

**科大讯飞 (002230) / 计算机**
**业绩增长加速趋势明显，人均效益有望持续提升**
**评级：增持（维持）**

市场价格：31.55

分析师：何柄渝

执业证书编号：S0740519090003

Email: heby@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |           |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股)  | 2,200.53  |
| 流通股本(百万股) | 1,843.86  |
| 市价(元)     | 31.55     |
| 市值(百万元)   | 69,426.74 |
| 流通市值(百万元) | 58,173.70 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2017A   | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,445   | 7,917  | 10,295 | 13,700 | 18,500 |
| 增长率 yoy%  | 63.97%  | 45.41% | 30.03% | 33.07% | 35.04% |
| 净利润       | 435     | 542    | 898    | 1,348  | 1,905  |
| 增长率 yoy%  | -10.27% | 24.71% | 65.60% | 50.11% | 41.34% |
| 每股收益(元)   | 0.20    | 0.25   | 0.41   | 0.61   | 0.87   |
| 每股现金流量    | 0.16    | 0.52   | 1.04   | 1.14   | 1.63   |
| 净资产收益率    | 5.63%   | 6.80%  | 10.12% | 13.19% | 15.71% |
| P/E       | 299.39  | 100.03 | 77.34  | 51.52  | 36.45  |
| PEG       | 4.78    | 1.45   | 1.43   | 0.81   | 0.57   |
| P/B       | 16.86   | 6.80   | 7.83   | 6.80   | 5.73   |

备注：

**投资要点**

- **公司公布 2019 前三季度业绩预告：2019 年前三季度，公司预计实现归母净利润 3.3 亿元~3.8 亿元，同比增长 50.61%~73.43%。其中第三季度预计实现归母净利润 1.41 亿元~1.91 亿元，同比增长 58.81%~115.31%。**
- **业绩增长加速趋势明显。**2019 年前三季度，公司实现归母净利润 3.3 亿元~3.8 亿元，同比增长 50.61%~73.43%；其中 Q1/Q2/Q3 单季度归母净利润增速分别是 24.39%/79.59%/86.52%（2019Q3 以业绩预告中位值计算），业绩增长加速趋势明显。
- **2.0 阶段人均效益有望持续提升。**过去几年，科大讯飞持续加大研发投入与渠道布局，费用开支较高。当前，公司根据发展战略所需招聘的关键人才和新增岗位已基本就绪，公司发展进入人工智能 2.0 阶段，重点是追求人均效益提升。2019 年 Q2 开始，公司归母净利润增速高于营收增速，控费提效效果明显。2018 年末，公司员工总数约 1.1 万人，人均创利仅 4.94 万元，我们认为 2.0 战略阶段，公司人均效益有望得到持续提升。
- **卡位三大场景，变现空间广阔。**办公场景：公司在围绕办公场景的全栈产品体系已经形成，产品涵盖 C 端轻度用户、中度用户和 B 端用户。教育场景：B 端业务渗透率仍有大幅提升空间，并借助 B 端数据积累向 C 端延展。政法场景：政法业务已覆盖 31 个省份，在高院、省检等高级别机构中覆盖率已超 90%。公司在三大核心场景均已形成较强竞争优势，未来变现空间广阔。
- **实体清单事件影响有限。**2019 年 10 月 8 日，美国商务部官方网站把科大讯飞等中国科技公司列为美国政府实体清单。科大讯飞拥有全球领先的人工智能核心技术，核心技术全部来自于自主研发，拥有自主知识产权，列入实体清单不会对科大讯飞的日常经营产生重大影响。
- **投资建议：**预计公司 2019/2020/2021 年 EPS 0.41/0.61/0.87 元，对应 PE 77.34/51.52/36.45 倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**人工智能业务进展不及预期，市场竞争加剧，应收账款加大、客户回款不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表（百万元）   |        |        |        |        | 现金流量表（百万元）   |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |              | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 货币资金         | 2,401  | 3,573  | 5,697  | 8,884  | 净利润          | 618    | 1,012  | 1,525  | 2,152  |
| 交易性金融资产      | 0      | 0      | 0      | 0      | 资产减值准备       | 83     | 0      | 0      | 0      |
| 应收款项         | 3,592  | 4,113  | 5,448  | 7,369  | 折旧及摊销        | 611    | 810    | 1,028  | 1,246  |
| 存货           | 1,040  | 1,321  | 1,729  | 2,348  | 公允价值变动损失     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动资产       | 730    | 889    | 1,034  | 1,282  | 财务费用         | -20    | 0      | 0      | 0      |
| 流动资产合计       | 7,762  | 9,897  | 13,909 | 19,882 | 投资损失         | -75    | -40    | -40    | -40    |
| 可供出售金融资产     | 437    | 437    | 437    | 437    | 运营资本变动       | -2     | 512    | 2      | 224    |
| 长期投资净额       | 379    | 379    | 379    | 379    | 其他           | -67    | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产         | 1,907  | 1,722  | 1,434  | 1,042  | 经营活动净现金流量    | 1,148  | 2,294  | 2,515  | 3,582  |
| 无形资产         | 1,625  | 1,435  | 1,068  | 607    | 投资活动净现金流量    | -1,920 | -405   | -391   | -396   |
| 商誉           | 1,122  | 1,122  | 1,122  | 1,122  | 融资活动净现金流量    | 354    | -717   | 0      | 0      |
| 非流动资产合计      | 7,540  | 7,175  | 6,578  | 5,768  | 企业自由现金流      | -710   | 341    | 1,214  | 1,519  |
| 资产总计         | 15,303 | 17,072 | 20,487 | 25,650 |              |        |        |        |        |
| 短期借款         | 717    | 0      | 0      | 0      | 财务与估值指标      |        |        |        |        |
| 应付款项         | 2,163  | 2,259  | 3,019  | 4,071  |              | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 预收款项         | 774    | 1,127  | 1,446  | 1,977  | 每股指标         |        |        |        |        |
| 一年内到期的非流动负债  | 110    | 110    | 110    | 110    | 每股收益（元）      | 0.25   | 0.41   | 0.61   | 0.87   |
| 流动负债合计       | 5,813  | 6,570  | 8,461  | 11,472 | 每股净资产（元）     | 3.62   | 4.03   | 4.64   | 5.51   |
| 长期借款         | 367    | 367    | 367    | 367    | 每股经营性现金流量（元） | 0.52   | 1.04   | 1.14   | 1.63   |
| 其他长期负债       | 911    | 911    | 911    | 911    | 成长性指标        |        |        |        |        |
| 长期负债合计       | 1,278  | 1,278  | 1,278  | 1,278  | 营业收入增长率      | 45.41% | 30.03% | 33.07% | 35.04% |
| 负债合计         | 7,091  | 7,849  | 9,739  | 12,750 | 净利润增长率       | 24.71% | 65.60% | 50.11% | 41.34% |
| 归属于母公司股东权益合计 | 7,971  | 8,868  | 10,216 | 12,120 | 盈利能力指标       |        |        |        |        |
| 少数股东权益       | 241    | 355    | 532    | 780    | 毛利率          | 50.03% | 50.00% | 50.00% | 50.00% |
| 负债和股东权益总计    | 15,303 | 17,072 | 20,487 | 25,650 | 净利率          | 6.85%  | 8.72%  | 9.84%  | 10.29% |
|              |        |        |        |        | 运营效率指标       |        |        |        |        |
|              |        |        |        |        | 应收账款周转天数     | 143.78 | 145.84 | 145.15 | 145.38 |
|              |        |        |        |        | 存货周转天数       | 89.02  | 93.69  | 92.13  | 92.65  |
|              |        |        |        |        | 偿债能力指标       |        |        |        |        |
|              |        |        |        |        | 资产负债率        | 46.34% | 45.97% | 47.54% | 49.71% |
|              |        |        |        |        | 流动比率         | 1.34   | 1.51   | 1.64   | 1.73   |
|              |        |        |        |        | 速动比率         | 1.15   | 1.30   | 1.43   | 1.52   |
|              |        |        |        |        | 费用率指标        |        |        |        |        |
|              |        |        |        |        | 销售费用率        | 21.80% | 20.96% | 21.00% | 20.50% |
|              |        |        |        |        | 管理费用率        | 11.96% | 11.53% | 11.67% | 11.63% |
|              |        |        |        |        | 财务费用率        | -0.21% | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
|              |        |        |        |        | 分红指标         |        |        |        |        |
|              |        |        |        |        | 分红比例         | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
|              |        |        |        |        | 股息收益率        | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
|              |        |        |        |        | 估值指标         |        |        |        |        |
|              |        |        |        |        | P/E（倍）       | 100.03 | 77.34  | 51.52  | 36.45  |
|              |        |        |        |        | P/B（倍）       | 6.80   | 7.83   | 6.80   | 5.73   |
|              |        |        |        |        | P/S（倍）       | 8.34   | 6.41   | 4.82   | 3.57   |
|              |        |        |        |        | 净资产收益率       | 6.80%  | 10.12% | 13.19% | 15.71% |

资料来源：中泰证券

### 投资评级说明:

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。