

证券研究报告

公司研究——年报点评

科大讯飞（002230.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：持有，2018.8.16

袁海宇 行业分析师

执业编号：S1500518110001

联系电话：+86 10 83326726

邮箱：yuanhaiyu@cindasc.com

边铁城 行业分析师

执业编号：S1500510120018

联系电话：+86 10 83326721

邮箱：biantiecheng@cindasc.com

蔡靖 行业分析师

执业编号：S1500518060001

联系电话：+86 10 83326728

邮箱：caijing@cindasc.com

王佐玉 研究助理

联系电话：+86 10 83326723

邮箱：wangzuoyu@cindasc.com

相关研究

《多领域业务高速增长，人员扩张有望放缓》

2018.8.16

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

平台及核心赛道高速增长，人工智能 2.0 战略目标人均效益提升

2019 年 04 月 24 日

事件：近日，科大讯飞发布 2018 年年度报告，2018 年公司实现营业收入 79.17 亿元，同比增长 45.41%；实现归属母公司股东净利润 5.42 亿元，同比增长 24.71%；实现扣非后归属母公司股东净利润 2.66 亿元，同比下降 25.83%。

点评：

- **营收增长喜人，经营性现金流改善明显。**公司 2018 年营业收入实现较快增长，各业务条线均取得了不错表现。其中，教育、政法、开放平台、智能硬件和移动互联网业务营收保持高速增长，开放平台、智能硬件和移动互联网业务收入同比增速均超过 100%。归母净利润增长低于营收增速，主要是由于 2018 年员工规模扩张较快，致使研发费用和销售费用快速增长，两者分别增长 55.82% 和 55.3%。同时由于 2018 年形成的以政府补助为主的非经常性损益同比增加近 2 亿元，使得扣非后归母净利润同比下降。公司经营活动现金流量净额为 11.48 亿元，同比增长 216.53%，现金流情况改善明显。
- **开放平台业务持续快速增长，平台生态逐渐完善。**公司持续推进“平台+赛道”发展战略。在平台层面，公司基于领先的人工智能技术能力，为开发者提供各类人工智能服务。截止 2018 年末，讯飞开放平台已经开放 171 项 AI 能力和场景方案，开发者数量达 92 万，开发者数量同比增长约 78%。全年开放平台实现收入约 6.84 亿元，同比大增 124.61%，连续两年保持三位数增长。基于讯飞开放平台用户服务资源和平台赋能资源的智能营销业务全面升级“视频广告+语音广告+智屏广告”的品牌客户解决方案，已逐步发展成为行业主流的人工智能营销方案。基于讯飞开放平台的智能硬件解决方案推动 AI 技术在物联网和智能家居领域的应用落地。讯飞开放平台正快速拓展下游应用领域，平台生态得到持续完善。
- **核心赛道多点开花，产品落地取得积极进展。**在各行业应用领域，教育、政法和移动互联网业务表现均十分突出。教育领域，公司智慧教育产品已经覆盖全国 25,000 余所学校。智学网产品已在全国逾 700 所中学商业化运营，服务学生超过 80 万名。教育产品和服务业务实现收入较上年同期增长 44.93%。政法领域，公司智能庭审系统语音识别率可达 95% 以上，案件庭审时间节省超过 25%，庭审笔录的完整度可达 100%，复杂庭审时间缩短超过 50%。目前公司“AI+政法”产品与解决方案已广泛应用于各级司法行政机关，高院、省检覆盖率均超 90%。政法业务较上年同期增长 85.96%。移动互联网领域，“讯飞听见”等产品对实时录音及外部导入音频的中英文转写准确度达到 95%。“讯飞听见”在业内首次实现无人监管、多点并发的实时字幕转写，全年会场服务 1974 场次，支持全国两会、为总理工作报告作直播字幕支持、为金砖国家工商理事会系列活动等多长会议提供转写支持。以讯飞听见为代表的移动互联网产品及服务较上年同期增长 369.36%。

- **人员扩张有望放缓，2.0 时代目标人均效益提升。** 截止 2018 年末，公司员工总数达到 10,970 人，同比增长 26.7%。员工规模的增长为公司下一阶段盈利能力的提升和可持续发展奠定了基础。目前公司所需的关键人才和新增岗位已经招聘就绪，人员规模增速有望放缓。公司提出的人工智能 2.0 战略明确将人均效益提升作为一项重要任务，随着公司持续发挥现有的技术优势、品牌优势、生态建设优势以及行业先发优势，应用规模以及经营效益的持续提升有望实现。
- **盈利预测及评级：** 我们预计 2019~2021 年公司营业收入分别为 114.03、162.49、218.57 亿元，归属于母公司净利润分别为 8.46、12.10、15.16 亿元，按最新股本 20.93 亿股计算摊薄每股收益分别为 0.40、0.58、0.72 元，最新股价对应 PE 分别为 86、60、48 倍，维持“持有”评级。
- **风险因素：** 业务拓展不及预期；人均效益提升不及预期；业务创新风险；人力资源风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,444.69	7,917.22	11,403.14	16,249.00	21,857.20
增长率 YoY %	63.97%	45.41%	44.03%	42.50%	34.51%
归属母公司净利润(百万元)	434.68	542.07	846.28	1,210.09	1,516.11
增长率 YoY%	-10.27%	24.71%	56.12%	42.99%	25.29%
毛利率%	51.38%	50.03%	52.03%	52.15%	52.16%
净资产收益率 ROE%	5.88%	6.91%	10.08%	12.84%	14.06%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.26	0.40	0.58	0.72
市盈率 P/E(倍)	168	135	86	60	48
市净率 P/B(倍)	9.48	9.18	8.30	7.30	6.34

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,242.59	7,762.40	9,533.32	12,378.05	15,774.42
货币资金	2,644.11	2,401.05	2,183.26	2,209.61	2,340.16
应收票据	93.42	202.49	291.64	415.58	559.01
应收账款	2,552.45	3,389.31	4,881.60	6,956.08	9,356.91
预付账款	41.18	24.91	34.45	48.96	65.84
存货	890.41	1,039.58	1,437.31	2,042.77	2,747.42
其他	1,021.02	705.06	705.06	705.06	705.06
非流动资产	6,097.74	7,540.18	8,016.71	8,443.96	8,974.36
长期股权投资	316.97	378.88	378.88	378.88	378.88
固定资产(合计)	1,453.84	1,907.34	2,110.40	2,482.61	2,758.96
无形资产	1,133.09	1,625.26	1,844.42	1,967.14	2,124.11
其他	3,193.85	3,628.70	3,683.01	3,615.32	3,712.42
资产总计	13,340.34	15,302.58	17,550.03	20,822.01	24,748.78
流动负债	4,495.15	5,812.73	7,095.40	8,987.84	11,186.19
短期借款	420.57	716.57	716.57	716.57	716.57
应付票据	293.14	291.33	402.78	572.46	769.93
应付账款	1,059.62	1,871.73	2,587.84	3,677.96	4,946.66
其他	2,721.83	2,933.11	3,388.21	4,020.86	4,753.04
非流动负债	892.67	1,278.10	1,278.10	1,278.10	1,278.10
长期借款	460.70	367.06	367.06	367.06	367.06
其他	431.97	911.04	911.04	911.04	911.04
负债合计	5,387.82	7,090.83	8,373.49	10,265.93	12,464.29
少数股东权益	234.79	240.65	359.16	528.60	740.90
归属母公司股东权益	7,717.72	7,971.10	8,817.38	10,027.48	11,543.59
负债和股东权益	13,340.34	15,302.58	17,550.03	20,822.01	24,748.78

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,444.69	7,917.22	11,403.14	16,249.00	21,857.20
同比 (%)	63.97%	45.41%	44.03%	42.50%	34.51%
归属母公司净利润	434.68	542.07	846.28	1,210.09	1,516.11
同比 (%)	-10.27%	24.71%	56.12%	42.99%	25.29%
毛利率 (%)	51.38%	50.03%	52.03%	52.15%	52.16%
ROE%	5.88%	6.91%	10.08%	12.84%	14.06%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.26	0.40	0.58	0.72
P/E	168	135	86	60	48
P/B	9.48	9.18	8.30	7.30	6.34
EV/EBITDA	52.08	59.48	38.70	29.37	24.20

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,444.69	7,917.22	11,403.14	16,249.00	21,857.20
营业成本	2,647.24	3,956.55	5,470.28	7,774.62	10,456.47
营业税金及附加	42.57	81.88	117.93	168.04	226.04
销售费用	1,111.34	1,725.89	2,347.08	3,266.05	4,393.30
管理费用	1,176.61	947.21	1,254.35	1,787.39	2,404.29
研发费用	0.00	939.22	1,311.36	1,828.01	2,458.94
财务费用	-25.84	-16.66	-2.65	5.78	7.08
减值损失合计	110.05	83.19	169.04	236.63	290.60
投资净收益	48.72	74.80	90.02	71.18	78.67
其他	108.08	353.04	227.38	289.90	258.64
营业利润	539.52	627.78	1,053.17	1,543.55	1,957.79
营业外收支	37.53	30.95	81.86	79.44	75.63
利润总额	577.05	658.73	1,135.04	1,622.99	2,033.42
所得税	97.87	40.76	170.26	243.45	305.01
净利润	479.18	617.97	964.78	1,379.54	1,728.41
少数股东损益	44.50	75.91	118.50	169.45	212.30
归属母公司净利润	434.68	542.07	846.28	1,210.09	1,516.11
EBITDA	949.12	1,249.98	1,921.26	2,531.42	3,071.78
EPS(当年)(元)	0.31	0.26	0.40	0.58	0.72

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	362.73	1,148.14	932.94	1,257.24	1,579.35
净利润	479.18	617.97	964.78	1,379.54	1,728.41
折旧摊销	399.96	611.20	726.33	847.18	977.79
财务费用	-27.90	-19.95	59.89	61.25	60.57
投资损失	-48.72	-74.80	-90.02	-71.18	-78.67
营运资金变动	-519.34	-128.40	-875.08	-1,162.57	-1,358.05
其它	79.54	142.11	147.04	203.02	249.30
投资活动现金流	-1,499.56	-1,919.65	-1,090.84	-1,169.65	-1,388.22
资本支出	-1,031.76	-1,811.82	-1,180.86	-1,240.83	-1,466.89
长期投资	-39.22	146.64	90.02	71.18	78.67
其他	-428.57	-254.47	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,256.61	353.81	-59.89	-61.25	-60.57
吸收投资	1,234.71	211.82	0.00	0.00	0.00
借款	204.54	342.35	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	168.10	202.74	59.89	61.25	60.57
现金流净增加额	119.46	-413.08	-217.79	26.34	130.56

研究团队简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC产品管理等工作，IT从业经验八年。2007年加入信达证券，从事计算机行业研究。

蔡靖，北京大学国家发展研究院MBA，曾经在世界500强企业美国伟创力，芬兰诺基亚从事手机研发，实验室管理工作。2015年加入信达证券，从事计算机行业研究。

袁海宇，北京大学物理学学士、凝聚态物理专业硕士。2016年加入信达证券，从事计算机行业研究。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；	买入：股价相对强于基准20%以上；	看涨：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起6个月内。	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。