

# 收入高速增长，研发投入有望进入收获期

## 买入(维持)

2018年3月28日

| 盈利及估值重要数据 | 2017   | 2018E | 2019E  | 2020E  |
|-----------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,445  | 8,256 | 12,773 | 19,435 |
| 同比(+/-%)  | 64.0%  | 51.6% | 54.7%  | 52.2%  |
| 净利润(百万元)  | 435    | 638   | 916    | 1316   |
| 同比(+/-%)  | -10.3% | 46.9% | 43.4%  | 43.8%  |
| 毛利率(%)    | 50.6%  | 51.5% | 51.1%  | 50.2%  |
| 净资产收益率(%) | 5.6%   | 7.8%  | 10.4%  | 13.5%  |
| 摊薄每股收益(元) | 0.31   | 0.46  | 0.66   | 0.95   |
| P/E       | 188    | 128   | 89     | 62     |
| P/B       | 11     | 10    | 9      | 8      |

### 事件：

公司发布2017年年报，公司2017年实现营业收入54.45亿元，同比增长63.97%；实现归属于上市公司股东的净利润4.35亿元，同比下滑10.27%。将向全体股东每10股转增5股，派息1.0元(含税)。

### 投资要点

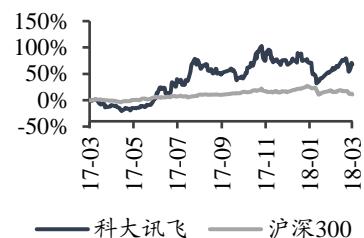
■ **增速符合预期，财务指标好转。**公司2017年实现营业收入54.45亿元，同比增长63.97%，实现归属于上市公司股东的净利润4.35亿元，同比下滑10.27%，实现扣非归母净利润3.59亿元，同比增长40.72%。公司的收入及净利润增速基本符合预期，归母净利润的下滑主要因为公司2016年收购讯飞皆成带来较高非经常性损益。收入角度看，第四季度单季度实现收入20.58亿元，环比实现60.16%的大幅增长，同比实现74.52%增长。毛利率水平为51.38%，与去年同期相比稳中有升。2017年公司共收到政府补助7705.96万元，较去年同期1.28亿有所减少，公司内生增长能力提升。从费用端看，公司2017年销售费用率20.41%，同比略有上升；管理费用率21.61%，同比下降0.36pct，公司费用控制水平及经营效率显著提升。同时，从应收账款及经营性现金流角度看，公司年末的应收账款为25.52亿元，占销售收入比为46.88%，同比下降7.26pct，公司回款状况显著好转。2017年经营活动产生的净现金流为3.63亿元，较去年同期2.99亿元增长21.19%。从公司的主要经营数据及财务指标观察，目前公司收入、净利润均高速增长，费用及现金流好转，我们认为公司的“平台+赛道”战略正在逐步进入收获期，前期渠道铺设已获初步成效。

■ **研发投入持续投入，核心技术世界领先。**2017年公司的研发投入依然高企，研发投入占营业收入比例的21.04%，但相比去年略有下滑(0.32pct)，研发资本化率为47.96%，同比降低4.47pct，投入速度有所放缓。与此同时，公司的研发成果不断涌现，比如公司在语音合成领域全球高水平比赛中获得全球第一名，语音识别在复杂场景下是业界唯一达到实用门槛的转写效果。公司的图像识别在教育、司法、医疗影像等方面均处于世界领先水平。同时，公司在机器翻译、认知智能等领域技术指标不断提升，机器阅读理解刷新世界记录，晓医助理机器人成为首格通过执业医师资格考试的机器人，为医疗认知技术和业务的开展提供了核心技术储备。在研发领域的持续投入为公司打造更高技术壁垒和更深的护城河，未来有望在应用领域不断实现突破。

证券分析师 郝彪  
执业证书编号：S0600516030001  
021-60199781  
haob@dwzq.com.cn

研究助理 陈晨  
021-60199793  
chenchen@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 58.99       |
| 一年最低/最高价    | 27.05/74.76 |
| 市净率(倍)      | 10.61       |
| 流通A股市值(百万元) | 70624.01    |

### 基础数据

|          |         |
|----------|---------|
| 每股净资产(元) | 5.56    |
| 资产负债率(%) | 40.39   |
| 总股本(百万股) | 1388.69 |
| 流通A股(百万) | 1197.22 |

### 相关研究

- 科大讯飞：收入增速超预期，投入期有望迎来尾声 - 20180228
- 科大讯飞：收入持续高增长，利润有望逐步兑现 - 20171018
- 科大讯飞：营收持续高速增长，激励机制持续完善 - 20170418
- 科大讯飞：人工智能有望爆发，行业龙头引领发展 - 20170321
- 科大讯飞：中报业绩符合预期，人工智能布局持续深化 - 20160810

■ **投入期有望进入尾声，业绩拐点可能来临。**2017年全年公司仍然坚定“平台+赛道”战略，并且随着长期在教育领域的投入逐步进入尾声，公司有望迎来快速收获期。目前收入的加速增长及扣非净利润超过40%增长是较为明确的信号。从业务角度看，平台方面，讯飞平台合作伙伴数量达到51.8万，同比增长102%，应用总数达到40万，同比增长88%，平台总用户数达到17.6亿，同比增长93%，日服务量达40亿次。赛道方面，讯飞在教育、司法、医疗、智慧城市等重点行业的各条赛道上实现净利润总额同比增长超过60%，人工智能的应用加速落地正在实现。其中尤以教育行业的发展最为优异，公司智慧教育产品已经覆盖全国15000余所学校，深度用户超过1500万。2017年智慧考试产品在高考英语、普通话考试及大学四六级等考试中实现广泛正式应用；智学网2017年营收已经超过1亿元。分赛道收入来看，公司平台及各赛道均增长显著，目前教育领域收入已经达到15.10亿元，同比增长47%；智慧城市收入14.86亿元，同比增长19%；政法业务收入5.57亿元，同比增长112%；开放平台及消费者业务收入13.77亿元，同比增长91%；汽车业务收入2.49亿元，同比增长113.06%。目前公司已经基本完成了人工智能成果的初步应用，随着投入期步入尾声，营业收入及毛利均快速增长之后，我们预计公司费用端也将呈现持续下降趋势。2018年有望成为公司人工智能布局的收获之年，一季报公司有望迎来营收与净利润同步快速增长，我们判断公司业绩拐点可能来临。

■ **估值及投资建议：**预计公司2018/2019/2020年归母净利润分别为6.38/9.16/13.16亿元，摊薄EPS分别为0.46/0.66/0.95元，现价对应PE128/89/62倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**平台进展低于预期；教育行业进展低于预期。

科大讯飞三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 利润表 (百万元)          | 2017          | 2018E         | 2019E          | 2020E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>7242.6</b>  | <b>9371.9</b>  | <b>12840.3</b> | <b>17644.1</b> | <b>营业收入</b>        | <b>5444.7</b> | <b>8256.2</b> | <b>12772.6</b> | <b>19435.3</b> |
| 现金                 | 2644.1         | 2500.0         | 2572.1         | 2536.0         | 营业成本               | 2647.2        | 3932.4        | 6131.3         | 9504.0         |
| 应收款项               | 2964.7         | 5202.5         | 7698.5         | 11182.0        | 营业税金及附加            | 42.6          | 70.2          | 108.6          | 165.2          |
| 存货                 | 890.4          | 958.9          | 1612.8         | 2408.7         | 营业费用               | 1111.3        | 1652.9        | 2554.5         | 3883.2         |
| 其他                 | 743.4          | 710.5          | 956.9          | 1517.4         | 管理费用               | 1420.4        | 1779.8        | 2758.3         | 4163.9         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>6097.7</b>  | <b>7069.9</b>  | <b>7801.1</b>  | <b>8632.6</b>  | <b>财务费用</b>        | <b>-25.8</b>  | <b>118.9</b>  | <b>218.0</b>   | <b>277.5</b>   |
| 长期股权投资             | 317.0          | 417.0          | 517.0          | 617.0          | 投资净收益              | 48.7          | 20.0          | 20.0           | 20.0           |
| 固定资产               | 1648.5         | 2558.4         | 3227.4         | 3996.7         | 其他                 | 241.8         | 22.8          | 22.8           | 22.8           |
| 无形资产               | 1133.1         | 1095.3         | 1057.6         | 1019.8         | <b>营业利润</b>        | <b>539.5</b>  | <b>744.7</b>  | <b>1044.7</b>  | <b>1484.4</b>  |
| 其他                 | 2999.2         | 2999.2         | 2999.2         | 2999.2         | <b>营业外净收支</b>      | <b>37.5</b>   | <b>-6.7</b>   | <b>20.0</b>    | <b>20.0</b>    |
| <b>资产总计</b>        | <b>13340.3</b> | <b>16441.8</b> | <b>20641.5</b> | <b>26276.8</b> | <b>利润总额</b>        | <b>577.1</b>  | <b>738.0</b>  | <b>1064.7</b>  | <b>1504.4</b>  |
| <b>流动负债</b>        | <b>4495.1</b>  | <b>7139.8</b>  | <b>10688.4</b> | <b>15392.3</b> | <b>所得税费用</b>       | <b>97.9</b>   | <b>99.6</b>   | <b>149.1</b>   | <b>188.0</b>   |
| 短期借款               | 420.6          | 2757.7         | 3638.2         | 4694.5         | <b>少数股东损益</b>      | <b>44.5</b>   | <b>0.0</b>    | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     |
| 应付账款               | 1352.8         | 2037.3         | 2900.4         | 4709.8         | <b>归属母公司净利润</b>    | <b>434.7</b>  | <b>638.4</b>  | <b>915.6</b>   | <b>1316.3</b>  |
| 其他                 | 2721.8         | 2344.8         | 4149.9         | 5988.0         |                    |               |               |                |                |
| <b>非流动负债</b>       | <b>892.7</b>   | <b>902.7</b>   | <b>912.7</b>   | <b>922.7</b>   | <b>重要财务与估值指标</b>   | <b>2017</b>   | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   |
| <b>负债总计</b>        | <b>5387.8</b>  | <b>8042.4</b>  | <b>11601.1</b> | <b>16315.0</b> | <b>摊薄每股收益(元)</b>   | <b>0.31</b>   | <b>0.46</b>   | <b>0.66</b>    | <b>0.95</b>    |
| 少数股东权益             | 234.8          | 234.8          | 234.8          | 234.8          | <b>每股净资产(元)</b>    | <b>5.56</b>   | <b>5.88</b>   | <b>6.34</b>    | <b>7.00</b>    |
| 归属母公司股东权益          | 7717.7         | 8164.6         | 8805.5         | 9727.0         | <b>发行在外股份(百万股)</b> | <b>1388.7</b> | <b>1388.7</b> | <b>1388.7</b>  | <b>1388.7</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>13340.3</b> | <b>16441.8</b> | <b>20641.5</b> | <b>26276.8</b> | <b>ROE(%)</b>      | <b>5.6%</b>   | <b>7.8%</b>   | <b>10.4%</b>   | <b>13.5%</b>   |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2017</b>    | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | <b>毛利率(%)</b>      | <b>50.6%</b>  | <b>51.5%</b>  | <b>51.1%</b>   | <b>50.2%</b>   |
| 经营活动现金流            | 362.7          | <b>-1359.5</b> | 480.8          | 452.6          | <b>销售净利率(%)</b>    | <b>8.0%</b>   | <b>7.7%</b>   | <b>7.2%</b>    | <b>6.8%</b>    |
| 投资活动现金流            | <b>-1499.6</b> | <b>-930.1</b>  | <b>-1014.6</b> | <b>-1150.0</b> | <b>资产负债率(%)</b>    | <b>40.4%</b>  | <b>48.9%</b>  | <b>56.2%</b>   | <b>62.1%</b>   |
| 筹资活动现金流            | 1256.6         | 2145.6         | 605.8          | 661.4          | <b>收入增长率(%)</b>    | <b>64.0%</b>  | <b>51.6%</b>  | <b>54.7%</b>   | <b>52.2%</b>   |
| 现金净增加额             | 119.5          | <b>-144.1</b>  | 72.1           | <b>-36.0</b>   | <b>净利润增长率(%)</b>   | <b>-10.3%</b> | <b>46.9%</b>  | <b>43.4%</b>   | <b>43.8%</b>   |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>