

科大讯飞 (002230)

推荐

行业：软件开发

人工智能风口将近，教育行业大有可为

公司是国内语音识别领域的绝对霸主，市场地位无可替代，2015 年营业收入高速增长态势继续保持。我们认为，公司在现有业务高速增长的基础上，加大人工智能技术投入力度，抢占 C 端语音入口，发力教育业务，15 年的净利润增速放缓从侧面也反应出公司在新兴领域的投资布局加大，未来增长潜力明显，看好公司长期发展趋势。

此外，公司拟收购北京乐知行软件有限公司，完善教育行业产品线，加快教育产业布局，快速抢占 C 端入口。

投资要点：

✧ **教育产品逐渐成熟，结合语音交互与人工智能技术，相关产品能有效提升教学质量，产品爆发在即。**公司发布公告拟收购北京乐知行软件有限公司，乐之行作为中小学教育信息化整体解决方案提供商，15 年营业收入增速超过 50%，连续 4 年北京市场占有率第一，主要提供数字校园、教育云平台、互联网教育、教育物联网四大公有教育云 SAAS 解决方案。而公司在教育领域多采用软硬结合的方式，收购乐之行与自身教育业务形成良好的互补，K12 教育行业渗透率将持续提升。

✧ **营业收入高速增长，财务状况良好。**2015 年公司实现营业收入 25.01 亿元，同比增长 40.87%，归母净利润 4.25 亿元，同比增长 12.09%，扣非后归母净利润 3.16 亿元，同比增长 9.51%。由于软硬件结合产品占比提升以及公司各项业务拓展需要，导致综合毛利率有所下降。总体来看，公司营收状况良好，前瞻性布局打开长期增长空间，行业龙头地位不可撼动。

✧ **智能语音技术行业领先，“讯飞超脑”开启人工智能新篇章。**公司持续加大智能语音以及人工智能核心技术的投入，讯飞超脑已在多领域取得显著阶段性成果。语音合成方面公司取得 Blizzard Challenge（暴风雪竞赛）十连冠；语音转写正确率突破 85% 的实用门槛；针对人工智能产业发布全新 AIUI 语音交互全新方案。公司新技术已经在车载、音箱、教育、客服等领域得到广泛应用，此外，公司抢先布局医疗行业的人工智能技术应用，与卫生部就电子病历项目展开前期探索。公司新技术在契合人工智能未来发展方向的同时逐渐向产品化、商用化渗透，为业绩增长提供了全新动力。

✧ **公司大力拓展 K12 在线教育业务，抢先卡位人工智能入口，持续看好公司未来发展前景，给予“推荐”评级。**我们预计公司 16-18 年的营业收入分别为 32.95、44.91、61.38 亿元，归属母公司的净利润分别为 5.09、7.13、9.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.55、0.74 元，给予“推荐”评级，目标价 32 元。

✧ **风险提示：**人工智能应用拓展不及预期，教育产业应用增速放缓，应收账款持续增长的风险。

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：李辻

S0960115110038

0755-82026541

lishi@china-invs.cn

参与人：雷雳

S0960115010002

0755-82026908

leili@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 32

当前股价： 27.93

评级调整： 维持

基本资料

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 1,287 |
| 流通股本(百万股) | 908 |
| 总市值(亿元) | 359 |
| 流通市值(亿元) | 254 |
| 成交量(百万股) | 27.88 |
| 成交额(百万元) | 786.99 |

股价表现



相关报告

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2501 | 3295 | 4491 | 6138 |
| 收入同比(%) | 41% | 32% | 36% | 37% |
| 归属母公司净利润 | 425 | 509 | 713 | 951 |
| 净利润同比(%) | 12% | 20% | 40% | 33% |
| 毛利率(%) | 48.9% | 48.7% | 51.1% | 51.9% |
| ROE(%) | 6.8% | 7.7% | 9.9% | 12.0% |
| 每股收益(元) | 0.33 | 0.40 | 0.55 | 0.74 |
| P/E | 84.50 | 70.60 | 50.41 | 37.80 |
| P/B | 5.73 | 5.41 | 4.99 | 4.53 |
| EV/EBITDA | 62 | 55 | 38 | 28 |

资料来源：中国中投证券研究总部

投资策略：给予“推荐”评级，目标价 32 元

智能语音行业具有较高的技术壁垒，但潜在应用价值巨大。公司作为智能语音行业龙头，在技术方面一直保持行业领先地位，随着自身技术的提升，积极布局相关业务领域，已在教育、智能客服、智能家居、服务机器人、车载等领域取得进展。而人工智能领域尚处于爆发前夜，技术有待进一步成熟，公司正是契合行业特点，持续加大技术研发投入，提前卡位行业入口，我们认为公司战略布局意义深远，市场前景广阔，看好公司长期发展。

业绩核心假设：

（1）语音合成、语音识别技术持续保持行业领先，能在语义理解方面实现较大突破，并在基于深度神经网络算法的人工智能技术方面取得长远的进步；

（2）与三大运营商合作紧密，电信语音增值服务的高毛利率继续保持；

（3）教育业务持续拓展，在大规模市场推广以及软件结合战略布局下，近年毛利率可能有所下降，但长期来看能够快速打开教育市场盈利空间；

（4）讯飞语音云月活用户量继续保持，AIUI 人机交互开放平台拓展顺利，开发者以及行业应用公司对公司语音产品继续保持较高依赖水平；

（5）车载、智能客服、智能家居、服务机器人等细分领域语音相关产品或软件技术支持服务持续推进。

我们预计公司 16-18 年的营业收入分别为 32.95、44.91、61.38 亿元，归属母公司的净利润分别为 5.09、7.13、9.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.55、0.74 元，给予“推荐”评级，目标价 32 元。

表 1 公司营业收入及盈利预测

| | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 语音支撑软件 | 营业收入 (百万元) | 213.5 | 245.9 | 303.1 | 363.7 | 436.4 | 523.7 |
| | 增长率 (%) | 68.1 | 15.2 | 23.2 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| | 毛利率 (%) | 92.3 | 93.6 | 85.4 | 84.0 | 84.5 | 85.0 |
| 行业应用产品系统 | 营业收入 (百万元) | 651.6 | 1,021.2 | 1,369.3 | 1,917.0 | 2,779.6 | 4,030.5 |
| | 增长率 (%) | 72.7 | 56.7 | 34.1 | 40.0 | 45.0 | 45.0 |
| | 毛利率 (%) | 57.9 | 62.3 | 57.8 | 57.0 | 60.0 | 60.0 |
| 信息工程与运维服务 | 营业收入 (百万元) | 347.8 | 436.0 | 721.0 | 865.2 | 1,081.5 | 1,351.8 |
| | 增长率 (%) | 30.3 | 25.4 | 65.4 | 20.0 | 25.0 | 25.0 |
| | 毛利率 (%) | 22.3 | 22.2 | 21.2 | 21.0 | 21.0 | 21.0 |
| 教育教学 | 营业收入 (百万元) | 36.2 | 66.5 | 100.4 | 140.6 | 182.7 | 219.3 |
| | 增长率 (%) | 303.9 | 83.6 | 51.0 | 40.0 | 30.0 | 20.0 |
| | 毛利率 (%) | 26.3 | 31.4 | 16.6 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |
| 其他业务收入 | 营业收入 (百万元) | 4.6 | 5.7 | 7.1 | 8.7 | 10.7 | 13.2 |
| | 增长率 (%) | 16.9 | 23.6 | 25.2 | 23.0 | 23.0 | 23.0 |
| | 毛利率 (%) | 65.0 | 72.3 | 44.7 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 总计 | 营业收入 (百万元) | 1,253.7 | 1,775.2 | 2,500.8 | 3,295.1 | 4,491.0 | 6,138.4 |
| | 增长率 (%) | 59.9 | 41.6 | 40.9 | 31.8 | 36.3 | 36.7 |
| | 毛利率 (%) | 53.0 | 55.6 | 48.9 | 48.7 | 51.1 | 51.9 |

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4767 | 5468 | 6339 | 7631 |
| 现金 | 2645 | 2886 | 2772 | 2659 |
| 应收账款 | 1430 | 1932 | 2714 | 3824 |
| 其它应收款 | 132 | 164 | 225 | 310 |
| 预付账款 | 17 | 21 | 29 | 38 |
| 存货 | 313 | 421 | 547 | 735 |
| 其他 | 231 | 44 | 52 | 64 |
| 非流动资产 | 3623 | 3620 | 3870 | 4077 |
| 长期投资 | 243 | 260 | 279 | 298 |
| 固定资产 | 858 | 1203 | 1504 | 1762 |
| 无形资产 | 650 | 532 | 382 | 212 |
| 其他 | 1872 | 1626 | 1705 | 1805 |
| 资产总计 | 8390 | 9088 | 10209 | 11708 |
| 流动负债 | 1601 | 1883 | 2400 | 3104 |
| 短期借款 | 222 | 10 | 10 | 10 |
| 应付账款 | 569 | 850 | 1095 | 1450 |
| 其他 | 811 | 1022 | 1295 | 1644 |
| 非流动负债 | 266 | 291 | 325 | 367 |
| 长期借款 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 其他 | 229 | 253 | 287 | 330 |
| 负债合计 | 1867 | 2174 | 2724 | 3471 |
| 少数股东权益 | 255 | 266 | 283 | 306 |
| 股本 | 1287 | 1287 | 1287 | 1287 |
| 资本公积 | 3711 | 3711 | 3711 | 3711 |
| 留存收益 | 1270 | 1650 | 2204 | 2933 |
| 归属母公司股东权益 | 6268 | 6648 | 7202 | 7931 |
| 负债和股东权益 | 8390 | 9088 | 10209 | 11708 |

现金流量表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 516 | 939 | 491 | 560 |
| 净利润 | 437 | 520 | 730 | 973 |
| 折旧摊销 | 270 | 308 | 371 | 435 |
| 财务费用 | -38 | -103 | -113 | -109 |
| 投资损失 | -39 | -30 | -12 | -12 |
| 营运资金变动 | -111 | 93 | -493 | -735 |
| 其它 | -3 | 151 | 8 | 8 |
| 投资活动现金流 | -1357 | -459 | -559 | -560 |
| 资本支出 | 890 | 450 | 450 | 450 |
| 长期投资 | -543 | -91 | 18 | 20 |
| 其他 | -1009 | -100 | -91 | -91 |
| 筹资活动现金流 | 2419 | -238 | -46 | -112 |
| 短期借款 | 213 | -212 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 37 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 484 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1773 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -88 | -26 | -46 | -112 |
| 现金净增加额 | 1578 | 242 | -114 | -113 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2501 | 3295 | 4491 | 6138 |
| 营业成本 | 1278 | 1690 | 2195 | 2952 |
| 营业税金及附加 | 23 | 39 | 51 | 68 |
| 营业费用 | 375 | 495 | 674 | 922 |
| 管理费用 | 565 | 777 | 1060 | 1438 |
| 财务费用 | -38 | -103 | -113 | -109 |
| 资产减值损失 | 38 | 37 | 37 | 37 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 39 | 30 | 12 | 12 |
| 营业利润 | 298 | 391 | 600 | 843 |
| 营业外收入 | 169 | 190 | 214 | 242 |
| 营业外支出 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 465 | 578 | 811 | 1081 |
| 所得税 | 28 | 58 | 81 | 108 |
| 净利润 | 437 | 520 | 730 | 973 |
| 少数股东损益 | 11 | 11 | 17 | 23 |
| 归属母公司净利润 | 425 | 509 | 713 | 951 |
| EBITDA | 529 | 596 | 858 | 1169 |
| EPS (元) | 0.33 | 0.40 | 0.55 | 0.74 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 40.9% | 31.8% | 36.3% | 36.7% |
| 营业利润 | 3.4% | 31.3% | 53.4% | 40.5% |
| 归属于母公司净利润 | 12.1% | 19.7% | 40.1% | 33.3% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 48.9% | 48.7% | 51.1% | 51.9% |
| 净利率 | 17.0% | 15.4% | 15.9% | 15.5% |
| ROE | 6.8% | 7.7% | 9.9% | 12.0% |
| ROIC | 7.8% | 7.9% | 11.2% | 14.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 22.3% | 23.9% | 26.7% | 29.6% |
| 净负债比率 | 13.89% | 2.18% | 1.74% | 1.37% |
| 流动比率 | 2.98 | 2.90 | 2.64 | 2.46 |
| 速动比率 | 2.78 | 2.68 | 2.41 | 2.22 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.37 | 0.38 | 0.47 | 0.56 |
| 应收账款周转率 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应付账款周转率 | 2.47 | 2.38 | 2.26 | 2.32 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.33 | 0.40 | 0.55 | 0.74 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.40 | 0.73 | 0.38 | 0.44 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.87 | 5.17 | 5.60 | 6.16 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 84.50 | 70.60 | 50.41 | 37.80 |
| P/B | 5.73 | 5.41 | 4.99 | 4.53 |
| EV/EBITDA | 62 | 55 | 38 | 28 |

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

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

李辻,计算机行业分析师,华中科技大学微电子学学士,新加坡管理大学金融经济学硕士。

雷雳,计算机行业分析师,厦门大学物理学学士、金融学硕士。

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,旨为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研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

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

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