11.6%	11.8%
ROE	6.9%	6.6%	8.8%	11.2%
ROIC	7.5%	5.5%	7.9%	10.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.7%	33.9%	40.2%	44.4%
净负债比率				
流动比率	2.19	1.75	1.48	1.37
速动比率	1.95	1.60	1.34	1.23
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.35	0.40	0.48	0.56
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.77	2.92	2.88	2.84
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.38	0.55	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	-0.49	0.24	0.40
每股净资产(最新摊薄)	5.32	5.82	6.26	6.86
<b>估值比率</b>				
P/E	130.35	124.70	86.77	62.57
P/B	8.94	8.24	7.67	6.99
EV/EBITDA	96	117	68	46

**投资评级定义****公司评级**

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

**行业评级**

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

**研究团队简介**

李超，南京大学硕士研究生，曾任富士通株式会社（中国）通信业务部门工程师，2008 年加入中投证券，先后负责交通运输/铁路装备、电子、家电行业和人工智能领域研究。

**免责条款**

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司财富研究部**

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：( 0755 ) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：( 010 ) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：( 021 ) 62171434