



科大讯飞 (002230.SZ) 2019 年报点评: 人工智能 2.0 阶段, 开启 AI 规模化落地新征程

行业分类: 计算机

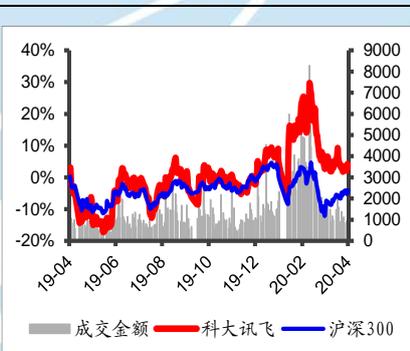
2020 年 4 月 23 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.4.22)	35.25
目标价格	40.04

基础数据 (2020.4.22)

上证指数	2843.98
总股本(亿股)	21.99
流通 A 股(亿股)	18.96
资产负债率	41.62%
ROE	7.17%
PE (TTM)	132.29
PB (LF)	6.86

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

➤ **事件:** 公司发布 2019 年报和 2020 一季报, 2019 年实现营收 100.79 亿元 (+27.30%), 归母净利润 8.19 亿元 (+51.12%), 扣非归母净利润 4.89 亿元, (+83.52%); 毛利率 46.02% (-4.01pct), 净利率 9.36% (1.55pct)。2020 年 Q1 实现营收 14.09 亿元 (-28.06%); 归属上市公司股东的净利润为 -1.31 亿元 (-229.02%)。

➤ 投资要点:

● **营收顺利跨越百亿大关, AI 应用持续规模化落地:** 公司 2019 年营收顺利跨越百亿大关, 发展战略从“人工智能 1.0 阶段”(以应用探索为核心任务)开始进入“人工智能 2.0 阶段”(以 AI 应用规模化落地为核心任务), 源头技术驱动的战略布局初见成效, 人工智能规模应用红利开始逐步兑现。报告期内:

①**开放平台及消费者业务**实现收入 32.56 亿元 (+34.82%), 占营收比重 32.31%; 报告期末讯飞开放平台已聚集超过 112 万人工智能开发者团队, 开发应用数超过 75 万, 提供人工智能技术能力和各类行业解决方案共计 287 项, 与之对应的开放平台实现营收 11.54 亿元, 同比增长 68.71%, 毛利率提升 4.51pct; 公司 C 端产品在翻译机基础上拓展录音笔、智能笔记本等多款硬件产品体系, 2019 年的“双 11”大促获得天猫京东双平台六大品类六项第一, 智能硬件实现营业收入 11.72 亿元, 同比增长 44.11%, 毛利率同比增长 0.55pct; 移动互联网产品及服务实现营收 3.18 亿元, 同比增长 52.05%。

②**教育领域**实现收入 24.98 亿元 (+16.52%), 占营收比重 24.79%; 公司 2019 年 12 月中标蚌埠市智慧学校建设项目 15.86 亿元和青岛西海岸新区“因材施教”人工智能+教育创新应用示范区项目 8.59 亿元, 两个项目金额合计 24.45 亿元, 占 19 年营收的接近四分之一, 大额项目订单不断落地标志着这家公司教育业务进入规模化示范应用阶段。

③**智慧城市**实现收入 20.81 亿元 (+22.67%), 占营收比重 20.65%; “城市超脑”相关产品已落地全国 10 省近 30 地市。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传 真: 010-59562637

④**政法业务**实现收入 13.31 亿元 (+28.55%)，占营收比重 13.21%；“AI+政法”产品与解决方案已广泛应用于各级司法行政机关，高院、省检覆盖率均超 90%。

⑤**汽车领域**实现收入 3.72 亿元 (+39.08%)，占营收比重 3.69%。

⑥**智能服务**实现收入 2.91 亿元 (+20.29%)，占营收比重 2.89%。

⑦**智慧医疗**实现收入 1.85 亿元 (+145.5%)，占营收比重 1.83%；智医助理累计提供 2,500 万人次的辅助诊断建议，日均超过 20 万条，服务超过 33 万名基层医生，惠及 4000 多万居民。

我们认为，公司人工智能产业生态持续优化，AI 技术进入规模化应用落地阶段，未来业绩增长的确定性很强。

- **积极推进增量绩效管理机制，费用管控促经营管理效率显著提升：**公司坚持有质量的增长，在销售收入增长和税后利润增长取舍方面，更看重归母净利润的增长。持续推进增量绩效管理机制，采取多项措施降低两项费用占营收占比，期间费用控制能力优异。全年销售、管理、财务三项费用率为 24.63%，同比下降 8.92pct：其中销售费用率 17.66%，同比下降 4.14pct；管理费用率 7.01%，同比下降 4.95pct；财务费用率-0.04%，同比增长 0.17pct。在销售和管理两项费用率大幅下降的影响下，2019 年扣非归母净利润增速远高于营收增速，经营管理效率显著提升，人均效能提升较快。公司 2019 年人均实现营收 96.47 万元、归母净利润 7.84 万元，分别同比提升 33.67%、58.69%；净资产收益率（摊薄）7.17%，创近四年新高；全年存货周转率为 5.83 次 (+42.20%)，经营性现金流净额为 15.31 亿元 (+33.39%)，均创近十年历史新高。毛利率同比下降 4.01pct，主要系政法业务适应客户需求作了结构性调整，导致政法业务毛利率较去年下降 21.84pct，影响整体毛利率同比略降。随着营收的快速增长，公司 2019 年末应收账款为 50.87 亿元，同比增长 50.09%，我们认为主要是受项目结算周期性影响，且应收帐款中 95%以上来自于政府、金融机构、华为等大企业，客户信誉度较高，应收账款回收质量有保障。
- **高强度研发投入构建深厚护城河，无惧“实体清单”挑战走自主创新之路：**公司 19 年研发费用率 16.27%，同比上升 4.41pct；研发投入 21.43 亿元，同比增长 20.91%；研发投入营收占比为 21.27%，连续 10 年保持在营收的 20%以上。公司高强度研发投入构建的核心技术体系，为其在教育领域的机器智能评分、医疗领域的智能辅助诊疗、政法领域的智能辅助办案等实际业务应用树立了较高的技术壁垒和领先优势。公司近三年主持、参与制定已发布国家标准 9 项，国际标准 1 项，行业标准 2 项，公司及全资、控股子公司累计获得国内外有效专利 1,000 余件。公司 2019 年在国际机器阅读理解权威评测 SQuAD2.0 中，在 EM（精准匹配率）和 F1（模糊匹配率）两项指标上全面超越人类平均水平；“智医助理”成为全球首次通过国家执业医师资格考试的医学人工智能系统；在国际语义评测数学问答竞赛任务 (Math Question Answering, MQA) 上，获得总分第一以及代数题、应用题、几何题三个子项目的全部冠军；在国际医学影像顶级会议 ISBI 设置的 CHAOS 评测任务中，刷新了最受关注的 CT 肝脏分割子任务的世界纪录，实现算法对腹部器官影像的精细分割。公司拥有自主知识产权，核心技术并不受制于人，被列入“实体清单”后，已迅速切换到以国产供应链为主的非美供应链体系，继续为客户提供优质的产品和服务。目前来看，公司依靠走自主创新之路，业务发展基本没有受到“实体清单”事件影响。

- **受疫情影响公司 2020 年 Q1 暂时性亏损，预计全年业绩仍将保持良好增长：** 新冠疫情暂时延缓了公司收入的实现进度，2020 年 Q1 实现营收 14.09 亿元，同比减少 28.06%；归属上市公司股东的净利润为-1.31 亿元（去年同期为 1.02 亿元）。其中，包括公司针对抗击疫情的需要，免费提供“停课不停学”服务、通过智医助理 AI 辅诊系统免费帮助基层医疗机构排查病人、通过智能电话机器人助力相关部门进行疫情的防控排查等，相关投入约 3700 万元。公司 2015-2019 年 Q1 营收占全年的比例分别为 16.24%、19.06%、15.73%、17.65%、19.41%，归母净利润占全年的比例分别为 15.66%、14.59%、17.02%、15.13%、12.92%，历年来 Q1 业绩全年占比较低，对全年业绩影响有限。另外，疫情催化加速各行各业在网上办公和开展业务，极大利好人工智能行业的发展。随着 3 月初网上招标开始逐步实施，当月公司新增中标合同金额达到 9.20 亿，较去年同期增长 91%。当前订单的快速恢复，说明疫情影响有限，行业需求仍在稳定增长。公司明确表示后续将加快项目交付进度，把“时间抢回来”。目前，公司上游供应商、下游厂商及客户已全部复工，预计随着第二季度经营活动恢复正常，公司全年经营将继续保持良好增长势头。

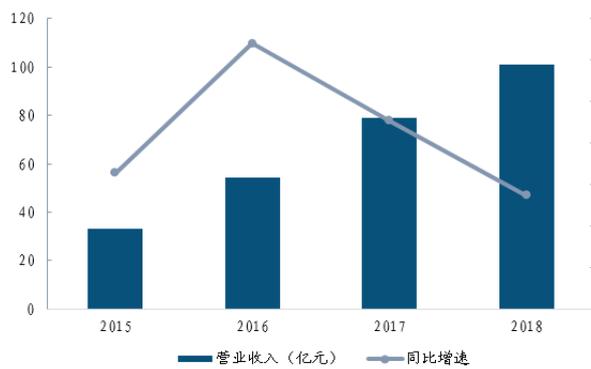
投资建议： 公司 2019 年营业收入顺利跨越百亿新台阶，目前正在进入 AI 应用持续规模化落地新阶段。公司持续推进“平台+赛道”的人工智能战略，在教育、医疗、司法、消费者等行业赛道上，已经实现了源头技术创新和产业应用的良性互动。其坚定不移地推进 To B 和 To C 双轮驱动战略，未来产品化程度，尤其是自有产品比重也会越来越高。人工智能作为新基建的重要组成部分，未来市场空间广阔，公司将充分受益于新基建驱动下人工智能技术规模化应用的红利。我们认为公司未来业绩成长的确性很强，预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 11.35 亿元、15.29 亿元、19.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.52 元、0.70 元、0.90 元，对应当前股价 PE 分别为 68 倍、51 倍、39 倍，考虑公司在人工智能行业的领导性地位，给予公司 2020 年 77 倍 PE 估值，对应股价 40.04 元，给予“买入”评级。

风险提示： 政法与医疗业务开展不及预期；人工智能产业落地不及预期；市场竞争加剧。

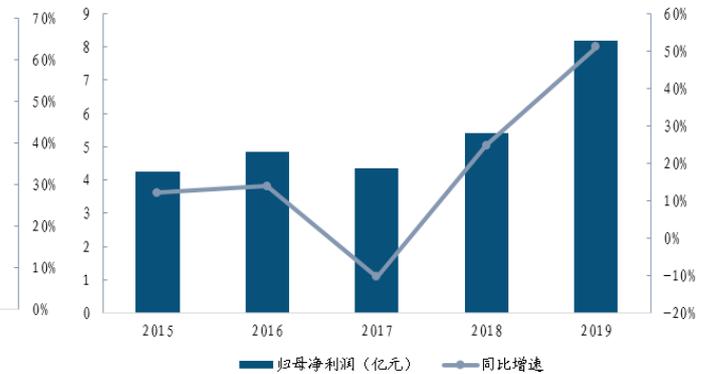
- **盈利预测：**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10078.69	13082.14	17137.60	22535.95
增长率 (%)	27.30	29.80	31.00	31.50
归属母公司股东净利润	819.18	1134.67	1528.79	1986.01
增长率 (%)	51.12	38.51	34.73	29.91
每股收益 (EPS)	0.37	0.52	0.70	0.90

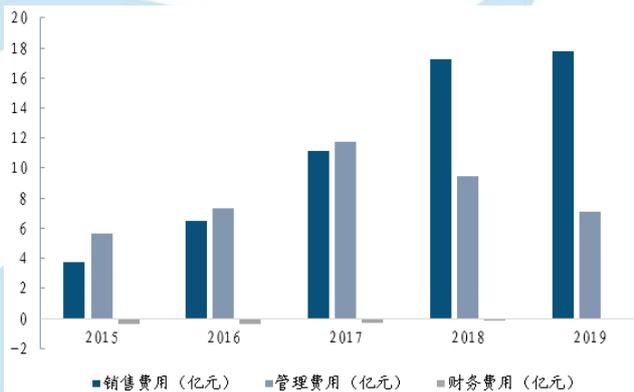
数据来源：wind，中航证券金融研究所

◆ 公司主要财务数据
图 1: 公司近五年营业收入及增速情况 (亿元, %)


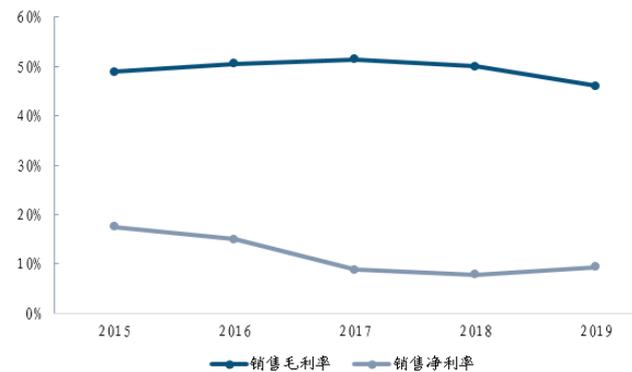
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况 (亿元, %)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司三费情况 (亿元)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司近五年毛利率及净利率情况 (%)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图表：科大讯飞盈利预测（单位：百万元）

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10078.69	13082.14	17137.60	22535.95	货币资金	3828.63	4839.39	6292.23	8309.52
营业成本	5440.46	6589.47	8618.50	11488.82	应收和预付款项	5858.98	7592.38	9945.65	13082.67
营业税金及附加	67.30	87.35	114.43	150.48	存货	826.41	1000.94	1309.15	1745.16
销售费用	1780.16	2289.37	2973.37	3864.91	其他流动资产	915.92	1164.32	1488.06	1919.00
管理费用	2346.25	2940.86	3831.97	4946.64	长期股权投资	421.94	406.94	396.94	396.94
财务费用	-3.71	-2.78	-1.25	-2.42	投资性房地产	202.24	202.24	202.24	202.24
资产减值损失	-7.01	-8.00	-8.00	-8.00	固定资产和在建工程	2136.66	2200.20	2245.02	2275.70
投资收益	111.60	95.00	102.00	115.00	无形资产和开发支出	3911.59	3424.39	2846.47	2175.84
公允价值变动损益	-4.42	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	1998.47	2040.53	2067.59	2079.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	20100.84	22871.32	26793.36	32186.72
营业利润	987.97	1280.86	1710.58	2210.50	短期借款	733.21	800.00	750.00	780.00
其他非经营损益	7.45	4.47	5.96	5.22	应付和预收款项	4816.25	5936.05	7767.07	10317.56
利润总额	995.42	1285.33	1716.54	2215.72	长期借款	397.60	432.60	467.60	502.60
所得税	52.35	67.60	90.27	116.53	其他负债	2418.94	2750.62	3230.37	3909.04
净利润	943.07	1217.73	1626.27	2099.19	负债合计	8366.00	9919.27	12215.04	15509.21
少数股东损益	123.89	130.00	145.00	160.00	股本	2198.58	2198.58	2198.58	2198.58
归属母公司股东净利润	819.18	1087.73	1481.27	1939.19	资本公积	6969.15	6969.15	6969.15	6969.15
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	3017.51	4105.24	5586.51	7525.70
经营活动现金流净额	1531.47	755.33	1364.59	1844.87	归属母公司股东权益	11417.96	12505.18	13986.45	15925.64
投资活动现金流净额	-2898.99	91.36	102.00	105.00	少数股东权益	316.88	446.88	591.88	751.88
筹资活动现金流净额	2579.90	164.07	-13.75	67.42	股东权益合计	11734.84	12952.06	14578.32	16677.52
现金流量净额	1213.24	1010.76	1452.85	2017.29	负债和股东权益合计	20100.84	22871.32	26793.36	32186.72

数据来源：wind，中航证券金融研究所



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数

分析师简介

张超, SAC执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。