

科大讯飞(002230.SZ)

新产品助力语音业务快速发展

惠毓伦 计算机/国防行业 首席研究员
 电话: 020-87555888-323
 eMail: hyl6@gf.com.cn

识别产品正在测试, 畅言教育产品已经进入规模应用阶段

公司新一代电话语音识别产品—InterReco 目前正在华为进行产品测试, 预计 2009 年中期测试结束, 该识别产品一旦被采用, 将成为公司今年重要的利润增长点。目前 3 万套畅言智能语音教具系统已在安徽省英语课堂教学中广泛使用, 畅言产品潜在市场较大。

2009 年仍将保持快速增长

嵌入式语音、彩铃/炫铃语音搜索电信增值业务、普通话评测等业务领域仍将保持 50% 以上快速增长, 电信级语音将加快增长, 不断推出的语音识别产品将成为新的增长点。

维持买入评级

公司 2009、2010 和 2011 年全面摊薄 EPS 分别为 0.924、1.260 和 1.725 元, 对应 2009、2010 和 2011 年动态市盈率分别为 37.09 倍、27.20 倍和 19.87 倍, 考虑到公司在行业中的独特优势地位, 维持买入的投资评级, 12 个月内合理目标位 43.00 元。

风险提示

主要风险为作为新兴产业的语音应用存在增长不确定性的风险和快速扩张后的管理风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	205.81	257.55	330.19	422.15	540.53
EBITDA(百万元)	58.25	82.54	100.65	149.73	213.85
净利润(百万元)	53.50	69.87	99.04	135.04	184.88
净利润增长率	52.21%	30.61%	41.75%	36.34%	36.91%
每股收益(元)	0.670	0.710	0.924	1.260	1.725
市盈率	0.00	33.10	37.09	27.20	19.87
市净率	0.00	4.75	6.77	5.96	5.60
EV/EBITDA	0.00	38.26	20.34	14.35	10.08
每股红利(元)	0.00	0.00	0.20	0.36	0.50
股息率(%)	0.00	0.00	0.50	1.00	1.40

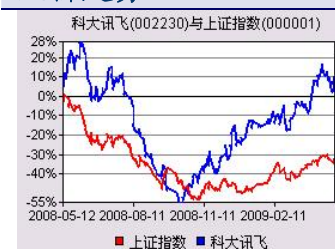
来源: 科大讯飞信息科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	34.27
目标价格(元)	43.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	1.71%	24.41%	9.96%
上证综指	3.48%	26.95%	-24.49%

股票数据

总股本(万股)	10,716.60
流通 A 股(万股)	2,680.00
主要股东:	
上海广信科技发展有限公司	
主要股东持股比例	13.24%
流通 A 股比例	25.01%

财务比率

ROE	13.17%
ROA	11.71%
资产负债率	11.12%
每股净资产(元)	4.95

2008 年报数据。

识别产品正在测试，将成为 09 年增长点

2008年6月5日，科大讯飞宣布正式发布具有国际领先水平的新一代电话语音识别产品—InterReco。公司将通过语音识别核心技术、电话语音识别产品、专业的技术支持服务，加大拓展语音识别在电信级环境中应用的广度和深度。科大讯飞新一代电话语音识别产品可应用于呼叫中心、电信增值服务、语音搜索等方面。

针对语音识别应用中面临的方言口音、背景噪声等问题，InterReco基于实际业务系统收集了涵盖不同方言和不同类型背景噪声的海量语音数据，通过目前最新的区分性训练方法进行语音建模，使语音识别系统在复杂应用环境下拥有良好的效果表现。InterReco电话语音识别产品采用分布式架构，延续了讯飞语音平台的高稳定特性，能够满足电信级应用的高可靠性要求。

该产品目前正在华为进行产品测试，预计2009年中期测试结束，2008年由于运营商重组，公司电信平台产品仅出现小幅增长，因此该识别产品一旦被采用，将成为公司今年重要的利润增长点。

畅言教育产品已经进入规模应用阶段

科大讯飞畅言教育产品包括畅言读书笔、畅言智能语音教具和畅言英语通，这些产品融合了科大讯飞公司语音合成和自动口语评测这两项世界顶级关键核心技术。

目前3万套畅言智能语音教具系统已在安徽省英语课堂教学中广泛使用，而畅言读书笔是畅言智能语音教具系统的个人版，它是由科大讯飞组织中外教育专家、语音处理专家和心理学家参与设计，针对中小学生学习特点研制的。它让英语课本开口说话，并配以强大的“听、说、读学习软件”，全面调动学生的“眼看、耳听、口说、手动、脑记”五大感官，充分激活学习兴趣，使英语学习不再枯燥乏味。畅言读书笔以携带方便、同步学习、点读精准、发音地道等综合优势弥补了当前市场上同类产品的不足，同时与畅言智能教具互为补充，让学生学习起来更轻松。

畅言英语通则是一款全新的智能英语学习软件，它紧密围绕教学大纲，以课程为主线，创造标准英语环境，通过一对一的学习辅导、测试指导、口语互动和听力训练，同时辅以丰富的习题库支持，将电脑真正变成学生的学习工具和辅导老师，有助于中小学生学习英语水平的全面提升。

基于中国部分省市英语和语文教师发音水平的现状，畅言智能语音教具系统能有效提高发音水平，弥补现有发音的不足，有效提高教学水平。

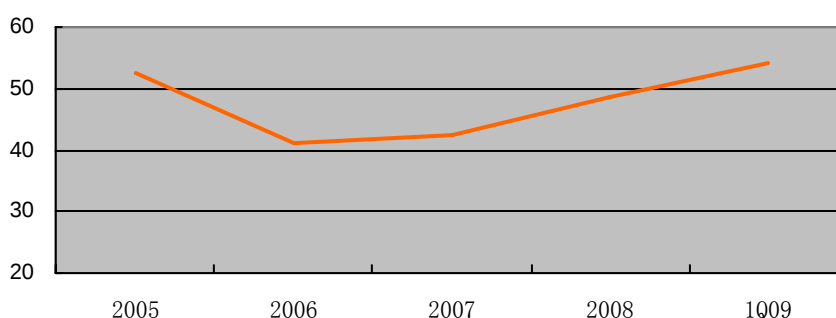
该产品需求量大，一旦在全国普及，预计收入将出现爆发性增长。

2009 年一季度出现快速增长

公司2009年第一季度实现营业收入4557 万元，同比2008年增长25.22%；利润总额7748.94 万元，同比增长39.98%；归属于上市公司股东的净利润733 万元，同比增长115.77%。收入增长较快的是语音搜索电信增值业务，销售收入同比增长超过400%，语音支撑软件增长平稳。从盈利能力看，综合毛利率为54.14%，同比2008年第一季度上升14.08%，由于没有公布分产品的毛利率，还无法判断毛利率大幅上升的原因，由于第一季度数据，估计是由于产品结构造成的。

图1：毛利率走势

单位：%



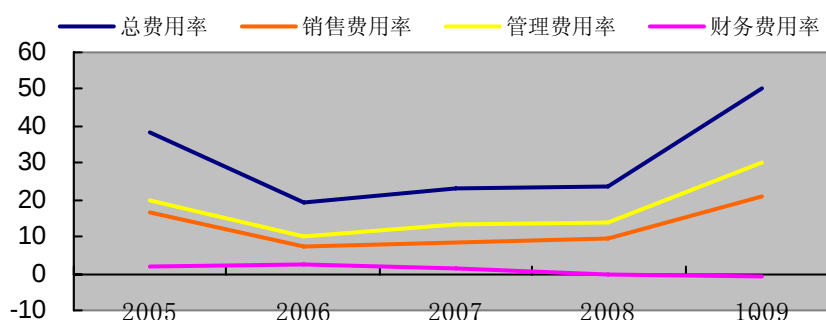
数据来源：公司报表

预计2009年电信级语音平台、电信语音增值产品等增长速度将有所加快，因此综合毛利率将继续保持上升的趋势。

2009年第一季度公司总费用率为50.13%，与2008年第一季度相比大幅上升了12.33%，其中销售费用率、管理费用率均明显，而财务费用率明显下降的原因是公司2008年IPO募集资金后新增利息收入。

图2：费用率走势

单位：%



数据来源：公司报表

公司总费用率走势具有年度内按季度累计递减的特点，一般是第一季度最高，第二、三季度逐步下降，年底最低。

近几年总费用率基本保持稳定，由于公司处于快速发展期，销售费用和

管理费用仍有不断增长的要求，随着募集资金的逐步使用，财务费用也有不断上升的可能，预计年度总费用率仍有小幅上升的可能。

2009年仍将保持快速增长

语音支撑软件方面，嵌入式语音软件业务继续保持快速发展的态势，随着在导航、学习机、手机等主流应用领域应用不断深入，预计仍将保持50%以上增长幅度；随着运营商重组结束及3G投入的不断加快，2009年电信级语音软件应用增长将明显提高，将成为2009年的一个重要的利润增长点。

公司语音搜索电信增值业务和普通话口语评测及教学业务进展顺利。语音搜索电信增值业务在原有运营点的不断成熟和新业务上线推动的基础上，完成新建广东、湖南、山东、云南等七个联通省级运营点和八个移动省级运营点，借助运营商重组的机会，将原先为联通C网用户的服务转移至中国电信；同时新推出“新闻彩铃/炫铃”、“历史上的今天”、“哼唱检索”等新业务，在2008年销售收入比去年同比增长超过50%的基础上，预计2009年增长速度将继续加快。

普通话口语评测技术推广进展顺利，目前国家语委已经批准在安徽、上海、江苏、辽宁、重庆五个省、直辖市正式使用，并在山东、天津等多个省份试点。面向中小学英语和普通话教学推出的“畅言有声教具”系统业务进展情况良好，由于基数较低，预计该项业务将继续保持50%以上的增长速度。

公司在语音支撑软件市场的绝对领先地位持续保持的基础上，公司电话语音识别系统InterReco预计2009年下半年投入使用，语音识别产品的不断推出，将明显提高公司产品综合竞争力，有助于形成更多的利润增长点。

图3：科大讯飞语音嵌入式主要应用行业



数据来源：科大讯飞

维持买入投资评级

公司2009年仍将保持快速增长，根据我们的盈利预测，公司2009年、2010年和2011年全面摊薄EPS分别为0.924元、1.260元和1.725元，对应2009年、2010年和2011年动态市盈率分别为37.09倍、27.20倍和19.87倍，再考虑到公司在行业中的独特优势地位，维持买入的投资评级，12个月内合理目标位43.00元。

风险提示

新兴产业增长不确定性风险

语音产业目前正处于规模化增长的导入期，实际规模增长过程中将受到一些不确定因素的影响。

快速扩张后的管理风险

公司的业务规模迅速扩大，对公司管理层的管理与协调能力提出了更高的要求。历史经验表明，一个公司在快速扩张过程中能否保持管理水平的同步提高是公司稳步发展的重要前提，因此公司面临着快速扩张后的管理风险。

业绩预测

表1：主要产品收入增长/毛利率预测假设 单位：%

产 品	2009E		2010E		2011E	
	增长	毛利率	增长	毛利率	增长	毛利率
语音支撑软件	32.0	93.0	26.0	94.0	36.0	95.0
行业应用	64.0	73.0	50.0	73.0	38.0	75.0
信息工程及服务	5.0	15.0	8.0	13.0	10.0	11.0

数据来源：广发证券发展研究中心

表2: 利润表

单位: 百万元

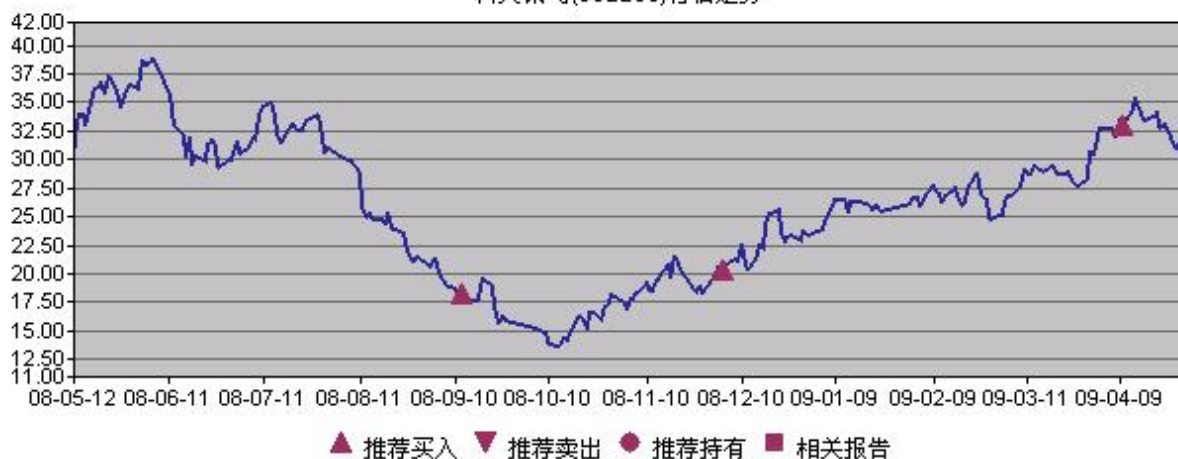
项目(单位: 百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业利润					
营业收入	206	258	330	422	541
减: 营业成本	118	133	152	181	212
减: 营业税金及附加	2	3	4	6	7
减: 销售费用	18	25	35	43	55
减: 管理费用	27	36	52	64	82
减: 财务费用	3	-1	-7	-5	-4
减: 资产减值损失	-2	1	1	1	1
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
加: 投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	39	60	93	133	189
二、利润总额					
加: 营业外收入	16	19	18	19	19
减: 营业外支出	0	1	1	1	1
加: 其他	0	0	0	0	0
利润总额	55	77	110	150	206
三、净利润					
减: 所得税	2	7	11	15	21
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
净利润	54	70	99	135	185
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	54	70	99	135	185
总股本(万股)	80.37	107.17	107.17	107.17	107.17
基本每股收益(元)	0.666	0.710	0.924	1.260	1.725
稀释每股收益(元)	0.666	0.710	0.924	1.260	1.725
摊薄每股收益(元)	0.666	0.650	0.924	1.260	1.725

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

科大讯飞(002230)行情走势



相关研究报告

科大讯飞 2009 年仍将保持快速增长	惠毓伦	2009-04-10
科大讯飞语音产业进入快速增长阶段	惠毓伦	2008-12-04
科大讯飞智能语音技术领先提供商	惠毓伦	2008-09-12

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

地址	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	200120

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。