

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

科大讯飞 (002230.SZ):

三季度业绩良性成长 “平台+赛道” 稳步推进 ——调研简报

2017年10月26日

分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理:

邓垚

执业证书编号: S1380116110007

联系电话: 010-88300849

邮箱: dengyao@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 49.70

本次评级: 尚未覆盖, 未评级

公司基本数据

总股本(百万股): 1388.69

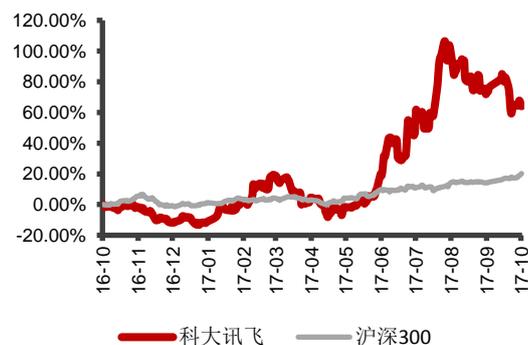
流通股本(百万股): 1177.63

流通A股市值(亿元): 585

每股净资产(元): 5.95

资产负债率(%): 30.84%

科大讯飞近一年股价走势



内容提要:

近日, 科大讯飞发布2017年第三季度报告, 结合我们近期对公司的调研, 形成如下主要投资观点。

● **三季度业绩成长良好, 毛利率持续改善。**公司2017年前三季度实现营收33.87亿元, 同比增长58.16%, 归母净利润1.69亿元, 同比下降39.45%, 但若剔除公司2016年1.17亿元投资收益所带来的高基数影响, 2017年前三季度归母净利润同比增长4.18%, 扣非净利润为1.22亿元, 同比增长34.59%, 呈现出良好的增长势头。三季度毛利率达50.98%, 较去年同期上升了2.96个百分点, 主要是教育业务的稳健增长及其他业务毛利率的持续改善, 带来了公司整体盈利能力的提升。

● **研发和销售等高投入导致经营现金流净额减少。**公司持续加大人工智能战略投入, 不断拓展业务规模, 2017年前三季度公司研发投入占比高达23.38%, 研发费用7.92亿元, 销售费用6.98亿元, 分别同比增长62.37%和67.92%。经营活动现金流净额为-6.47亿元, 同比下降84.93%。不过自2017年初以来, 公司销售回款和经营性现金流净额呈现出逐步上升的态势, 3季度同期已实现正向现金流。我们认为, 与公司营收和毛利增速相比, 费用增速还是基本可控; 加之在实现人工智能从0到1, 再从1到N的过程中, 需要在技术研发、渠道拓展等方面进行大量的投入。随着公司各项业务的发展, 上述投入也将逐渐对应到未来业绩中。

● **“平台+赛道”模式稳步推进, 教育为业绩主要贡献板块。**“平台”方面, 公司前三季度开放平台的大数据广告业务收入同比增长241%, 继续保持快速发展。“赛道”方面, 教育是公司当前业绩增长最大的业务, 前三季度营收同比增长86%, 毛利同比增长超91%。“智学网”活跃用户达1500余万人, 学期开学复购率超过65%。目前, 教育业务在渠道布局、品牌构建等方面都已相对较为成熟, 未来几年都将是公司核心业务板块。**医疗**领域主要围绕智能语音、医学影像和辅助诊疗三个领域进行布局。目前已与安徽省立医院联合成立全国首家人工智能智慧医院, 将在年内实现全省105个县全覆盖。**司法**领域, 公司的智慧检务产品已覆盖最高检院本级机关及全国18个省份100余家检察院, 全球第一个人工智能辅助办案的206项目, 公司目前仍处于投入阶段, 未来随着规模化推广应用, 市场可观。整体来说, 司法领域目前已经开始形成收入, 并且环比加速成长。

● **风险提示:** AI 行业竞争加剧风险, 研发进展不及预期, 新技术产业化不及预期, 短期业绩受高投入拖累, 国内外二级市场系统性风险。

近日，科大讯飞（以下简称“公司”）发布2017年第三季度报告，结合我们近期对公司的调研，形成如下主要投资观点。

1、投资观点

1.1 三季度业绩成长良好 毛利率持续改善

据公司公告显示，2017年前三季度公司实现营业收入33.87亿元，同比增长58.16%，归属于上市公司股东的净利润1.69亿元，同比下降39.45%，但若剔除公司2016年前三季度确认的1.17亿元投资收益¹所带来的高基数影响，2017年前三季度归属于上市公司股东的净利润同比增长4.18%，扣非净利润为1.22亿元，同比增长34.59%，呈现出良好的增长势头。

单季度来看，公司第三季度营收和净利润均实现了高增长，其中营业收入12.84亿元，同比增长89.11%，环比增长3.05%，归属于上市公司股东的净利润为6133.53万元，同比增长174.08%，环比增长84.19%，扣非净利润4277.39万元，同比增长2207.86%，环比增长83.72%，毛利率达50.98%，较去年同期上升了2.96个百分点，比今年二季度亦提升了2.02个百分点，主要是教育业务的稳健增长及其他业务毛利率的持续改善，带来了公司整体盈利能力的提升。

1.2 研发和销售等高投入导致经营现金流净额减少

公司持续加大人工智能战略投入，不断拓展业务规模，2017年前三季度公司研发投入占比高达23.38%，研发费用7.92亿元，销售费用6.98亿元，分别同比增长62.37%和67.92%。经营活动现金流方面，较去年同期新增支付货款达6.27亿元，支付薪酬约3.41亿元，其他经营费用、税费及保证金等约2亿元，而新增销售回款为8.7亿元，不及现金流出的速度，因此经营活动现金流净额为-6.47亿元，同比下降84.93%。

不过自2017年初以来，公司销售回款和经营性现金流净额呈现出逐步上升的态势，3季度同期已实现正向现金流。

首先，与公司营收和毛利增速（89.11%和100.77%）相比，费用增速基本可控；其次，科技类公司本身具有高投入特点，如科技巨头如英伟达、英特尔等2016年研发投入占比均在20%以上；再次，当前处于人工智能发展的关键窗口期，在实现从0到1，再从1到N的过程中，需要在技术研发、渠道拓展等方面进行大量的投入。

具体来看，当前公司的高投入一方面是基于已有业务增长而不断增加的投入，另一方面则是新的业务领域如医疗、司法、车载等新增的投入，随着公司业务布局的完善成熟，上述投入也将逐渐对应到未来业绩当中。

¹ 公司于2016年收购参股公司安徽讯飞皆成信息科技有限公司（以下简称“讯飞皆成”）部分股权，讯飞皆成由参股公司成为控股子公司，在合并报表中按会计准则确认投资收益（非经常性损益）1.17亿元。

1.3 “平台+赛道”模式稳步推进 教育为业绩主要贡献板块

公司作为语音技术与人工智能产业的龙头，在技术和市场上均具有领先优势。从行业发展态势来看，语音将是人工智能时代的重要入口和交互方式，而公司在语音合成、语音识别、机器翻译、常识推理等多项人工智能核心技术上拥有国际领先的成果，囊括多项国际人工智能大赛的冠军，公司国内语音市场份额达70%。2014年以来，公司推出的讯飞超脑计划在认知智能及感知智能方面的技术也在持续提升，当前从能听会说到能理解会思考，进行了系列产业链布局。

具体业务方面，目前公司提出了“平台+赛道”的发展模式，其中“平台”主要定位于构建持续闭环迭代的生态体系。公司前三季度开放平台的大数据广告业务收入同比增长241%，继续保持快速发展。

“赛道”则定位于构建垂直入口或行业的刚需+代差优势，包括教育、医疗、司法、车载等相关智能化业务。

教育是公司当前业绩增长最大的业务，前三季度营收同比增长86%，毛利同比增长超过了91%。目前“智学网”覆盖了全国13000多所学校，包括人大附中等数十家全国百强校，活跃用户达1500余万人，学期开学复购率超过65%，学生成绩提升率达到80%。目前，教育业务在渠道布局、品牌构建等方面都已相对较为成熟，未来几年都将是公司核心业务板块。

此外，医疗和司法等业务也都在稳步推进，与多地政府机构、事业单位等签署了战略合作协议。其中医疗领域主要围绕智能语音、医学影像和辅助诊疗三个领域进行布局。目前已与安徽省立医院联合成立全国首家人工智能智慧医院，将在年内实现全省105个县全覆盖。

司法领域，公司以智能语音技术为核心的智慧检务产品已覆盖最高检院本级机关及全国18个省份100余家检察院，并与最高检签署战略合作协议，成立了人工智能联合实验室。全球第一个人工智能辅助办案的206项目，公司目前仍处于投入阶段，未来随着规模化推广应用，市场可观。整体来说，司法领域目前已经开始形成收入，并且环比加速成长。

2、调研交流环节

除了以上观点之外，本次调研就公司情况进行交流的主要问题如下：

2.1 三季度毛利提升主要来自哪些业务？未来毛利率展望如何？

比较好的是教育，消费者业务、司法业务、智能客服、车载等基本都出现了毛利率持续发展的态势。这是因为公司一直在坚持软件加硬件、软件加服务的方式发展。

我们现在更关心的不是毛利率一定要提高多少，而是我们是否真的用人工智能改变了行业与个人，强调实实在在的应用，刚需和代差最关键，而非当前一定要获得多高的利润；公司毛利率水平合理，同时毛利率增幅说明科大讯飞在行业中的议价

能力始终保持着主导地位。

2.2 研发、销售费用会在今年年底或者明年年初增速见顶么？

研发和市场投入与销售收入的增长会形成一个良性匹配。从三季度数据可知，三季度营收同比增长89.11%，毛利同比增长100.77%，均高于67.92%的销售费用增长和62.37%的研发费用增长，相对来说出现了良性的增长态势。

我们希望在当前阶段加大研发技术投入和平台、赛道的产业布局，真正抢占用户。而销售收入和毛利的快速增长证明了业务发展的良性态势，我们的目标绝不仅是一个简单的千亿级市值的公司和上百亿销售收入的公司，获得的收入应该更多地投入到未来发展中去。公司在四季度还会继续加大投入。

以研发人员为例，目前增长主要源自三个方面：一是新的研发方向，如教育、医疗、公检法、汽车等等，布局多个领域是研发人员增长的一个原因；二是随着业务增长而增加；三是很多领域刚拓展进入到产生收入的阶段，正处于将应用系统变成系统化产品的过程中。公司的目标是营收增长10倍的情况下人员增长不超过5倍。

整体来说，投入的增长是围绕“平台+赛道”的战略布局大未来。

2.3 关于安徽国资委要加大在语音产业研究的投入，是否会给公司带来明确实际利好？

安徽省委省政府专门发布了支持中国声谷的文件，且形成了工信部与安徽省支持中国声谷的领导小组，安徽省将有每年2亿元/年、合肥市6亿元/年来支持语音产业。一是要在安徽形成以语音为基础的人工智能产业集群，二是要依托科大讯飞为核心。此外，加之中科大良好的源头技术氛围，将共同推动安徽省语音和人工智能产业再上一个台阶。

对公司而言，显然是利好，将会有更好的外部资源去全球招聘人才，形成产业上下游的配套，包括一些前瞻性的布局也会获得支持。当然，公司的布局也不仅仅是安徽，在全国、全球都在进行。

2.4 公司 ToC 端的整体战略布局是怎样的？

相比ToB端，ToC端未来的产出率会更大，这是一个态势。展望未来三年，公司希望ToC的业务能占到40%，将来能占半壁江山。只有真正抓住ToC端用户，才能进行精准的用户行为分析。而在此过程中，关键的方向必须讯飞自己来做，而且要做到全世界第一，其他的一些方向交给合作伙伴。

2.5 公司智慧检务和智慧医疗未来会以何种形式进行推广？

智慧检务主要以产品和服务推广，包括在检察院进行部署，在全省建立统一省级平台服务等。公司具有专业的知识积累和技术储备，不仅提供后台技术，而且提供整个解决方案和服务系统。

智慧医疗的模式分两种：一种出售给医院和社区的机器人、云医生产品，医生在手机里使用便可以随时随地移动查房；另一种是AI诊疗平台，建立一个省（市）的人

工智能诊疗平台，各个县（区）或乡村医院、社区等把病例数据送到平台，一秒钟之内就可得到反馈。这两个模式同时进行，收费模式在医院是以单套产品进行销售，建立整套平台的收费模式还在商讨。

2.6 公司关于图像技术的积淀水平如何？

无论是语音识别还是图像识别，基础都是深度学习这一底层框架。语音识别里面用的很多场景其实是用图像识别的方式来做的，用机器来看波谱图、然后看出它在说什么，重要的是在这个过程中能不能得到足够多的数据，更重要的，有没有足够多的专家来指导这些数据的迭代优化。

因此，不能把图像识别和语音识别完全对立起来。此外，图像识别里也有很多方向，例如无人驾驶汽车、智能安防中的视频监控等等，大家各有所长。公司拥有很好的算法基础，再加上专业领域足够多的数据和专家知识经验的持续迭代，一定能做到这个行业最好。

3、风险提示

人工智能行业竞争加剧风险，研发进展不及预期，新技术产业化不及预期，公司短期业绩受高投入拖累，国内外二级市场系统性风险。

表：公司 2015 年至今主要财务指标（Wind 一致预期）

	2017E	2016A	2015A
营业收入（百万元）	4,739.68	3,320.48	2,500.80
（+/-）%	42.74	32.78	40.87
归母净利润（百万元）	527.67	484.43	425.29
（+/-）%	8.93	13.90	12.09
EPS（元）	0.38	0.37	0.34
P/E（TTM）	133	74	118

注：表中2015、2016年估值指标以当年最后一个交易日收盘价进行计算
2017年预测值则以2017年10月27日收盘价进行计算。

资料来源：Wind，国开证券研究部

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，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登记为证券分析师；

邓焱，2012年毕业于吉林大学，经济学博士，曾就职于国家开发银行湖南分行、工信部华信研究院，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层