

投资评级 优于大市 首次覆盖

业务重心下沉完成，“平台+赛道”成果已显现

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 08月12日收盘价(元) | 30.89 |
| 52周股价波动(元) | 19.80-40.77 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 2201/1841 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 67974/56867 |

相关研究

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-----|-----|
| 绝对涨幅(%) | -6.4 | 5.9 | 1.2 |
| 相对涨幅(%) | -3.5 | 5.7 | 2.1 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021) 23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

分析师: 洪琳

Tel: (021) 23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

分析师: 于成龙

Email: ycl12224@htsec.com

证书: S0850518090004

投资要点:

- AI 龙头，开放平台和消费者业务快速爆发。** 开放平台业务 2018 年实现营业收入 6.84 亿元，同比增长 124.61%。与此同时，得益于翻译机的热卖，智能硬件业务 2018 年营收 8.13 亿元，同比增长 171.93%。我们认为未来随着平台规模持续扩大、翻译机及听见转写系列等产品的热销，开放平台及消费者业务营收有望持续增长。
- 专注教育信息化，提供全方位解决方案。** 2018 年教育产品及服务营收 20.15 亿元，同比增长 44.93%。智慧课堂产品基于动态学习数据分析和应用，实现课前、课中、课后的精准教与学。而智学网则通过为学生提供个性化学习方案实现了因材施教，大大提高了学习效率。目前，智慧教育产品已经覆盖全国 25000 余所学校。我们认为随着教育信息化 2.0 的持续推进，公司教育业务有望加速落地。
- 智慧政法，用人工智能助力“法治中国”。** 公司通过持续布局智慧警务、智慧检务、智慧法院等领域深耕 AI+政法市场，2018 年实现营业收入 10.35 亿元，同比增长 85.96%。“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%。公司协同上海高院打造的全球首个人工智能辅助办案系统，为审判体系和审判能力的现代化提供有力支撑。
- 费用即将改善，利润有望匹配。** 随着销服体系建设和人才储备基本完成，未来公司费用增速即将放缓，利润有望匹配高速增长营收。另外科创板企业上市，A 股 AI 公司的估值可能会重构。
- 盈利预测与估值。** 我们预测，公司 2019-2021 年营业收入分别为 117.46、160.98、210.16 亿元，归母净利润分别为 8.52、12.27、16.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.39、0.56、0.77 元。考虑到人工智能产业的广阔前景和公司 AI+领域的应用落地情况，公司是目前国内人工智能龙头，也是国家首批 AI 开放创新平台之一（与 BAT 一起成为首批四家），教育、司法、医疗、汽车落地接踵而至，我们认为每一个落地领域都是关乎民生的大行业，体量大且需求急切。综合考虑，给予公司 19 年动态 PS7-8 倍，6 个月合理市值区间为 822.22-939.68 亿元，公司当前股本为 22.01 亿股，对应 6 个月合理价值区间为 37.35-42.69 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：** 人工智能行业发展不及预期，公司消费者、教育、政法落地速度低于预期，19 年业绩不及预期。

主要财务数据及预测

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5445 | 7917 | 11746 | 16098 | 21016 |
| (+/-)YoY(%) | 64.0% | 45.4% | 48.4% | 37.1% | 30.5% |
| 净利润(百万元) | 435 | 542 | 852 | 1227 | 1684 |
| (+/-)YoY(%) | -10.3% | 24.7% | 57.2% | 43.9% | 37.3% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.20 | 0.25 | 0.39 | 0.56 | 0.77 |
| 毛利率(%) | 51.4% | 50.0% | 50.8% | 49.7% | 49.4% |
| 净资产收益率(%) | 5.6% | 6.8% | 7.3% | 9.5% | 11.5% |

资料来源: 公司年报 (2016-2017), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

| | |
|----------------------------|----|
| 1. 智能语音龙头，人工智能先锋..... | 6 |
| 1.1 掌握核心技术，攀登 AI 高峰..... | 6 |
| 1.1.1 智能语音技术..... | 6 |
| 1.1.2 图像识别技术..... | 7 |
| 1.1.3 自然语言处理..... | 7 |
| 1.2 加强人才激励，布局核心业务..... | 8 |
| 1.3 营收高速增长，利润有望匹配..... | 9 |
| 1.4 产业政策助力公司发展..... | 11 |
| 2. 开放平台流量变现，消费硬件快速爆发..... | 11 |
| 2.1 开放平台功能全，规模用户齐增长..... | 12 |
| 2.2 数字营销实现开放平台流量变现..... | 12 |
| 2.3 智能硬件爆发增长..... | 13 |
| 2.3.1 翻译机..... | 13 |
| 2.3.2 讯飞听见转写系列..... | 14 |
| 2.3.3 录音笔..... | 15 |
| 2.3.4 办公本..... | 16 |
| 3. 教育战略百年大计..... | 16 |
| 3.1 多重因素驱动海量需求..... | 16 |
| 3.2 瞄准中小学教育，提供全方位解决方案..... | 17 |
| 3.2.1 全流程产品覆盖中小学海量市场..... | 17 |
| 3.2.2 智慧课堂，打造高质量课堂教学..... | 17 |
| 3.2.3 智学网，因材施教提高学习效率..... | 17 |
| 3.2.4 个性化学习手册..... | 17 |
| 3.3 渠道为王，营收快速增长..... | 18 |
| 4. 智慧政法..... | 18 |
| 4.1 智慧庭审..... | 19 |
| 4.2 人工智能辅助办案系统..... | 19 |
| 4.3 警务检务齐发力..... | 20 |
| 5. 盈利预测和投资建议..... | 20 |
| 6. 风险提示..... | 23 |
| 财务报表分析和预测..... | 24 |

图目录

| | | |
|------|---|----|
| 图 1 | 公司发展历程..... | 6 |
| 图 2 | 2018 年 Blizzard Challenge 四大评测项目评分..... | 7 |
| 图 3 | 2018 年 Blizzard Challenge 段落感觉项目评分..... | 7 |
| 图 4 | 2018 年 Cityscapes 比赛..... | 7 |
| 图 5 | 2018 年 SemEval 比赛..... | 8 |
| 图 6 | 公司业务架构..... | 8 |
| 图 7 | 公司 2013-2019Q1 营业收入及增速..... | 9 |
| 图 8 | 公司 2013-2019Q1 归属母公司股东净利润及增速..... | 9 |
| 图 9 | 公司近三年营收构成 (亿元)..... | 10 |
| 图 10 | 2018 年公司各业务板块毛利率 (%)..... | 10 |
| 图 11 | 公司 2013-2019Q1 销售费用及增速..... | 10 |
| 图 12 | 公司 2013-2019Q1 管理费用及增速..... | 10 |
| 图 13 | 公司 2014-2018 员工数量及增速..... | 11 |
| 图 14 | 2018 年三季报公司人员相关费用占总费用比例..... | 11 |
| 图 15 | 公司 2018 开放平台及消费者板块营收构成..... | 12 |
| 图 16 | 2016-2018 公司开放平台及消费者板块营收 (亿元)..... | 12 |
| 图 17 | 讯飞开放平台产品服务..... | 12 |
| 图 18 | 2013-2022 年中国网络广告和移动网络广告市场规模..... | 13 |
| 图 19 | 科大讯飞翻译机 3.0..... | 14 |
| 图 20 | 讯飞转写机..... | 15 |
| 图 21 | 讯飞听见 M1..... | 15 |
| 图 22 | 讯飞智能录音笔..... | 15 |
| 图 23 | 讯飞智能办公本..... | 16 |
| 图 24 | 2012-2017 我国国家财政性教育经费及占 GDP 比例..... | 16 |
| 图 25 | 教育信息化 2.0 基本目标..... | 16 |
| 图 26 | 个性化学习手册..... | 18 |
| 图 27 | 公司教育产品和服务营业收入及增速..... | 18 |
| 图 28 | 公司近两年签订合同额及储备商机合同额..... | 18 |
| 图 29 | 公司政法业务营业收入及增速..... | 19 |
| 图 30 | 公司政法业务营收占比..... | 19 |

| | | |
|------|---|----|
| 图 31 | 人民法院审执结案件数量走势图 | 19 |
| 图 32 | 上海刑事案件智能辅助办案系统 | 20 |
| 图 33 | 2012-2019/7/25 科大讯飞 PE (TTM) 对比 (倍) | 21 |
| 图 34 | 2012-2019/7/25 科大讯飞 PS (TTM) 对比 (倍) | 21 |
| 图 35 | 公司 2014-2019/7/25 滚动市盈率 (PE-TTM, 倍) | 22 |

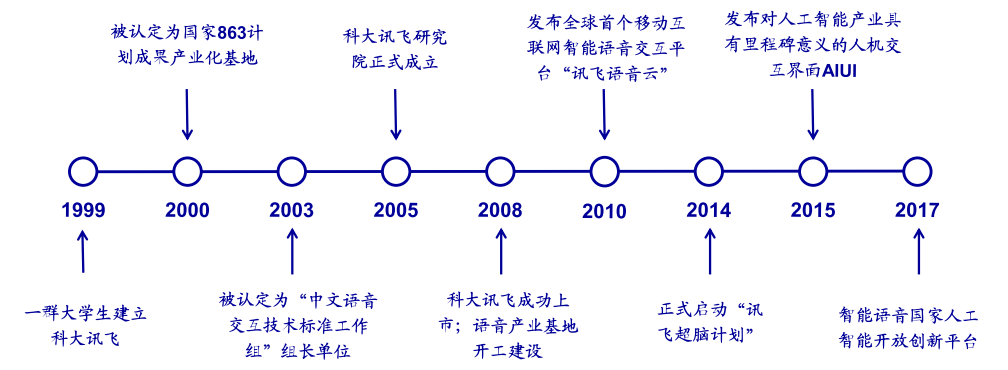
表目录

| | | |
|-----|-------------------|----|
| 表 1 | 公司股权激励计划..... | 9 |
| 表 2 | 人工智能产业政策..... | 11 |
| 表 3 | 可比公司估值表..... | 22 |
| 表 4 | 公司业务分拆 (百万元)..... | 23 |

1. 智能语音龙头，人工智能先锋

科大讯飞成立于 1999 年，2008 年在深圳证券交易所挂牌上市。科大讯飞专业从事于人工智能技术研究、软件及芯片产品开发、知识服务。公司通过聚焦行业需求，深耕垂直产业，在**教育、司法、医疗、智慧城市、智能服务、智能车载等领域**实现了人工智能技术应用。作为智能语音产业龙头，公司承建有首批国家新一代人工智能开放创新平台（智能语音国家人工智能开放创新平台）、语音及语言信息处理国家工程实验室以及我国在人工智能高级阶段认知智能领域的首个国家级重点实验室。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，百度百科，海通证券研究所

1.1 掌握核心技术，攀登 AI 高峰

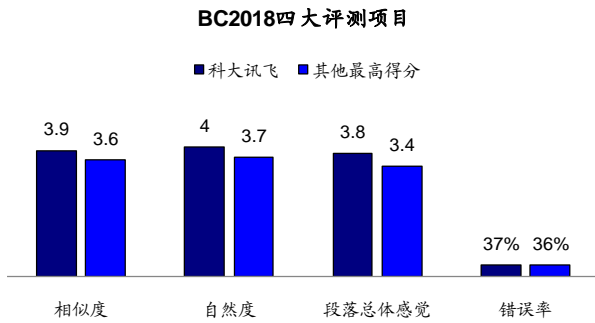
从感知智能到认知智能。2014 年，公司启动了“讯飞超脑计划”，该计划是从感知智能向认知智能突破的前瞻重大攻关项目，目标是研发实现具有深层语言理解、全面知识表示、逻辑推理联想、自主学习进化等高级人工智能的智能系统。公司通过在“讯飞超脑计划”持续不断的研究投入，已在感知智能、认知智能及其交叉领域达到了国际领先的研究水平，取得了多项人工智能领域大赛的冠军。

1.1.1 智能语音技术

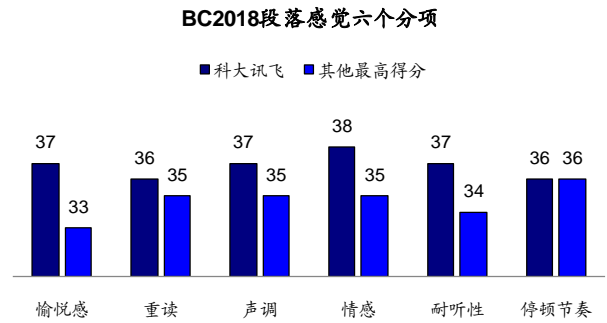
语音技术全球领先。智能语音是一种可以实现文本与语音信号相互转化的技术，主要包括语音合成、语音识别、声纹识别、语种识别等方向，属于人工智能中的感知智能，是人机语音交互变革的核心支撑性技术。

语音合成方向，2018 年公司在全英文语音合成大赛 Blizzard Challenge 中取得冠军，连续十三年蝉联全球第一。语音识别方向，率先在行业内做到实际场景下通用语音识别率 98%，结合新一代麦克风阵列算法的远场识别、语音唤醒、声纹识别等关键指标提升 30% 以上，有效支撑远场人机语音交互的进一步普及。

公司 2018 年年报披露，2015 年语音识别听写准确率在全球首次超过专业速记员水平；2018 年 9 月，国际权威英文语音识别大赛“CHIME-5”中，公司包揽全部四个项目的第一名。

图2 2018年 Blizzard Challenge 四大评测项目评分


资料来源：公司 2018 年半年度报告，海通证券研究所

图3 2018年 Blizzard Challenge 段落感觉项目评分


资料来源：公司 2018 年半年度报告，海通证券研究所

1.1.2 图像识别技术

医疗、汽车取得突破。 医疗影像领域，公司在 2017 年 8 月举办的国际肺结节检测 (Lung Nodule Analysis) 评测任务上刷新世界纪录；在 2018 国际医学影像顶级会议 ISBI 举办的 IDRiD 眼底图分析竞赛中，公司在“病灶分割”子项目中取得了微动脉瘤 (糖尿病最早期病状) 分割任务第一名、其余三项任务前三名的佳绩。汽车领域，2018 年在国际自动驾驶领域权威评测任务 Cityscapes 中，公司刷新了全部两项子任务的世界纪录。

图4 2018年 Cityscapes 比赛

Pixel-Level Semantic Labeling Task

| name | fine | coarse | 16-bit | depth | video | sub | IoU class | IoU class | IoU category | IoU category |
|--------------------------|------|--------|--------|-------|-------|-----|-----------|-----------|--------------|--------------|
| iFLYTEK-CV | yes | yes | no | no | no | no | 83.6 | 64.7 | 92.1 | 82.3 |
| NV-ADLR | yes | yes | no | no | no | no | 83.2 | 64.2 | 92.1 | 82.2 |
| Tencent AI Lab | yes | yes | no | no | no | no | 82.9 | 63.9 | 91.8 | 80.4 |
| DRN_CRL_Coarse | yes | yes | no | no | no | no | 82.8 | 61.1 | 91.8 | 80.7 |
| DPC | yes | yes | no | no | no | no | 82.7 | 63.3 | 92.0 | 82.5 |
| SRC-B-MachineLearningLab | yes | yes | no | no | no | no | 82.5 | 60.7 | 91.8 | 81.5 |

Instance-Level Semantic Labeling Task

| name | fine | coarse | 16-bit | depth | video | sub | AP | AP 50% | AP 100m | AP 50m |
|--------------|------|--------|--------|-------|-------|-----|------|--------|---------|--------|
| iFLYTEK-CV | yes | no | no | no | no | no | 38.0 | 65.4 | 51.6 | 55.0 |
| Sogou_MM | yes | no | no | no | no | no | 37.2 | 64.5 | 51.1 | 54.5 |
| PANet [COCO] | yes | no | no | no | no | no | 36.4 | 63.1 | 49.2 | 51.8 |
| NV-ADLR | yes | no | no | no | no | no | 35.3 | 61.5 | 49.3 | 53.5 |
| TCnet | yes | no | no | no | no | no | 32.6 | 59.0 | 45.0 | 47.8 |
| RUSH_ROB | yes | no | no | no | no | no | 32.1 | 55.5 | 45.2 | 46.3 |

资料来源：网易号，海通证券研究所

1.1.3 自然语言处理

阅读理解、机器翻译不断优化。 自然语言理解方面，2018 年 11 月，哈工大讯飞联合实验室团队 (HFL) 取得机器阅读理解 SQuAD2.0 排行榜第一名；2018 年 2 月，在国际计算语言学协会 (ACL) 下属组织主办的第十二届国际语义评测比赛 (SemEval2018) 中，斩获基于常识的机器阅读理解全球第一。自然语言生成方面，公司与中科大语音及语言信息处理国家工程实验室 (USTC-NEL) 联合团队在 2018 年国

际口语机器翻译评测比赛 (International Workshop on Spoken Language Translation) 中取得英德方向语音翻译任务上端到端模型 (End-to-End Model) 第一, 基线模型 (Baseline Model) 第二的优异成绩。

图5 2018年 SemEval 比赛

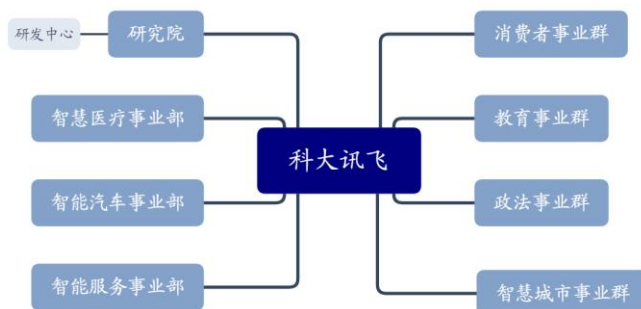
| SemEval-2018 International Workshop on Semantic Evaluation Sponsored by SIGLEX | | | |
|--|------------|---------------------|-------------|
| Results | | | |
| # | User | Team Name | correct ▲ |
| 1 | rc_trailer | iFLYTEK & HIT (HFL) | 0.8413 (1) |
| 2 | BananaTree | YFD | 0.8395 (2) |
| 3 | guidoz | MITRE | 0.8227 (3) |
| 4 | jiangnan | | 0.8091 (4) |
| 5 | minerva | | 0.8048 (5) |
| 6 | mingyan | | 0.7994 (6) |
| 7 | jogonba2 | ELIRF-UPV | 0.7497 (7) |
| 8 | YNU_Deep | | 0.7472 (8) |
| 9 | lyb3b | ZMU | 0.7437 (9) |
| 10 | lanman | ECNU | 0.7311 (10) |

资料来源: 公司 2018 年半年度报告, 海通证券研究所

1.2 加强人才激励, 布局核心业务

公司 2018 年 4 月 24 日投资者关系活动记录表显示, 研究院有大概 1000 人, 研发中心有将近 3000 人; 当前最大的业务板块是教育事业群, 有 2000 多人, 研发中心也有一部分资源归教育事业群调用; 政法事业群有 800 多人; 消费者和智慧城市业务群各有 1000 人左右; 智慧医疗、智能汽车、智能服务三个事业部都是几百人的规模。我们认为公司未来会不断的进行业务梳理和淘汰, 把人员放到最核心的方向上。

图6 公司业务架构



资料来源: 科大讯飞: 2018 年 4 月 24 日投资者关系活动记录表, 海通证券研究所

把握创新源头, 注重人才培养。面对人工智能领域的激烈竞争, 一方面, 公司在全球范围内整合源头技术研究和创新资源, 与多所国内外知名大学均建立了深度合作; 另一方面, 加快国际化人才培养和引进的步伐, 持续吸引和引进更多掌握源头核心技术、深耕基础科学领域的全球一流专业人才。相继引入了智慧医疗、声学及语音信号处理、信号与图像处理、计算机视觉、计算广告、数据变现等领域的世界级尖端人才。

股权激励计划, 稳定核心人才。先后实施了三期股权激励计划, 覆盖了大量核心员工, 共享公司成长成果, 使得公司核心人员具有较高稳定性。上市以来, 总监以上 30 多位高管无一人离职; 股票期权激励的近 700 多位核心骨干离职率不足 1%; 2017 年限制性股票激励计划的骨干人才中, 获授 10 万股以上的骨干员工未出现一人离职。

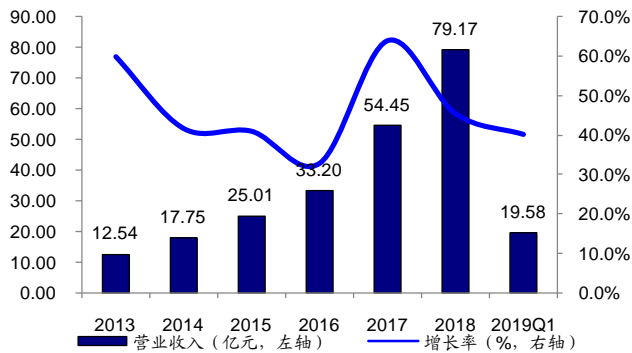
表 1 公司股权激励计划

| 激励计划期数 | 授予数量 | 授予对象 | 授予条件 |
|------------|--------------|--|---|
| 第一期 (2012) | 1098 万份股票期权 | 公司董事、高级管理人员、中层管理人员、公司核心技术(业务)人员等共 370 人 | 1) 公司层面考核系数 ≥ 0.8 ; 2) 以 2008-2010 年净利润均值为基数 (6907 万), 2012-2014 年净利润增速对比基数为 40%、80%、120% |
| 第二期 (2015) | 950 万份股票期权 | 董事会认定的经营管理骨干、核心技术(业务)人员等共 212 人 | 1) 以 2013 年净利润为基数, 2014-2017 年的净利润增长率分别不低于 30%、70%、110%、160%; 2) 2014-2017 年净资产收益率分别不低于 9%。 |
| 第三期 (2017) | 7000 万份限制性股票 | 公司董事、中高层管理人员、核心技术(业务)人员以及各子公司的中高层管理人员和核心技术(业务)人员等共 948 人 | 以 2016 年营业收入为基数: 1) 第一个解除限售期, 2017-2018 年营业收入增长率分别不低于 30%、60%; 2) 第一个解除限售期, 2019 年营业收入增长率不低于 90%; 3) 第三个解除限售期, 2020 年营业收入增长率不低于 120% |

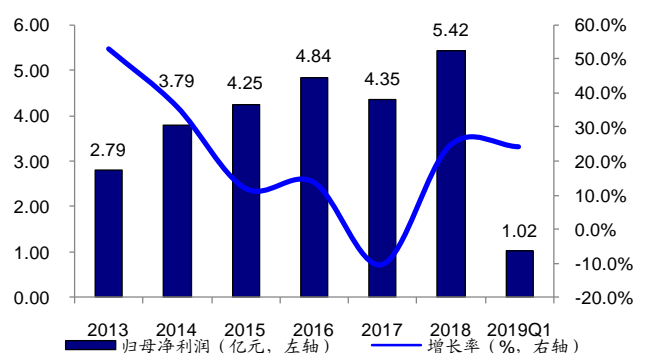
资料来源: 公司历年股权激励计划草案, 海通证券研究所

1.3 营收高速增长, 利润有望匹配

营收高速增长, 费用影响利润。 得益于业务扩展、销售规模扩大和各行业赛道业务增长, 2018 年全年营业收入 79.17 亿元, 同比增长 45.41%; 归属于上市公司股东的净利润 5.42 亿元, 同比增长 24.71%。利润增速不及营收, 主要原因是公司持续加大人工智能相关领域的研发投入、生态体系构建的投入以及在各赛道的市场布局投入, 导致了人员相关费用的提升, 影响了利润增长。具体来看, 2018 年公司研发费用 9.39 亿元, 同比增长 57.58%; 销售费用 17.26 亿元, 同比增长 55.30%, 管理费用 9.47 亿元, 同比增长 63.15%; 销售费用率上升至 21.80%, 管理费用率及研发费用率合计也在不断上升, 致使净利润率降至 7.81%。

图7 公司 2013-2019Q1 营业收入及增速


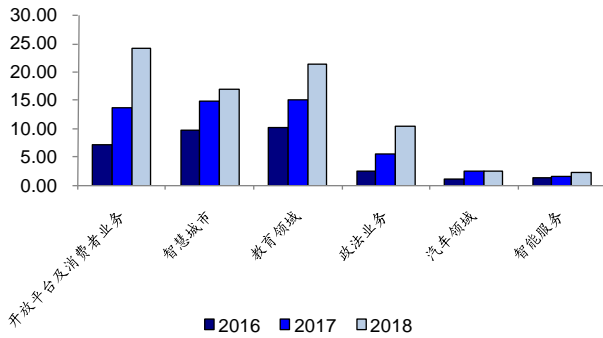
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 公司 2013-2019Q1 归属母公司股东净利润及增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

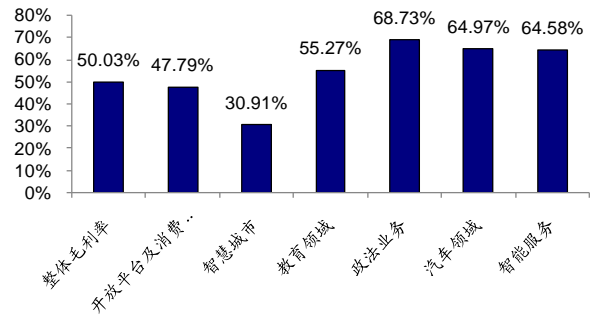
营收构成优化, 核心业务占比持续上升。 开放平台及消费者业务依靠平台及智能硬件的快速增长实现营收迅速上升, 2018 年收入 24.15 亿元, 同比增长 75.45%; 教育产品和服务 2018 年收入 20.15 亿元, 同比增长 44.93%; 政法业务受益于智慧庭审和智能辅助办案系统加快部署, 2018 年营收 10.36 亿元, 同比增长 85.96%; 我们认为随着开放平台及消费者、教育和政法等营收占比逐渐提升, 公司盈利能力有望持续向好。

图9 公司近三年营收构成 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

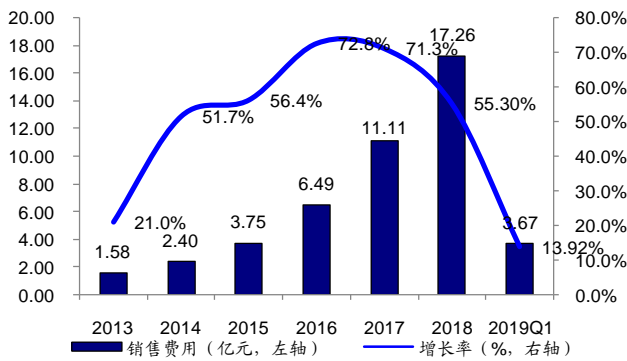
图10 2018年公司各业务板块毛利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

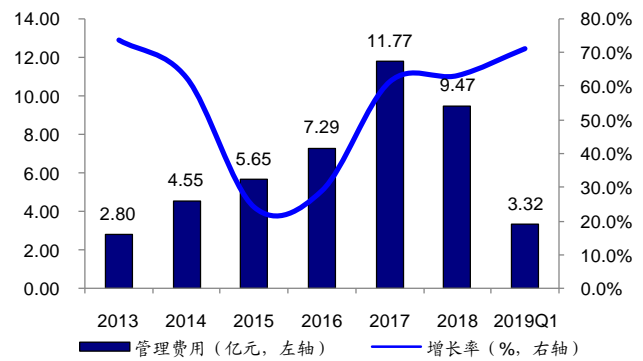
渠道布局逐步完成, 销售费用增速下降。从销售费用来看, 过去五年公司销售费用增速均超过 50%, 且都高于同期营收增速, 这主要是因为公司正处于业务重心下沉的特殊阶段。伴随着 To C 业务快速增长, 公司开始在主要媒体上投放广告、建设终端门店和渠道体系。能明显看到销售费用增速在 2016 年达到顶峰后开始逐步往下, 2019Q1 销售费用增速为 13.92%, 我们认为随着销服体系已基本建成, 销售费用增速有望逐步下降。

图11 公司 2013-2019Q1 销售费用及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

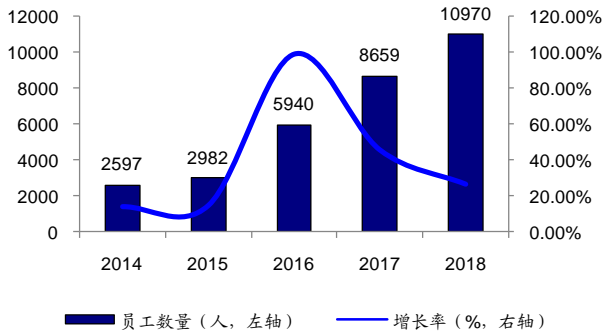
图12 公司 2013-2019Q1 管理费用及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

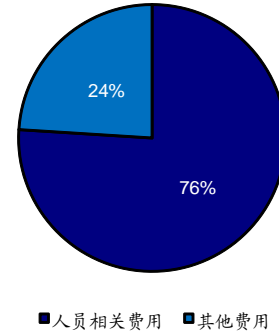
人才储备到位, 管理费用企稳。随着各赛道人才储备已基本到位, 我们预计未来几年人员增速将大幅放缓。2017 年公司增长 2719 人, 2018 年增长 2311 人。公司的编制 2018 年 6 月份开始战略聚焦, 人员基本就绪。我们预计随着前期布局的基本完成, 公司 2019 年人员增长在 10% 以内, 人员增速已经开始放缓。而对于讯飞来说, 2018 年季报前由于人员相关费用占支出总费用 76%, 我们认为管理费用增速也有望随着人员增速下降而放缓, 未来净利润有望匹配营收增长。

图13 公司 2014-2018 员工数量及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 2018 年三季报公司人员相关费用占总费用比例



资料来源: 搜狐《2018 年三季报说明会: 我们对未来有信心》, 海通证券研究所

1.4 产业政策助力公司发展

产业政策密集出台, 加速占领 AI 高地。我们认为随着算力、算法和数据等人工智能快速发展必备要素已具备, 当前人工智能正处于由感知智能向认知智能突破的关键时刻。因人工智能的发展可能深刻改变经济和社会面貌, 为抓住产业革命的机遇, 世界各国都出台了促进人工智能产业发展的相关政策。我国政府对此也高度重视, 先后出台了一系列产业政策, 将有助于创造良好的人工智能产业环境, 为公司的长期发展提供帮助。

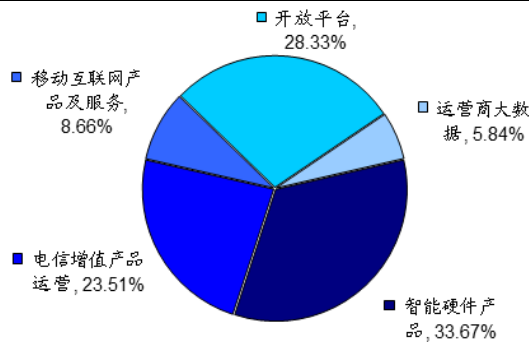
表 2 人工智能产业政策

| 政策发布时间 | 政策名称 | 政策内容 |
|-------------|--|---|
| 2017 年 3 月 | 2017 年政府工作报告 | 指出要加快培育壮大包括人工智能在内的新兴产业, “人工智能”首次被写入了全国政府工作报告, 这意味着人工智能已上升为国家战略。 |
| 2017 年 7 月 | 《新一代人工智能发展规划》 | 提出了面向 2030 年我国新一代人工智能发展的指导思想、战略目标、重点任务和保障措施。明确坚持科技引领、系统布局、市场主导、开源开放的基本原则和三步走的战略目标, 部署构筑我国人工智能发展的先发优势, 加快建设创新型国家和世界科技强国。 |
| 2017 年 11 月 | 科技部召开重大科技项目启动会 | 宣布了首批四家国家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智能语音国家新一代人工智能开放创新平台。 |
| 2017 年 12 月 | 《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划 (2018-2020 年)》 | 明确了人工智能 2018-2020 年在推动战略性新兴产业总体突破、推进供给侧结构性改革、振兴实体经济、建设制造强国和网络强国方面的重大作用和具体目标。 |
| 2017 年 12 月 | 安徽省印发中国 (合肥) 智能语音及人工智能产业基地 (中国声谷) 发展规划 (2018—2025 年) | 明确以科大讯飞公司为核心的核心区, 通过战略转型, 技术制胜、市场为王, 开展智能语音及人工智能核心技术研发, 积极推进产业链条完善和扩展, 加快形成产业集群。 |
| 2018 年 3 月 | 十三届全国人大一次会议政府工作报告 | 要加强新一代人工智能研发应用, 在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进“互联网+”。 |

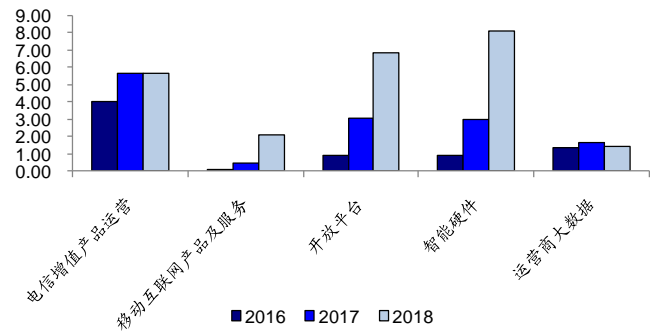
资料来源: 公司 2017 年年报, 海通证券研究所

2. 开放平台流量变现, 消费硬件快速爆发

开放平台、智能硬件爆发增长。讯飞开放平台持续为移动互联网、智能硬件的开发创业者提供多种人工智能产品服务和解决方案, 围绕开放平台构建产业生态链。开放平台 2018 年实现营业收入 6.84 亿元, 同比增长 124.61%。智能硬件方面, 得益于讯飞翻译机等产品销量快速增长, 全年营收 8.13 亿元, 同比增长 171.93%。我们认为未来开放平台及消费者业务板块有望在翻译机的带动下实现营收的持续爆发。

图15 公司 2018 开放平台及消费者板块营收构成


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 2016-2018 公司开放平台及消费者板块营收 (亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.1 开放平台功能全，规模用户齐增长

依托语音优势，构建 AI 平台。讯飞开放平台以“云+端”的形式向开发者提供语音合成、语音识别、语音唤醒、语义理解、人脸识别、图像识别、文字识别、自然语言处理等多项服务，已成为综合性的人工智能开放平台。

图17 讯飞开放平台产品服务


资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

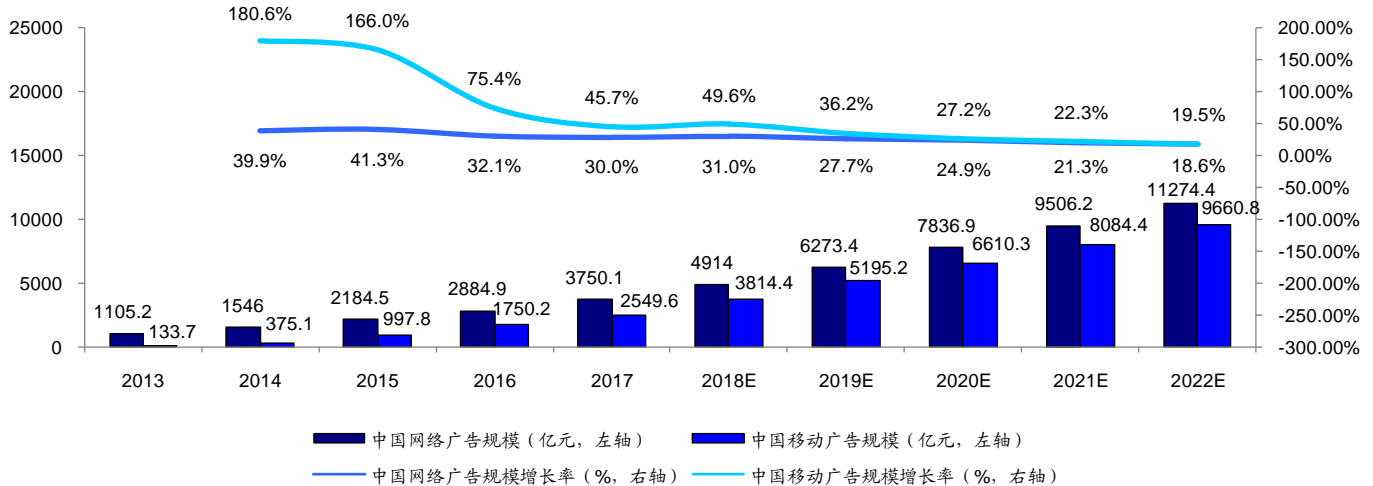
平台规模持续扩大，用户数量同步激增。讯飞开放平台开发者数量从 2017 年的 51.8 万增长至 2018 年的 92 万，应用数量从 40 万个增长至近 60 万个，年增长率分别为 77.6%、50%。用户数（终端数）则从 2017 年的 17.6 亿增长至 2018 年的 22 亿；日均访问量从 40 亿次增长至 47 亿次。我们认为随着开发者规模和用户数量持续扩大，开放平台有望带来更多的流量和营收。

线上线下齐发力，增加开发者粘性。2017 年公司在首届科大讯飞全球 1024 开发者节发布了 AI 大学，作为国内知名 AI 在线学习平台，为 AI 领域开发者、爱好者提供了丰富的资源、专业课程以及共享的服务。科大讯飞“1024 开发者节”致力于扶持 AI 行业开发者、创业者，建立健全的 AI 产业链，形成健康、可持续的人工智能产业生态。

2.2 数字营销实现开放平台流量变现

AI 助力移动广告迅猛增长。随着智能手机的普及，移动广告迅猛增长，百家号援引艾瑞咨询预计 2019 年中国移动广告市场规模高达 5195.2 亿元，未来 5 年平均增速超过 20%。公司依托深耕多年的人工智能技术和大数据积累，推出的讯飞 AI 营销云是公司在数字广告领域发展的重要业务，赋予营销智慧创新的大脑，以健全的产品矩阵和全方位的服务，帮助广告主用 AI 实现营销效能的全面提升，打造数字营销新生态。我们认为未来随着 AI 在移动广告中的落地，将有效提升移动广告的变现效率，持续引领移动广告市场增长，同时也会推动公司广告业务营收持续增长。

图18 2013-2022 年中国网络广告和移动网络广告市场规模



资料来源：百家号援引艾瑞咨询，海通证券研究所

讯飞 AI 营销云在流量变现方面，早已形成了一套成熟的体系。凭借丰富的广告形式、海量优质的广告资源、先进智能的广告聚合服务，讯飞为开发者提供了一站式移动变现解决方案。我们认为，平台也利用开发者 app 的用户数据更加完善了用户画像，提高了平台 AI 营销精准度，增加了广告主销量。通过这种变现模式，成功促进了开放平台流量与开发者收入的转化，同时也增加了广告主满意度，为开放平台的长期发展提供了良好的商业模式。

2.3 智能硬件爆发增长

依靠翻译机等产品销量迅速增长，公司 2018 年智能硬件业务实现收入 8.13 亿元，同比增长 171.93%。To C 业务实现营业收入 25.17 亿元，同比增长 96.54%；实现毛利 12.96 亿元，同比增长 70.77%；在整体营收中占比达 31.80%，毛利占比达 32.72%。2019 年 5 月 21 日，科大讯飞在上海以“你的世界，因 A.I. 而能”为主题发布了 2019 年新品，包括讯飞翻译机 3.0、讯飞转写机、讯飞智能录音笔、讯飞智能办公本、讯飞学习机和 iFLYOS 6 大新品，覆盖生活、工作、学习等多个领域。

2.3.1 翻译机

付费翻译绝对霸主。讯飞翻译机是公司利用长期积累的语音技术打造的 AI 软硬件一体化设备。讯飞晓译翻译机 1.0 于 2016 年 11 月发布；17 年销量接近 20 万台。在此基础上，公司在 2018 年 4 月 20 日推出了讯飞晓译翻译机 2.0，增加了触摸显示屏和拍照翻译功能；目前已支持中文与 50 种语言互译，方言和口音识别，更面向医疗、金融、计算机三大领域提供行业 AI 翻译，提高行业术语翻译准确率。截止 2018 年底，用户服务覆盖近 200 个国家与地区，每月提供翻译服务超过 5000 万次，电商好评率达 99%。

另外，在 2019 年 5 月的讯飞新品发布会上，公司发布了晓译 3.0，支持全球近 200 个国家和地区主要语言的即时互译，支持离线翻译，粤语、东北话、河南话、四川话与英语互译，同时可根据不同场景，智能完成包括外贸、医疗、金融、计算机、能源、法律、体育在内的七大领域的专业词汇翻译，极大提升了对有专业行业翻译需求用户的吸引力。讯飞翻译机 3.0 还提供了支持远程人工翻译和方便快捷的拍照翻译功能。讯飞翻译机位居 18 年京东双 11 翻译机品类排行榜销量第一，占据了全部电商同类产品 70% 的销售额。

图 19 科大讯飞翻译机 3.0

讯飞翻译机 3.0

语言不通 就用讯飞翻译



资料来源：公司官网，海通证券研究所

主打出境游市场，需求广阔前景可期。据新浪援引统计局数据，自 2013 年以来，我国一直稳居世界第一大出境游市场，2017 年出境游人次高达 1.3 亿人；出境游目的地来看，泰国、日本、韩国、越南高居榜首；从出境游旅客年龄分布来看，50、60、70 后占据了 39% 的份额。这些特点意味着翻译机有着广阔的市场需求。而针对出境游等一次性使用翻译机的场景，一些 OTA 公司推出了租赁模式，我们认为未来随着讯飞和 OTA 公司的深度合作，有望快速提高翻译机渗透率，使其成为出境游必备工具。

国家级活动频繁曝光，有望开拓商务场景。讯飞翻译机获 CES2018 “最佳人工智能产品奖”，被博鳌亚洲论坛指定为官方唯一翻译机。2018 年 7 月中国-中东欧国家地方合作成果展上李克强总理更将讯飞翻译机作为“国礼”赠送给保加利亚总理，使其成为一时网红。随着国内外各种论坛、商务交流活动日益增多，由于传统人工翻译存在价格昂贵，灵活性差等问题，我们认为对翻译的需求也持续上升。

2.3.2 讯飞听见转写系列

讯飞听见带来 AI+办公全新体验。听见系列产品根据不同用户需求提供了多种解决方案，能够轻松应对大型发布会、日常会议、个人记录等场景下的音频转写问题。**讯飞转写机**作为听见系列中的高端产品，是首款面向办公场景的语音转写移动工作站，内置离线转写引擎，转写无需连接网络，数据本地保存，保护不同涉密行业、涉密会议的信息安全；响应更快速，纯离线运行，响应时间相比云端服务缩短 35%，大幅提升工作效率。此外，针对专业领域工作中经常出现特定术语、专有名词的情况，讯飞转写机还内置离线行业包，全面覆盖党政、教育、医疗、电力、金融、交通、法律等热门行业，在无网络情况下显著提升识别效果，转写更精准，表达更专业。

图20 讯飞转写机



资料来源：公司官网，海通证券研究所

听见 M1+听见 APP，AI 转写好搭档。讯飞听见 M1 转写助手，是一款智能的录音硬件设备，搭配讯飞听见 APP 能实现语音转文字等功能。对于普通用户，讯飞听见 APP 则为其提供了方便低成本的转写方案。目前公司通过购买听见 M1 转写助手赠送一定时长机器转写服务的方式迅速的打开了市场，听见 M1 已广泛用于会议记录、媒体采访、录音取证等场景。我们认为未来随着用户习惯于使用高效的转写服务，有望为公司带来持续稳定的收入。

图21 讯飞听见 M1



资料来源：京东，海通证券研究所

2.3.3 录音笔

智能录音笔收获好评。在 2019 亚洲消费电子展 (CES Asia 2019) 上，科大讯飞旗下两款智能录音笔—SR501 和 SR701 同时斩获代表当属展会各领域创新趋势和产业方向的 Best of CES Asia 最佳人工智能奖。其语音转写识别率准确率达到 98%，能极大提高语音记录和资料整理环节的工作效率。讯飞智能录音笔自上市以来市场表现优异，并在 2019 年 618 大促的第一天，就一举拿下京东录音笔品牌销售额第一。

图22 讯飞智能录音笔

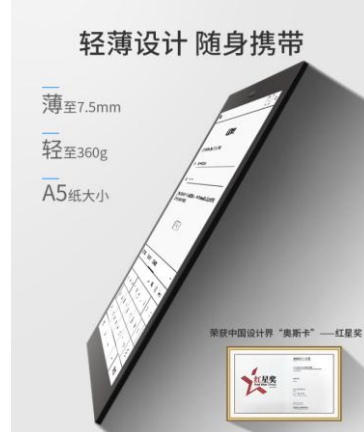


资料来源：京东，海通证券研究所

2.3.4 办公本

讯飞智能办公本开启“AI”办公新体验。讯飞智能办公本主打语音转文字功能，配备降噪麦克风阵列，可代替录音笔使用，离线录音也可转写，转换后的文字可以进行标注，方便用户事后回顾要点。同时实现了文字与手写提纲的即点即读；转写不准确的地方可以直接用笔和笔势修改，无需二次处理；支持语音检索，实现人机互动的语音搜索，用户只要说出关键词便可搜笔记、录音甚至手写，很好地解决了语音文件难以快速定位的问题。

图23 讯飞智能办公本



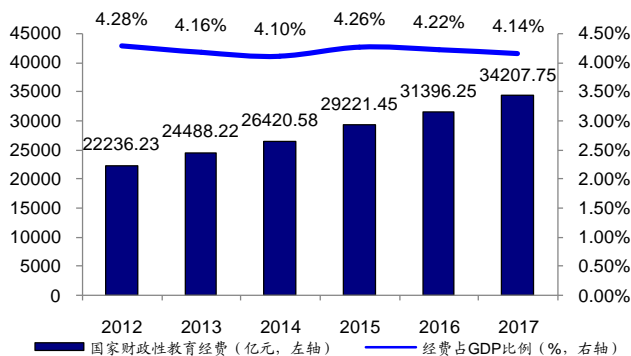
资料来源：公司官网，海通证券研究所

3. 教育战略百年大计

3.1 多重因素驱动海量需求

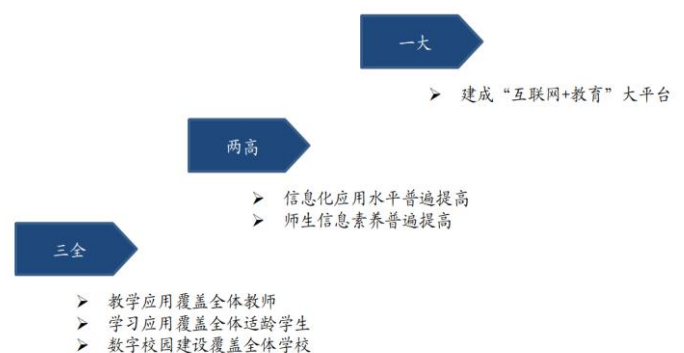
政策红利不断，开启信息化 2.0 新篇章。近年来，我国教育信息化行业政策红利持续不断，国务院、教育部相继出台了《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》、《国家教育事业发展规划“十三五”规划》、《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》、《教育信息化“十三五”规划》等政策文件；2012 年，时任国务委员刘延东提出“三通两平台”教育信息化建设目标，教育信息化进入 1.0 时代；2018 年 4 月，教育部正式印发《教育信息化 2.0 行动计划》，提出了到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，在教育信息化 1.0 的基础上提出了更高的要求。教育经费方面，我国国家财政性教育经费持续上升，占 GDP 比重已从 2012 年开始连续 6 年超过 4%，我们认为在新政策的带领下教育信息化支出有望进一步增加。

图24 2012-2017 我国国家财政性教育经费及占 GDP 比例



资料来源：教育部，海通证券研究所

图25 教育信息化 2.0 基本目标



资料来源：百度百科，海通证券研究所

3.2 瞄准中小学教育，提供全方位解决方案

3.2.1 全流程产品覆盖中小学海量市场

中小学学生数量众多，应试能力是教学重点。中小学是我国教育信息化的主力军。根据搜狐援引教育部《2017年全国教育事业统计公报》数据，2017年我国共有小学16.70万所，在校生10093.70万人；初中5.19万所，在校生4442.06万人；高中1.36万所，在校生2374.55万人；共计23.25万所学校、1.69亿学生，分别占我国学校及学生总数45.25%、62.59%。我国小升初和中考普遍采用应试教育模式，考试结果往往对学生和家长意义重大，所以家长愿意支付更多的费用来提高孩子学习成绩。

教育场景相对集中，公司产品全流程覆盖。中小学教育信息化的应用场景主要集中在课堂教学、课后个性化学习、学校管理及考试相关领域。公司针对中小学教育信息化的特点，形成了“1+N”教育产品体系，通过统一的底层服务能力，实现向“智课、智学、智校、智考”等应用场景提供统一服务的能力，实现了教与学主业务流程的场景全覆盖、终端全覆盖、数据全贯通。我们认为通过信息化手段，能提高教师的教学水平和学生的学习效率。

3.2.2 智慧课堂，打造高质量课堂教学

面向教室场景，打造智慧课堂。公司智慧课堂系列产品基于动态学习数据分析和“云、网、端”的运用，实现课前、课中、课后精准教与学。2018年智慧课堂业务新增学校1000余所，实现课堂全过程数据收集以及备课—课堂—作业的个性化教学闭环，提升老师课堂教学效率；发布双师课堂应用，实现跨物理空间的教与学互动，通过技术手段推进教育资源区域平衡。

教学录像自动处理，助力学生精准复习。公司打造的智慧微课系统可通过智慧麦克风实现教师身份认证，一键开启微课录制。通过智慧微课可积累大量的日常授课视频，帮助学生高效温习课堂内容、课后巩固知识，也可助力教师反思教学方法、快速提升教学水平。

3.2.3 智学网，因材施教提高学习效率

因材施教，高效学习。智学网是公司利用人工智能打造的个性化教学平台。它能够把各个知识的重要程度、知识点之间的关系自动分析出来，再经过与教研专家确认后就可以建立学科知识图谱；然后根据学生的过程化数据和知识掌握情况分析得到个性化的学情图谱；最后有针对性布置个性化作业，大幅降低无效学习时间。

围绕个性化学习场景，智学网已覆盖全国32个省级行政区超过15000所学校。报告期内，已在全国逾700所中学商业化运营，服务学生超过80万名，日生产个性化作业30万份。经验证，在相当学习效果下（知识点掌握度），平均学习时长缩短近1个小时，学习效率提升20%-25%，真正实现因材施教、减负增效。

3.2.4 个性化学习手册

个性化学习手册实现因材施教。个性化学习手册实质上是一本拥有高科技含量的“错题集”，它可以帮助学生整理平时练习和考试的错题。同时，学习手册会帮学生分析错题原因及薄弱知识点，以便其进行错题订正，为每个学生提供适合自己的学习资源，及时巩固薄弱知识点；并推荐2-3题变式题练习，便于学生进行错题的举一反三，查漏补缺，实现高效自主的个性化学习。

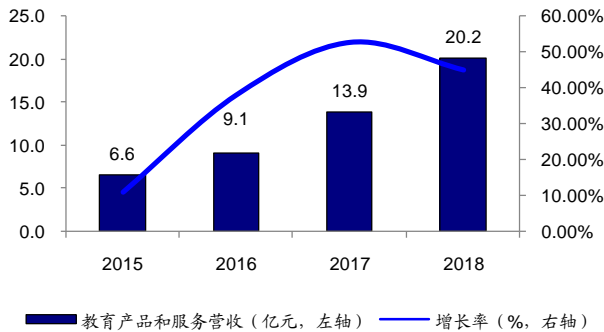
图26 个性化学习手册


资料来源：科大讯飞智慧教育微信公众号，海通证券研究所

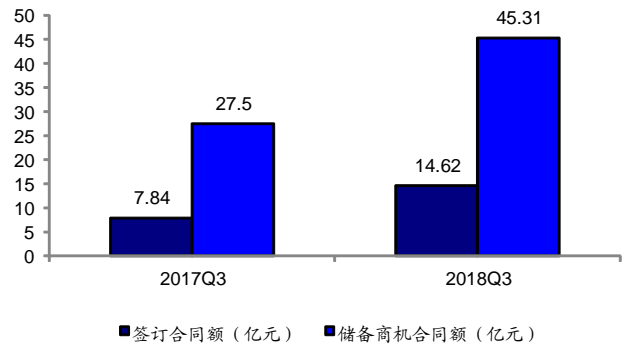
3.3 渠道为王，营收快速增长

强劲渠道助力快速扩张。截止 2018 年末，科大讯飞智慧教育产品已经覆盖全国 25000 余所学校。智能评卷技术在安徽、江苏、辽宁、四川等多省高考中应用；英语听说考试系统在北京中高考、江苏中考、广东高考等多个省份的口语考试项目应用，服务考生近 400 万人次；截止 2018 年末智慧校园系统已在包括人大附中在内的 1600 余所学校规模应用。

营业收入快速增长，行业数百亿空间。过去几年，公司智慧教育业务保持了高速增长，从 2015 年的 6.6 亿元增长到 2018 年的 20.2 亿元，年复合增长率 45.07%。我们认为作为教育减负增效的拓荒者，公司基于人工智能核心技术打造的纸笔课堂、个性化学习等产品，真正实现因材施教、减负增效。

图27 公司教育产品和服务营业收入及增速


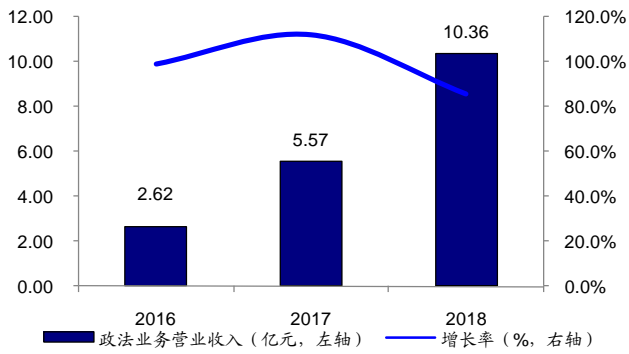
资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 公司近两年签订合同额及储备商机合同额


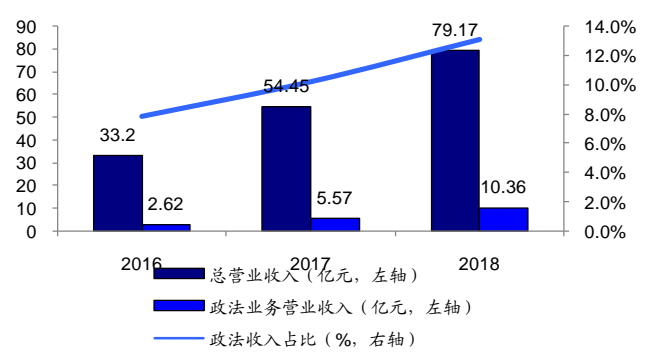
资料来源：全景网发布公司 2018 年三季度投资者纪要，海通证券研究所

4. 智慧政法

政法业务快速增长，潜在需求大。公司“AI+政法”产品与解决方案已广泛应用于政法委、法院、检察院、司法行政机关、公安机关等各条司法线，应用成效显著。2018 年政法业务实现营业收入 10.36 亿元，同比增长 85.96%，政法业务营收占比稳步提高，已成为公司重要的增长点。

图29 公司政法业务营业收入及增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 公司政法业务营收占比


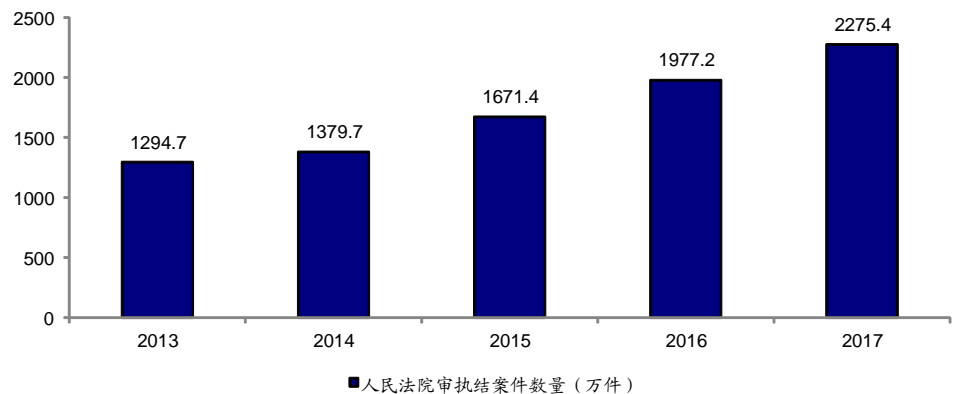
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.1 智慧庭审

法院案件逐年上升, 智慧庭审应用广阔。2013年到2017年, 我国人民法院审执结案数量从1294.7万件增长到2275.4万件, 年复合增长率15.14%。而近年来最高法推行的法官额制改革更使法官人数减少40%, 至12万人左右。我们认为案件数量繁多, 人员压力剧增已成为各级法院所面对的重要问题。

为有效缓解一线工作人员压力、提升庭审效率、提高信息化水平, 最高法相继出台了《人民法院信息化建设五年发展规划(2016-2020)》、《关于加快建设智慧法院的意见》、《智慧法院建设评价指标体系》等一系列指导性文件, 从顶层推动法院信息化发展。

据最高法在第十三届全国人大会议报告, 我国共有3525个法院, 10759个人民法庭; 截止2018年三季度, 公司智慧庭审业务已覆盖815个法院, 4200个法庭, 渗透率分别为23.12%和39.04%, 我们认为仍有较大增长空间。

图31 人民法院审执结案数量走势图


资料来源: 新浪司法, 海通证券研究所

4.2 人工智能辅助办案系统

人工智能辅助办案, 推进司法深度合作。政法事业群根据“以审判为中心”的诉讼制度改革政策, 开发刑事案件辅助办案系统, 首次打通了公检法数据流程, 连通办案平台, 服务三机关执法办案, 确保办案证据标准符合法定定案标准。截止2018年末, 该系统已在上海市全面应用, 并在安徽、山西、云南、福建、浙江、吉林、新疆建设兵团等地试点运行。

图32 上海刑事案件智能辅助办案系统


资料来源：搜狐，海通证券研究所

应用效果显著。智能辅助办案系统自 2018 年 3 月在上海正式运行以来，截止 2018 年 10 月 19 日，公安累计录入 12944 件，检察院提请批捕 5769 件，审查起诉 4164 件，法院 2168 件，结案 1334 件。我们认为通过系统的应用，形成了一个新的办案流程，提升了办案人员的司法水平，提高了办案质量和效率。

行业地位确立，全国推广加速。2018 年 1 月中央政法工作会议提出要完善常见刑事案件犯罪基本证据标准索引，优化刑事案件智能辅助办案系统，加快推进跨部门大数据办案平台建设，为全国提供可复制可推广的样本。2018 年 4 月，中央政法委确定包括安徽、福建、吉林、山西、宁夏、云南、浙江七个省份作为刑事案件智能辅助办案系统首批试点应用地区。2018 年 6 月，科大讯飞与三省一市高院签署《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+法院”在长三角地区的应用。随着系统完善优化和在全国范围内的推广，我们预计政法业务营收有望继续保持较高增速。

4.3 警务检务齐发力

警务检务同步推进。在公安领域，公司打造的智慧警务解决方案应用范围覆盖全国 28 个省、市、自治区，推出的智能审讯系统（公安版）、警务大数据实战应用平台、警务智能语音服务平台等产品全面服务于公共安全常态化工作，有效提升了公安工作智能化水平。目前已与最高人民检察院签订战略合作协议，共建智慧检务联合创新研究院，围绕国家司法体制改革，打造 AI+智慧检务应用，从单一产品应用走向全业务流程解决方案，深入检察各业务场景，形成以公诉业务为核心的全业务流程解决方案。2017 年检务相关应用就已经拓展到全国 24 个省份。

5. 盈利预测和投资建议

关于讯飞的估值方法

从大的宏观视角来看，过去七八十年我们经历了大型机、小型机、个人 PC、互联网、移动互联网共 5 轮技术周期，每一轮的科技周期大概 10 年时间。继移动互联网之后，我们认为下一轮的技术变革就是 AI 和 5G，我们正处在 AI 和 5G 的前期阶段。

所以当前很多公司在为 AI 的落地进行储备，不断地迭代自己的算法，投入高研发打磨技术，铺设渠道教育市场。前期的基础设施建设、渠道搭建都需要一次性固定投入，其管理及销售费用投入与营收增速往往不匹配（大部分都是管理销售研发费用增速明显快于营收），其投入与产出存在一定错配效应，产出会滞后于投入一定时间段。所以此时如果单纯从净利润角度用 PE 去进行估值便有失偏颇，而用 PS 估值则相对更加

合适。

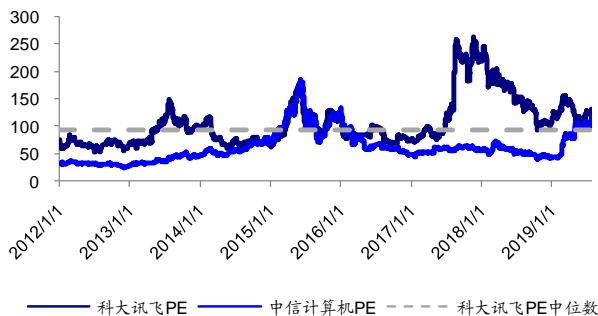
PS 估值法以营收作为分母，相对来说波动性较小，并且营业收入不受公司折旧、非经常性收支的影响，不像利润那样容易被操控，能剔除销管财研费用高投入对整体价值评估的影响，但对应的缺点也就是不能反映公司的成本控制能力。所以在使用 PS 估值前，要判断企业所处生命周期阶段，其更适用于前期。

科大讯飞 2018 年全年研发费用同比增长 57.58%，销售费用同比增长 55.3%，均高于营收的 45.41% 增速，也明显高于行业平均。科大讯飞研发费用过去一直保持着高速增长，我们认为作为拥有源头技术创新的国内 AI 龙头未来还会继续保持高研发投入强度，因为这是科大讯飞的根本之一。此外，公司销售费用也处于快速增长通道，因为科大讯飞正处在一个特殊阶段——2B 和 2C 都在经历着“重心下沉”的过程。科大讯飞正处于将其 AI 技术落地于各个行业的早期阶段，需要教育市场，需要磨合。比如说典型的教育、司法、医疗、智慧城市这些赛道的应用，它不是简单的在 C 端或者云端做一个产品，而是结合具体的生产过程，下沉下去，所以相对于以前的省级，现在越来越多的地市级实现了销服体系的覆盖。但是在整个销服体系建设完之后，边际成本会逐步下降，所以销售费用在前期会出现超高速增长，后面才会逐步回归正常。

在将 AI 应用于教育、政法、汽车、医疗的前期，需要大量的研发及渠道投入，从报表来看就是管理费用和财务费用极高。但是这种管理费用和财务费用的超高速增长并不是永续的，只是技术变革和产品化前期的某一阶段，所以如果用 PE 估值把前期过高的研发销售费用包含进去就不合适，因为这种过高的研发销售费用未来会逐步边际改善，此时选择 PS 估值法将费用剔除掉和同行业公司才更具有可比性。

从 PE 角度来看，公司的历史估值水平波动较大，难以作为参考。如果从 PS 角度来看，2012/1/1 至 2019/7/25 科大讯飞的 PS 中位数为 15.10 倍，而截至 2019/7/25 日收盘，科大讯飞 PS (TTM) 为 8.37 倍，只达到中位数 55.43%。也就是说，用 PS 来衡量科大讯飞的价值是更稳定且公允的。

图33 2012-2019/7/25 科大讯飞 PE (TTM) 对比 (倍)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图34 2012-2019/7/25 科大讯飞 PS (TTM) 对比 (倍)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

关于讯飞的估值

目前 AI 产业应用正在从安防逐步拓展到教育、医疗、政法、汽车等领域，每一个领域都有着广阔的市场。而随着 AI 专用芯片的成本不断下降，应用在各领域落地有望加速。讯飞作为国内上市 AI 龙头，随着各垂直产业人工智能加速应用，公司营收有望同步增长。另外随着公司销服体系和人才储备基本完成，我们认为未来销售和管理费用增速将逐步下降，公司即将迎来利润拐点。2018 年现金流情况处于历史最好水平。目前公司估值处于历史中低部，而随着 AI 相关科创公司即将上市，将对相关公司的估值体系进行重构，有助于公司估值提升。公司增发以 27.10 元/股增发募集 29.27 亿元已经完成，为未来进一步发展打下坚实资金基础。

我们预测，公司 2019-2021 年营业收入分别为 117.46、160.98、210.16 亿元，归母净利润分别为 8.52、12.27、16.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.39、0.56、0.77 元。考

考虑到人工智能产业的广阔前景和公司 AI+领域的应用落地情况，公司是目前国内人工智能龙头，也是国家首批 AI 开放创新平台之一（与 BAT 一起成为首批四家），教育、司法、医疗、汽车落地接踵而至，我们认为每一个落地领域都是关乎民生的大行业，体量大且需求急切。综合考虑，给予公司 19 年动态 PS7-8 倍，6 个月合理市值区间为 822.22-939.68 亿元，公司当前股本为 22.01 亿股，对应 6 个月合理价值区间为 37.35-42.69 元，给予“优于大市”评级。

表 3 可比公司估值表

| 证券简称 | 证券代码 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | 收入 (亿元) | | | PS (倍) | | |
|-------------|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|------------|------------|------------|
| | | | | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 四维图新 | 002405.SZ | 13.99 | 274.5 | 23.82 | 29.04 | 35.87 | 11.5 | 9.5 | 7.7 |
| 用友网络 | 600588.SH | 28.63 | 711.8 | 95.14 | 116.32 | 140.97 | 7.5 | 6.1 | 5.0 |
| 广联达 | 002410.SZ | 34.28 | 386.2 | 32.77 | 39.17 | 47.90 | 11.8 | 9.9 | 8.1 |
| 中科创达 | 300496.SZ | 33.91 | 136.6 | 18.53 | 23.66 | 30.21 | 7.4 | 5.8 | 4.5 |
| 平均 | | | | | | | 9.5 | 7.8 | 6.3 |
| 科大讯飞 | 002230.SZ | 30.89 | 679.7 | 117.46 | 160.98 | 210.16 | 5.8 | 4.2 | 3.2 |

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：科大讯飞采用海通证券盈利预测，其他公司采用 Wind 一致预期，股价为 2019 年 8 月 12 日收盘价。

图35 公司 2014-2019/7/25 滚动市盈率 (PE-TTM, 倍)


资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 公司业务分拆 (百万元)

| | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 开放平台及消费者业务 | 营收 | 2415.07 | 4625.47 | 7050.15 | 10246.62 |
| | 同比 (%) | 75.45 | 91.53 | 52.42 | 45.34 |
| | 毛利率 (%) | 47.79 | 52.00 | 50.00 | 50.00 |
| 智慧城市 | 营收 | 1696.48 | 1761.07 | 1841.05 | 1890.35 |
| | 同比 (%) | 14.14 | 3.81 | 4.54 | 2.68 |
| | 毛利率 (%) | 30.91 | 21.00 | 20.00 | 19.00 |
| 教育领域 | 营收 | 2143.91 | 3075.75 | 4157.06 | 5488.22 |
| | 同比 (%) | 41.98 | 43.46 | 35.16 | 32.02 |
| | 毛利率 (%) | 55.27 | 53.00 | 50.00 | 49.00 |
| 政法业务 | 营收 | 1035.59 | 1605.00 | 2305.00 | 2565.00 |
| | 同比 (%) | 85.96 | 54.98 | 43.61 | 11.28 |
| | 毛利率 (%) | 68.73 | 71.00 | 68.00 | 67.00 |
| 汽车领域 | 营收 | 267.30 | 294.05 | 338.15 | 405.79 |
| | 同比 (%) | 7.35 | 10.01 | 15.00 | 20.00 |
| | 毛利率 (%) | 64.97 | 45.00 | 45.00 | 44.00 |
| 智能服务 | 营收 | 242.15 | 254.25 | 266.96 | 280.31 |
| | 同比 (%) | 56.13 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| | 毛利率 (%) | 64.58 | 90.00 | 88.00 | 86.00 |
| 其他业务 | 营收 | 116.72 | 130.00 | 140.00 | 140.00 |
| | 同比 (%) | 5.37 | 11.38 | 7.69 | 0.00 |
| | 毛利率 (%) | 47.42 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 合计 | 营收 | 7917.22 | 11745.59 | 16098.37 | 21016.29 |
| | 同比 (%) | 45.41 | 48.35 | 37.06 | 30.55 |
| | 毛利率 (%) | 50.03 | 50.84 | 49.67 | 49.39 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

6. 风险提示

人工智能行业发展不及预期, 公司消费者、教育、政法落地速度低于预期, 19 年业绩不及预期。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 利润表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 7917 | 11746 | 16098 | 21016 |
| 每股收益 | 0.25 | 0.39 | 0.56 | 0.77 | 营业成本 | 3957 | 5775 | 8102 | 10636 |
| 每股净资产 | 3.62 | 5.31 | 5.87 | 6.64 | 毛利率% | 50.0% | 50.8% | 49.7% | 49.4% |
| 每股经营现金流 | 0.52 | 0.72 | 0.75 | 0.93 | 营业税金及附加 | 82 | 109 | 151 | 200 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 1.0% | 0.9% | 0.9% | 1.0% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 1726 | 2196 | 2946 | 3783 |
| P/E | 100.03 | 79.77 | 55.41 | 40.35 | 营业费用率% | 21.8% | 18.7% | 18.3% | 18.0% |
| P/B | 6.80 | 5.81 | 5.26 | 4.66 | 管理费用 | 947 | 1269 | 1690 | 2102 |
| P/S | 8.16 | 5.79 | 4.22 | 3.23 | 管理费用率% | 12.0% | 10.8% | 10.5% | 10.0% |
| EV/EBITDA | 57.37 | 56.98 | 38.34 | 26.75 | EBIT | 266 | 1093 | 1583 | 2194 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -17 | 15 | 15 | 15 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 毛利率 | 50.0% | 50.8% | 49.7% | 49.4% | 资产减值损失 | 83 | 45 | 81 | 119 |
| 净利润率 | 6.8% | 7.3% | 7.6% | 8.0% | 投资收益 | 75 | 0 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | 6.8% | 7.3% | 9.5% | 11.5% | 营业利润 | 628 | 1034 | 1487 | 2060 |
| 资产回报率 | 3.5% | 4.0% | 4.8% | 5.5% | 营业外收支 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 投资回报率 | 3.8% | 16.7% | 25.4% | 35.7% | 利润总额 | 659 | 1065 | 1518 | 2091 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 878 | 1093 | 1583 | 2194 |
| 营业收入增长率 | 45.4% | 48.4% | 37.1% | 30.5% | 所得税 | 41 | 104 | 130 | 188 |
| EBIT 增长率 | -42.9% | 310.2% | 44.8% | 38.6% | 有效所得税率% | 6.2% | 9.8% | 8.6% | 9.0% |
| 净利润增长率 | 24.7% | 57.2% | 43.9% | 37.3% | 少数股东损益 | 76 | 108 | 161 | 219 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 542 | 852 | 1227 | 1684 |
| 资产负债率 | 46.3% | 43.6% | 47.6% | 49.6% | | | | | |
| 流动比率 | 1.3 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 速动比率 | 1.2 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 货币资金 | 2401 | 6883 | 8478 | 10493 |
| 现金比率 | 0.4 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 应收账款及应收票据 | 3592 | 4460 | 6273 | 8135 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 1040 | 1482 | 2045 | 2700 |
| 应收帐款周转天数 | 143.8 | 138.6 | 142.2 | 141.3 | 其它流动资产 | 730 | 990 | 1205 | 1445 |
| 存货周转天数 | 89.0 | 93.7 | 92.1 | 92.7 | 流动资产合计 | 7762 | 13815 | 18001 | 22773 |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 长期股权投资 | 379 | 379 | 379 | 379 |
| 固定资产周转率 | 4.7 | 6.2 | 8.4 | 11.0 | 固定资产 | 1907 | 1907 | 1907 | 1907 |
| | | | | | 在建工程 | 282 | 345 | 393 | 453 |
| | | | | | 无形资产 | 1625 | 1625 | 1625 | 1625 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 7540 | 7525 | 7601 | 7660 |
| | | | | | 资产总计 | 15303 | 21341 | 25602 | 30433 |
| 现金流量表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 短期借款 | 717 | 717 | 717 | 717 |
| 净利润 | 542 | 852 | 1227 | 1684 | 应付票据及应付账款 | 2163 | 2374 | 3443 | 4506 |
| 少数股东损益 | 76 | 108 | 161 | 219 | 预收账款 | 774 | 1372 | 1821 | 2350 |
| 非现金支出 | 694 | 45 | 81 | 119 | 其它流动负债 | 2159 | 3560 | 4915 | 6252 |
| 非经营收益 | -162 | -16 | -16 | -16 | 流动负债合计 | 5813 | 8023 | 10897 | 13824 |
| 营运资金变动 | -2 | 595 | 202 | 51 | 长期借款 | 367 | 367 | 367 | 367 |
| 经营活动现金流 | 1148 | 1584 | 1655 | 2057 | 其它长期负债 | 911 | 911 | 911 | 911 |
| 资产 | -1812 | 46 | -45 | -28 | 非流动负债合计 | 1278 | 1278 | 1278 | 1278 |
| 投资 | -192 | 0 | 0 | 0 | 负债总计 | 7091 | 9301 | 12175 | 15102 |
| 其他 | 85 | 0 | 0 | 0 | 实收资本 | 2093 | 2201 | 2201 | 2201 |
| 投资活动现金流 | -1920 | 46 | -45 | -28 | 普通股股东权益 | 7971 | 11690 | 12917 | 14602 |
| 债权募资 | 342 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 241 | 349 | 510 | 729 |
| 股权募资 | 212 | 2868 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 15303 | 21341 | 25602 | 30433 |
| 其他 | -200 | -15 | -15 | -15 | | | | | |
| 融资活动现金流 | 354 | 2852 | -15 | -15 | | | | | |
| 现金净流量 | -418 | 4482 | 1595 | 2014 | | | | | |

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 12 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
杨林 计算机行业
洪琳 计算机行业
于成龙 计算机行业

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,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,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 四维图新,润和软件,佳都科技,广联达,用友网络,航天信息,中科曙光,启明星辰,海康威视,金蝶国际,浪潮信息,大华股份,神州数码,宝信软件,南威软件,恒生电子,苏州科达

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。在任何情况下,本公司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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦(021)23154384 fgg12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢(0755)82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾(0755)23617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

| | | |
|--|---|--|
| 电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com | 煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com | 电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com |
| 基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com | 计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com | 通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com |
| 非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com | 交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com | 纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com |
| 建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com | 机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com | 钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com |
| 建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com | 农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com | 食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com |
| 军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com | 银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com | 社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许耀之 xyz11630@htsec.com |
| 家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘瑞(021)23214390 ll11838@htsec.com | 造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com | |

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金焱 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com