



科大讯飞 (002230)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-05-03

当前价格 (元) 54.17

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)	752.3
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

大投入仍在持续, 短期业绩低增不改长期向好预期

事件: 公司 2018 年一季报显示, 一季度公司实现营收 13.98 亿元, 同比增长 63.25%; 实现归母净利润 8199 万元, 同比增长 10.83%; 实现扣非净利润 2983 万元, 同比下降 46.34%。

主要观点:

□ 营收持续快速增长, 但投入增加致利润低于预期

一季度公司营业收入保持高速增长, 教育、司法、智慧城市、消费者等赛道业务增长显著。新增毛利 2.53 亿元, 毛利率 47.9%, 同比下降 0.8 个百分点, 预计主要由于硬件销售占比提升所致, 但仍保持在较高水平。但利润与营收增长未能保持同步, 且其中 6012 万元来自政府补助, 扣非后净利润同比大幅下降, 主要由于公司持续加大研发和市场布局投入, 公司员工数量同比增长 3000 人, 致销售费用和管理费用同比分别增长 92.66% 和 55.84%, 销售费用率 23.1%, 同比上升 3.6 个百分点。由于收入的 70% 来自于 B 端, 公司营业收入具有显著的季节性特征, 收入结算与确认主要集中在下半年, 2017 年下半年营收和净利润比重占全年比重的 61% 和 75%, 因此一季度的业绩表现不能代表全年方向。

□ 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

一季度末, 讯飞开放平台用户规模继续保持快速增长, 第三方合作伙伴数量从上年末的 51.8 万增长到 67 万, 增长势头显著。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

教育业务双轮驱动, 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, 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

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 2018-2020 年净利润分别为 6.05/8.96/12.98 亿元，同比增长 39%、48%和 45%，EPS 为 0.41 元、0.61 元和 0.89 元，当前股价对应 131X 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。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	8439	12237	17132
收入同比(%)	64%	55%	45%	40%
归属母公司净利润	435	605	896	1298
净利润同比(%)	-10%	39%	48%	45%
毛利率(%)	51.4%	50.9%	50.6%	50.5%
ROE(%)	6.0%	6.8%	9.5%	12.6%
每股收益(元)	0.31	0.41	0.61	0.89
P/E	173.06	130.96	88.40	61.00
P/B	9.75	8.35	7.78	7.09
EV/EBITDA	100	90	61	42

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	10,566	14,240	18,543	营业收入	5,445	8,439	12,237	17,132
现金	2,644	3,352	4,494	5,596	营业成本	2,647	4,143	6,049	8,474
应收账款	2,871	4,855	6,571	8,683	营业税金及附加	43	76	110	154
其他应收款	319	694	872	1,173	销售费用	1,111	1,772	2,509	3,426
预付账款	41	72	123	154	管理费用	1,177	1,798	2,533	3,512
存货	895	1,476	1,989	2,554	财务费用	(26)	(18)	(22)	(41)
其他流动资产	472	117	191	383	资产减值损失	110	127	171	223
非流动资产	6,098	6,156	6,403	6,875	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	720	1,092	1,618
无形资产	1,133	1,338	1,528	1,706	营业外收入	49	60	70	80
其他非流动资产	3,194	2,959	2,969	3,220	营业外支出	12	15	20	25
资产总计	13,340	16,723	20,643	25,418	利润总额	577	765	1,142	1,673
流动负债	4,495	5,919	8,491	11,723	所得税	98	130	194	284
短期借款	421	413	403	393	净利润	479	635	948	1,389
应付账款	1,060	1,703	2,486	3,483	少数股东损益	45	30	52	91
其他流动负债	3,015	3,803	5,602	7,847	归属母公司净利润	435	605	896	1,298
非流动负债	893	1,367	1,933	2,354	EBITDA	793	863	1,275	1,825
长期借款	461	561	661	681	EPS (元)	0.31	0.41	0.61	0.89
其他非流动负	432	806	1,272	1,674					
负债合计	5,388	7,286	10,423	14,078					
少数股东权益	235	265	318	408					
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	2,359	2,999	3,919					
归属母公司股东权	7,718	9,007	9,667	10,607					
负债和股东权益	13,340	16,558	20,408	25,093					

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	(99)	2,005	2,208	成长能力				
净利润	479	605	896	1,298	营业收入	63.97%	55.00%	45.00%	40.00%
折旧摊销	400	279	340	402	营业利润	40.59%	33.49%	51.68%	48.16%
财务费用	(28)	(18)	(22)	(41)	归属于母公司净利润	-10.27%	39.12%	48.14%	44.92%
投资损失	(49)	(60)	(70)	(80)	获利能力				
营运资金变动	(1,001)	(1,062)	637	314	毛利率(%)	51.38%	50.91%	50.57%	50.54%
其他经营现金	562	157	224	313	净利率(%)	7.98%	7.17%	7.32%	7.58%
投资活动现金流	(1,500)	(187)	(560)	(590)	ROE(%)	6.03%	6.85%	9.50%	12.61%
资本支出	(306)	(630)	(600)	(640)	ROIC(%)	9.71%	12.80%	12.36%	16.79%
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%	44.00%	51.07%	56.10%
筹资活动现金流	1,257	(57)	(123)	(308)	净负债比率(%)	-1.58%	12.45%	18.21%	34.17%
短期借款	115	(8)	(9)	(10)	流动比率	1.61	1.79	1.68	1.58
长期借款	90	100	100	20	速动比率	1.41	1.54	1.44	1.36
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	0.56	0.65	0.74
其他筹资现金	(154)	(154)	(234)	(338)	应收账款周转率	2.50	2.51	2.48	2.59
现金净增加额	120	(343)	1,321	1,310	应付账款周转率	6.50	6.11	5.84	5.74

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.41	0.61	0.89	P/E	173.1	131.0	88.4	61.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	(0.07)	1.44	1.59	P/B	9.7	8.4	7.8	7.1
每股净资产(最新摊薄)	5.56	6.49	6.96	7.64	EV/EBITDA	99.93	90.03	60.86	42.45

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。