



002230.SZ

增持

市场价格：人民币 33.80

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	35.4	2.1	1.6	38.0
相对深证成指	(8.6)	(3.8)	(3.9)	1.3

发行股数(百万)	2,199
流通股(%)	84
总市值(人民币 百万)	74,312
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,072
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国移动通信有限公司	12

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年12月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿  
(8610)66229321  
sirui.yang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

## 科大讯飞

### 人工智能 2.0 时代业绩稳步释放

科大讯飞作为中国人工智能的龙头，是首批 4 家人工智能开放创新平台之一，拥有核心技术优势，在教育、政法、消费者等垂直领域构建技术壁垒。明确商业化赛道后，公司 AI 战略进入 2.0 时代，2019 年开始进入价值兑现元年，业绩释放加速。首次覆盖给予增持评级。

#### 支撑评级的要点

- 公司全面进入 AI 2.0 时代，战略和业务聚焦，深耕关键赛道。科大讯飞在 AI 1.0 时代用户数和收入毛利快速增加；进入 AI 2.0 时代，主动聚焦重点赛道，教育、政法、消费者等业务是未来数年的核心成长动力，医疗业务或有望成为新看点。AI 1.0 时代探索多条赛道挤占了部分税后利润，业务聚焦后，税后利润将同步兑现，2019 前三季度归母净利润同比增长 70.5%，扣非后增长 183.5%，显著高于营收增幅，体现业绩兑现期特征。
- 教育赛道领先优势明显，B+C 端协同推进。教育信息化 2.0 强调应用落地，公司已经搭建平台+智校+智考模式，实现优质客户覆盖和数据闭环，AI+教育产品已经覆盖全国超过 2.5 万所学校，深度用户超过 1,500 万。智学网复购率超过 70%，潜在市场空间 150 亿元以上。
- 政法业务形成规模，医疗和消费者业务初见成效。智慧庭审业务+人工智能判案系统渗透率提高，2018 年公司政法业务实现营收 10.4 亿元，同比增长 143.7%，营收占比达到 13.1%。智医助理在 1,000 多家基层医疗卫生机构落地，累计服务近 500 万人次。公司在消费者领域营收增长率连续 5 年超过 50%，围绕办公场景陆续推出讯飞听见会议系统、讯飞转写机、听见 M1、录音笔、智能办公本等语音转写系列产品，产品销售额 2019 年 6.18 节在京东、天猫等平台摘得五大品类六个第一。

#### 估值

- 预计 2019~2021 年净利润分别为 8.1、12.7 和 17.2 亿，对应 EPS 分别为 0.37 元、0.58 元和 0.78 元，对应 PE 为 91 倍、59 倍和 43 倍。公司享受技术领先性溢价，在智慧教育领域有较深壁垒，快速增长的消费者业务为 C 端广阔空间提供抓手，业绩释放能快速消化估值，首次覆盖给予增持评级。

#### 评级面临的主要风险

- 教育投入不及预期；研发成本控制不力；技术研发不及预期。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	5,445	7,917	10,931	15,162	19,727
变动(%)	64	45	38	39	30
净利润(人民币 百万)	435	542	814	1,266	1,724
全面摊薄每股收益(人民币)	0.198	0.247	0.370	0.576	0.784
变动(%)	(46.3)	24.7	50.2	55.5	36.2
全面摊薄市盈率(倍)	171.0	137.1	91.3	58.7	43.1
价格/每股现金流量(倍)	204.9	64.7	98.0	34.1	40.4
每股现金流量(人民币)	0.16	0.52	0.34	0.99	0.84
企业价值/息税折旧前利润(倍)	95.9	91.9	52.7	34.4	25.3
每股股息(人民币)	0.063	0.013	0.069	0.068	0.119
股息率(%)	0.2	0.0	0.2	0.2	0.4

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

## 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	5,445	7,917	10,931	15,162	19,727
销售成本	(2,690)	(4,038)	(5,537)	(7,535)	(9,743)
经营费用	(1,998)	(3,084)	(4,026)	(5,562)	(7,209)
息税折旧前利润	757	794	1,368	2,065	2,776
折旧及摊销	(400)	(611)	(826)	(1,013)	(1,184)
经营利润(息税前利润)	357	183	542	1,052	1,591
净利息收入/(费用)	26	17	29	57	79
其他收益/(损失)	194	459	400	412	392
税前利润	577	659	971	1,521	2,063
所得税	(98)	(41)	(58)	(91)	(122)
少数股东权益	45	76	98	165	217
净利润	435	542	814	1,266	1,724
核心净利润	441	544	819	1,269	1,727
每股收益(人民币)	0.198	0.247	0.370	0.576	0.784
核心每股收益(人民币)	0.201	0.247	0.372	0.577	0.786
每股股息(人民币)	0.063	0.013	0.069	0.068	0.119
收入增长(%)	64	45	38	39	30
息税前利润增长(%)	75	(49)	196	94	51
息税折旧前利润增长(%)	45	5	72	51	34
每股收益增长(%)	(46)	25	50	56	36
核心每股收益增长(%)	(48)	23	51	55	36

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	577	659	971	1,521	2,063
折旧与摊销	400	611	826	1,013	1,184
净利息费用	(26)	(17)	(29)	(57)	(79)
运营资本变动	(247)	41	408	(161)	138
税金	(53)	35	(58)	(91)	(122)
其他经营现金流	(288)	(181)	(1,359)	(49)	(1,346)
经营活动产生的现金流	363	1,148	758	2,176	1,838
购买固定资产净值	329	560	874	987	930
投资减少/增加	24	13	90	71	79
其他投资现金流	(1,854)	(2,492)	(1,747)	(1,974)	(1,861)
投资活动产生的现金流	(1,500)	(1,920)	(784)	(916)	(852)
净增权益	(139)	(28)	(151)	(149)	(261)
净增债务	205	312	(85)	115	581
支付股息	139	28	151	149	261
其他融资现金流	1,052	41	1,024	(92)	(182)
融资活动产生的现金流	1,257	354	939	23	398
现金变动	120	(418)	914	1,283	1,385
期初现金	2,540	2,644	2,401	3,315	4,598
公司自由现金流	(1,137)	(772)	(26)	1,260	986
权益自由现金流	(958)	(476)	(139)	1,318	1,488

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2,644	2,401	3,315	4,598	5,983
应收帐款	2,965	3,934	5,924	7,518	10,122
库存	890	1,040	1,828	1,932	3,022
其他流动资产	41	25	119	41	189
流动资产总计	7,243	7,762	11,719	14,538	19,807
固定资产	1,648	2,189	2,352	2,500	2,558
无形资产	1,691	2,251	2,191	2,096	1,882
其他长期资产	1,202	1,402	1,380	1,459	1,492
长期资产总计	4,542	5,843	5,923	6,055	5,933
总资产	13,340	15,303	19,300	22,211	27,282
应付帐款	1,353	2,163	2,804	3,962	4,580
短期债务	421	717	460	568	1,029
其他流动负债	2,722	2,933	4,597	4,833	7,086
流动负债总计	4,495	5,813	7,861	9,363	12,695
长期借款	461	367	649	656	775
其他长期负债	432	911	672	791	731
股本	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199
储备	7,181	6,918	7,582	8,698	10,161
股东权益	9,380	9,117	9,780	10,897	12,359
少数股东权益	235	241	339	504	721
总负债及权益	13,340	15,303	19,300	22,211	27,282
每股帐面价值(人民币)	4.27	4.15	4.45	4.96	5.62
每股有形资产(人民币)	3.50	3.12	3.45	4.00	4.77
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.80)	(0.60)	(1.00)	(1.53)	(1.90)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.9	10.0	12.5	13.6	14.1
息税前利润率(%)	6.6	2.3	5.0	6.9	8.1
税前利润率(%)	10.6	8.3	8.9	10.0	10.5
净利率(%)	8.0	6.8	7.4	8.3	8.7
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.3	1.5	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
估值					
市盈率(倍)	171.0	137.1	91.3	58.7	43.1
核心业务市盈率(倍)	168.5	136.6	90.8	58.6	43.0
市净率(倍)	7.9	8.1	7.6	6.8	6.0
价格/现金流(倍)	204.9	64.7	98.0	34.1	40.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	95.9	91.9	52.7	34.4	25.3
周转率					
存货周转天数	101.4	87.2	94.5	91.1	92.8
应收帐款周转天数	170.2	159.0	164.6	161.8	163.2
应付帐款周转天数	76.0	81.0	82.9	81.4	79.0
回报率					
股息支付率(%)	31.9	5.1	18.5	11.8	15.1
净资产收益率(%)	5.3	5.9	8.6	12.2	14.8
资产收益率(%)	2.5	1.2	2.9	4.8	6.1
已运用资本收益率(%)	1.2	1.3	1.9	2.7	3.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测