

科大讯飞 (002230.SZ)

多个赛道成绩亮眼，业绩拐点信号初现

收入业绩增长维持稳定，多个赛道成绩亮眼。2019年上半年，公司继续推进“平台+赛道”战略，在核心技术保持国际领先的前提下，收入、毛利、净利润和用户规模都实现了快速发展。分赛道来看，其中变动比较大的包括：1) 教育产品和服务：2019H1收入9.79亿元，同比增长48.9%；2) 信息工程：2019H1收入8.05亿元，同比增长38.5%，主要是智能化工程业务贡献；3) 政法业务：2019H1收入4.59亿元，同比增长31.6%，公安、检察院业务均有增长；4) 开放平台：主要是数字广告业务，2019H1收入4.85亿元，同比增长55.7%；5) 智能硬件：2019H1收入4.93亿元，同比增长47.8%，主要原因在于AI应用新品种增加和销量良好。

盈利能力大幅增强，业绩拐点信号初现。2019年上半年，公司的毛利率开始企稳回升，净利润率从4.2%上升到5.9%，盈利能力明显增强。期间费用率下降明显，主要原因在于销售费用率下降了2个百分点，随着公司的人员布局完成、销售渠道拓展逐渐完善、研发投入进入稳定期，公司进行绩效考核和人员优化调整，员工数量增速有所控制，费用已经控制在合理范围内，我们认为，业绩拐点出现了初步信号。

少数股东损益占比提升显著，主要受并表子公司安徽听见和北京灵隆影响。在重要非全资子公司中，2019H1安徽听见少数股东损益大幅增加，北京灵隆在2018H1的少数股东损益为-1320万元，共同影响下2019H1少数股东损益大幅增长，从而导致净利润率和归母净利润率的增长出现不同步。

预计科大讯飞2019-2021年的归母净利润分别为9.1亿、14.2亿、22.1亿元，2019-2021年的年复合增长率为56%，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧；技术研发落后及投入不达预期；人才流失；应收账款加大、客户回款不达预期；费用投入有进一步加大的可能。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,445	7,917	11,671	16,698	23,434
增长率 yoy (%)	64.0	45.4	47.4	43.1	40.3
归母净利润(百万元)	435	542	905	1,416	2,210
增长率 yoy (%)	-10.3	24.7	67.0	56.4	56.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.20	0.25	0.41	0.64	1.00
净资产收益率(%)	6.0	7.5	11.0	14.9	18.9
P/E(倍)	167.0	133.9	80.2	51.3	32.8
P/B(倍)	9.4	9.1	8.1	7.1	5.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	计算机应用
前次评级	买入
最新收盘价	32.99
总市值(百万元)	72,595.50
总股本(百万股)	2,200.53
其中自由流通股(%)	83.79
30日日均成交量(百万股)	19.07

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

相关研究

- 1、《科大讯飞(002230.SZ)：定增获批上市，人工智能技术价值红利逐步兑现》2019-07-16
- 2、《科大讯飞(002230.SZ)：智慧教育及消费者两大赛道捷报频传》2019-06-26
- 3、《科大讯飞(002230.SZ)：18年各赛道高速增长，19年有望迎来业绩拐点》2019-04-23



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7243	7762	12891	16344	23778	营业收入	5445	7917	11671	16698	23434
现金	2644	2401	4439	5872	8577	营业成本	2647	3957	5695	7975	10986
应收账款	2552	3389	4947	6980	9759	营业税金及附加	43	82	121	173	242
其他应收款	319	0	519	223	818	营业费用	1111	1726	2428	3390	4687
预付账款	41	25	92	75	159	管理费用	1177	947	2544	3573	4874
存货	890	1040	2004	2199	3465	财务费用	-26	-17	-26	-32	-38
其他流动资产	796	908	890	995	999	资产减值损失	110	83	163	250	375
非流动资产	6098	7540	8298	9189	10854	公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
长期投资	317	379	434	502	571	投资净收益	49	75	90	100	115
固定投资	1454	1907	2697	3619	4922	营业利润	540	628	1086	1709	2693
无形资产	1691	2251	2315	2326	2252	营业外收入	49	68	42	55	65
其他非流动资产	2636	3003	2852	2742	3109	营业外支出	12	37	18	28	48
资产总计	13340	15303	21189	25533	34632	利润总额	577	659	1110	1736	2710
流动负债	4495	5813	10863	13584	20089	所得税	98	41	78	121	190
短期借款	421	717	3313	5471	7086	净利润	479	618	1032	1614	2520
应付账款	1060	1872	2017	3650	4001	少数股东收益	45	76	127	198	310
其他流动负债	3015	3224	5533	4463	9002	归属母公司净利润	435	542	905	1416	2210
非流动负债	893	1278	974	1094	1222	EBITDA	954	1266	1765	2574	3766
长期借款	461	367	328	283	284	EPS (元/股)	0.20	0.25	0.41	0.64	1.00
其他非流动负债	432	911	646	811	938						
负债合计	5388	7091	11837	14678	21311						
少数股东权益	235	241	367	566	875	主要财务比率					
股本	1389	2093	2201	2201	2201	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	5254	4588	4588	4588	4588	成长能力					
留存收益	1927	2331	3198	4683	6901	营业收入 (%)	64.0	45.4	47.4	43.1	40.3
归属母公司股东收益	7718	7971	8984	10290	12445	营业利润 (%)	40.6	16.4	72.9	57.4	57.6
负债和股东权益	13340	15303	21189	25533	34632	归属母公司净利润 (%)	-10.3	24.7	67.0	56.4	56.1
						盈利能力					
						毛利率 (%)	51.4	50.0	51.2	52.2	53.1
						净利率 (%)	8.0	6.8	7.8	8.5	9.4
						ROE (%)	6.0	7.5	11.0	14.9	18.9
						ROIC	5.3	6.5	7.8	9.7	12.3
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	40.4	46.3	55.9	57.5	61.5
						净负债比率 (%)	-22.2	-14.7	-7.7	-0.3	-8.2
						流动比率	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
						速动比率	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	2.5	2.7	2.8	2.8	2.8
						应付账款周转率	3.2	2.7	2.9	2.8	2.9
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	0.20	0.25	0.41	0.64	1.00
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	0.29	0.46	0.39	1.64
						每股净资产 (最新摊薄)	3.51	3.62	4.08	4.68	5.66
						估值指标 (倍)					
						P/E	167.0	133.9	80.2	51.3	32.8
						P/B	9.4	9.1	8.1	7.1	5.8
						EV/EBITDA	74.64	56.8	41.0	28.5	19.3

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	363	1148	1017	868	3605
净利润	479	618	1032	1614	2520
折旧摊销	400	611	678	868	1093
财务费用	-26	-17	-26	-32	-38
投资损失	-49	-75	-90	-100	-115
营运资金变动	-519	-128	-608	-1467	138
其他经营现金流	77	139	31	-15	8
投资活动现金流	-1500	-1920	-1376	-1644	-2650
资本支出	1036	1823	1055	533	1381
长期投资	-447	183	-55	-81	-69
其他投资现金流	-910	87	-376	-1193	-1339
筹资活动现金流	1257	354	-355	241	284
短期借款	115	296	-157	190	150
长期借款	90	-94	-39	-45	1
普通股增加	73	704	108	0	0
资本公积增加	1133	-666	0	0	0
其他筹资现金流	-154	114	-268	96	134
现金净增加额	119	-413	-715	-535	1239

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

事件

科大讯飞公布2019半年报:2019年上半年,公司实现收入42.28亿元,同比增长31.72%;归母净利润1.89亿元,同比增长45.06%。

点评

收入业绩增长维持稳定,多个赛道成绩亮眼。2019年上半年,公司继续推进“平台+赛道”战略,在核心技术保持国际领先的前提下,收入、毛利、净利润和用户规模都实现了快速发展。分赛道来看,其中变动比较大的包括:

- 1) 教育产品和服务:2019H1收入9.79亿元,同比增长48.9%;
- 2) 信息工程:2019H1收入8.05亿元,同比增长38.5%,主要是智能化工程业务贡献;
- 3) 政法业务:2019H1收入4.59亿元,同比增长31.6%,公安、检察院业务均有增长;
- 4) 开放平台:主要是数字广告业务,2019H1收入4.85亿元,同比增长55.7%;
- 5) 智能硬件:2019H1收入4.93亿元,同比增长47.8%,主要原因在于AI应用新品种类增加和销量良好。

图表1:科大讯飞主营业务收入情况(单位:百万元)

	2017年H1	2018年H1	2019H1	同比
营业收入合计	2,102	3,210	4,228	31.7%
一、主营业务				
1、教育领域				
教育产品和服务	565	658	979	48.9%
教学业务	58	57	61	7.7%
2、智慧城市				
智慧城市行业应用	73	221	241	8.9%
信息工程	564	582	805	38.5%
3、政法业务	111	349	459	31.6%
4、开放平台及消费者业务				
电信增值产品运营	214	276	247	-10.5%
移动互联网产品及服务	43	118	145	23.1%
开放平台	125	312	485	55.7%
智能硬件	68	333	493	47.8%
运营商大数据	54	48	47	-1.0%
5、汽车领域	93	121	173	43.3%
6、智能服务	71	87	71	-19.1%
7、其他	55	36	10	-70.8%
二、其他业务	7	14	11	-17.8%

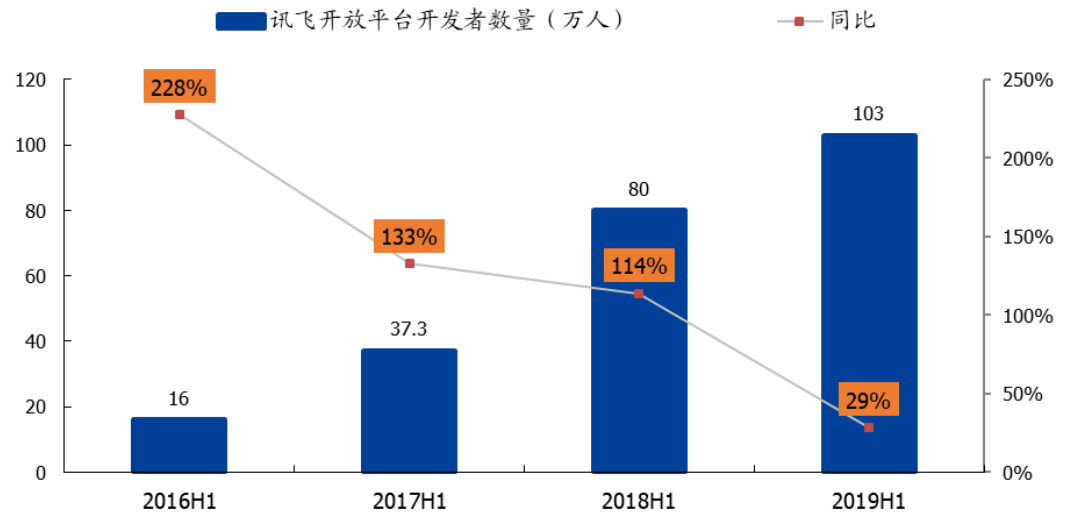
资料来源:公司中报,国盛证券研究所

持续推进“平台+赛道”战略,各业务良性发展,其中:

1)、平台:讯飞开放平台生态构建,开发者数量快速增加

科大讯飞平台开放的技术能力包括:语音合成技术、语音识别技术、智能硬件方案、行业解决方案、云计算、AI学习服务、AI营销方案等。讯飞开放平台为开发者开放多类人工智能服务,截至2019H1,讯飞开放平台已开放180多项AI能力和场景方案,讯飞开放平台的开发者数量达到103万。

图表2: 第三方创业开发者数量(单位: 万)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

2)、赛道之教育: 智学网个性化学习效果显著

科大讯飞在教育领域依托的技术包括: 常识推理和篇章阅读、网络图片数据的文本检测、文本行识别、整图文字识别、中文语法错误自动诊断、智能评分技术(可应用在中英作文评分、数学填空、证明、文综简答题)。其中智学网围绕个性化学习场景, 已经覆盖全国 32 个省级行政区超过 15000 所学校。经过验证, 个性化学习在相当学习效果下, 能够帮助学生把平均学习四场缩短近 1 个小时, 学习效率提升 20%-25%, 真正做到“因材施教”个性化教学。

3)、赛道之政法: 庭审系统政法单位数量翻倍, 形式按键辅助办案系统在多地上线推广在司法领域, 智能庭审系统、智能辅助办案系统等产品的行业优势进一步加强, 布局效果显现。

- 智能庭审系统: 有效满足庭审各个角色在不同环节的需求。截至 2019H1, 智慧法庭建设覆盖 31 个省份、3000 个政法单位(2018 年底为 1500 个);
- 刑事案件智能辅助办案系统: 首次打通了公检法数据流程, 实现数据互联互通、人机互动互补, 确保办案证据标准符合法定定案标准。目前, 该系统已在上海市全面应用并首次实现庭审实质化。在安徽、山西、新疆生产建设兵团等地推广, 云南、福建、贵州等地试点运行。政法大数据协同办案平台, 目前已在深圳成功试点运行。

4)、赛道之 ToC: ToC 业务不断发力, 占比显著提升

在业务层面上, ToC 的收入包括电信增值业务产品(灵犀以及个性音乐增值服务)、移动互联网产品和服务(讯飞输入法、听见转写相关的移动互联网服务)、讯飞开放平台、智能硬件以及部分智学网收入。

近几年来, 公司在 ToC 端发力布局, 占比收入显著提高。2019 上半年, ToC 业务实现营业收入 15.76 亿, 同比增长 45.45%; 实现毛利 8.49 亿, 同比增长 41.92%; ToC 业务在整体营收中占比达 37.28%, 毛利占比达 39.79%。

图表3: 科大讯飞 ToC 端业务收入和毛利情况 (单位: 百万元)

	2017H1	2018H1	2019H1
ToC 端业务营收 (百万元)	472	1,084	1576
同比		129.66%	45.4%
ToC 端营收占比	22%	34.0%	37.3%
毛利 (百万元)		598	849
同比			41.92%
毛利占比			39.79%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在 C 端消费者领域, 在“6.18”年中大促中, 科大讯飞成绩斐然, 一举拿下六项销售冠军, 销售额同比增幅 260%, C 端产品持续发力, 其中:

- 讯飞翻译机: 翻译机品类, 销售额第 1, 双平台连续两年冠军。
- 讯飞智能录音笔: 在录音笔品类销售额第 1, 销售热度超其他品牌之和。
- 阿尔法蛋系列: 智能机器人品类销售额第 1, 双平台连续 2 年冠军。
- 讯飞学习机 X1 Pro: 在学习评判品类, 18 号单品销售额第 1。
- 讯飞智能办公本: 电纸书品类, 国内品牌销售额第 1。
- 讯飞听见 M1: 录音笔品类, 硬件配套服务销售额第 1。

图表4: 讯飞“618”全线产品拿下六个销售额第1



资料来源: 科大讯飞官方公众号, 国盛证券研究所

5)、赛道之智慧城市: 智能化工程业务快速增长

信息工程是指利用自身语音技术为政府、通信、金融等行业提供智能化工程服务。在智慧城市领域, 科大讯飞目前主要业务包括: 1) 智慧城市整体解决方案: 打造以“城市超脑”为内核, 集基础信息接入、城市大数据和信息模型、行业超脑应用为一体的新型智慧城市整体解决方案; 2) 基础服务: 以建立数字孪生城市为路径, 提供从底层的智能感知从底层的智能感知终端、到设计运维一体化的智能建筑以及基于语音和图像识别的平安城市服务; 3) 大数据平台服务: 基于“人工智能”核心算法的海量数据处理、分析的大数据平台服务; 4) 城市超脑。

盈利能力大幅增强, 业绩拐点信号初现。2019 年上半年, 公司的毛利率开始企稳回升,

净利润率从 4.2% 上升到 5.9%，盈利能力明显增强。期间费用率下降明显，主要原因在于销售费用率下降了 2 个百分点，随着公司的人员布局完成、销售渠道拓展逐渐完善、研发投入进入稳定期，公司进行绩效考核和人员优化调整，员工数量增速有所控制，费用已经控制在合理范围内，我们认为，业绩拐点出现了初步信号。

图表 5: 2018H1-2019H1 科大讯飞利润表情况 (%)

	2018H1	2019H1
毛利率	49.9	50.4
期间费用率	48.3	47.0
销售费用率	22.8	20.9
管理费用率 (含研发费用)	25.6	26.1
财务费用率	-0.1	0.0
减值损失/收入	1.6	2.9
营业利润率	3.7	6.0
净利润率	4.2	5.9
少数股东损益/收入	0.1	1.4
归母净利润率	4.1	4.5

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

少数股东损益占比提升显著, 主要受并表子公司安徽听见和北京灵隆影响。在重要非全资子公司中, 2019H1 安徽听见少数股东损益大幅增加, 北京灵隆在 2018H1 的少数股东损益为 -1320 万元, 共同影响下 2019H1 少数股东损益大幅增长, 从而导致净利润率和归母净利润率的增长出现不同步。

图表 6: 重要非全资子公司产生的少数股东损益 (单位: 百万元)

少数股东持股	2018H1			2019H1		
	营业收入	净利润	少数股东损益	营业收入	净利润	少数股东损益
安徽听见 45%	98.8	26.2	11.8	130.5	79.8	35.9
安徽知学 20%	41.6	11.7	2.3	136.4	67.5	13.5
安徽讯飞皆成 7%	54.9	33.0	2.3	56.5	43.1	3.0
北京灵隆 45%	66.8	-29.4	-13.2			
合计	262.1	41.5	3.2	323.4	190.4	52.4

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

预计科大讯飞 2019-2021 年的归属于母公司的净利润分别为 9.1 亿、14.2 亿、22.1 亿元, 2019-2021 年的年复合增长率为 56%, 维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧的风险: 人工智能技术日益引起众多 IT 企业的高度重视, 从国内看, 以百度、腾讯为代表的互联网企业正在涉足人工智能领域, 国际上微软、谷歌、苹果等 IT 巨头不断加大人工智能的研发投入和投资并购, 同时众多初创型公司也有各自的技术优势, 未来竞争有可能更加白热化。

技术研发落后及投入不达预期的风险：为把握人工智能产业机遇，适应行业技术迅速发展需要，各大企业纷纷加大研发投入，用于新技术与新产品开发，但技术产业化与市场化具有较多不确定性因素，存在着研发投入不能获得预期效果从而影响公司盈利能力和成长性的风险。

人才流失的风险：人工智能领域的人才争夺进入白热化状态，国内外巨头近年都出现了核心研究人才离职创业的现象。同时由于国内人工智能领域高水平研究人才的稀缺性以及培养周期，人工智能技术人才将面临持续短缺，公司有可能面临技术人才流失的风险。

应收账款加大、客户回款不达预期的风险：我国经济告别高速增长期，面临经济下行压力。科大讯飞的 ToB 和 ToG 业务占比较大，面对的企业客户可能受到宏观经济影响，面对政府客户可能受到财政预算不达预期的影响，进而导致客户回款不达预期的风险。

费用投入有进一步加大的可能：公司布局平台和众多赛道，需要在技术研发和市场渠道拓展上面进行大量投入，考虑到众多领域如医疗领域、消费者领域、政法领域都是公司新涉足的领域，公司未来的费用投入有进一步加大的可能。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com