投入仍将继续，布局加速完善

——科大讯飞（002230）公司动态点评

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

刘深 010-88366060-8756

Email:liush@cgws.com

执业证书编号:S1070511050001

联系人:

赵悦媛 0755-83516207

Email:zhaoyy@cgws.com

从业证书编号:S1070115080102

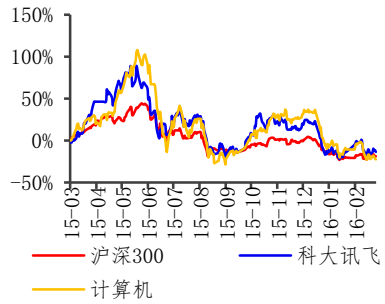
市场数据

目前股价	27.93
总市值（亿元）	360.83
流通市值（亿元）	255
总股本（万股）	129,191
流通股本（万股）	91,260
12 个月最高/最低	59.97/23.36

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	3582	5182	7521
(+/-%)	43.2%	44.7%	45.1%
净利润	563	717	934
(+/-%)	32.5%	27.3%	30.2%
摊薄 EPS	0.44	0.55	0.72
PE	64.05	50.33	38.64

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<良工心磨砺，静听春江暖>> 2015-01-13

<<花开半夏>> 2015-03-18

投资建议

公司于 3 月 14 日晚间发布 2015 年度报告，并于 3 月 18 日下午召开投资者交流会就年报情况接受投资者提问。2015 年公司实现营业收入 25.01 亿元，比较上年同期增长 40.87%，实现归母净利润 4.25 亿元，较上年同期增长 12.09%，净利润接近业绩预告下线，低于市场预期，主要系公司加快拓展教育、移动互联、智能客服、智能汽车等领域，大力完善市场布局，致使销售费用激增；另外，公司展开 2C 市场的延伸，以免费或低利润的形式切入，跑马圈地的战略布局使得毛利率下降明显。公司未来将持续抬高自身技术壁垒，以形成行业一枝独秀的格局，加上公司在教育、车联网、呼叫中心、智慧城市等市场加大拓展力度，相关业务也有望实现快速增长，大投入定将获得回报。在人工智能的浪潮下，讯飞作为国内最纯正标的，凭借领先的技术实力，占据行业龙头地位优势明显。下调公司盈利预测，预计公司 2016-2018 年分别实现营业收入 35.82 亿元、51.82 亿元和 75.21 亿元，分别实现净利润 5.63 亿元、7.17 亿元和 9.34 亿元，EPS 分别为 0.44、0.55 和 0.72。维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- **营收稳步增长，净利接近业绩预告下线，低于预期。**公司于 3 月 14 日晚间发布 2015 年度报告，2015 年公司实现营业收入 25.01 亿元，比较上年同期增长 40.87%，实现归母净利润 4.25 亿元，较上年同期增长 12.09%，净利润接近业绩预告下线。公司净利润增幅明显低于营业收入增幅，主要系公司本年度在人工智能战略方向加大投入，战略布局导致本期销售费用大幅增加、毛利率下降所致。

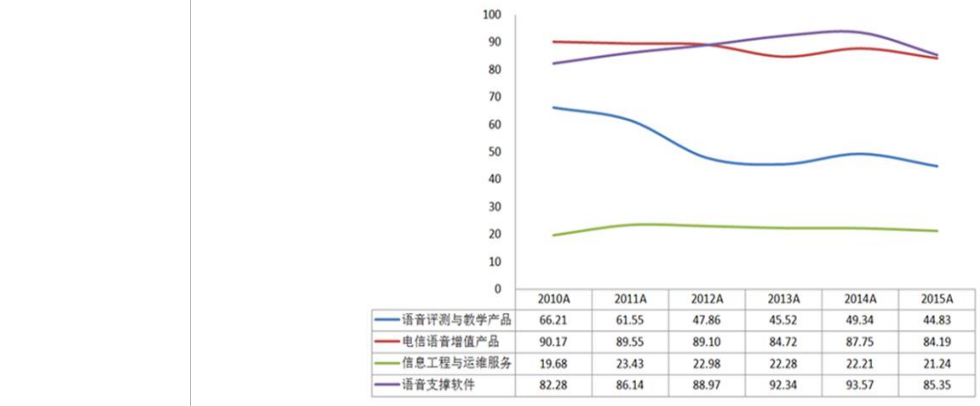
- **布局加速完善，整体毛利率下降明显。**公司 2015 年产品毛利率达到 48.91%，较 2014 年的 55.63%的毛利率水平有明显下降。其中，教育应用产品的毛利率变动对整体毛利率影响最大，主要系公司展开 2C 市场的延伸，以免费或低利润的形式切入所致，未来，随着公司 2C 业务的布局逐渐完善，毛利率有望提升；同时，语音支撑软件毛利也下降明显，主要原因是公司提供软件产品的同时承接软硬件一体化的集成项目，致使该项分业务毛利率下降。以上两点是导致 2015 年整体利润增幅首创新低的主要原因。

表 1：教育和语音支撑软件毛利率下滑对整体毛利率影响较大

分业务名称	占主营收入比重	2014 年毛利率	2015 年毛利率	毛利率变动情况（百分点）
信息工程与运维服务	28.83%	22.21%	21.24%	-0.97 个百分点
教育应用产品	26.40%	49.34%	44.83%	-4.51 个百分点
电信语音增值产品	12.52%	87.75%	84.19%	-3.56 个百分点
语音支撑软件	12.12%	93.57%	85.35%	-8.22 个百分点

资料来源：wind，长城证券研究所整理

图：公司主要业务毛利率变化情况（%）



资料来源：wind，长城证券研究所

- **跑马圈地致使销售费用大幅提升，大投入有望获得回报。**从 2013 至 2015 年年报情况来看，销售费用率呈直线上升态势，主要系公司加快拓展教育、移动互联、智能客服、智能汽车等领域，逐步完善市场布局，致使销售费用率增幅明显。但公司持续抬高自身技术壁垒，以形成行业一枝独秀的格局，加上公司市场布局逐渐完善，2C 业务也有望在 2016 年落地开花，我们相信大投入有望获得回报。

图：公司销售费用率提升明显

资料来源：wind，长城证券研究所

- **广东地区收入萎缩，2016 年将得以改善。**年报中广东地区业务收入下降近 40%，主要系广东省的大客户中国移动由于内部组织构架的调整，导致其在人工客服领域投入放缓，出现采购延迟和阶段性项目延迟的情况，这一情况将在 2016 年大幅改善。

- **语音技术亮相春晚，人工智能再引热潮。**深圳人形机器人公司优必选的机器人产品亮相 2016 年春晚，其 Alpha2 代机器人的语音交互技术便出

自科大讯飞。近日 Alpha Go 对战世界围棋冠军李世石，并连赢三场，锁定胜局，使得人工智能再次掀起热潮。讯飞深耕人工智能技术多年，其中文离线手写识别效果、海量文本的智能词向量技术、基于神经网络的句子建模、篇章层面的深层建模、机器翻译测评均达到国际先进水平。在万物互联浪潮下，以语音为主，键盘、触屏为辅的人机交互时代已经来临，讯飞将作为时代的弄潮儿，以深度神经网络技术为基础，向智能客服客服、电视、医疗等领域延伸，并向脑科学、神经学、心理学等新兴交叉学科领域开拓，凭借领先的技术实力，推动其人工智能梦想成真。

- **三大业务新产品，领航人工智能领域。**讯飞于 2015 年 12 月份举办了年度发布会，A.I.U.I（人工智能化的人机交互界面）、讯飞听见以及全学科智能阅卷三大新产品齐亮相。其中，作为以语音为主，图像、视觉和手写等人工智能技术集于一体的业界首个人工智能的用户交互界面：A.I.U.I，将开放给创业者和源头技术厂商，目前已经在车载和音箱领域有所进展。截至 2015 年，讯飞语音云开放平台的总用户数达到 7 亿，月活跃用户达 1.8 亿（增长 67%），开发者达 11 万（增长 200%），日服务量达 12.98 亿人次（增长 389%）。

- **占据智能教育入口，逐步实现 B2B2C 模式。**讯飞是目前唯一一个与教育部考试中心签订战略合作协议并建有联合实验室的企业，并是北师大牵头的基础教育评价中心中唯一的企业参与单位，公司以语音测评和畅言语音教学系统切入教育领域。在 2B 业务方面，2015 年公司完成 15 个省级教育平台、20 余个市/县/区级教育信息化整体方案的建设，服务覆盖师生超过 8000 万，未来有望拓展至幼教领域。同时，公司将产品使用情景从课堂向家庭延伸，实现 2B 向 2C 业务的转化，逐步实现日常考试数据、日常课堂交互数据以及家校互动数据的获取，未来还将扩充至日常作业等数据的获取，并与外研社、北师大出版社以及英语周报等内容提供商合作，快速布局全国智慧教育领域，未来两至三年公司的智能教育业务有望实现爆发。

- **实现数据共享，布局智慧城市。**公司在智慧城市方面的布局主要以打通数据为主，公司将依托现有海量用户、涉密资质、安全等级证书、大数据分析能力等优势，并以语音识别和人脸识别等一线服务窗口服务为切入点，布局智慧城市领域，未来前景广阔。

- **同卫生部展开 AI 合作。**公司与卫生部的合作项目已在安徽试点，一方面公司依托语音技术来解决门诊电子病历的问题，将医生和病人的交流以及医生对病情的描述等情况电子化，完善电子病历。另一方面，公司将结合讯飞超脑，对电子化病例进行大数据分析，同时构建卫生医疗数据库，以解决全科医生缺少的问题，并提高问答中的专业性。

- **深耕车联网业务。**讯飞在车载业务中主要针对前装市场提供语音技术模块，并逐步拓展至软件系统，再到软硬一体化车载体系，将车载导航，收音机，歌曲等功能整合，同时通过联网，进一步提供云服务。2015 年已有 31 款车型的产品，并已经和丰田的雷克萨斯确立合作关系。未来公司将通过和第三方合作的方式，切入车辆维修、保险等增值服务内容。

- **携手京东，进军智能家居。**公司考虑到京东对于 2C 产品具有较强的销售渠道和推广能力，加之其对家电厂商有足够的影响力，决定与京东携手共同打造智能家居领域。目前，WIFI 智能音箱——叮咚音箱的单品销量已超过第二第三名的销量总和，客户认可度逐渐提升。未来，公司计划将 AIUI 的人机交互技术嵌入到智能音箱中，以实现多人对话、纠错等面向智能家庭更需要的技术，更快的扩大市场优势。
- **风险提示：**认知智能技术研发进程具有较大的不确定性；教育领域的拓展不达预期。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1775	2501	3582	5182	7521
营业成本	788	1278	1858	2719	3973
销售费用	240	375	534	762	1091
管理费用	455	565	792	1125	1617
财务费用	-42	-38	-77	-57	-37
投资净收益	13	39	35	45	65
营业利润	288	298	450	603	846
营业外收支	146	167	190	212	219
利润总额	434	465	641	815	1065
所得税	45	28	62	79	106
少数股东损益	9	11	15	19	25
净利润	379	425	563	717	934
资产负债表					（百万）
流动资产	2387	4617	4456	4753	5944
货币资金	889	2494	1551	1080	1054
应收账款	1300	1596	2322	2977	4108
存货	181	313	369	482	568
其他流动资产	17	214	214	214	214
非流动资产	2544	3518	4397	5110	4886
固定资产	767	1056	1101	1077	942
资产总计	4931	8135	8853	9862	10830
流动负债	908	1418	1718	2196	2471
短期借款	9	222	0	0	0
应付和预收款项	899	1196	1718	2196	2471
非流动负债	121	194	194	194	194
长期借款	0	37	37	37	37
负债合计	1029	1611	1912	2390	2665
股东权益	3901	6523	6941	7473	8165
股本	803	1287	1287	1287	1287
留存收益	966	1270	1673	2185	2853
少数股东权益	195	255	270	289	314
负债和权益总计	4931	8135	8853	9862	10830
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	421	517	501	726	299
其中营运资本减少	-1687	1721	-462	-181	916
投资活动现金流	-1118	-1357	-1099	-1020	-80
其中资本支出	297	198	230	180	76
融资活动现金流	10	2419	-345	-177	-244
净现金总变化	-687	1579	-944	-471	-26

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长	41.6%	40.9%	43.2%	44.7%	45.1%
营业成本增长	33.7%	62.3%	45.4%	46.4%	46.1%
营业利润增长	33.5%	3.4%	51.2%	34.0%	40.2%
利润总额增长	35.3%	7.1%	37.9%	27.2%	30.6%
净利润增长	36.0%	12.1%	32.5%	27.3%	30.2%
盈利能力					
毛利率	55.6%	48.9%	48.1%	47.5%	47.2%
销售净利率	21.9%	17.5%	16.1%	14.2%	12.7%
ROE	10.2%	6.8%	8.4%	10.0%	11.9%
ROIC	12.6%	9.0%	9.2%	10.0%	11.9%
营运效率					
销售费用/营业收入	13.5%	15.0%	14.9%	14.7%	14.5%
管理费用/营业收入	25.7%	22.6%	22.1%	21.7%	21.5%
财务费用/营业收入	-2.4%	-1.5%	-2.2%	-1.1%	-0.5%
投资收益/营业利润	4.4%	13.1%	7.8%	7.5%	7.7%
所得税/利润总额	10.4%	6.0%	9.7%	9.7%	10.0%
应收账款周转率	1.47	1.73	1.64	1.87	1.96
存货周转率	4.36	4.09	5.03	5.64	6.99
流动资产周转率	0.42	0.35	0.47	0.63	0.81
总资产周转率	0.36	0.31	0.40	0.53	0.69
偿债能力					
资产负债率	20.9%	19.8%	21.6%	24.2%	24.6%
流动比率	2.63	3.26	2.59	2.16	2.41
速动比率	2.41	2.89	2.25	1.85	2.09
每股指标（元）					
EPS	0.29	0.33	0.44	0.55	0.72
每股净资产	3.02	5.05	5.37	5.78	6.32
每股经营现金流	-0.53	1.22	-0.73	-0.36	-0.02
每股经营现金/EPS	-1.81	3.71	-1.67	-0.66	-0.03

估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
PE	95.10	84.84	64.05	50.33	38.64
PEG	4.03	2.83	1.48	1.13	0.86
PB	9.73	5.76	5.41	5.02	4.60
PS	20.33	14.43	10.07	6.96	4.80
EV/EBITDA	36.95	48.53	34.47	26.88	22.20
EV/SALES	12.19	13.49	9.62	6.75	4.66
EV/IC	7.43	8.30	6.61	5.61	5.03
ROIC-WACC	0.13	0.09	0.09	0.10	0.12

研究员介绍及承诺

刘深：北京大学光华管理学院 MBA/北京航空大学工学硕士，9 年 IT 从业经验，2008 年开始从事计算机行业分析工作，2011 年加盟长城证券。

赵悦媛：吉林大学理学硕士， 2015 年加入长城证券。

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级： 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘　璇：0755-83516231，18938029743，liux@cgws.com
李　丹：0755-83699629，18665289977，ldan@cgws.com
李嘉禾：0755-83516287，18201578698，lijiah@cgws.com
李小音：0755-83516187，18562591899，lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓：075583515203，13418560821，wulinman@cgws.com

北京联系人

赵　东：010-88366060-8730，13701166983，zhaodong@cgws.com
王　媛：010-88366060-8807，18600345118，wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133，18616891195，liss@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795，18611594300，yangxuchao@cgws.com
申　涛：010-88366060-8777，15801188620，shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314，18602109861，xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673，13795367644，xujl@cgws.com
凌　云：021-61683504，18621755986,，lingyun@cgws.com
王　一：021-61683504，13761867866，wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：http://www.cgws.com