

# 估值过高，业绩回归继续等待时间

——科大讯飞（002230）三季度财报点评

2009 年 10 月 26 日

中性/下调

科大讯飞

财报点评

王玉泉

计算机行业分析师

wangyq@dxzq.net.cn

010-6650 7334

## 事件：

公司三季报显示，2009 年 1-9 月间实现营业收入 1.9 亿、利润总额 0.38 亿，分别同比增长 21.1% 和 22.4%；归属上市公司股东净利润为 0.47 亿，同比增长 22%。09 年前三季，公司实现每股收益 0.29 元。

## 公司分季度财务指标

| 指标         | 08Q1     | 08Q2  | 08Q3   | 08Q4   | 09Q1   | 09Q2   | 09Q3   |
|------------|----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 36.39    | 88.98 | 156.90 | 257.55 | 45.57  | 110.16 | 189.94 |
| 增长率（%）     | 84.44    | 5.49  | 25.08  | 25.14  | 25.22  | 23.79  | 21.06  |
| 毛利率（%）     | 40.06    | 51.21 | 48.41  | 48.55  | 54.14  | 56.89  | 59.02  |
| 期间费用率（%）   | 37.80    | 30.66 | 27.25  | 23.54  | 50.13  | 37.51  | 37.17  |
| 营业利润率（%）   | 0.76     | 19.23 | 19.84  | 23.14  | 2.41   | 16.62  | 20.01  |
| 净利润（百万元）   | 3.40     | 21.96 | 38.70  | 70.07  | 7.33   | 26.57  | 47.05  |
| 增长率（%）     | 3,397.74 | 5.19  | 25.38  | 30.61  | 115.77 | 22.45  | 22.05  |
| 每股盈利（季度，元） | 0.04     | 0.24  | 0.41   | 0.71   | 0.07   | 0.17   | 0.29   |
| 资产负债率（%）   | 33.86    | 8.16  | 8.59   | 11.12  | 8.51   | 9.19   | 21.74  |
| 存货周转率（%）   | 3.11     | 5.58  | 8.77   | 16.30  | 1.89   | 5.36   | 5.78   |
| 应收帐款周转率（%） | 0.37     | 0.92  | 1.73   | 2.69   | 0.44   | 1.07   | 1.68   |

## 评论：

### 积极因素：

- ❑ 公司毛利大幅增长。报告期内，公司营业收入增长**21.1%**，净利润同比增长**22.1%**，毛利率同比增长**47.6%**，较去年同期提升**10.6**个百分点。毛利率的大幅提升与公司高毛利率的语音产品快速增长有直接的关系，这种趋势在未来几年依然可以期待。
- ❑ 技术优势继续扩大。公司在**6**月底结束的**NIST**国际语种识别评测大赛中夺得高难度混淆方言测试冠军、通用测试指标亚军，表明公司在国际语音技术领域已经取得了全面领先地位。
- ❑ 多项业务具备爆发性增长潜力。公司电信级语音识别产品已初步通过华为、**AVAYA** 的测试，有望加速推广；嵌入式语音软件在智能玩具、益智类电子产品上完成研发和试产，拓展了一批新的合作伙伴；语音搜索电信增值业务新开发了数款**3G** 音乐语音搜索产品，并已进行试点应用；普通话口语评测考试业务目前已在安徽、江苏、上海、辽宁全面实施机测，为下一步全面推广应用打下了良好基础。

**消极因素:**

- ❑ 期间费用率增加较快。从06年起，公司的费用率持续上升，报告期内，公司的期间费用率同比增加了10个百分点，这是由于公司处于快速增长期，销售费用和管理费用持续在增加，同时，随着募集资金的逐步使用，财务费用也开始增加。
- ❑ 存货周转率有所降低。随着公司各种新产品逐渐推出，公司的存货周转率也开始逐渐降低，这在一定程度上对公司的现金流也产生了一定的负面作用。
- ❑ 7月份股价大幅飙升对估值产生了较大压力，目前估值依然过高。

**业务展望:**

我们认为，由于公司诸多业务和产品均处于市场启动前期，随着消费者认知度的提升和人类社会日益向智能化信息化发展，公司主要产品和业务快速增长将逐步成为现实。

**盈利预测**

我们预测公司 09-11 年的每股收益为 0.47 元、0.65 元和 0.79 元，对应 09-11 年的 PE 分别为 73 倍、53 倍和 43 倍。

**投资建议:**

尽管我们看好公司的长期发展潜力及其语音相关技术产品潜在的爆发性，但由于公司股价近期涨幅巨大，估值水平已经达到合理估值水平的上限，因此我们暂时下调公司评级至中性，等待业绩增长带来的估值回归。

**盈利预测和估值**

| 万元          | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 20,480 | 28,929 | 53,180 | 80,706 |
| (+/-)%      | 22.7%  | 41.3%  | 83.8%  | 51.8%  |
| 经营利润 (EBIT) | 7,106  | 7,566  | 13,509 | 19,008 |
| (+/-)%      | 28.0%  | 6.5%   | 78.5%  | 40.7%  |
| 净利润         | 6,933  | 7,296  | 11,136 | 16,128 |
| (+/-)%      | 38.0%  | 5.2%   | 52.6%  | 44.8%  |
| 每股净收益 (元)   | 0.36   | 0.38   | 0.58   | 0.84   |

资料来源：东兴证券

**分析师简介****王玉泉**

清华大学学士、硕士、博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。