



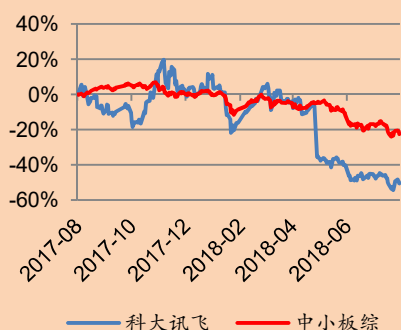
科大讯飞 (002230)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-08-17

当前价格 (元) 28.8
目标价格 (元) 35.0
目标期限 (月) 6

股价走势:



主要数据

总股本(百万股) 2092.53
A股股本(百万股) 2092.53
B/H股股本(百万股) 0/0
总市值(亿元) 602.6
A股流通比例(%) 86.9
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) 67.40/27.14

华安证券 TMT 研究组

袁晓雨

S00105118010001

021-60958362

yuanxiaoyu_hazq@163.com

平台赛道持续扩张, 费用增长现拐点

事件: 公司 2018 年半年报显示, 上半年公司实现营收 32.10 亿元, 同比增长 52.68%; 实现归母净利润 1.31 亿元, 同比增长 21.74%; 实现扣非净利润 2020 万元, 同比下降 74.39%。

主要观点:

□ 增收不增利, 投入持续增长为主要原因

上半年公司营业收入延续高增长, 智慧城市、消费者、政法等业务均实现翻倍以上的增速。实现毛利 16.02 亿元, 同比增长 56.02%; 在智能硬件销售占比持续攀升的背景下, 上半年毛利率 49.9%, 同比提升 1.1 个百分点。但利润与营收、毛利未能实现同比增长, 扣非净利润大幅下滑, 主要由于公司持续加大研发和市场布局所致, 公司员工数量同比增长 3500 人, 致销售费用和管理费用分别增长 77.1% 和 65.6%; 其中研发费用 5.87 亿元, 同比增长 63.84%, 在营收中占比达 18.3%, 同比提升 1.3 个百分点。尽管上半年公司利润增长低于预期, 但我们仍对公司全年业绩乐观, 一方面, 公司营业收入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的 61% 和 75%; 另一方面, 公司所需招聘的关键人才和新增岗位已基本就绪, 下半年的人员增幅将显著低于上半年, 公司费用增速拐点显现, 将为利润增长预留空间。

□ 开放平台全面赋能, 规模持续高速增长

讯飞开放平台以开放近百项 AI 能力和场景方案, 开发者数量从上年末的 51.8 万上升到 80 万, 同比增长 114%, 市场占有率稳居第一; 日均服务次数达 46 亿次, 同比增长 53%。今年五月, 公司发布人机交互界面 AIUI3.0, 各项技能和内容持续丰富; 国内首个 AI 在线学习平台 AI 注册学员达 23 万人。公司在人工智能领域继续保持规模优势, 以讯飞为核心的 AI 生态圈已经形成。同时公司在开放平台上的商业化变现能力持续提升, 上半年开放平台的大数据广告收入达 3.12 亿元, 同比增长 149.22%, 在公司营收占比达 9.71%, 已成为公司重要的收入来源之一。

□ 受政策影响, 教育业务低于预期

上半年公司教育业务实现营业收入 6.58 亿元, 同比仅增长 16.35%, 与 2017 年 52.6% 的增速相比大幅下降; 但毛利率 60.69%, 同比提升 5.31 个百分点。公司教育业务收入规模增速显著下滑, 主要由于四月份教育部新发布《教育信息化 2.0 行动规划》, 2008 年发布的 1.0 版本重视基础设施建设, 而新规划更加突出学校的实际需求, 也更加强调应用。公司根据新规划对产品重新进行调整和打磨, 但上半年公司教育业务中标合同同比增长 94%, 中标合同毛利同比增长 104%, 表明教育业务快速增

长的势头并未停滞。公司智慧教育产品已覆盖全国 15000 余所学校，深度用户超过 1500 万人；智学网使用频率逐步提升，学校应用年级渗透率同比增长 36%，续购率达 70%。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。

智慧政法领域感知智能与认知智能应用齐放量

上半年公司政法业务实现收入 3.49 亿元，同比大幅增长 214.55%，感知智能与认知智能技术应用齐放量。感知智能方面，智能语音庭审系统在全国大范围应用，目前应用法庭数量超过 3000 个。认知智能方面，今年三月讯飞研发的首个刑事案件智能辅助办案系统在上海试点，应用效果显著。六月份讯飞与江、浙、沪、皖高院签署《推进长三角地区三省一市“人工智能+法院”深度战略合作协议》，共同推进人工智能在法院系统的应用。未来讯飞的智能辅助办案系统将由刑事类拓展到民商事和行政类案件。

智慧医疗取得应用突破

公司 AI 技术在医疗领域的落地有智能语音电子病历、医学影像和基于认知智能的辅助诊疗系统三大领域。在医学影像上，去年讯飞在 LUNA 医学影像国际比赛中，将召回率提升至 94%，大幅刷新了全球记录。今年讯飞又突破了视网膜影像的读取。在辅助诊疗系统上，去年讯飞“智能助医”通过国家执业医师资格考试，初步具备了当全科医生的潜质，目前家庭医生助手产品已经在 120 多个社区试点应用，并已在慢性病管理等领域取得成果。

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 0.29 元、0.43 元和 0.62 元，当前股价对应 2019 年 68X 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 35 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%	6.4%	8.9%	11.9%
每股收益(元)	0.21	0.29	0.43	0.62
P/E	140.18	100.79	68.04	46.95
P/B	7.90	6.32	5.92	5.42
EV/EBITDA	100	69	47	32

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	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)	0.21	0.29	0.43	0.62
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	2,093	2,093	2,093					
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	9,638	10,298	11,238					
负债和股东权益	13,340	17,189	21,039	25,724					

现金流量表					主要财务比率				
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
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%	6.41%	8.93%	11.93%
资本支出	(306)	(630)	(600)	(640)	ROIC(%)	9.71%	12.80%	11.40%	15.57%
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%	42.38%	49.54%	54.73%
筹资活动现金流	1,257	574	(123)	(308)	净负债比率(%)	-1.58%	11.65%	17.12%	32.32%
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	704	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
					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)	0.21	0.29	0.43	0.62	P/E	140.2	100.8	68.0	46.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	(0.05)	0.96	1.06	P/B	7.9	6.3	5.9	5.4
每股净资产(最新摊薄)	3.69	4.61	4.92	5.37					

现金净增加额	120	288	1,321	1,310	EV/EBITDA	99.93	68.89	46.55	32.45
--------	-----	-----	-------	-------	-----------	-------	-------	-------	-------

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。