

上市公司动态报告

长期持有

语音市场处于增长的初期

语音市场处于导入期向增长期的过渡阶段，目前已经有了一些进入增长期的苗头。

语音软件应用领域非常广泛，从消费电子产品到行业应用产品都需要语音软件，另外教具、学习用具、玩具等产品都需要用到语音软件。应用语音软件可以开发出全新的教具、学习用具和玩具，因此市场前景非常广阔。

科大讯飞在语音软件领域具有较强的竞争实力

在语音软件领域，科大讯飞的技术实力处于国际先进水平，公司多次在国际语音技术大赛中获得第一名。

在国内市场，科大讯飞的语音合成产品市场占有率达到 70% 以上。

公司的发展策略比较明确，一方面在技术上继续保持在国际上领先的水平，从中文技术向各种语言技术发展。从市场上，在积极推广授权软件的同时，发展最终产品，公司开拓的彩玲业务和教具业务就是这种策略的体现。

公司业绩出现加速增长的情况

科大讯飞的业绩出现了加速增长的情况，2008 年上半年公司的净利润只增长了 5%，第三季度净利润增长超过了 60%，公司公告 2008 年全年净利润将增长 30%—40%，这样第四季度的净利润也将是高速增长。公司的彩玲业务和教具业务都开始进入收获期，因此公司的业绩有可能进入增长期。

建议长期持有

科大讯飞适合长期持有，但是短期涨幅较大，有风险。

预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入（百万）	205.81	246.05	299.60	377.19
主营收入增长率	20.11%	19.55%	21.76%	25.90%
EBITDA（百万）	46.21	57.55	76.85	108.01
EBITDA 增长率	15.22%	24.54%	33.52%	40.55%
净利润（百万）	53.50	75.32	106.39	152.92
净利润增长率	52.21%	40.79%	41.26%	43.73%
ROE	31.58%	18.49%	22.09%	25.97%
EPS（元）	0.670	0.70	0.99	1.43
P/E	37.76	35.99	25.48	17.73
P/B	12.00	6.66	5.63	4.60
EV/EBITDA	42.91	31.92	30.88	21.62

科大讯飞（002230）

维持

增持

董志强

dongzhiqiang@csc.com.cn

010-85130966

分析日期：2009 年 01 月 08 日

当前股价：25.30 元

目标价格 6 个月：30.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
21.3/29.3	67.3/75.4	0.0/64.3
12 月最高/最低价（元）		39.75/0
总股本（万股）		10,717
流通 A 股（万股）		2,680
总市值（亿元）		27.11
流通市值（亿元）		6.78
近 3 月日均成交量（万）		68.07
主要股东		
中国建设银行-华宝兴业多策略		1.94%
增长证券投资基金		

股价表现



语音软件市场处于增长初期

1、语音技术产业是具有战略性的新兴产业

语音是人类获取信息最自然最便捷的方式，语音技术正在以其独特的魅力进入到人类日常生活的方方面面，让手机、电脑、玩具等电子产品能够像人一样能够听懂人类的语言，并且能够说出人类能够听懂的语言，提供全新的人性化的人机交流方式，把网上信息和金融、交通等各个行业的动态信息朗读出来，用语音软件进行语言教学、盲人阅读、文稿校对等，语音技术正在给人类的生活带来前所未有的便利。

语音技术广阔具有的应用前景，因此语音技术一直受到国际发达国家的重视，美国、欧洲、日本、韩国等政府均专门立项予以重点扶持，并投入重金设立了专项计划。美国国防高级研究计划局先后制定了两项语音技术研究计划。由于语音技术未来具有广阔的应用前景，许多国际著名厂商也非常重视，IBM、微软等公司都在很早就开始了语音技术研究。

2、语音技术的发展已经进入实用阶段，市场规模将快速增长

语音技术经过二十几年的发展，目前已经能够进入实用阶段。语音技术始于上世纪八十年代，在 2000 已经达到准实用水平，开始了实际应用，主要用于简单信息的播报。到 2005 年，语音技术已经发展到逼近自然人甚至播音员的发音水平，并且能够合成多种语气和语调。语音合成技术突破了对运算和存储的苛刻要求，能够实用在小资源环境下，这就为语音技术在手机、导航、IPOD 等设备中的应用提供了先决条件，为语音技术的大规模推广打下了技术基础。

随着技术的发展和突破，语音应用领域在不断扩大。语音技术正在移动终端、社会信息服务、网络信息搜索等领域得到广泛的应用。

3、国际市场快速增长

全球语音技术市场快速增长，到 2006 年全球语音技术市场达到 8.7 亿美元，复合增长速度达到 25% 以上。北美和欧洲是目前最大的语音技术市场，亚太地区是成长最快速的市场。

4、我国语音市场刚刚起步。

我国的语音市场刚刚起步，市场容量到 2007 年只有 1 亿元左右，科大讯飞占了主要的市场份额。

目前中文语音技术市场还处于培育阶段，根据赛迪顾问的研究，中文语音技术市场未来几年将以 40% 左右的增长速度发展，目前主要的应用领域是电信、金融、旅游、社保等领域和手机、电子词典、学习机等消费电子产品。

语音技术除了可以在上述领域应用，还可以广泛应用于普通话和英语教学领域，这对提高边远地区的普通话和英语教学水平将起到极大的促进作用。公司正在开发这个领域的产品。

另外语音技术在网络媒体领域发挥重要作用，目前网络上的小说、故事、笑话、新闻等如果能够转化成语音形式，将极大的提高网络媒体的吸引力，公司在这个领域也有比较大的发展前景。

总的来看语音技术市场前景非常广阔，但是目前语音技术在各方面的应用还处于起步阶段，市场的发展还需要耐心的培育。语音技术是应用潜力非常广阔的技术，微软、IBM 等国际 IT 巨头都投入巨资进行开发，市场应用一旦爆发，公司的利润将爆发式增长。

科大讯飞在语音市场处于绝对领先地位

中文语音技术分为语音合成技术和语音识别技术，目前主要应用体现在语音合成领域，语音合成市场占语音技术市场的 83.3%，语音识别市场只占 16.7%。科大讯飞在语音合成市场的占有率是 73.4%（数据来源：公司招股说明书）。

科大讯飞取得今天的市场地位主要通过以下三个方面的策略：

首先公司整合了国内语音技术研究资源，公司同清华大学、中科院声学所、中国科技大学分别进行合作研究，将国内主要的研究资源进行整合，站在国内语音技术研究的最高端。

其次公司在语音技术应用方面走在国内最前面，公司的语音技术已经应用在电信、金融、旅游、社保、税务、电力等行业，另外在消费电子类产品如：手机、学习机、导航终端等领域都已经有所应用，公司已经走在了语音技术同实际应用相结合的最前端。

第三公司是国内语音技术标准制订的主要参与者，公司参与了国内大部分语音技术标准的制订，通过参与标准的制订，可以使公司在市场地位方面取得优势。

我们认为科大讯飞具备了在中文语音技术市场保持持续领先地位的能力，我们看好科大讯飞在中文语音市场的发展前景。

顶天立地的发展策略保证了公司将持续稳定发展

科大讯飞制定了顶天立地的发展策略。

顶天的含义是公司要在语音技术领域继续保持国际领先水平，公司将继续加强在语音技术研究领域的投入，保持公司在这一领域的优势地位，为公司发展市场应用产品提供技术保障。

立地的含义是公司要开发终端实用产品。单纯的靠授权软件无法保证公司的业绩高速增长，也无法保持公司市场地位。公司在开展授权软件业务的同时，积极开发语音技术实用产品，目前公司已经退出的实用产品有彩玲搜索业务和语音教具产品，这两项业务已经取得了初步的成果，将成为公司未来主要的利润增长点。公司还将根据市场情况开发其他产品和服务，以实现语音技术的更加广泛的应用，为公司进一步发展打下良好的基础。

顶天立地的发展策略是一项兼顾长期利益和短期利益的发展策略，这是科大讯飞区别于传统的研究机构的地方，科大讯飞既能够在技术水平上达到国际先进水平，又能够将这一技术市场化、商品化，实现其市场价值。我们看到国内的民营企业已经能够将研究和市场开拓有机的结合在一起。

业绩开始高速增长

1、2008 年上半年净利润只增长 5%

科大讯飞上半年收入增长 5.5%，净利润同比增长 5.19%，表面上看公司的业绩没有达到市场的预期。但是公司为未来的长期发展打下了良好的基础。

在语音核心技术研究方面公司又取得了新的进展，公司在国际英文合成大赛上第三次夺冠，表明公司在语音合成技术上已经取得了稳固的国际领先地位。在语音软件支撑领域取得稳定的发展，公司新发布了两项支撑软件系统：电话语音识别系统和轻量级智能语音识别系统，有多家合作伙伴测试后决定使用。面向中小学英语和普通话教学的有声教具系统已经通过了鉴定。以上这些进展尽管不能带来当期的效益，但是为公司未来的发展奠定了很好的基础。公司在中报中披露，公司的业绩下半年将明显提速，预计前三季度净利润增长 10%—30%。

2、第三季度净利润增长 66%

科大讯飞 2008 年第三季度主营收入增长 65.28%，净利润增长 66.07%。使得今年前三季度公司的收入和净利润都增长了 25%。同上半年净利润只增长 5%的情况相比，公司的业绩出现了较大幅度的增长。公司净利润大幅度好转的主要原因是嵌入式语音软件产品和电信语音搜索业务收入实现了较大幅度的增长。

3、2008 年第四季度依然高速增长

公司在三季报中预测，2008 年全年公司的净利润将增长 30%—40%。业绩增长的主要原因是：除了上面提到的嵌入式软件和语音搜索软件高速增长外，公司新产品语音教具产品和普通话评测业务进展顺利，可以带来新的利润增长。

由于前三季度公司的业绩只增长了 25%，全年要想实现 30%—40%的增长，第四季度公司的净利润必须增长 50%以上。

由此可见科大讯飞的业绩已经出现了高速增长的情况。

4、未来几年公司的净利润将保持 30%—50%的速度增长

我们作出这样的判断是基于对公司的几项主要业务的判断：

嵌入式授权软件已经开始高速增长，随着市场的扩大，依然会保持 50%左右的增长速度。

彩玲搜索业务进入收获期。

智能教具业务 2008 年开始实现销售，2009 年继续发展。

电信行业用语音授权软件由于 3G 的建设依然保持高速增长。

根据上面的判断，我们预测 2008 年、2009 年和 2010 年科大讯飞的每股收益分别是 0.70 元、0.99 元和 1.43 元。

估值

1、PEG 估值法

科大讯飞是一家成长性公司，适合于采用 PEG 估值法进行估值，公司未来几年的业绩增长潜力是 30%—50%，因此公司的市盈率应该定位在 30—50 倍，我们预测公司 2009 年的每股收益是 0.98 元，因此我们认为公司合理的定位是 30—50 元，但是考虑到目前的市场环境，我们取上述范围的下限。

根据 PEG 估值法，科大讯飞的合理定位是 30 元。

2、DCF 绝对估值法

我们采用 DCF 估值方法，对公司进行估值，采取的主要假设如下

表 1：估值假设

单位：xx

假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	25.00%
长期增长率	5.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率 Rf	5.00%
β	1.33
Rm	11.00%
Ke	12.98%
税率	3.25%
Kd	0.00%
Ve	2,593.68
Vd	0.00
WACC	12.98%

我们得到的估值结果如下：

表 2：估值

单位：xx

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	288.74	8.59%
第二阶段	935.85	27.86%
第三阶段（终值）	2,134.98	63.55%
企业价值 AEV	3,359.57	100.00%
+ 非核心资产价值	354.22	10.54%

—少数股东权益	2.60	-0.08%
—净债务	0.00	0.00%
总股本价值	3,711.19	110.47%
股本（百万股）	128.40	
每股价值（元）	29.90	

根据以上绝对估值和相对估值计算，我们认为科大讯飞的合理定位在 30 元比较合适。

增持评级、建议择机买入并长期持有

科大讯飞是一家处于增长初期的公司，公司在语音技术领域处于国际先进水平，我们认为这是一家可以长期持有的公司，建议在合适的时机买入并长期持有。

鉴于公司股价短期内已经涨幅很大，我们给出增持的评级。

风险分析

投资科大讯飞的风险包括市场风险和经营风险两个方面：

市场风险方面，公司短期内涨幅比较大，有一定的回调压力。另外 2009 年 5 月 12 日，公司有 2900 万股的限售股上市，对市场是一个压力。

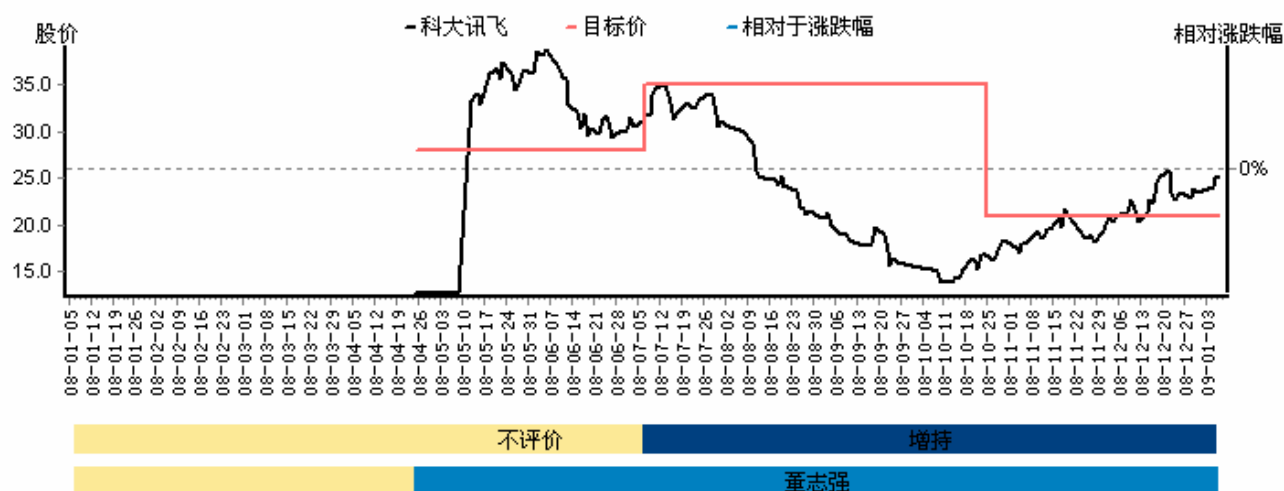
公司经营上，语音市场处于发展初期，市场开拓还需要过程，市场的开发速度存在较大的不确定性。

另外公司扩张期，公司的人才、管理方方面面都将面临比较大的考研。

报表预测

	2006A	2007A	2008F	增长率	2009F	增长率	2010F	增长率
利润表 (万元)								
主营业务收入	171.36	205.81	246.05	19.55%	299.60	21.76%	377.19	25.90%
主营业务利润	100.85	118.44	137.79	16.34%	161.78	17.41%	192.37	18.90%
其他业务利润	12.19	17.75	21.23	19.55%	25.85	21.76%	32.54	25.90%
营业费用	16.97	27.02	32.30	19.55%	39.33	21.76%	49.51	25.90%
管理费用	3.83	2.90	(0.90)	N/A	(3.33)	N/A	(3.57)	N/A
财务费用	(1.53)	0.04	0.06	50.00%	0.09	50.00%	0.14	50.00%
营业利润	32.20	39.22	53.27	35.84%	73.10	37.22%	102.76	40.57%
投资收益	37.24	55.36	77.85	40.63%	109.97	41.26%	158.06	43.73%
利润总额	2.09	1.80	2.53	40.63%	3.57	41.26%	5.14	43.73%
净利润	35.15	53.56	75.32	40.63%	106.39	41.26%	152.92	43.73%
NOPLAT	35.15	53.50	75.32	40.79%	106.39	41.26%	152.92	43.73%
资产负债表 (万元)								
流动资产	73.24	93.23	327.26	251.01%	337.86	3.24%	376.36	11.39%
货币资金	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
短期投资	84.78	91.68	109.61	19.55%	133.46	21.76%	168.02	25.90%
应收帐款	0.36	1.09	3.85	252.82%	7.08	84.13%	10.93	54.33%
其他应收款	22.53	6.48	7.54	16.34%	8.85	17.41%	10.52	18.90%
存货	184.59	202.74	461.17	127.47%	506.21	9.77%	590.20	16.59%
长期投资	34.86	67.75	105.53	55.76%	148.46	40.68%	189.64	27.74%
固定资产	219.45	270.49	566.70	109.51%	654.67	15.52%	779.84	19.12%
无形资产	48.00	40.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
总资产	16.04	15.82	18.15	14.75%	21.31	17.41%	25.34	18.90%
无息负债	1.48	2.21	3.10	39.88%	4.17	34.71%	5.52	32.44%
有息负债	72.79	86.72	144.84	67.02%	152.99	5.62%	163.35	6.77%
少数股东权益	19.81	11.78	18.91	60.45%	24.26	28.32%	32.02	31.98%
股东权益	0.00	2.60	2.60	0.00%	2.60	0.00%	2.60	0.00%
净营运资本	126.85	169.39	407.25	140.43%	481.72	18.29%	588.77	22.22%
投入资本 IC	111.80	116.02	316.32	172.65%	353.22	11.67%	426.85	20.84%
现金流量表 (万元)								
净利润	35.15	53.56	75.32	40.63%	106.39	41.26%	152.92	43.73%
折旧摊销	4.08	4.10	0.00	N/A	7.07	N/A	8.82	24.77%
净营运资金增加	43.40	4.22	200.31	4650.31%	36.90	-81.58%	73.62	99.52%
经营活动产生现金流	35.53	35.72	59.21	65.74%	83.75	41.45%	122.90	46.74%
投资活动产生现金流	(7.57)	(50.14)	(42.75)	N/A	(49.91)	N/A	(49.86)	N/A
融资活动产生现金流	(1.30)	214.66	217.57	1.35%	(23.24)	N/A	(34.55)	N/A
现金净增 (减)	26.66	200.25	234.03	16.87%	10.60	-95.47%	38.49	262.99%

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

董志强，计算机行业高级分析师，有 10 年计算机行业研究经验，《新财富》最佳分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010