



科大讯飞 (002230)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-04-12

当前价格 (元) 55.09

目标价格 (元) 70.0

目标期限 (月) 6

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	1,388.69
A 股股本(百万股)	1,388.69
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值 (亿元)	787.8.0
A 股流通比例(%)	86.2
第一大股东	中国移动
第一大股东持股比例	12.90%
12 个月最高/最低(元)	67.40/46.49

华安证券 TMT 研究组

袁晓雨

S00105118010001

021-60958362

yuanxiaoyu_hazq@163.com

平台赛道突飞猛进, AI 应用遍地开花

事件: 公司 2017 年年报显示, 2017 年公司实现营收 54.45 亿元, 同比增长 63.97%; 实现归母净利润 4.35 亿元, 同比下降 10.27%, 主要是 2016 年公司收购讯飞皆成产生的非经常性损益; 实现扣非净利润 3.59 亿元, 同比增长 40.72%。

主要观点:

□ 营收快速增长, 毛利率稳中有升

2017 年公司营业收入大幅增长 64%, 下半年营收增速显著高于上半年。从营收结构上看, 平台与应用均呈现遍地开花的局面, 开放平台 (5.59%) 收入增长 243.95%; 占比最高的教育业务 (25.54%) 收入增长 52.61%; 智慧城市应用 (8.09%) 收入增长 186.76%; 政法业务 (10.23%) 收入增长 112.31%; 汽车业务 (4.57%) 收入增长 113.06%。受益于小译翻译机热销 20 万台, 智能硬件 (5.49%) 收入大幅增长 240.52%。毛利率方面, 2017 年公司毛利率达到 51.4%, 较 2016 年提升 0.9 个百分点, 连续两年提升, 一方面教育业务毛利率显著提升, 另一方面毛利水平较高的数字广告类业务比重上升。技术壁垒带来的护城河不断拓宽。

□ 销售费用与研发投入仍然较大

2017 年在营收 54 亿元、毛利近 28 亿元的情况下, 净利润仅 4.35 亿元, 净利润率 8.8%, 主要原因在于公司在渠道建设及研发上的投入仍然较大。2017 年公司大规模建设销售渠道, 销售费用 11.11 亿元, 同比增长 71.31%, 销售费用率高达 20.4%。大规模渠道建设成效明显, 2016 年底公司储备项目金额约 40 亿元, 2017 年底则达到 100 亿元。2017 年公司研发投入 11.45 亿元, 同比大幅增长 61.5%, 占营收比重达 21.04%, 连续五年超过 20%。公司积极储备 AI 技术人才, 研发人员数量达到 5739 人, 较上年大幅增长 2061 人, 研发人员占比提升至 66%。我们认为, 经过连续三年的渠道建设, 公司在全国的销售网点布局基本完成, 人员大规模扩张也已接近尾声, 2018 年公司销售费用与研发投入增长将保持平稳, 将为利润增长腾挪更多空间。

□ AI 源头技术保持全球领先

公司持续加大研发投入力度, 在感知智能、认知智能以及感知智能与认知智能深度结合等领域均达到国际领先水平, 2017 年公司在语音、图像、知识推理、阅读理解等多个领域共获得七项国际第一, 继续保持核心技术全球领先。其中, 智医助理人类历史上第一次人工智能通过临床医师职业资格考试。2017 年, 科技部正式批准的首个认知智能国家重点实验室落户讯飞, 中科院围绕讯飞成立中科院人工智能产学研联盟, 帮助公司在源头技术研究上实现资源整合, 未来公司核心源头技术仍将保持全球领先态势。



开放平台全面赋能，规模持续高速增长

2017 年末，讯飞开放平台覆盖国内 60% 以上的 AI 开发者团队，合作伙伴达 51.8 万，同比增长 102%；应用总数达 40 万，同比增长 88%；平台总用户数/终端设备数达 17.6 亿，同比增长 93%。2017 年 11 月科技部宣布首批新一代人工智能开放创新平台名单，明确依托科大讯飞建设新一代人工智能开放创新平台。公司在人工智能领域继续保持数据规模优势，以科大讯飞为核心的人工智能生态圈已经形成。同时公司在开放平台上的商业化探索实现突破，广告投放精度大幅上升，前三季开放平台的大数据广告业务收入同比增长 241%。



智慧教育渐入佳境，代差优势逐渐凸显

2017 年教育业务贡献营收 13.9 亿元（占比 25.5%），同比增长 52.5%；贡献毛利 8.23 亿元（占比 30%），同比增长 62%；毛利率 59.24% 较 2016 年提升 3.53 个百分点。个性化教学平台智学网覆盖全国 32 个省超过 1.2 万所学校，包括 68 所全国百强校。智学网的商业化运营在近 1500 所学校进行试点，复购率持续提升，全年贡献营收近 1 亿元，下半年增长明显。进入商业化运营，全年贡献营收近 1 亿元，下半年增长明显，未来随着名校效应的进一步发酵，智学网收入规模将显著放量。公司教育业务已经形成 To G（智考产品、区域教育云平台）、To B（智课产品）及 To C（智学网）的完整闭环，技术与渠道形成的高壁垒已使公司的教育产品与同类产品形成显著的代差优势，公司面对百亿级教育市场，强大的护城河优势将确保教育业务规模与利润加速增长。



智慧政法占据产业先机，业务持续放量值得期待

2017 年公司政法业务的收入达 5.57 亿元，同比大幅增长 112%；毛利率虽有下降，但仍维持在 76% 的较高水平。在政法业务上，公司自上而下布局，与公安部、最高检、最高法展开战略合作，并形成联合实验室和专家资源的整合，已经占据产业先机。在公安领域，警务超脑解决方案已在多个省市试点应用，并与多个省市级公安机关签署战略合作协议；在法院领域，公司智慧法庭建设已经覆盖 31 个省份、1500 个法庭，2017 年初联合上海高院启动“上海 206 项目”，是中国首个人工智能刑事案件智能辅助判断系统，完成后将形成示范效应；在检察领域，最高检七月份发布《全国检察机关智能云平台建设指导方案》，将在全国检察机关开展智能语音技术应用，讯飞在该领域领先优势明显。



盈利预测及投资建议

我们预计公司 2018-2019 年净利润分别增长 59% 和 47%，EPS 为 0.47 元和 0.69 元，当前股价对应 120X 和 82X PE。我们认为人工智能风口刚起，公司正处于平台积累、赛道卡位的关键阶段，因此相较于利润，市场更应该关注讯飞当前营收及毛利的高增长，我们看好讯飞在 AI 领域的专注、积累与转化。公司长期业绩拐点已经形成，各赛道将加速腾飞，高增长值得期待，维持“买入”评级，目标价 70 元。



盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5445	8167	11842	16579
收入同比(%)	64%	50%	45%	40%
归属母公司净利润	435	690	1013	1418
净利润同比(%)	-10%	59%	47%	40%
毛利率(%)	51.4%	51.5%	51.4%	51.3%
ROE(%)	6.0%	7.8%	10.6%	13.5%
每股收益(元)	0.31	0.47	0.69	0.97
P/E	181.24	120.20	81.88	58.47
P/B	10.21	8.69	8.03	7.27
EV/EBITDA	100	84	57	41

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	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7,243	10,255	13,810	17,968	营业收入	5,445	8,167	11,842	16,579
现金	2,644	3,298	4,415	5,485	营业成本	2,647	3,958	5,758	8,067
应收账款	2,871	4,699	6,359	8,403	营业税金及附加	43	74	107	149
其他应收款	319	671	844	1,136	销售费用	1,111	1,642	2,345	3,249
预付账款	41	71	120	149	管理费用	1,177	1,740	2,451	3,399
存货	895	1,410	1,893	2,431	财务费用	(26)	(18)	(21)	(39)
其他流动资产	472	107	179	364	资产减值损失	110	123	166	216
非流动资产	6,098	6,148	6,399	6,869	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	317	300	310	320	投资净收益	49	60	70	80
固定资产	1,454	1,559	1,596	1,629	营业利润	540	828	1,242	1,773
无形资产	1,133	1,338	1,528	1,706	营业外收入	49	60	70	80
其他非流动资	3,194	2,951	2,965	3,213	营业外支出	12	15	20	25
资产总计	13,340	16,403	20,209	24,837	利润总额	577	873	1,292	1,828
流动负债	4,495	5,732	8,183	11,279	所得税	98	148	220	311
短期借款	421	413	403	393	净利润	479	725	1,072	1,518
应付账款	1,060	1,626	2,366	3,315	少数股东损益	45	35	59	99
其他流动负债	3,015	3,692	5,413	7,570	归属母公司净利润	435	690	1,013	1,418
非流动负债	893	1,334	1,885	2,294	EBITDA	793	971	1,425	1,981
长期借款	461	561	661	681	EPS (元)	0.31	0.47	0.69	0.97
其他非流动负	432	774	1,225	1,614					
负债合计	5,388	7,066	10,069	13,573					
少数股东权益	235	269	329	428					
股本	1,389	1,462	1,462	1,462					
资本公积	5,254	5,186	5,206	5,226					
留存收益	1,927	2,420	3,144	4,149					
归属母公司股东权	7,718	9,068	9,812	10,836					
负债和股东权益	13,340	16,403	20,209	24,837					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	363	32	2,079	2,297	成长能力				
净利润	479	690	1,013	1,418	营业收入	63.97%	50.00%	45.00%	40.00%
折旧摊销	400	279	340	402	营业利润	40.59%	53.48%	49.94%	42.84%
财务费用	(28)	(18)	(21)	(39)	归属于母公司净利润	-10.27%	58.73%	46.80%	40.05%
投资损失	(49)	(60)	(70)	(80)	获利能力				
营运资金变动	(1,001)	(1,016)	592	280	毛利率(%)	51.38%	51.54%	51.37%	51.34%
其他经营现金	562	157	225	315	净利率(%)	7.98%	8.45%	8.55%	8.56%
投资活动现金流	(1,500)	(187)	(560)	(590)	ROE(%)	6.03%	7.76%	10.57%	13.47%
资本支出	(306)	(630)	(600)	(640)	ROIC(%)	9.71%	14.65%	13.88%	18.04%
长期投资	(28)	17	(10)	(10)	偿债能力				
其他投资现金	(1,166)	426	50	60	资产负债率(%)	40.39%	43.08%	49.82%	54.65%
筹资活动现金流	1,257	(81)	(158)	(345)	净负债比率(%)	-1.58%	12.94%	16.54%	31.24%
短期借款	115	(8)	(9)	(10)	流动比率	1.61	1.79	1.69	1.59
长期借款	90	100	100	20	速动比率	1.41	1.54	1.46	1.38
普通股增加	73	73	0	0	营运能力				
资本公积增加	1,133	(68)	20	20	总资产周转率	0.46	0.55	0.65	0.74
其他筹资现金	(154)	(179)	(268)	(375)	应收账款周转率	2.50	2.48	2.48	2.59
现金净增加额	120	(236)	1,361	1,362	应付账款周转率	6.50	6.08	5.93	5.84

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.47	0.69	0.97	P/E	181.2	120.2	81.9	58.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.02	1.50	1.65	P/B	10.2	8.7	8.0	7.3
每股净资产(最新摊薄)	5.56	6.53	7.07	7.80	EV/EBITDA	99.93	83.86	57.08	41.00

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。