



科大讯飞 (002230)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-04-19

当前价格 (元) 30.8
目标价格 (元) 37.0
目标期限 (月) 6

股价走势:



主要数据

总股本(百万股) 1,326.49
A股股本(百万股) 1,326.49
B/H股股本(百万股) 0/0
总市值(亿元) 403.8
A股流通比例(%) 87.7
第一大股东 中国移动
第一大股东持股比例 13.51%
12个月最高/最低(元) 36.78/26.38

华安证券 TMT 研究组

联系人: 袁晓雨

021-60958362

yuanxiaoyu_hazq@163.com

联系人: 雷涛

021-60956107

leitao922@163.com

利润延续低增, 静待商业模式突破

事件: 公司一季报显示, 一季度实现营收 8.56 亿元, YoY+35.29%; 归母净利润 7398.27 万元, YoY+4.69%; EPS 为 0.06 元。公司同时发布上半年业绩预告, 预计 2017 年上半年归母净利润变动区间为 7682.89 万元-17926.74 万元, 同比下降 70%-30%。

主要观点:

□ **研发投入与营销布局不遗余力, 毛利率明显上升**

公司一季度业绩符合预期, 营收依然保持高速增长, 教育业务持续放量, 市场规模加速拓展。但净利润保持个位数低增, 主要原因仍然是研发与营销投入力度持续加大, 管理费用与销售费用同比分别大幅增长 39.86% 和 50.89%。我们判断公司在核心技术研发上的大幅投入将具有持续性。公司自 2015 年开始进行大规模营销渠道建设, 同时去年下半年启动“1520”计划, 成效显著, 预计今年年底在营销上布局将接近尾声, 明年销售费用率下降将为利润增长预留空间。但一季度公司毛利率 48.23%, 同比上升 2.34 个百分点, 预计教育与智能客服业务贡献较大。公司发布上半年业绩预告, 净利润同比大幅下滑, 主要由于去年二季度公司并表讯飞皆成导致非经常性损益增加 1.17 亿元。剔除这部分的影响后, 公司上半年净利润增速变动区间在-44.7%-28.9%。

□ **应用场景多点开花, 教育业务渐入收获期**

教育业务方面, 公司自 2015 年开始以“应用免费推广+增值运营服务”的模式进行市场占位, 2016 年 8 月启动“1520”计划, 目标是投入 10 亿元拓展渠道, 2016 年末智学网已在全国 10000 所学校使用, 并有上千所学校实现常态化应用。从教育产品和服务毛利水平大幅提升上可以看出, 智学网在前期大规模投入后已逐渐进入收获期。公司也计划今年在基于 AI 的个性化学习辅导服务的商业化运营。预计 2017 年教育业务收入有望呈现快速增长, 毛利率的提升也将具有持续性。

□ **与协和共建国内顶级医学 AI 研究中心, 医疗 AI 布局更进一步**

公司近日与中国医学科学院北京协和医学院签署战略合作协议, 共建医学人工智能联合研究中心。协和是我国唯一的国家级医学科学中心, 共建的 AI+医学联合研究中心是目前国内最顶级的 AI 医学类研究中心, 体现讯飞在医疗行业整合大数据和专家上具备超强的能力。联合研究中心短期不会为公司带来直接收益, 但有助于公司用领先的 AI 技术和医学知识打造中国自主的智慧医疗, 并进一步拓展产品应用和市场。

□ **盈利预测及投资建议**

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别增长 7.4%、22.0% 和 37.0%, EPS 为 0.40 元、0.48 元和 0.66 元, 当前股价对应 77X、63X 和 46X PE。我们认为政策利好将推动公司 AI 生态体系加速构建, AI+场景布局逐渐进入收获期, 大规模投入接近尾声, 业绩拐点已然临近, 维持公司“买入”评级, 目标价 37 元。



盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3320	4649	6741	9774
收入同比(%)	33%	40%	45%	45%
归属母公司净利润	484	520	635	870
净利润同比(%)	14%	7%	22%	37%
毛利率(%)	50.5%	52.3%	51.0%	49.3%
ROE(%)	6.9%	7.0%	8.0%	10.1%
每股收益(元)	0.37	0.40	0.48	0.66
P/E	83.35	76.94	63.07	46.02
P/B	5.72	5.40	5.08	4.69
EV/EBITDA	50	63	48	34

资料来源：wind、华安证券研究所

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	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,533	6,637	8,482	11,141	营业收入	3,320	4,649	6,741	9,774
现金	2,540	2,770	3,100	3,776	营业成本	1,643	2,218	3,305	4,957
应收账款	2,082	2,675	3,620	4,954	营业税金及附加	30	42	61	88
其他应收款	284	382	480	669	销售费用	649	976	1,382	1,906
预付账款	54	80	123	201	管理费用	729	1,023	1,449	2,004
存货	604	790	1,087	1,494	财务费用	(34)	(25)	(18)	(28)
其他流动资产	(33)	(59)	72	46	资产减值损失	66	70	94	127
非流动资产	4,881	5,479	5,950	6,425	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	289	300	310	320	投资净收益	147	50	60	70
固定资产	1,060	1,219	1,305	1,385	营业利润	384	395	528	790
无形资产	1,071	1,279	1,474	1,656	营业外收入	191	200	210	220
其他非流动资产	2,461	2,681	2,860	3,064	营业外支出	14	5	6	7
资产总计	10,414	12,116	14,432	17,567	利润总额	561	590	732	1,003
流动负债	2,521	3,530	4,986	7,170	所得税	64	56	80	110
短期借款	306	296	288	279	净利润	497	534	651	892
应付账款	617	912	1,358	2,037	少数股东损益	12	13	16	22
其他流动负债	1,598	2,322	3,340	4,854	归属母公司净利润	484	520	635	870
非流动负债	674	941	1,303	1,575	EBITDA	664	607	808	1,124
长期借款	371	471	571	591	EPS (元)	0.37	0.40	0.48	0.66
其他非流动负	303	471	732	984					
负债合计	3,195	4,471	6,289	8,745					
少数股东权益	157	171	187	209					
股本	1,315	1,315	1,315	1,315					
资本公积	4,121	4,152	4,172	4,192					
留存收益	1,625	2,007	2,468	3,105					
归属母公司股东权	7,061	7,474	7,956	8,612					
负债和股东权益	10,414	12,116	14,432	17,567					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	299	970	1,117	1,659
净利润	497	520	635	870
折旧摊销	318	237	298	362
财务费用	(36)	(25)	(18)	(28)
投资损失	(147)	(50)	(60)	(70)
营运资金变动	(65)	204	151	375
其他经营现金	(268)	83	111	149
投资活动现金流	(923)	(575)	(570)	(600)
资本支出	(622)	(630)	(600)	(640)
长期投资	(47)	(11)	(10)	(10)
其他投资现金	(254)	66	40	50
筹资活动现金流	479	7	(44)	(175)
短期借款	84	(9)	(9)	(9)
长期借款	333	100	100	20
普通股增加	29	0	0	0
资本公积增加	410	31	20	20
其他筹资现金	(377)	(114)	(155)	(206)
现金净增加额	(145)	402	503	883

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	32.78%	40.00%	45.00%	45.00%
营业利润	28.88%	2.84%	33.74%	49.59%
归属于母公司净利润	13.90%	7.44%	21.99%	37.03%
获利能力				
毛利率(%)	50.52%	52.29%	50.97%	49.28%
净利率(%)	14.59%	11.20%	9.42%	8.90%
ROE(%)	6.88%	6.98%	8.00%	10.11%
ROIC(%)	13.95%	10.95%	10.84%	13.40%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.68%	36.90%	43.57%	49.78%
净负债比率(%)	-12.92%	-3.29%	7.41%	18.75%
流动比率	2.19	1.88	1.70	1.55
速动比率	1.96	1.66	1.48	1.35
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.41	0.51	0.61
应收账款周转率	2.06	2.27	2.48	2.63
应付账款周转率	5.60	6.08	5.94	5.76
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.40	0.48	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.73	0.84	1.25
每股净资产(最新摊薄)	5.32	5.63	6.00	6.49
估值比率				
P/E	83.4	76.9	63.1	46.0
P/B	5.7	5.4	5.1	4.7
EV/EBITDA	50.06	63.33	47.74	34.21

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。