



科大讯飞 (002230)

投资评级：增持

报告日期：2015-10-27

当前价格(元) 40.09
目标价格(元) 46
目标期限(月) 6

股价走势：



主要数据

总股本(百万股)	1,285.45
A 股股本(百万股)	1,285.45
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	525.7
A 股流通比例(%)	70.6
第一大股东	中国移动
第一大股东持股比例	13.94%
12 个月最高/最低(元)	68.84/23.96

华安证券 TMT 研究组

联系人：袁晓雨
021-60958362
yuanxiaoyu_hazq@163.com

利润增长显著放缓，人工智能与在线教育仍具看点

——科大讯飞 2015 年三季度报点评

2015 年前三季度公司实现营业收入 16.74 亿元，同比增长 51.46%；归母净利润 2.23 亿元，同比增长 12.91%；基本每股收益 0.18 元，同比增长 12.50%。其中三季度单季营收增长 38.8%，归母净利润同比下降 0.9%。公司预计 2015 年归母净利润为 3.79-5.69 亿元，同比增长 0-50%。

主要观点：

□ 营收降速及战略业务加大投入致利润增长显著放缓

尽管前三季度公司营收仍保持 50%以上的高速增长，但三季度单季营收增速降至 38.3%，主要由于实体经济持续放缓致下游对语音支撑软件需求减弱。此外公司持续加大对人工智能、在线教育、移动互联等战略业务的投入力度，重构营销体系加强产品线销售渠道下沉，三季度销售费用率及管理费用率均有所上升。

□ 人工智能备受瞩目，产业应用有望突破

从年初两会提出“中国大脑”计划，到七月份国务院要求培育发展人工智能新兴产业，再到近期李克强与智能机器人“小度”互动，而人工智能亦有望站上国家战略产业高度出现在“十三五规划”中。政策刺激的不断加强将加快产业应用实现突破，人脸识别与语音识别有望率先进入产业化领域。公司核心技术平台“讯飞超脑”已在语音合成、语音识别、纸笔考试自动阅卷等方向取得显著成果，树立公司在人工智能核心技术方面的领先优势。

□ 教学生态体系逐步构建，迎接在线教育爆发期

近年来在线教育呈现井喷态势，未来五年中国在线教育市场的复合增长率将达到 20%，市场容量与空间巨大。公司上半年定增打造智慧课堂及教育云平台，目前已初步构建起“平台+内容+终端+应用”完整的教育教学生态体系，并完成安徽、浙江、云南、江西等 10 个省级教育平台的建设及教学端产品在全国的市场布局。良好的技术和市场先发优势为公司教育业务进一步发展奠定良好势能与价值源泉。

□ 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 25.7 亿元、38.0 亿元和 54.4 亿元，归母净利润为 4.2 亿元、5.6 亿元和 8.0 亿元，EPS 为 0.34 元、0.46 元和 0.66 元，当前股价对应 PE 分别为 120X、89X 和 62X。考虑到公司在人工智能领域的技术领先地位及在线教育的发展前景，维持“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1775	2566	3796	5446
收入同比 (%)	42%	45%	48%	43%
归属母公司净利润	379	416	558	803
净利润同比 (%)	36%	10%	34%	44%
毛利率 (%)	55.6%	52.7%	52.9%	53.8%
ROE (%)	10.0%	8.7%	10.4%	13.0%
每股收益	0.30	0.34	0.46	0.66
P/E	138.56	119.60	89.08	61.90
P/B	14.18	11.40	10.05	8.70
EV/EBITDA	46	118	87	58

资料来源：wind、华安证券研究所（小五号华文楷体）

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	2014A	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	2,565	3,472	4,479	5,746	营业收入	1,775	2,566	3,796	5,446
现金	1,067	1,513	1,559	1,489	营业成本	788	1,213	1,786	2,514
应收账款	1,275	1,595	2,378	3,512	营业税金及附加	25	38	57	82
其他应收款	83	149	192	282	销售费用	240	359	550	817
预付账款	11	11	14	22	管理费用	455	667	987	1,362
存货	181	275	395	567	财务费用	(42)	(19)	(23)	(22)
其他流动资产	(52)	(71)	(59)	(127)	资产减值损失	33	39	42	43
非流动资产	2,605	3,021	3,529	4,127	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	23	25	22	投资净收益	13	22	25	28
固定资产	710	902	952	897	营业利润	288	290	421	679
无形资产	608	661	710	756	营业外收入	150	180	210	230
其他非流动资	1,268	1,435	1,842	2,451	营业外支出	4	5	5	5
资产总计	5,170	6,493	8,009	9,873	利润总额	434	465	626	904
流动负债	1,076	1,334	2,058	2,886	所得税	45	46	63	90
短期借款	9	10	10	10	净利润	388	418	563	814
应付账款	468	630	959	1,383	少数股东损益	9	2	5	10
其他流动负债	599	694	1,089	1,493	归属母公司净利润	379	416	558	803
非流动负债	193	251	398	545	EBITDA	438	409	554	821
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.34	0.46	0.66
其他非流动负	193	251	398	545	主要财务比率				
负债合计	1,268	1,586	2,455	3,431	会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	195	197	202	213	成长能力				
股本	803	1,216	1,216	1,216	营业收入	41.60%	44.52%	47.96%	43.47%
资本公积	1,938	2,112	2,312	2,512	营业利润	33.53%	0.59%	45.30%	61.32%
留存收益	966	1,283	1,705	2,313	归属于母公司净利润	36.00%	9.59%	34.27%	43.90%
归属母公司股东权	3,707	4,612	5,233	6,041	获利能力				
负债和股东权益	5,170	6,394	7,891	9,685	毛利率(%)	55.63%	52.72%	52.94%	53.84%
现金流量表					净利率(%)	35.16%	21.37%	16.21%	14.71%
单位:百万元					ROE(%)	9.96%	8.70%	10.37%	13.01%
会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E	ROIC(%)	20.58%	16.97%	16.91%	21.43%
经营活动现金流	420	243	238	(28)	偿债能力				
净利润	388	416	558	803	资产负债率(%)	24.54%	24.80%	31.12%	35.43%
折旧摊销	194	138	156	164	净负债比率(%)	-5.38%	-5.27%	0.28%	15.27%
财务费用	(43)	(19)	(23)	(22)	流动比率	2.38	2.60	2.18	1.99
投资损失	(13)	(22)	(25)	(28)	速动比率	2.22	2.40	1.98	1.79
营运资金变动	(438)	(312)	(476)	(999)	营运能力				
其他经营现金	330	41	47	54	总资产周转率	0.37	0.44	0.52	0.61
投资活动现金流	(1,118)	(376)	(247)	(139)	应收账款周转率	1.90	1.92	2.03	1.94
资本支出	0	(420)	(270)	(170)	应付账款周转率	4.67	4.67	4.78	4.65
长期投资	14	(3)	(2)	3	每股指标 (元)				
其他投资现金	(1,132)	48	25	28	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.34	0.46	0.66
筹资活动现金流	10	510	86	26	每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.19	0.19	(0.02)
短期借款	2	1	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.88	3.59	4.07	4.70
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	334	413	0	0	P/E	138.6	119.6	89.1	61.9
资本公积增加	(224)	174	200	200	P/B	14.2	11.4	10.0	8.7
其他筹资现金	(103)	(78)	(114)	(174)	EV/EBITDA	45.79	118.08	86.95	58.49
现金净增加额	(688)	377	76	(141)					

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。