

2016年08月09日

公司研究•证券研究报告

科大讯飞(002230.SZ)

语音龙头稳步增长，讯飞AI生态渐成熟

投资要点

【事件】2016年8月8日公司公布2016年半年报，报告期内：实现主营业务收入146211.03万元，比上年同期增长40.70%；实现归母净利润15396.38万元，同比增长7.60%，报告期内公司各项业务稳步推进，业绩增长稳健，建议积极关注。

◆ **智能语音产业高速发展，公司持续领跑语音市场：**智能语音技术不断深化，应用场景不断丰富，根据市场调研数据显示，2015年我国智能语音产业规模40.3亿元，同比增长41%，全球规模超61.2亿美元，预计2017年可超百亿。目前公司是国内第一、全球第五的智能语音厂商，国内份额达44.20%，全球份额5%，具备与国际巨头竞争的实力。预计随着语音市场的持续增长，公司龙头地位将进一步巩固。

◆ **依托语音技术，AI生态日渐成熟：**公司“讯飞超脑”项目以语音技术为入口，开启人工智能认知革命，实现基于类人神经网络的认知智能引擎，在知识图谱构建与推理、人工神经网络模拟、人脑原理分析模型模拟几个方向展开研究，为公司在智能认知领域进行前瞻布局，牢固在人工智能核心技术方面的领先优势。讯飞超脑已经在语音合成、语音识别、纸笔考试自动阅卷、口语翻译、语义理解等方向取得显著的阶段性成果。报告期内，项目继续在感知智能、认知智能以及感知智能与认知智能的深度结合等领域取得显著的研究成果，为产业层面的人工智能应用爆发奠定了扎实的基础。依托超脑计划，公司在人工智能生态领域积极布局，在智慧教育、移动应用、智能车载、智能家居和智能客服等领域全布局，打造全方位的讯飞AI生态圈。

◆ **投资建议：**我们预测2016年至2018年每股收益分别为0.50、0.79和1.16元，给予买入-A建议，6个月目标价为39元。

◆ **风险提示：**宏观经济发展不及预期；智能语音市场总体发展不及预期；公司在人工智能各领域业务拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,775.2	2,500.8	3,728.6	5,519.6	8,009.8
同比增长(%)	41.6%	40.9%	49.1%	48.0%	45.1%
营业利润(百万元)	288.1	297.7	590.4	996.4	1,522.9
同比增长(%)	33.5%	3.4%	98.3%	68.8%	52.8%
净利润(百万元)	379.4	425.3	640.5	1,019.3	1,497.6
同比增长(%)	36.0%	12.1%	50.6%	59.1%	46.9%
每股收益(元)	0.29	0.33	0.50	0.79	1.16
PE	100.8	90.0	59.7	37.5	25.5
PB	10.3	6.1	5.9	5.3	4.6

数据来源：Wind，华金证券研究所

动态分析

通信 | 增值服务 III

投资评级

买入-A(上调)

6个月目标价

39元

股价(2016-08-08)

29.57元

交易数据

总市值(百万元) 38,256.85

流通市值(百万元) 32,339.77

总股本(百万股) 1,293.77

流通股本(百万股) 1,093.67

12个月价格区间 23.36/41.80元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.66	2.29	0.21
绝对收益	-7.01	6.25	-20.49

分析师

谭志勇

SAC执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

朱琨

zhukun@huajinsc.cn
021-20655647

相关报告

科大讯飞：内外兼修，助力公司业务快速增长 2016-06-20

科大讯飞：智能语音技术引导者，净利润保持稳定增长 2015-11-03

内容目录

一、各项业务稳步推进，主营业务收入同比增长 40.70%	3
二、智能语音产业高速发展，公司持续领跑语音市场	3
三、依托语音技术，AI 生态日渐成熟	4
(一) 人工智能走上风口浪尖，市场规模有望突破千亿	4
(二) 语音技术为入口，讯飞开启认知革命	5
(三) 发挥技术研发集群效益，构筑讯飞 AI 生态圈	5
四、业绩持续增长可期，给予买入-A 评级	6
五、风险提示	6

图表目录

图 1：科大讯飞 2011 年-2016 年 H1 营业收入情况	3
图 2：科大讯飞 2011 年-2016 年 H1 归母净利润情况	3
图 3：中国智能语音产业规模情况	3
图 4：全球智能语音产业规模情况	3
图 5：2015 年全球智能语音市场份额情况	4
图 6：2015 年中国智能语音市场份额情况	4
图 7：2012 年-2015 年人工智能领域投资金额与数量	5
图 8：2012 年-2015 年人工智能领域投资机构数量	5

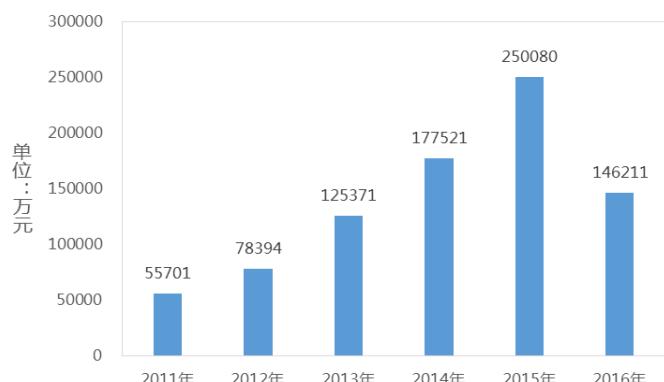
未找到图形项目表。

一、各项业务稳步推进，主营业务收入同比增长 40.70%

2016 年 8 月 8 日，公司发布 2016 年半年报。报告期内，公司实现营业总收入 146211.03 万元，比上年同期增长 40.70%，各项业务保持健康发展，人工智能在教育、政府、汽车等行业市场收入快速增长，人工智能开放平台及应用业务规模不断扩大，始终保持行业引导地位。

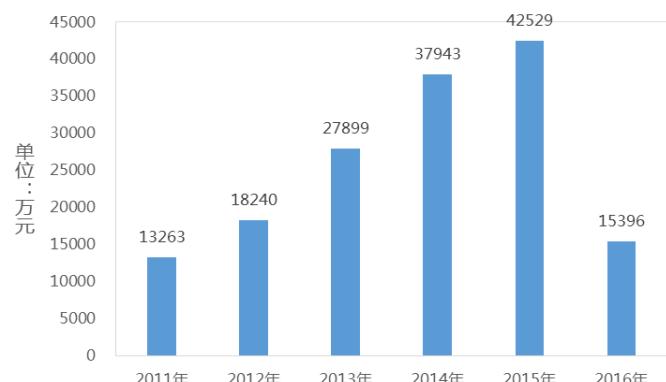
面对人工智能时代来临之际的产业机遇，公司继续加大人工智能相关领域的研发投入，持续加大在人工智能开放平台、教育等重点产业方向的市场布局投入，费用成本对应增加，上半年实现利润总额 18286.59 万元，比上年同期增长 11.87%，实现归属于上市公司股东的净利润 15396.38 万元，比上年同期增长 7.60%。

图 1：科大讯飞 2011 年-2016 年 H1 营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：科大讯飞 2011 年-2016 年 H1 归母净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、智能语音产业高速发展，公司持续领跑语音市场

随着智能语音应用场景的不断丰富，如智能家居、智能车载、智能客服等领域通过语音技术进行人机交互，市场将进一步扩大。2015 年，我国智能语音市场增速更是达到 41.0%，规模为 40.3 亿元，预计 2017 年可达 100.7 亿元规模。从全球范围看，2015 年智能语音规模达 61.2 亿美元，同比增长 34.2%，预计 2017 年可达 105 亿美元。

图 3：中国智能语音产业规模情况



资料来源：《中国智能语音产业发展白皮书》，华金证券研究所

图 4：全球智能语音产业规模情况



资料来源：《中国智能语音产业发展白皮书》，华金证券研究所

目前公司是国内第一、全球第五的智能语音厂商，国内份额达 44.20%，全球份额 5%，具备与国际巨头竞争的实力。报告期内，公司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，七项指标全部全球第一，并且是所有参赛队伍中唯一超过 4.0 分的系统；在语音识别上，公司是业界唯一能够在实际应用场景中达到实用门槛的中文语音转写的；在 2016 年 5 月一汽大众和上海大众联合举行的真实行驶环境的中文语音对比测试中，再次获得业界第一，高噪音下的语音识别准确度保持业界领先。预计随着智能语音产业的持续增长，公司在龙头地位将进一步巩固。

图 5：2015 年全球智能语音市场份额情况

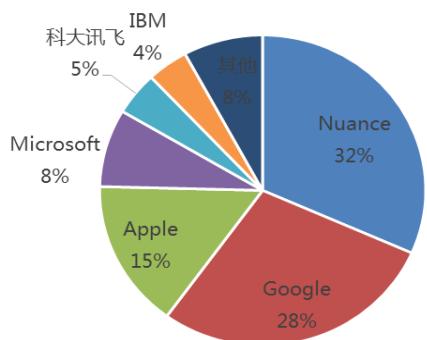
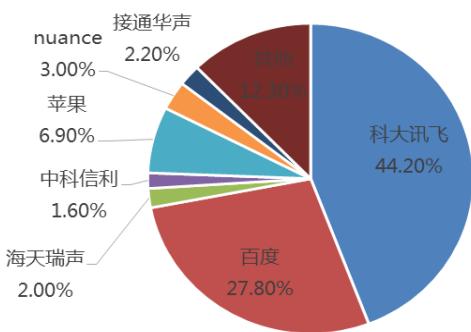


图 6：2015 年中国智能语音市场份额情况



资料来源：《2015 年中国智能语音产业发展白皮书》，华金证券研究所

资料来源：《2015 年中国智能语音产业发展白皮书》，华金证券研究所

三、依托语音技术，AI 生态日渐成熟

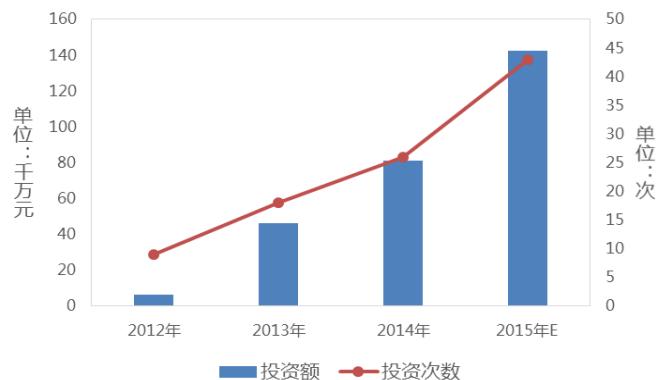
(一) 人工智能走上风口浪尖，市场规模有望突破千亿

2013 年深度学习算法出现，进一步在语音和视觉识别上取得成功以来，人工智能迎来风口，人工智能领域投资金额、数量和投资机构数量在大幅增加。

作为 IT 产业战略性和前瞻性新兴方向，人工智能受到全球科技界和产业界的密切关注，美国、欧盟等发达国家分别提出了“Brain Initiative”和“Human Brain Project”等人脑研究计划，投入巨资并将其提升到与“人类基因图谱”重大工程并重的高度。中国也将全面启动自己的脑科学计划。此外，苹果、Google、微软等国际 IT 产业巨头亦相继推出了 Siri、Google Now、小冰、小娜等一系列人工智能应用，力争在新一轮人工智能技术竞争中取得先机。

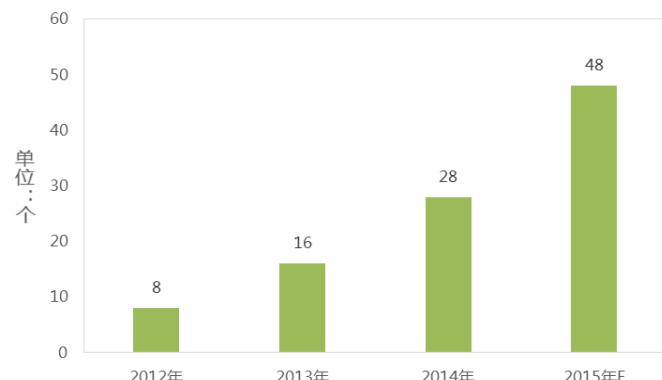
根据 BBC 预测，全球人工智能市场有望在 2020 年达到 1190 亿元。艾瑞咨询认为我国人工智能市场届时能达到 91 亿元规模，年增长率为 50%，蕴含巨大机遇。

图 7：2012 年-2015 年人工智能领域投资金额与数量



资料来源：艾瑞咨询，华金证券研究所

图 8：2012 年-2015 年人工智能领域投资机构数量



资料来源：艾瑞咨询，华金证券研究所

(二) 语音技术为入口，讯飞开启认知革命

公司“讯飞超脑”项目以语音技术为入口，开启人工智能认知革命，实现基于类人神经网络的认知智能引擎，在知识图谱构建与推理、人工神经网络模拟、人脑原理分析模型模拟几个方向展开研究，为公司在智能认知领域进行前瞻布局，牢固在人工智能核心技术方面的领先优势。

讯飞超脑已经在语音合成、语音识别、纸笔考试自动阅卷、口语翻译、语义理解等方向取得显著的阶段性成果。报告期内，项目继续在感知智能、认知智能以及感知智能与认知智能的深度结合等领域取得显著的研究成果，为产业层面的人工智能应用爆发奠定了扎实的基础。

(三) 发挥技术研发集群效益，构筑讯飞 AI 生态圈

依托超脑计划，公司在人工智能生态领域积极布局，在智慧教育、移动应用、智能车载、智能家居和智能客服等领域全布局，打造全方位的讯飞 AI 生态圈。

智慧教育领域，公司 2016 年收购乐知行，进一步丰富了数字校园产品体系，业界唯一实现了教学主营业务流程的场景全覆盖、终端全覆盖、数据全贯通，巩固教育信息化行业龙头优势；智能客服业务的商务模式实现重大突破，中国平安语音导航项目首次实现运营分成模式，并发布了全球首个智能交互“晓曼”智能客服机器人，集成讯飞超脑阶段性成果，已在建设银行、徽商银行等金融行业展开试点应用；车载领域，搭载讯飞人机交互技术的轿车前装出货车型和在研车型近百款，和奇瑞在新车型艾瑞泽 5 上通过新合作模式开发的成果得到市场的广泛好评，公司牢牢掌握着亚太地区车载语音市场的行业领先地位；智能家居方面，公司与各知名家电品牌合作出品音响、电视等产品，受到市场认可，并正式启动开放平台战略，与滴滴出行、中通快递、e 袋洗、百度地图、京东到家等合作，满足家庭场景下从生活服务到出行等多样化需求，共同打造智能语音的家庭服务入口。

面向政府，公司基于警务大数据，结合感知智能和认知智能技术打造的公安超脑解决方案，已经在多个省市产生应用战果，并与多个省市级公安机关签署战略合作协议。面向智慧城市社会管理信息化方面，基于政务大数据结合人工智能开发的智慧城市社管云平台，已经成为人工智能提升政府服务水平的标杆项目，应用成果多次得到人民日报、央视等媒体的报导。社会服务

管理信息化平台已覆盖 6 省 20 个地市，其中安徽省合肥市、芜湖市、阜阳市，吉林省长春市，江西省新余市均为信息惠民试点城市。

面向 C 端用户，讯飞输入法、灵犀语音助手等移动应用产品受到用户广泛认可，市场占有率均保持前列；讯飞开放平台截止报告期末的总用户数达到 8.1 亿，月活跃用户达 2.36 亿（同比增长 157%），开发者达 16 万（同比增长 228%），日服务量达 24 亿人次（同比增长 315%）；该平台业务规模的不断扩大，为公司在人工智能领域保持数据规模优势，逐步形成以科大讯飞为核心的人工智能生态系统，奠定了坚实的基础。

四、业绩持续增长可期，给予买入-A 评级

在智能语音市场发展向好的背景下，公司作为语音龙头，营收增长稳健可期，此外，公司在智慧教育、智能客服、智能车载等领域积极布局，未来有望为公司创收增利。我们预计 2016 年-2018 年公司业务收入分别为 372857.84 万元、551958.64 万元和 800984.41 万元，EPS 分别为 0.50 元、0.79 元和 1.16 元。给予买入-A 评级，6 个月目标价 39 元。

五、风险提示

- 1、宏观经济发展不及预期；
- 2、智能语音市场总体发展不及预期；
- 3、公司在人工智能各领域业务拓展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,775.2	2,500.8	3,728.6	5,519.6	8,009.8	年增长率					
减: 营业成本	787.6	1,278.0	1,809.2	2,621.7	3,852.8	营业收入增长率	41.6%	40.9%	49.1%	48.0%	45.1%
营业税费	25.2	22.7	47.5	66.3	90.3	营业利润增长率	33.5%	3.4%	98.3%	68.8%	52.8%
销售费用	240.1	375.5	586.2	814.3	1,134.4	净利润增长率	36.0%	12.1%	50.6%	59.1%	46.9%
管理费用	455.5	565.3	747.2	1,091.1	1,498.2	EBITDA 增长率	34.3%	20.0%	51.9%	48.6%	43.1%
财务费用	-41.8	-37.8	-62.4	-80.3	-95.5	EBIT 增长率	25.8%	5.6%	103.1%	73.5%	55.8%
资产减值损失	33.3	38.4	28.7	33.5	33.5	NOPLAT 增长率	29.7%	10.8%	94.8%	75.6%	56.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.9%	39.5%	-2.9%	-0.7%	7.2%
投资和汇兑收益	12.7	39.1	18.3	23.4	26.9	净资产增长率	12.7%	67.2%	4.4%	10.8%	14.6%
营业利润	288.1	297.7	590.4	996.4	1,522.9	盈利能力					
加: 营业外净收支	145.7	166.8	139.1	150.5	152.1	毛利率	55.6%	48.9%	51.5%	52.5%	51.9%
利润总额	433.7	464.5	729.5	1,146.9	1,675.0	营业利润率	16.2%	11.9%	15.8%	18.1%	19.0%
减: 所得税	45.3	28.0	72.0	100.6	137.7	净利润率	21.4%	17.0%	17.2%	18.5%	18.7%
净利润	379.4	425.3	640.5	1,019.3	1,497.6	EBITDA/营业收入	24.7%	21.0%	21.4%	21.5%	21.2%
资产负债表						EBIT/营业收入	13.9%	10.4%	14.2%	16.6%	17.8%
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
货币资金	1,067.0	2,644.7	2,853.6	3,375.6	4,032.6	资产负债率	24.5%	22.3%	22.3%	22.4%	22.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	负债权益比	32.5%	28.6%	28.7%	28.9%	28.5%
应收帐款	1,275.4	1,561.2	1,950.8	2,264.2	2,826.0	流动比率	2.38	2.98	3.12	3.29	3.52
应收票据	13.5	17.8	22.3	30.2	35.0	速动比率	2.22	2.78	2.88	3.04	3.26
预付帐款	10.8	16.9	24.7	27.7	42.4	利息保障倍数	-5.89	-6.88	-8.47	-11.41	-14.95
存货	180.6	312.7	416.6	491.9	581.2	营运能力					
其他流动资产	17.2	213.6	231.0	304.0	409.5	固定资产周转天数	122	113	79	48	30
可供出售金融资产	125.9	249.3	125.1	166.7	180.4	流动营业资本周转天数	66	84	78	66	63
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	532	528	496	391	324
长期股权投资	19.2	242.7	242.7	242.7	242.7	应收帐款周转天数	204	204	170	137	114
投资性房地产	21.6	21.0	21.0	21.0	21.0	存货周转天数	31	36	35	30	24
固定资产	709.7	858.3	780.4	702.5	624.5	总资产周转天数	963	976	828	603	468
在建工程	57.1	197.8	197.8	197.8	197.8	投资资本周转天数	400	397	306	203	144
无形资产	785.1	905.8	713.5	521.1	328.8	费用率					
其他非流动资产	886.7	1,148.6	1,183.1	1,380.4	1,586.3	销售费用率	13.5%	15.0%	15.7%	14.8%	14.2%
资产总额	5,169.9	8,390.3	8,762.5	9,725.8	11,108.3	管理费用率	25.7%	22.6%	20.0%	19.8%	18.7%
短期债务	9.0	222.0	-	-	-	财务费用率	-2.4%	-1.5%	-1.7%	-1.5%	-1.2%
应付帐款	628.0	769.9	1,048.3	1,215.4	1,326.1	三费/营业收入	36.8%	36.1%	34.1%	33.1%	31.7%
应付票据	136.6	200.4	272.5	272.4	369.2	投资回报率					
其他流动负债	302.4	408.7	442.7	487.6	558.2	ROE	10.2%	6.8%	9.8%	14.1%	18.0%
长期借款	-	37.4	-	-	-	ROA	7.5%	5.2%	7.5%	10.8%	13.8%
其他非流动负债	192.6	228.7	191.2	204.2	208.0	ROIC	13.4%	10.6%	14.8%	26.8%	42.3%
负债总额	1,268.5	1,867.2	1,954.8	2,179.6	2,461.5	分红指标					
少数股东权益	194.8	255.4	271.6	298.2	337.1	DPS(元)	0.09	0.10	0.20	0.27	0.35
股本	803.0	1,286.6	1,293.8	1,293.8	1,293.8	分红比率	31.9%	30.4%	40.4%	34.2%	30.0%
留存收益	2,903.6	4,981.1	5,242.4	5,954.3	7,016.0	股息收益率	0.3%	0.3%	0.7%	0.9%	1.2%
股东权益	3,901.4	6,523.2	6,807.7	7,546.2	8,646.8	业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	388.5	436.6	640.5	1,019.3	1,497.6	EPS(元)	0.29	0.33	0.50	0.79	1.16
加: 折旧和摊销	194.5	269.5	270.3	270.3	270.3	BVPS(元)	2.86	4.84	5.05	5.60	6.42
资产减值准备	33.3	38.4	-	-	-	PE(X)	100.8	90.0	59.7	37.5	25.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.3	6.1	5.9	5.3	4.6
财务费用	-42.7	-39.4	-62.4	-80.3	-95.5	P/FCF	-137.7	-163.5	80.5	36.7	30.0
投资损失	-12.7	-39.1	-18.3	-23.4	-26.9	P/S	21.6	15.3	10.3	6.9	4.8
少数股东损益	9.1	11.3	17.0	27.1	39.8	EV/EBITDA	45.6	84.9	43.6	28.7	19.6
营运资金的变动	-371.0	-518.6	-210.7	-445.1	-700.2	CAGR(%)	39.1%	52.1%	33.2%	39.1%	52.1%
经营活动产生现金流量	420.1	515.6	636.4	767.8	985.1	PEG	2.6	1.7	1.8	1.0	0.5
投资活动产生现金流量	-1,118.1	-1,356.6	142.5	-18.3	13.3	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	10.3	2,419.0	-570.0	-227.5	-341.3						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn