



## 科大讯飞 (002230)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-08-11

当前价格 (元) 48.0  
目标价格 (元) 55.0  
目标期限 (月) 6

### 股价走势:



### 主要数据

总股本(百万股)	1,388.69
A股股本(百万股)	1,388.69
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	666.6
A股流通比例(%)	84.8
第一大股东	中国移动
第一大股东持股比例	12.90%
12个月最高/最低(元)	50.91/26.38

### 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

## 大投入大布局, AI 赛道加速腾飞

**事件:** 公司半年报数据显示, 2017 年上半年公司实现营业收入 21.02 亿元, 同比增长 43.79%; 归母净利润 1.07 亿元, 同比下降 58.11%; EPS 为 0.08 元。其中 2Q17 公司实现营业收入 12.46 亿元, 同比增长 50.28%; 归母净利润 3330 万元, 同比下降 82.04%, EPS 为 0.02 元。

### 主要观点:

#### □ 并表基数影响, 加大投入是利润负增的主要原因

上半年公司营收与毛利均呈现高增长, 且逐季向好, AI 应用市场与用户规模均加速拓展。但同时净利润大幅负增长, 主要原因为: 1、去年同期公司并表讯飞皆成确认 1.17 亿元投资收益, 造成今年非经常性收益同比大幅减少。但即使剔除这部分收入, 净利润同比仍下降 18.8%。2、公司在医疗、公检法、智慧城市等人工智能重点应用领域继续加大核心技术研发、渠道建设和产业布局, 致费用增幅较大。上半年研发费用及资本化摊销共 3.58 亿元, 同比增长 63.75%; 销售费用 4.14 亿元, 同比增长 66%。

#### □ 开放平台业务规模快速扩大, 商业化运营实现突破

六月末, 讯飞开放平台用户数达 14.7 亿元, 同比增长 81%; 开发者达 37.3 万, 同比增长 133%; 日服务量达 37 亿人次, 同比增长 54%; 月活跃用户 3.1 亿, 同比增长 31%。公司在人工智能领域保持数据规模优势, 以科大讯飞为核心的人工智能生态圈已经形成。同时, 公司在开放平台的商业化探索实现突破, 广告投放精度大幅上升, 并推出业内唯一的流量造假检测平台, 上半年平台营收同比增长 318%, 毛利率增长 33.47%。

#### □ 教育业务进入收获期, 智学网开始贡献收入

上半年, 教育业务实现收入 5.65 亿元, 同比增长 57%; 毛利 3.13 元, 同比增长 105%; 毛利率 55.38%, 同比增长 12.89%; 而投入在教育业务的费用同比增长 21.27%, 公司教育业务已经进入收获期。个性化教学平台智学网进入商业化运营阶段, 上半年贡献营收超过 3000 万。我们认为, 公司目前教育业务已经形成 To G (智考产品、区域教育云品台)、To B (智课产品) 及 To C (智学网) 的完整闭环, 未来随着产品化系统与名校标杆用户的不断增多, 公司教育产品的代差优势将持续凸显。公司面对百亿级教育市场, 强大的护城河优势将确保教育业务规模与利润加速增长。

#### □ 掌握国内顶级医学专家资源, AI+医疗迈向认知智能

公司 AI 技术在医疗领域的落地有智能语音电子病历、医学影像和基于认知计算的辅助诊疗系统三大领域。其中, 智能语音电子病历已经在全国 20 多家医院落地使用, 考虑到医院的特殊环境, 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。在医学影像识别上, 公司刚在由国际医疗影像大会组织的 LUNA 比赛中获得全球最好成绩, 标志着讯飞在医学影像上已处于全球领先水平。在医学认知上,

公司已与中国医学院北京协和医院成立人工智能联合实验室，在人工智能技术和医学资源上形成先发优势，将开启另一个百亿级巨大市场。



#### 车载前装开始放量，语音翘楚地位难撼动

上半年公司车载产品销售量已经达到去年全年总量，智能车机产品活跃度达到 95%；车载产品营收同比增长 127%，毛利同比提升 52%。在车联网及汽车智能化的大背景下，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，业绩拐点已临近

从经营业绩上看，公司从 2015 年开始就形成营收高增、利润增长的模式，主要由于公司以大投入布局重点应用领域，研发和销售费用增长较快。公司历来注重研发，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。我们认为，公司平台与赛道收入已进入放量期，研发与销售投入降速，意味着公司业绩拐点临近。从季度上看，2Q17 业绩低点已经出现；从年度上看，2017 年将呈现年度业绩低点，2018 年公司将迈入收入与利润同步放量的新时期。



#### 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 20%、36% 和 54%，EPS 为 0.29 元、0.40 元和 0.62 元，当前股价对应 166X、120X 和 77X PE。市场对于讯飞当前的高估值或有疑虑，我们认为一方面讯飞有较大的概率在未来 3-5 年成为国内乃至国际人工智能技术与应用的龙头企业，理应享受高溢价；另一方面随着投入增长降速，公司业绩将迎来高速增长，只要估值回调幅度低于利润增速，股价与市值仍有上升空间。公司长期业绩拐点已经形成，明年各赛道可望加速腾飞，高增长值得期待，维持公司“买入”评级，目标价 55 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	4815	6741	9437
收入同比(%)	33%	45%	40%	40%
归属母公司净利润	484	388	529	816
净利润同比(%)	14%	-20%	36%	54%
毛利率(%)	50.5%	50.9%	51.2%	50.9%
ROE(%)	6.9%	5.3%	6.8%	9.7%
每股收益(元)	0.35	0.29	0.40	0.62
P/E	137.60	162.75	119.27	77.34
P/B	9.44	9.04	8.57	7.94
EV/EBITDA	50	131	87	56

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
<b>流动资产</b>	5,533	6,833	8,473	10,779	<b>营业收入</b>	3,320	4,815	6,741	9,437
现金	2,540	2,803	3,100	3,709	营业成本	1,643	2,366	3,289	4,637
应收账款	2,082	2,770	3,620	4,783	营业税金及附加	30	43	67	94
其他应收款	284	396	480	646	销售费用	649	1,011	1,382	1,840
预付账款	54	82	125	198	管理费用	729	1,107	1,517	2,029
存货	605	843	1,081	1,397	财务费用	(34)	(25)	(18)	(27)
其他流动资产	(34)	(60)	67	45	资产减值损失	66	72	94	123
<b>非流动资产</b>	4,881	5,484	5,952	6,421	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	20	20	20
固定资产	1,060	1,219	1,305	1,385	<b>营业利润</b>	384	260	430	761
无形资产	1,071	1,279	1,474	1,656	营业外收入	191	200	200	200
其他非流动资产	2,461	2,686	2,863	3,060	营业外支出	14	20	20	20
<b>资产总计</b>	10,414	12,317	14,425	17,200	<b>利润总额</b>	561	440	610	941
<b>流动负债</b>	2,521	3,675	4,979	6,860	所得税	64	42	67	103
短期借款	306	296	288	279	<b>净利润</b>	497	398	543	837
应付账款	617	972	1,351	1,906	少数股东损益	12	10	14	21
其他流动负债	1,598	2,407	3,339	4,675	<b>归属母公司净利润</b>	484	388	529	816
<b>非流动负债</b>	674	961	1,303	1,548	<b>EBITDA</b>	664	471	710	1,095
长期借款	371	471	571	591	<b>EPS (元)</b>	0.35	0.29	0.40	0.62
其他非流动负债	303	491	732	957					
<b>负债合计</b>	3,195	4,637	6,281	8,408					
少数股东权益	157	167	181	202	<b>主要财务比率</b>				
股本	1,315	1,315	1,315	1,315	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
资本公积	4,121	4,152	4,172	4,192	<b>成长能力</b>				
留存收益	1,625	1,909	2,294	2,892	营业收入	32.78%	45.00%	40.00%	40.00%
归属母公司股东权益	7,061	7,377	7,782	8,399	营业利润	28.88%	-32.37%	65.74%	76.86%
<b>负债和股东权益</b>	10,414	12,181	14,244	17,009	归属于母公司净利润	13.90%	-19.91%	36.45%	54.22%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	50.52%	50.86%	51.21%	50.86%
					净利率(%)	14.59%	8.06%	7.85%	8.65%
					ROE(%)	6.88%	5.27%	6.82%	9.74%
					ROIC(%)	13.95%	8.04%	9.16%	12.92%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	30.68%	38.07%	44.10%	49.43%
					净负债比率(%)	-12.92%	-3.78%	9.66%	19.92%
					流动比率	2.19	1.86	1.70	1.57
					速动比率	1.95	1.63	1.48	1.37
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.35	0.42	0.50	0.60
					应收账款周转率	2.06	2.31	2.44	2.59
					应付账款周转率	5.60	6.06	5.80	5.79
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.29	0.40	0.62
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.62	0.76	1.16
					每股净资产(最新摊薄)	5.08	5.31	5.60	6.05
					<b>估值比率</b>				
					P/E	137.6	162.8	119.3	77.3
					P/B	9.4	9.0	8.6	7.9
					EV/EBITDA	50.06	130.50	86.84	56.18

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。