

AI 龙头地位稳固，具备长期竞争力

——科大讯飞（002230）动态研究

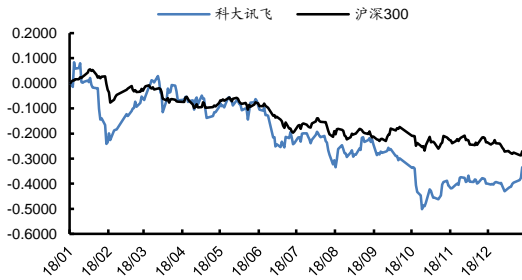
研究所

证券分析师：

宝幼琛 S0350517010002

baoyc@ghzq.com

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
科大讯飞	7.7	-5.0	-34.2
沪深 300	-4.6	-11.7	-26.6

市场数据

2019-01-04

当前价格（元）	27.13
52 周价格区间（元）	19.80 - 44.85
总市值（百万）	56770.35
流通市值（百万）	49438.32
总股本（万股）	209253.05
流通股（万股）	182227.48
日均成交额（百万）	1222.80
近一月换手（%）	27.99

相关报告

《科大讯飞（002230）事件点评：牵手广汽，加深智能车载布局》——2017-12-08

《科大讯飞（002230）事件点评：第三季度表现亮眼，公司业务变现可期》——2017-10-20

《科大讯飞（002230）事件点评：收入及毛利增长明显，战略布局持续落地》——2017-08-11

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

■ **以语音为切入点的人工智能龙头。**公司是 A 股市场 AI 龙头公司，在成立之初即专注于人工智能语音识别方面的技术研究，已经建立了较高的技术壁垒，公司加速推广 AI 技术在教育、政法、医疗等行业中的应用，力争快速建立行业综合壁垒。近年来公司业绩持续高速增长，近五年营收和归母净利 CAGR 达到 47.3%和 19.0%，2018 年前三季度公司营收 52.83 亿元，yoy+56.0%，归母净利润 2.19 亿元，yoy+29.9%，公司 AI 龙头地位稳固。

■ **政企业务持续深入，提升综合壁垒。**2018 年 4 月，教育部公布了教育信息化 2.0 的规划，对“AI+教育”产生积极影响，公司覆盖包括 70+ 百强校在内的 1.5 万所学校，在每个学校内的应用深度不断加强，推动了公司订单的增长，2018 年前三季度公司教育订单总额比同比增长超过了 80%，同时，讯飞在 10 月成为日本英检机构机器评测的唯一的合作方。政法方面，公司产品从感知智能拓展到认知智能，智能庭审业务在全国大范围推广，已经覆盖了 4200 多个法庭；人工智能辅助判案，2018 年 3 月份在上海正式运行，截至 9 月底公安录入案件已经达到了超过了 12000 件。我们认为，在 B 端行业内的应用拓展有助于公司进一步构建壁垒，垂直行业深度服务能力也将成为公司护城河。

■ **开放平台规模扩张，消费者业务表现亮眼。**讯飞开发平台以智能语音和人机交互为核心，为开发者提供各类人工智能服务，是公司搭建 AI 生态体系的核心，截至 2018 年 6 月，平台开发者数量超过 80 万，同比增长 114%。在消费者领域，2016 年公司成立消费者事业群至今，关键性产品已经得到市场认可：翻译机市场份额绝对领先，用户已经覆盖了 170 多个国家；讯飞输入法总下载用户超过 6 亿，活跃用户数超过 1.3 亿；讯飞听见 2018 年 10 月 M1 发售，拥有极高的灵敏度和准确率。To C 业务是公司构建生态体系的关键，已经成为公司收入的重要来源，2018 年前三季度，公司开放平台及消费者业务营收达到 18 亿元，同比增长 118%，占总营收比例超过 1/3。

■ **前瞻性研究成果丰硕，具备长期竞争力。**公司每年将大量资金投入前瞻性研究，2017 年研发支出 11.45 亿元，占营收比例达到 21%，在长期高研发投入基础上，公司前瞻性研究取得了丰硕的成果，包括：2018 年初在认知智能领域机器阅读理解上，科大讯飞刷新了全球记录，得分超过微软并夺得冠军；2018 年暴风雪竞赛上，公司第

13次蝉联冠军，十个评测项目中九个单项夺得第一；2018年9月份第五届的CHiME比赛，高噪音多人的语音识别环境下，公司四个单项全部达到全球第一。我们认为，公司前瞻性研究针对的是未来更加复杂的应用状况和竞争环境，虽然高研发投入拖累公司短期业绩，但丰厚的技术储备将为公司提供长期竞争能力，是公司未来发展的保障。

- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 我们认为，公司各项业务持续推进，综合壁垒不断提高，技术储备丰厚，具备长期竞争力，看好人工智能行业深入应用为公司带来的发展机遇。不考虑公司正在进行的增发事项，我们预计，公司2018-2020年EPS为0.29/0.43/0.64元，对应当年股价PE分别为94/63/42倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**（1）公司业绩不达预期的风险；（2）公司相关业务推进不及预期的风险；（3）市场系统性风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	5445	8036	11525	16299
增长率(%)	64%	48%	43%	41%
归母净利润（百万元）	435	601	898	1331
增长率(%)	-10%	38%	49%	48%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.29	0.43	0.64
ROE(%)	5.47%	7.15%	9.88%	13.18%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 科大讯飞盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

2019-01-0									
证券代码:	002230.SZ		股价:	27.13	投资评级:	买入	日期:	4	
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					每股指标				
ROE	5%	7%	10%	13%	EPS	0.31	0.29	0.43	0.64
毛利率	51%	56%	58%	59%	BVPS	5.56	3.88	4.16	4.57
期间费率	42%	46%	48%	48%	估值				
销售净利率	8%	7%	8%	8%	P/E	86.67	94.47	63.25	42.67
成长能力					P/B	4.88	7.00	6.53	5.93
收入增长率	64%	48%	43%	41%	P/S	6.92	7.06	4.93	3.48
利润增长率	-10%	38%	49%	48%					
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	0.41	0.54	0.70	0.85	营业收入	5445	8036	11525	16299
应收账款周转率	1.84	1.84	1.79	1.75	营业成本	2647	3530	4809	6732
存货周转率	182.50	182.50	182.50	182.50	营业税金及附加	43	63	90	127
偿债能力					销售费用	1111	1913	2754	3895
资产负债率	40%	43%	45%	47%	管理费用	1177	1800	2651	3749
流动比	1.61	1.57	1.60	1.62	财务费用	(26)	(52)	50	50
速动比	1.41	1.51	1.55	1.58	其他费用/(-收入)	(61)	(5)	1	1
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	540	778	1172	1747
现金及现金等价物	2644	3387	3022	2555	营业外净收支	38	20	20	20
应收款项	2965	4376	6433	9322	利润总额	577	798	1192	1767
存货净额	890	326	326	326	所得税费用	98	135	202	300
其他流动资产	743	955	1241	1631	净利润	479	663	990	1467
流动资产合计	7243	8746	10724	13535	少数股东损益	45	62	92	136
固定资产	1454	1370	1285	1198	归属于母公司净利润	435	601	898	1331
在建工程	195	195	197	200	现金流量表 (百万元)				
无形资产及其他	1133	1133	1050	966	经营活动现金流	363	710	89	173
长期股权投资	317	317	317	317	净利润	479	663	990	1467
资产总计	13340	14760	16571	19215	少数股东权益	45	62	92	136
短期借款	421	673	673	673	折旧摊销	387	217	219	212
应付款项	1353	1836	2504	3505	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	724	1068	1532	2167	营运资金变动	(548)	(231)	(1211)	(1642)
其他流动负债	1998	1998	1998	1998	投资活动现金流	(1500)	84	83	84
流动负债合计	4495	5575	6706	8342	资本支出	(317)	84	83	84
长期借款及应付债券	461	346	346	346	长期投资	(28)	0	0	0
其他长期负债	432	432	432	432	其他	(1154)	0	0	0
长期负债合计	893	778	778	778	筹资活动现金流	1880	(70)	(310)	(459)
负债合计	5388	6352	7484	9120	债务融资	205	137	0	0
股本	1389	2093	2093	2093	权益融资	1235	0	0	0
股东权益	7953	8408	9087	10095	其它	440	(207)	(310)	(459)
负债和股东权益总计	13340	14760	16571	19215	现金净增加额	743	723	(138)	(202)

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机组介绍】

宝幼琛，本年毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，3年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。

【分析师承诺】

宝幼琛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。