

收入高增长, AI+行业持续发力

投资要点

- 事件:**公司近日发布2016年年报公告,年度营业收入达33.2亿元,比上年同期增长32.8%,归属上市公司股东净利润达到4.8亿元,同比增长13.9%。
- 把握技术创新竞争力,发挥市场、环境、人才优势。**公司作为国际技术源头,以及中文语音交互技术标准工作组组长单位,支持和参与制定多项国家、国际、行业标准。报告期内,在BC、CHiME、WSC和NIST TAC等多项国际大赛中摘得桂冠。技术优势领航全球。同时,公司在AI领域沉淀多年,与国内行业领先企业合作广泛、合作伙伴达25万家。人才资源丰富,同时手握国家政策优势,业务开展具有多重优势。大数据与信息安全密切相关,因此国际厂商的业务开展相对困难,公司作为国内AI行业的领头羊,市场竞争优势明显,我们认为未来三年,公司仍会保持市场领先地位。
- 核心技术领先市场,收入、规模快速增长。**公司在语音合成以及语音识别等感知领域始终保持国际顶尖水平,认知领域的技术积累,在目前业内可达到的层面,处于国际领先水平。报告期内,公司各项业务增长迅速,教育行业乘政策东风,启动“1520”战役,智慧课堂有望成为教育行业重要增长点。政府、汽车、客服行业继续深入突破,AIUI车载OS、“小曼”机器人落地,市场拓展加速,医疗行业积极布局辅助诊疗系统,携手20多家医院共同推进智慧医疗。讯飞平台和消费者产品月活达到3.1亿,同比增长71.1%,移动互联网领域、智能家庭领域产品均保持业内领先。虽然目前认知领域仍存在一定的技术壁垒,但是公司在感知领域的市场领导地位稳定,且各大业务开展顺利,我们认为在未来三年,公司在主营业务市场仍会保持高速增长。
- 继续发力研发投入,加速推进各业务线发展。**公司投入研发人员达3678人,同比增长84.1%,研发资金达7.1亿,同比增长22.8%。公司在AI领域积累丰厚,教育行业深耕多年,智学网渗透超10000所学校,覆盖师生超1500万。移动端产品技术优势明显,讯飞输入法支持方言高达19种,短期内拉开与竞品公司的距离,保持较大的竞争优势;医疗领域与多家医院合作,在图像处理技术相对成熟的基础上,拿到医疗大数据,有利于公司在图像识别技术方向进一步发展,同时加快医学影像的应用落地。我们认为,在技术门槛和数据获取门槛方面,公司有明显的竞争优势,同时,公司在研发投入方面有强大的投入热情,因为我们预测,公司研发成果有望在近三年内实现落地,迎来新的收入增长点。
- 盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为0.45元、0.59元、0.77元,对应的PE分别为79倍、61倍和47倍。首次覆盖,给予“增持”评级。
- 风险提示:**计算机认知领域的技术突破困难;市场风险;政策风险。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3320.48 | 4468.81 | 6111.14 | 8484.70 |
| 增长率 | 32.78% | 34.58% | 36.75% | 38.84% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 484.43 | 597.81 | 773.58 | 1014.21 |
| 增长率 | 13.90% | 23.40% | 29.40% | 31.11% |
| 每股收益EPS(元) | 0.37 | 0.45 | 0.59 | 0.77 |
| 净资产收益率ROE | 6.88% | 7.95% | 9.50% | 11.30% |
| PE | 98 | 79 | 61 | 47 |
| PB | 6.55 | 6.13 | 5.66 | 5.14 |

数据来源: Wind, 西南证券

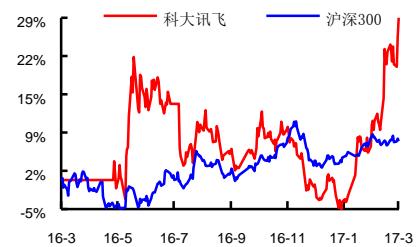
西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongl@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@swsc.com.cn

联系人: 李傲远
电话: 0755-23884997
邮箱: liaoy@swsc.com.cn

相对指数表现

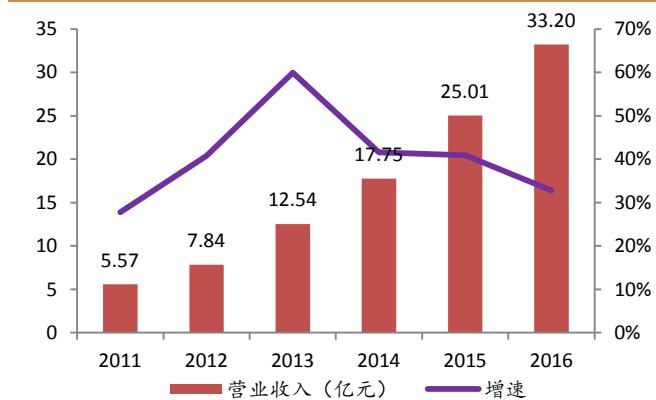


数据来源: 聚源数据

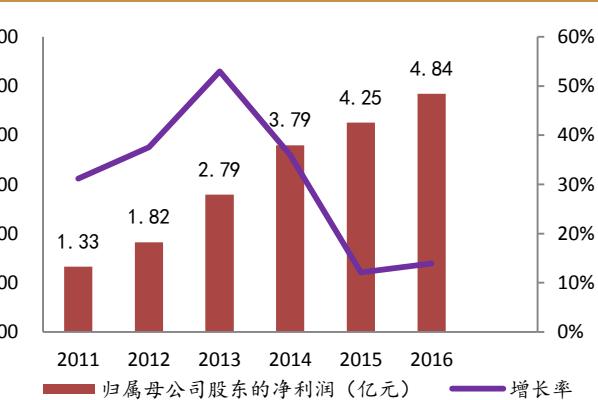
基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 13.26 |
| 流通A股(亿股) | 11.64 |
| 52周内股价区间(元) | 26.38-35.93 |
| 总市值(亿元) | 476.61 |
| 总资产(亿元) | 104.14 |
| 每股净资产(元) | 5.37 |

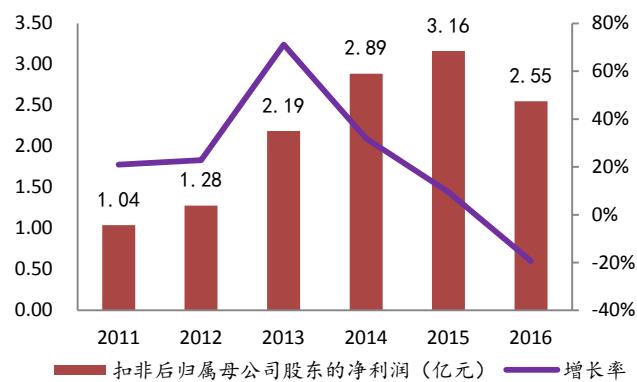
相关研究

图 1：2011-2016 年报营业收入及增长率


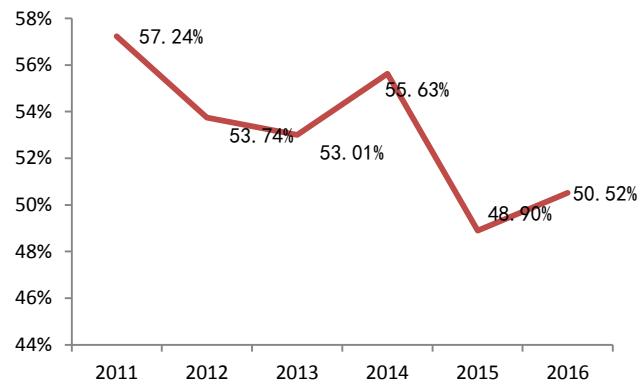
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2011-2016 年报归母净利润及增长率
图 2：2011-2016 年报归母净利润及增长率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2011-2016 年报扣非后归属母公司股东的净利润


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2011-2016 年报毛利率变化情况
图 4：2011-2016 年报毛利率变化情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2011-2016 年报收入按产品分类情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

关键假设：

假设 1：鉴于教育产品和服务目前已经有较强的平台基础，2017 年计划探索个性化学习辅导服务及智慧课堂产品，并有望成为新的利润增长点，因此假设教育产品和服务行业在未来三年保证毛利率在 50%以上；

假设 2：目前公司在医疗 AI 领域还未实现利润，目前业内图像处理相关技术已经相对成熟，此次与 20 多家医院的合作，获得医疗数据，将有利于推进公司在图像处理及智慧医疗相关的应用落地，因此假设未来三年，公司在医疗应用的研发方面进展顺利，实现产品上市，该产品的市场属于探索期，市场空间巨大，产品需求强烈，因此我们假设该产品的市场需求保持每年年均 50%的市场增速，并保证毛利率在 30%以上；

假设 3：目前计算机认知领域存在实质性的技术突破，因此我们假设公司关于人机交互产品和解决方案保持稳定的收入，新技术的研发推行顺利；

假设 4：公司三费率无明显变化，系统集成业务保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 软件和信息技术服务 | 收入 | 3195.31 | 4313.66 | 5909.72 | 8214.51 |
| | 增速 | 33.51% | 35.00% | 37.00% | 39.00% |
| | 毛利率 | 51.78% | 52.00% | 52.00% | 50.00% |
| 教育教学 | 收入 | 113.67 | 136.41 | 170.51 | 218.25 |
| | 增速 | 13.21% | 20.00% | 25.00% | 28.00% |
| | 毛利率 | 51.20% | 51.00% | 52.00% | 50.00% |
| 其他 | 收入 | 11.49 | 18.74 | 30.91 | 51.93 |
| | 增速 | 62.46% | 63.00% | 65.00% | 68.00% |
| | 毛利率 | 51.20% | 53.00% | 55.00% | 55.00% |
| 合计 | 收入 | 3320.48 | 4468.81 | 6111.14 | 8484.70 |
| | 增速 | 32.78% | 34.58% | 36.75% | 38.84% |
| | 毛利率 | 50.52% | 51.97% | 52.02% | 50.03% |

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元） | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 现金流量表（百万元） | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|
| 营业收入 | 3320.48 | 4468.81 | 6111.14 | 8484.70 | 净利润 | 496.78 | 613.05 | 793.30 | 1040.07 |
| 营业成本 | 1642.98 | 2146.20 | 2932.42 | 4239.75 | 折旧与摊销 | 318.10 | 240.70 | 240.70 | 240.70 |
| 营业税金及附加 | 30.23 | 40.66 | 55.61 | 77.21 | 财务费用 | -33.73 | 1.89 | 2.50 | 3.50 |
| 销售费用 | 648.74 | 647.98 | 947.23 | 1340.58 | 资产减值损失 | 65.61 | 0.50 | 1.50 | 0.50 |
| 管理费用 | 729.45 | 947.39 | 1287.01 | 1661.30 | 经营营运资本变动 | -20.79 | 1480.65 | -960.08 | 293.76 |
| 财务费用 | -33.73 | 1.89 | 2.50 | 3.50 | 其他 | -526.66 | 16.08 | 85.29 | 35.34 |
| 资产减值损失 | 65.61 | 0.50 | 1.50 | 0.50 | 经营活动现金流净额 | 299.30 | 2352.86 | 163.20 | 1613.86 |
| 投资收益 | 146.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -1152.64 | -0.32 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 230.13 | 67.03 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -922.51 | 66.71 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 383.75 | 684.20 | 884.88 | 1161.85 | 短期借款 | 83.90 | -305.90 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 177.11 | -7.11 | -7.92 | -8.43 | 长期借款 | 333.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 560.86 | 677.08 | 876.96 | 1153.42 | 股权融资 | 438.72 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 64.08 | 64.04 | 83.67 | 113.35 | 支付股利 | -129.19 | -121.11 | -149.45 | -193.39 |
| 净利润 | 496.78 | 613.05 | 793.30 | 1040.07 | 其他 | -248.21 | -1.63 | -2.50 | -3.50 |
| 少数股东损益 | 12.35 | 15.24 | 19.72 | 25.85 | 筹资活动现金流净额 | 478.61 | -428.64 | -151.95 | -196.90 |
| 归属母公司股东净利润 | 484.43 | 597.81 | 773.58 | 1014.21 | 现金流量净额 | -144.42 | 1990.92 | 11.25 | 1416.96 |
| 资产负债表（百万元） | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 财务分析指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 2540.36 | 4531.29 | 4542.54 | 5959.50 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 2166.16 | 1157.36 | 2690.70 | 3488.18 | 销售收入增长率 | 32.78% | 34.58% | 36.75% | 38.84% |
| 存货 | 604.04 | 796.93 | 1088.87 | 1574.31 | 营业利润增长率 | 28.88% | 78.29% | 29.33% | 31.30% |
| 其他流动资产 | 222.32 | 236.37 | 323.24 | 448.79 | 净利润增长率 | 13.79% | 23.40% | 29.40% | 31.11% |
| 长期股权投资 | 289.17 | 289.17 | 289.17 | 289.17 | EBITDA 增长率 | 26.18% | 38.71% | 21.72% | 24.64% |
| 投资性房地产 | 20.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1331.03 | 1192.82 | 1054.60 | 916.39 | 毛利率 | 50.52% | 51.97% | 52.02% | 50.03% |
| 无形资产和开发支出 | 2487.55 | 2386.82 | 2285.77 | 2184.71 | 三费率 | 40.49% | 35.74% | 36.60% | 35.42% |
| 其他非流动资产 | 752.96 | 751.54 | 750.11 | 748.68 | 净利率 | 14.96% | 13.72% | 12.98% | 12.26% |
| 资产总计 | 10413.94 | 11342.30 | 13025.00 | 15609.74 | ROE | 6.88% | 7.95% | 9.50% | 11.30% |
| 短期借款 | 305.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 4.77% | 5.40% | 6.09% | 6.66% |
| 应付和预收款项 | 1758.52 | 2360.74 | 3181.12 | 4555.89 | ROIC | 7.13% | 14.23% | 19.28% | 22.37% |
| 长期借款 | 370.83 | 370.83 | 370.83 | 370.83 | EBITDA/销售收入 | 20.12% | 20.74% | 18.46% | 16.57% |
| 其他负债 | 759.93 | 899.77 | 1118.25 | 1481.54 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 3195.17 | 3631.33 | 4670.19 | 6408.26 | 总资产周转率 | 0.35 | 0.41 | 0.50 | 0.59 |
| 股本 | 1315.48 | 1326.49 | 1326.49 | 1326.49 | 固定资产周转率 | 3.46 | 4.51 | 7.17 | 11.88 |
| 资本公积 | 4121.27 | 4121.27 | 4121.27 | 4121.27 | 应收账款周转率 | 2.04 | 3.40 | 4.00 | 3.33 |
| 留存收益 | 1624.94 | 2101.64 | 2725.77 | 3546.59 | 存货周转率 | 3.56 | 3.05 | 3.11 | 3.18 |
| 归属母公司股东权益 | 7061.44 | 7538.40 | 8162.52 | 8983.34 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 99.21% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 157.33 | 172.57 | 192.29 | 218.14 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 7218.77 | 7710.97 | 8354.81 | 9201.48 | 资产负债率 | 30.68% | 32.02% | 35.86% | 41.05% |
| 负债和股东权益合计 | 10413.94 | 11342.30 | 13025.00 | 15609.74 | 带息债务/总负债 | 21.18% | 10.21% | 7.94% | 5.79% |
| 业绩和估值指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 流动比率 | 2.19 | 2.27 | 2.16 | 2.00 |
| EBITDA | 668.12 | 926.78 | 1128.07 | 1406.05 | 速动比率 | 1.96 | 2.00 | 1.89 | 1.73 |
| PE | 97.57 | 79.06 | 61.10 | 46.60 | 股利支付率 | 26.67% | 20.26% | 19.32% | 19.07% |
| PB | 6.55 | 6.13 | 5.66 | 5.14 | 每股指标 | | | | |
| PS | 14.23 | 10.58 | 7.73 | 5.57 | 每股收益 | 0.37 | 0.45 | 0.59 | 0.77 |
| EV/EBITDA | 66.76 | 45.71 | 37.55 | 29.12 | 每股净资产 | 5.49 | 5.86 | 6.35 | 6.99 |
| 股息率 | 0.27% | 0.26% | 0.32% | 0.41% | 每股经营现金 | 0.23 | 1.79 | 0.12 | 1.23 |
| | | | | | 每股股利 | 0.10 | 0.09 | 0.11 | 0.15 |

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳 | 地区销售总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 徐也 | 机构销售 | 010-57758595 | 18612694479 | xye@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 010-57758566 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |