控费成果明显,人效有望提升

科大讯飞(002230)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	33.31
合理价格区间(元):	-

谢春生 研究员 执业证书编号：S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 研究员 执业证书编号：S0570515060003 010-56793965 guoyali@htsc.com

郭梁良 研究员 执业证书编号：S0570519090005 021-28972067 guoliangliang@htsc.com

金兴 联系人 jinxing@htsc.com

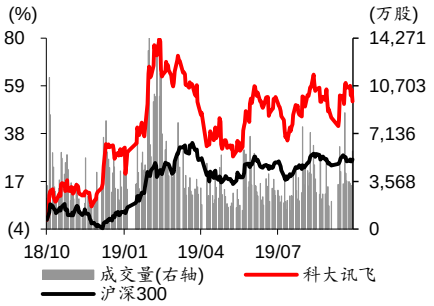
相关研究

1《科大讯飞(002230 SZ,买入): 战略聚焦+控费促进增长》2019.10

2《科大讯飞(002230 SZ,买入): 核心业务快速增长，控费成果初现》2019.08

3《科大讯飞(002230,买入): 平台+赛道快速推进业绩发力在即》2018.08

一年内股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,199
流通 A 股 (百万股)	1,844
52 周内股价区间 (元)	21.95-39.45
总市值 (百万元)	73,235
总资产 (百万元)	19,205
每股净资产 (元)	5.10

资料来源：公司公告

前三季度净利润增长 70.51%，符合预期

公司发布三季报，前三季度实现营业收入 65.73 亿元，同比增长 24.41%；归母净利润 3.74 亿元，同比增长 70.51%；扣非净利润 6981.43 万元，同比增长 183.49%，符合预期。19Q3 实现营业收入 23.45 亿元，同比增长 13.10%；归母净利润 1.84 亿元，同比增长 108.06%；扣非净利润 3818.10 万元，同比增长 762.26%。Q3 现金流明显好转，实现经营性现金流 3.02 亿元，同比提升 133.28%。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.40/0.57/0.80 元，维持“买入”评级。

控费成果显著，研发投入不减

控费是公司 2019 年经营计划之一。前三季度控费成果明显，销售费用率同比下降 2.43pct 至 19.88%，管理费用率同比下降 4.65pct 至 7.20%。期间费用率从 18Q1-3 的 47.40%下降至 19Q1-3 的 45.43%。但公司研发强度并未减弱，研发费用率同比提升 5.04pct 至 18.26%。前三季度公司毛利率为 48.34%，保持稳定。前三季度预付账款增加 300.06%，系公司为应对被美国商务部列入实体清单的影响，主动对部分元器件进行了提前备货，因此，预计被列入实体清单对公司实际经营影响有限。

业务聚焦带来人效的提升

公司下半年进行业务聚焦。对于受政府财政支出收紧影响较大的政务领域，经营压力较大的运营商、银行领域进行业务收缩，将资源集中投入商业化潜力大、增速快的消费者、教育、政法等事业部。我们认为业务聚焦带来两个影响，短期影响是业务聚焦影响收入增长。因收缩业务线，公司 19Q3 收入增速为 13.1%，低于 19Q1 的 40.11%和 19Q2 的 25.25%。长期影响是人效的提升和现金流的好转。业务聚焦，意味着商业模式上减少人效较低的开发和实施，提升产品化率，从而提升人均创收、创利。消费者业务相比银行、运营商业务现金流更加平稳，业务聚焦有利于现金流优化。

生态打造激发消费者业务潜力

我们认为底层技术具备打造生态的潜力，越接近于底层的技术和产品，行业集中度往往越高。语音人工智能技术是物联网时代重要的交互方式，具备生态潜力。我们看到讯飞推出开放平台，将技术能力共享，着力消费者业务生态打造。根据公司官网，目前讯飞开放平台上已经开放了 267 项 AI 能力，并且覆盖到 80 多个领域，吸引 160 万生态伙伴入驻。我们认为建立生态的意义在于充分挖掘技术价值，拓展场景化落地能力；同时，有望为公司消费者业务培育出更多未来增长点。

业绩加速释放，维持“买入”评级

公司控费成果明显，19Q3 净利润增长提速。业务聚焦或带来后续人效提升潜力，维持盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.40/0.57/0.80 元，对应 PE84、58、42 倍，维持“买入”评级。

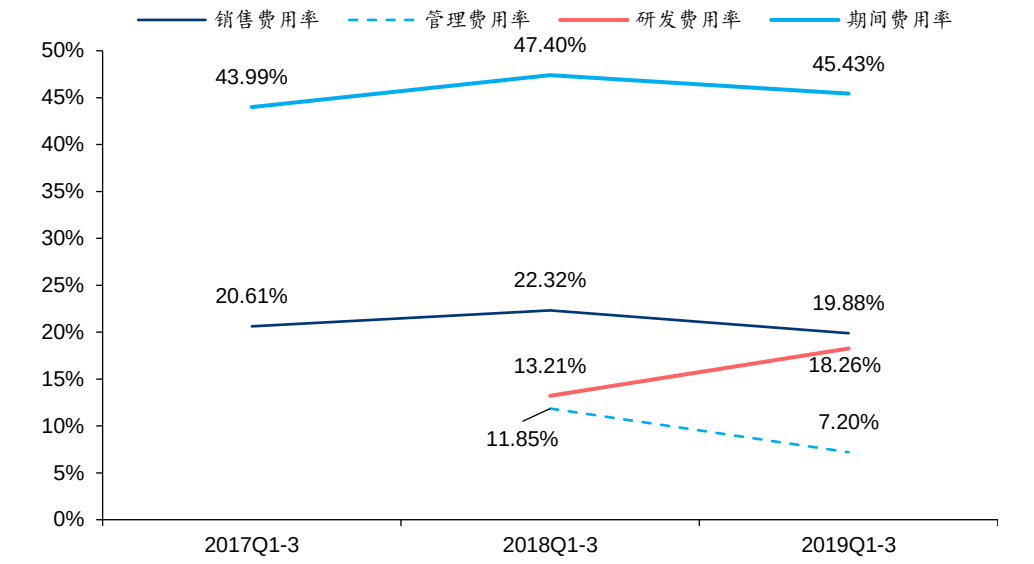
风险提示：1、人工智能技术应用和进展不及预期；2、行业竞争加剧；3、宏观经济下行压力加大；4、控费力度低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,445	7,917	11,125	15,082	20,208
+/-%	63.97	45.41	40.52	35.57	33.98
归属母公司净利润 (百万元)	434.68	542.07	872.05	1,252	1,758
+/-%	(10.27)	24.71	60.88	43.58	40.43
EPS (元，最新摊薄)	0.20	0.25	0.40	0.57	0.80
PE (倍)	168.48	135.10	83.98	58.49	41.65

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 科大讯飞近三年前三季度费用率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 可比公司估值表

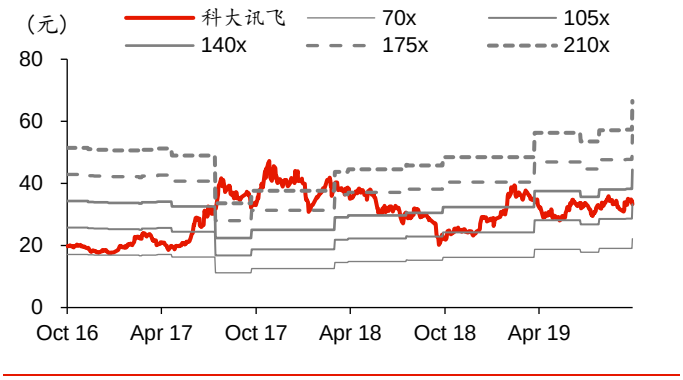
证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS				PE			
		2019/10/25	亿元	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002405.SZ	四维图新	14.44	283	0.24	0.21	0.25	0.33	59	69	57	44
300496.SZ	中科创达	41.30	166	0.41	0.59	0.80	1.08	101	70	52	38
603019.SH	中科曙光	34.00	306	0.48	0.67	0.94	1.24	71	51	36	27
	平均值	29.91	251.95	0.38	0.49	0.67	0.88	77	63	48	37
002230.SZ	科大讯飞	33.31	732	0.25	0.40	0.57	0.80	135	84	58	42

注：科大讯飞 EPS 为华泰预测，可比公司为 Wind 一致预期

资料来源：Wind、华泰证券研究所

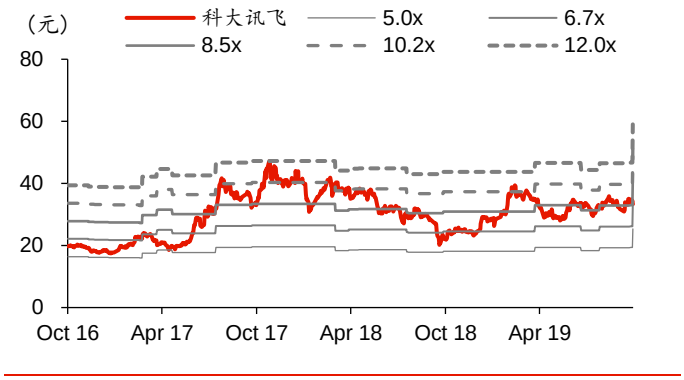
PE/PB – Bands

图表3： 科大讯飞历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 科大讯飞历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,243	7,762	12,975	15,771	19,499
现金	2,644	2,401	4,377	4,709	5,059
应收账款	2,552	3,389	5,332	6,919	9,202
其他应收账款	319.32	341.73	690.47	822.20	1,074
预付账款	41.18	24.91	105.07	105.30	135.23
存货	890.41	1,040	1,850	2,416	3,176
其他流动资产	795.13	565.81	620.29	799.17	852.79
非流动资产	6,098	7,540	7,547	7,470	7,443
长期投资	316.97	378.88	378.88	378.88	378.88
固定投资	1,454	1,907	1,969	1,926	1,834
无形资产	1,133	1,625	1,582	1,506	1,508
其他非流动资产	3,194	3,629	3,617	3,659	3,722
资产总计	13,340	15,303	20,522	23,241	26,942
流动负债	4,495	5,813	6,698	8,067	9,902
短期借款	420.57	716.57	716.57	716.57	716.57
应付账款	1,060	1,872	2,389	3,382	4,696
其他流动负债	3,015	3,224	3,592	3,969	4,489
非流动负债	892.67	1,278	915.85	997.66	1,064
长期借款	460.70	367.06	367.06	367.06	367.06
其他非流动负债	431.98	911.04	548.79	630.60	696.81
负债合计	5,388	7,091	7,614	9,065	10,966
少数股东权益	234.79	240.65	371.23	558.81	816.19
股本	1,389	2,093	2,199	2,199	2,199
资本公积	5,254	4,588	7,345	7,345	7,345
留存公积	1,927	2,331	2,993	4,074	5,616
归属母公司股东权益	7,718	7,971	12,537	13,617	15,160
负债和股东权益	13,340	15,303	20,522	23,241	26,942

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	362.73	1,148	(1,427)	844.86	896.36
净利润	479.18	617.97	1,003	1,440	2,016
折旧摊销	399.96	611.20	596.55	619.00	635.73
财务费用	(25.84)	(16.66)	(49.42)	(97.20)	(111.33)
投资损失	(48.72)	(74.80)	(90.02)	(71.18)	(78.67)
营运资金变动	(519.34)	(128.40)	(2,930)	(1,253)	(1,832)
其他经营现金	77.48	138.82	43.28	207.85	266.51
投资活动现金	(1,500)	(1,920)	(338.73)	(437.98)	(443.10)
资本支出	1,036	1,823	170.00	140.00	140.00
长期投资	446.70	(182.95)	(0.94)	0.05	0.28
其他投资现金	(17.05)	(279.28)	(169.68)	(297.93)	(302.82)
筹资活动现金	1,257	353.81	3,741	(74.26)	(103.62)
短期借款	114.67	295.99	0.00	0.00	0.00
长期借款	89.87	(93.64)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	73.21	703.84	106.05	0.00	0.00
资本公积增加	1,133	(666.31)	2,757	0.00	0.00
其他筹资现金	(153.91)	113.94	877.74	(74.26)	(103.62)
现金净增加额	119.46	(413.08)	1,976	332.61	349.64

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,445	7,917	11,125	15,082	20,208
营业成本	2,647	3,957	5,741	7,867	10,680
营业税金及附加	42.57	81.88	101.11	136.99	192.06
营业费用	1,111	1,726	2,114	2,790	3,637
管理费用	580.58	947.21	1,113	1,508	2,021
财务费用	(25.84)	(16.66)	(49.42)	(97.20)	(111.33)
资产减值损失	110.05	83.19	86.28	93.17	87.55
公允价值变动收益	0.00	(0.14)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.72	74.80	90.02	71.18	78.67
营业利润	539.52	627.78	1,055	1,579	2,181
营业外收入	49.43	68.14	99.54	72.37	80.02
营业外支出	11.89	37.19	20.91	23.33	27.14
利润总额	577.05	658.73	1,133	1,628	2,234
所得税	97.87	40.76	130.60	188.14	217.93
净利润	479.18	617.97	1,003	1,440	2,016
少数股东损益	44.50	75.91	130.58	187.58	257.38
归属母公司净利润	434.68	542.07	872.05	1,252	1,758
EBITDA	913.64	1,222	1,602	2,101	2,705
EPS (元，基本)	0.31	0.26	0.40	0.57	0.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	63.97	45.41	40.52	35.57	33.98
营业利润	37.13	16.36	67.99	49.71	38.13
归属母公司净利润	(10.27)	24.71	60.88	43.58	40.43
获利能力 (%)					
毛利率	51.38	50.03	48.40	47.84	47.15
净利率	7.98	6.85	7.84	8.30	8.70
ROE	5.63	6.80	6.96	9.20	11.60
ROIC	8.53	9.58	10.21	13.51	16.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.39	46.34	37.10	39.00	40.70
净负债比率 (%)	16.36	16.83	15.68	13.17	10.88
流动比率	1.61	1.34	1.94	1.96	1.97
速动比率	1.41	1.16	1.66	1.65	1.65
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.55	0.62	0.69	0.81
应收账款周转率	2.30	2.44	2.34	2.26	2.30
应付账款周转率	3.16	2.70	2.69	2.73	2.64
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.25	0.40	0.57	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.52	(0.65)	0.38	0.41
每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.63	5.70	6.19	6.90
估值比率					
PE (倍)	168.48	135.10	83.98	58.49	41.65
PB (倍)	9.49	9.19	5.84	5.38	4.83
EV_EBITDA (倍)	78.15	58.41	44.58	33.99	26.39

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com