

刘亮 楼鸿强

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

**汉王科技（002362）****智能识别龙头，电子阅读新贵**

——新股定价报告

**无评级（首次）****市场数据**

| 报告日期        | 2010-2-10 |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元)      |           |
| 52周最高/最低(元) |           |
| 总股本(百万股)    | 80.05     |
| 流通股本(百万股)   | 0.00      |
| 总市值(百万元)    |           |
| 流通市值(百万元)   |           |
| 净资产(百万元)    | 246.21    |
| 总资产(百万元)    | 614.58    |

**主要财务指标**

| 会计年度       | 2009   | 2010E  | 2011E | 2012E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 582    | 1251   | 2118  | 3094  |
| 同比增长(%)    | 154.6% | 115.1% | 69.3% | 46.1% |
| 净利润(百万元)   | 86     | 141    | 202   | 266   |
| 同比增长(%)    | 186.0% | 64.5%  | 43.7% | 31.4% |
| 毛利率(%)     | 50.7%  | 45.3%  | 39.6% | 33.3% |
| 净利率(%)     | 14.7%  | 11.3%  | 9.6%  | 8.6%  |
| 净资产收益率(%)  | 34.8%  | 9.6%   | 12.2% | 13.8% |
| 每股收益(元)    | 0.80   | 1.31   | 1.89  | 2.48  |
| 每股经营现金流(元) | 1.07   | 0.87   | 0.74  | 0.73  |

**投资要点**

- **电子书成为公司业绩新亮点。**公司 2009 年电子书阅读器实现销售收入 3.9 亿元，占公司主营收入的 68.34%，贡献毛利 62.69%。
- **全球电子书市场正处于高速增长期。**预计 2009-2013 年全球电子书市场 CAGR 超过 60%。2009 年国内电子书阅读器销量约 50 万台，预计 2010 年有望爆发增长至 300 万台，占全球销售量的近 30%。
- **汉王电子书具备竞争优势。**公司是国内最早推出电子书阅读器的厂商，国内市场占有率第一，拥有先发优势和品牌优势。公司成功将手写识别技术结合入电子书产品，具备技术互补优势。
- **数字版权运营值得期待。**公司积极介入数字版权运营平台建设，采取“开放平台”策略吸引出版商加盟合作，预计 2010 上半年将有 10 万册电子书进入汉王书城，内容服务将有可能成为公司新业务。
- **智能识别行业龙头。**智能识别技术应用领域广阔，发展空间巨大。公司在手写识别、OCR 两条产品线上具备全球领先的核心技术，国内市场占有率高达 70%左右。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司 2010-2012 年摊薄 EPS 分别为 1.31 元、1.89 元、2.48 元，考虑公司未来几年的快速成长性，我们认为公司合理估值应该在 35-40 倍，对应 10 年股价为 45.85-52.40 元。我们认为公司 41.9 元的发行价合理，建议投资者积极申购。

## 目 录

|                                   |        |
|-----------------------------------|--------|
| 投资概要 .....                        | - 3 -  |
| 1、公司基本情况 .....                    | - 4 -  |
| 2、电子书：近期看阅读器，未来看数字版权运营 .....      | - 5 -  |
| 2.1 电子书阅读器风靡全球 .....              | - 5 -  |
| 2.2 电子书阅读器不会“昙花一现” .....          | - 5 -  |
| 2.3 汉王电子书具备竞争优势 .....             | - 6 -  |
| 2.4 数字版权运营未来可期 .....              | - 6 -  |
| 3、智能识别行业龙头 .....                  | - 8 -  |
| 3.1 应用领域广阔，国内市场潜力巨大 .....         | - 8 -  |
| 3.2 公司是行业龙头，竞争优势明显 .....          | - 8 -  |
| 4、募投项目分析 .....                    | - 9 -  |
| 5、盈利预测与估值 .....                   | - 9 -  |
| 5.1 盈利预测 .....                    | - 9 -  |
| 5.2 估值分析 .....                    | - 10 - |
| <br>                              |        |
| 图 1、本次发行后公司股权结构 .....             | - 4 -  |
| 图 2、公司各业务收入构成 .....               | - 4 -  |
| 图 3、公司各业务毛利构成 .....               | - 4 -  |
| 图 4、2010-2013 年全球电子书市场预测 .....    | - 5 -  |
| 图 5、电子书产业链 .....                  | - 6 -  |
| <br>                              |        |
| 表 1、电子纸技术更适合阅读需求 .....            | - 5 -  |
| 表 2、未来 5 年我国智能识别细分市场容量及增速预测 ..... | - 8 -  |
| 表 3、公司募投项目概况 .....                | - 9 -  |
| 表 4、公司各业务盈利预测 .....               | - 9 -  |
| 表 5、公司盈利预测结果 .....                | - 10 - |
| 表 6、国内可比公司估值情况 .....              | - 10 - |
| 附表 .....                          | - 11 - |

## 投资概要

### 1、估值及投资建议

公司是国内智能识别龙头企业，在手写识别技术、OCR 技术等领域达到国际领先水平，产品市场占有率高达 70% 左右。公司电子书阅读器具备竞争优势，是公司未来几年业绩主要增长点。公司发展战略清晰，数字版权运营业务有望成为公司未来新亮点。

预计公司 2010-2012 年摊薄 EPS 分别为 1.31 元、1.89 元、2.48 元，考虑公司未来几年的快速成长性，我们认为公司合理估值应该在 35-40 倍，对应 10 年股价为 45.85-52.40 元。我们认为公司 41.9 元的发行价合理，建议投资者积极申购。

### 2、关键假设

假设电子书阅读器业务 10 年开始放量增长，2010-2012 年销售收入增长率分别为 150%、80%、50%。由于电子书市场竞争趋于激烈，产品毛利率可能下滑较快，假设 2010-2012 年电子书阅读器毛利率分别为 38%、33%、30%。

### 3、股价表现催化剂

- 公司推出的电子书阅读器销售超预期或者公司成功开发出新的电子阅读器产品
- 电子书数字版权运营平台成功运营

### 4、风险提示

- 电子书阅读器市场的竞争激烈程度可能超出预期，公司电子书产品的毛利率下滑速度可能超过市场预期。
- 公司数字版权运营平台的发展战略有待考验，产业链各环节均存在实力较强的潜在竞争对手，而电子书盗版问题以及国内消费者付费下载的消费习惯可能在短期内难以解决。

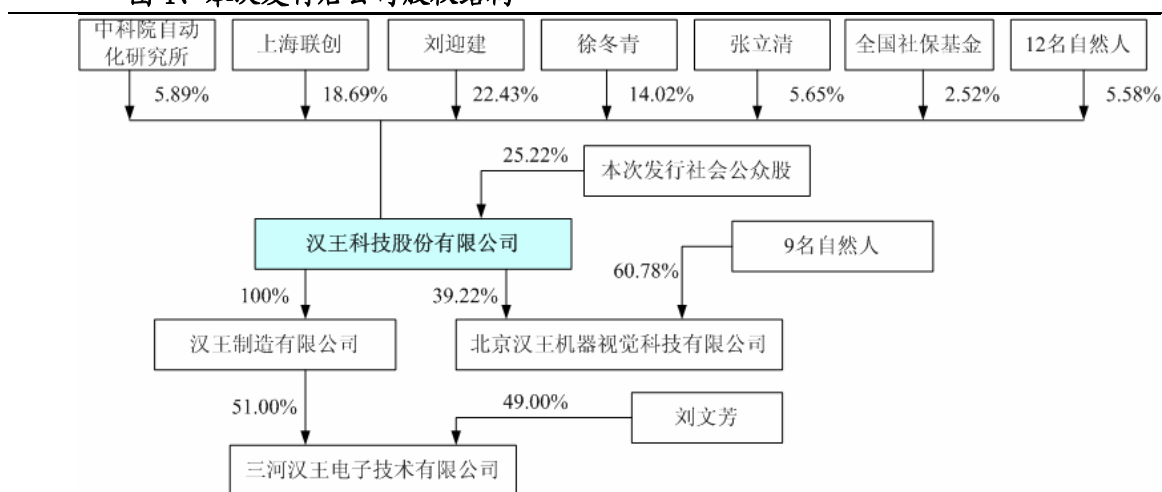
## 1、公司基本情况

汉王科技成立于 1998 年 9 月，主要从事“以模式识别为核心的智能人机交互”技术开发与应用，拥有多项自主核心技术，是国家规划布局内重点软件企业，先后多次承担国家级项目及行业标准制定。2006 年“汉王”商标被评为中国驰名商标，2009 年汉王电子书阅读器 N516 获得科技部“国家自主创新产品奖”。

### ● 股权结构

公司发行前总股本为 8005.14 万股，创始人刘迎建先生及其妻子徐冬青女士合计持有 3902.51 万股，占发行前总股本的 48.75%，为公司实际控制人。本次发行 2700 万股，占发行后总股本的 25.22%。

图 1、本次发行后公司股权结构

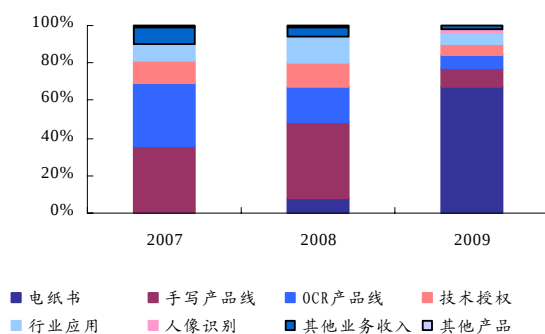


数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

### ● 电子书成为业绩新亮点

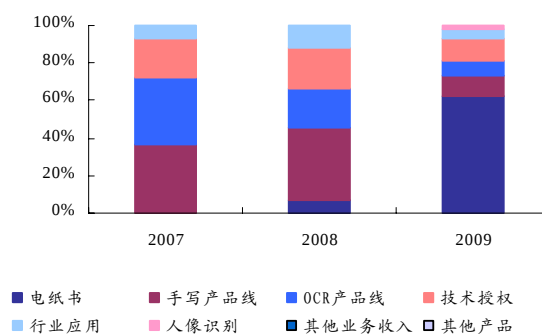
公司一直专注于“以模式识别为核心的智能人机交互”领域，主要为手写产品线与 OCR 产品线。公司 2008 年 10 月开始推出电子书产品，2009 年实现销售收入 3.9 亿元，占主营收入的 68.34%，毛利占比为 62.69%，成为公司业绩新亮点。

图 2、公司各业务收入构成



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

图 3、公司各业务毛利构成



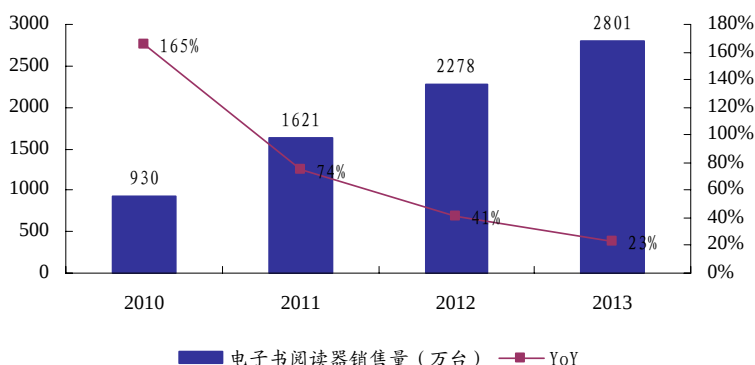
数据来源：Wind，兴业证券研发中心

## 2、电子书：近期看阅读器，未来看数字版权运营

### 2.1 电子书阅读器风靡全球

电子书阅读器从2008年美国市场开始，逐渐风靡全球市场。据统计，亚马逊 Kindle 2008年销量超过50万台，2009年接近300万台。据国际咨询机构 Digitimes 预测，2009-2013年全球电子书市场 CAGR 有望超过60%。

图4、2010-2013年全球电子书市场预测



数据来源：Digitimes，兴业证券研发中心

2009年中国电子书阅读器销量约50万台，而据 DisplaySearch 预计，2010年中国电子书市场有望爆发增长至300万台左右，出货量占全球市场的约30%，2010年有望成为中国“电子书之年”。假设2012年国内电子书市场占全球市场的40%，平均终端售价1000元，2012年国内电子书阅读器市场容量约90亿元。

### 2.2 电子书阅读器不会“昙花一现”

电子纸技术更能满足用户的电子阅读体验，不会成为短线产品。市场部分人士担心功能单一的电子书阅读器有可能被智能手机、平板电脑（例如 iPad 终结 Kindle 的推测）、高档 MP4 等整合了电子阅读功能的便携设备所取代。我们认为电子纸技术从技术本质上全面超越普通 LCD 液晶屏幕，给用户带来全新的电子阅读体验，这是其他便携产品无法实现的，这也是电子纸阅读器最吸引用户的地方。

表1、电子纸技术更适合阅读需求

|         | 电子纸       | 普通 LCD 液晶   | 电子纸的优势                            |
|---------|-----------|-------------|-----------------------------------|
| 反射率     | 40%-50%   | 5%-10%      | 电子纸不需要背光源，反射率接近普通报纸的60%左右，可在阳光下阅读 |
| 对比度/分辨率 | 10: 1     | 5: 1        | 达到普通报纸 10: 1 左右的分辨率，长时间阅读不疲劳      |
| 可视角度    | 无限制       | 一般在 120 度左右 | 可视角度接近普通纸张                        |
| 功耗      | 0.1-0.7mW | 一般在 60mW 以上 | 只在翻页的时候产生功耗，且没有背光源功耗，待机时间在半个月以上   |
| 尺寸/重量   | 1mm 左右    | 一般在 2mm     | 尺寸及重量约为普通 LCD 的一半，适合手持设备轻薄化的发展趋势  |

数据来源：Wikipedia，兴业证券研发中心

### 2.3 汉王电子书具备竞争优势

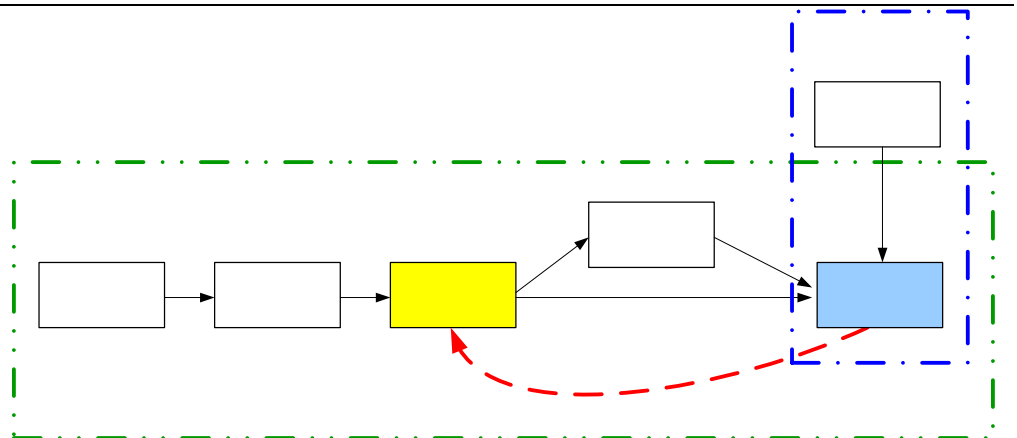
公司是国内最早实现电子阅读器商业化应用的企业，也是目前发展最快的电子书阅读器厂商，其竞争优势主要有以下方面：

- **先发优势：**汉王电子书阅读器 2008 年 10 月率先面世，2009 年销量 26.6 万台，市场占有率约 90%（不包含山寨市场），“汉王”品牌已经领跑国内电子书市场。目前，汉王电子书已占全球市场份额的 9%，仅次于亚马逊 Kindle。
- **技术互补优势：**公司在模式识别与手写输入技术方面处于领先地位，是业内首家推出手写笔记功能的电子书厂商，该产品受到市场欢迎。
- **自主生产优势：**公司电子书产品由子公司汉王制造生产，自主生产一方面加快了新产品面市的速度，也有利于自主技术的保护。

### 2.4 数字版权运营未来可期

我们认为，电子书产业链可分为“内容链”与“产品链”两条主线，其中“产品链”是目前市场参与者较为集中的链条，也是未来竞争最为激烈的链条。

图 5、电子书产业链



资料来源：兴业证券研发中心

#### ● 电子书“产品链”进入战国时代

我们认为电子书“产品链”发展趋势对公司有利有弊，具体如下：

- 1) **“产品链”发展趋势一：上游电子纸不再稀缺。**电子纸是阅读器的主要成本，目前主要由台湾元太科技 E-ink 供货。后续进入该领域的公司包括友达光电（控股 SiPix）、日本普利司通等，预计从 2010 年开始，电子纸的稀缺性将有效改善。这一方面会加快电子纸价格的下降，有利于阅读器的普及；另一方面，电子纸供货商的增加必然促使下游阅读器生产企业的大量增加，阅读器终端市场的竞争态势将趋于激烈。
- 2) **“产品链”发展趋势二：蛋糕变大、竞争加剧。**我们判断 2010 年国内电子书阅读器市场将进入“战国时代”，新进入者不仅限于知名厂商，更会有大量山寨产品涌入市场。我们认为，市场竞争加剧的直接后果是汉王等行业内领先公司的产品毛利率与市场占有率的下降。从更深层次来看，终端售价下降至

一定范围内（我们认为在 1000-1500 元之间），将极大地刺激销售量的增长，而市场蛋糕的增大将有利于电子书“内容链”的发展。

### ● 公司积极布局“内容链”

公司管理层对电子书行业认识深刻，采取“先期以阅读器市场为主，后期以内容服务为主”的发展战略，并已采取积极措施。公司采取类似于 Apple iBook Store 的“开放平台”的数字版权运营策略：即以汉王书城为平台，出版商自主定价并获得大部分收入，鼓励出版商与汉王合作。

公司在“内容链”上不仅具备发展条件，且拥有部分竞争优势：

- 1) **阅读器庞大用户群体是发展“内容链”的基石。**汉王电子书已经在终端市场占据有利竞争地位，我们认为虽然公司市场占有率可能会有所下滑，但基本可以保持领先优势，当汉王电子书阅读器市场保有量达到一定数量时（我们认为在 300-500 万台），汉王服务平台将拥有先发竞争优势。
- 2) **积极与运营商合作。**汉王、大唐、方正是三家率先与中国移动合作推出 3G 无线下载电子书阅读器的厂商，虽然目前公司在通信技术方面不及大唐，在电子书库方面不及方正，但汉王电子书品牌及手写输入等技术是其他两家短期内难以超越的。
- 3) **加快与出版商的合作。**公司利用北京出版商聚集的地域优势，已经与近百家出版商接触沟通，并与几十家出版商签订合作协议，预计 2010 上半年将有 10 万册电子书进入汉王书城平台。
- 4) **具备数字化加工天然优势。**公司在 OCR 技术、模式识别等领域处于国际领先地位，并拥有大批技术及服务人才，在纸质书籍数字化的技术、效率等方面占据优势，实现公司各业务的优势互补。

### ● “内容服务”商业模式想象空间巨大

“硬件+软件”的盈利模式已经很难在消费电子产品中获得巨大成功，“内容服务”盈利模式更具发展潜力，成功案例如下：

- **亚马逊：**2009 年圣诞节电子书销量首度超过纸质书，创下最高一天售出 950 多万本电子书的纪录。
- **苹果：**苹果 iPod 与 iPhone 的成功，很大程度上是因为 iTunes Store 与 App Store 下载平台的服务配合，同时在线下载也成为苹果的重要收入来源。
- **中国移动：**中国移动彩铃业务取得巨大成功，年收入约 100 亿元，接近全国音像制品销售额。

### ● 数字版权运营仍待考验

我们认为，公司电子书运营平台的成功存在一定的不确定性：

- 1) **电子书盗版问题成为行业风险。**目前来看，国内读者尚未形成付费下载电子书的消费习惯，加密电子书的破译盗版行为较多。我们认为盗版问题涉及国家相关部门的知识产权保护力度，而用户付费习惯可能需要 3-5 年的培育期。

- 2) **潜在竞争对手实力强大。**积极介入内容服务的竞争对手既有方正这样在数字出版及电子书库领域耕耘多年的电子书厂商,也有像当当网这样的潜在对手,而更大的潜在竞争对手可能是中国移动等已经积极介入内容下载服务且在通信领域占绝对优势的运营商。

综合上述分析,我们认为公司未来 2-3 年电子书业绩仍以阅读器销售收入为主,而数字版权运营商业模式的推行将会提高公司估值。

### 3、智能识别行业龙头

#### 3.1 应用领域广阔,国内市场潜力巨大

智能识别人机交互是人与信息终端之间传递、交换信息的接口,是计算机技术向人类社会全面渗透的重要技术。目前,欧美、日本等发达国家已经形成巨大的智能人工交互应用市场,据美国 IDG 公司预计,未来几年全球市场将保持 25%以上的高增速,并带动超过 5000 亿美元的市场容量。

我国于 2006 年将智能人机交互纳入《信息产业科技发展十一五规划和 2020 年中长期规划纲要》,使得该领域取得高速发展。预计未来几年我国智能人机交互市场将达到 25-30%的增速,创造出近千亿人民币的市场空间。

表 2、未来 5 年我国智能识别细分市场容量及增速预测

| 细分市场      | 国内市场容量预测    | CAGR  |
|-----------|-------------|-------|
| 手写识别      | 超过 500 亿人民币 | 30%以上 |
| 笔迹输入      | 超过 60 亿人民币  | 30%以上 |
| OCR 软件    | 500 亿人民币    | 约 30% |
| 生物特征识别    | 71 亿美元      | 50%以上 |
| 行为识别与机器视觉 | 目前以国外市场为主   | -     |

数据来源:招股说明书,兴业证券研发中心

#### 3.2 公司是行业龙头,竞争优势明显

**竞争优势一:智能识别技术领先。**公司在手写识别技术、OCR 技术等领域达到国际领先水平,公司是第二个能够制造无线无源手写装置和专业绘图板的公司,突破了该领域国外公司的长期垄断。

**竞争优势二:产品市场占有率遥遥领先。**公司产品涵盖手写产品线、OCR 产品线、行业应用等多类型产品链,是国内最大的模式识别技术和产品供应商。公司手写识别与 OCR 两大产品线市场占有率一直保持在 70%以上,拥有绝对领先优势。

**竞争优势三:拥有优质客户群体。**公司已成功将手写识别技术授权给微软、诺基亚、三星、东芝、日立、惠普、EPSON、夏普、联想、海尔、方正、同方等国内外知名企业。在行业应用领域,公司针对行业用户开发的 OCR 票据/表格/单据/证件/文档扫描等产品广泛应用于税务、工商、银行、图书馆、档案馆等行业。

## 4、募投项目分析

公司本次募投共五个项目，所有项目均围绕公司主营业务展开，有利于公司对核心技术的更广泛和更深入应用，保持行业领先优势，巩固并扩大市场份额。

表 3、公司募投项目概况

| 序号 | 项目名称                   | 产量(千套) | 项目投资(万元) | 建设期(月) |
|----|------------------------|--------|----------|--------|
| 1  | 汉王多语种多平台文字识别软件系统及产品    | 6,344  | 5,000    | 24     |
| 2  | 基于 OCR 识别技术的行业专用信息采集产品 | 18     | 4,652    | 12     |
| 3  | 电子纸智能读写终端项目            | 100    | 63,17    | 12     |
| 4  | 数字化仪相关设备与软件技术产业化       | 75     | 5,800    | 24     |
| 5  | 全国营销平台综合体系建设           | -      | 3,175    | 24     |
|    | 合计                     |        | 24,944   |        |

数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

公司本次发行 2700 万股，按 41.9 元的发行价计算，募集资金可能达到 11.3 亿元，大幅超出计划募集资金量。我们认为公司电子书阅读器募投项目 10 万套的计划产能过于保守，与目前行业增速及公司未来发展速度不符，预计实际产能扩张幅度可能会远大于 10 万套。

## 5、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

预计公司电纸书业务和行业应用业务（包括电纸书在教育等行业的应用）未来两年将获得高速发展，但电纸书行业的竞争趋于激烈，产品毛利率可能快速下滑。由于数字版权运营业务存在不确定性，暂时不考虑其对公司业绩的影响。

表 4、公司各业务盈利预测

|         |           | 2008    | 2009     | 2010E   | 2011E    | 2012E    |
|---------|-----------|---------|----------|---------|----------|----------|
| 电纸书     | 主营收入(百万元) | 18.73   | 390.26   | 975.65  | 1,756.17 | 2,634.26 |
|         | 同比增长率(%)  |         | 1983.61% | 150.00% | 80.00%   | 50.00%   |
|         | 毛利率(%)    | 50.93%  | 46.89%   | 38.00%  | 33.00%   | 30.00%   |
| 手写产品线   | 主营收入(百万元) | 91.55   | 60.62    | 78.81   | 98.51    | 123.13   |
|         | 同比增长率(%)  | 8.39%   | -33.78%  | 30.00%  | 25.00%   | 25.00%   |
|         | 毛利率(%)    | 54.59%  | 50.27%   | 50.00%  | 50.00%   | 50.00%   |
| OCR 产品线 | 主营收入(百万元) | 44.40   | 41.26    | 47.45   | 54.57    | 62.75    |
|         | 同比增长率(%)  | -42.50% | -7.07%   | 15.00%  | 15.00%   | 15.00%   |
|         | 毛利率(%)    | 59.51%  | 58.49%   | 58.00%  | 58.00%   | 58.00%   |
| 技术授权    | 主营收入(百万元) | 29.44   | 33.42    | 38.43   | 44.20    | 50.83    |
|         | 同比增长率(%)  | 7.48%   | 13.52%   | 15.00%  | 15.00%   | 15.00%   |
|         | 毛利率(%)    | 100.00% | 100.00%  | 100.00% | 100.00%  | 100.00%  |
| 行业应用    | 主营收入(百万元) | 29.94   | 31.37    | 78.43   | 125.48   | 175.67   |
|         | 同比增长率(%)  | 31.32%  | 4.78%    | 150.00% | 60.00%   | 40.00%   |
|         | 毛利率(%)    | 49.21%  | 44.66%   | 44.00%  | 42.00%   | 40.00%   |

|      |              |         |         |        |        |
|------|--------------|---------|---------|--------|--------|
| 人像识别 | 主营收入（百万元）    | 11.96   | 19.14   | 24.88  | 32.34  |
|      | 同比增长率（%）     |         | 60.00%  | 30.00% | 30.00% |
|      | 毛利率（%）       | 0.00%   | 55.40%  | 55.00% | 55.00% |
| 其他产品 | 主营收入（百万元）    | 14.39   | 12.67   | 13.30  | 13.97  |
|      | 同比增长率（%）     | -35.00% | -11.95% | 5.00%  | 5.00%  |
|      | 毛利率（%）       | 23.51%  | 11.14%  | 15.00% | 15.00% |
|      | 营业费用/销售收入（%） | 25.53%  | 27.38%  | 24.00% | 22.00% |
|      | 管理费用/销售收入（%） | 21.77%  | 12.96%  | 11.00% | 8.00%  |
|      | 实际税率（%）      | 6.17%   | 8.55%   | 8.50%  | 8.50%  |

数据来源：兴业证券研发中心

我们预计公司 2010-2012 年销售收入分别为 12.51 亿元、21.18 亿元、30.94 亿元，净利润分别为 1.41 亿元、2.02 亿元、2.66 亿元，对应摊薄后 EPS 分别为 1.31 元、1.89 元、2.48 元。

表 5、公司盈利预测结果

| 项目          | 2009   | 2010E  | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）   | 582    | 1251   | 2118  | 3094  |
| 增长率 %       | 154.6% | 115.1% | 69.3% | 46.1% |
| 营业利润（百万元）   | 42     | 109    | 176   | 246   |
| 增长率 %       | 190.8% | 156.6% | 61.8% | 39.5% |
| 净利润（百万元）    | 86     | 141    | 202   | 266   |
| 增长率 %       | 186.0% | 64.5%  | 43.7% | 31.4% |
| 最新摊薄每股收益（元） | 0.80   | 1.31   | 1.89  | 2.48  |
| 每股净资产（元）    | 2.30   | 13.65  | 15.54 | 18.03 |
| 动态市盈率（倍）    | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| 市净率（倍）      | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  |

数据来源：兴业证券研发中心整理

## 5.2 估值分析

我们选取部分与汉王业务模式及特点相近的公司作为对比，可比公司 09 年静态 PE 约 53 倍，10 年动态 PE 约 39 倍。考虑公司未来几年的快速成长性，我们认为公司合理估值应该在 35-40 倍，对应股价为 45.85-52.40 元。公司 41.9 元的发行价合理，建议投资者积极申购。

表 6、国内可比公司估值情况

| 证券代码      | 证券简称 | 2009PE | 2010PE | 2011PE | PB    |
|-----------|------|--------|--------|--------|-------|
| 002253.SZ | 川大智胜 | 64.44  | 45.34  | 31.78  | 7.14  |
| 002153.SZ | 石基信息 | 46.42  | 36.18  | 29.15  | 12.23 |
| 002065.SZ | 东华软件 | 41.01  | 30.24  | 23.33  | 8.37  |
| 002063.SZ | 远光软件 | 50.54  | 38.24  | 29.58  | 10.93 |
| 300042.SZ | 朗科科技 | 67.06  | 46.09  | 34.29  | 3.49  |
| 600570.SH | 恒生电子 | 45.54  | 36.26  | 29.13  | 12.71 |
| 002230.SZ | 科大讯飞 | 57.56  | 40.51  | 27.26  | 9.73  |
|           | 平均值  | 53.22  | 38.98  | 29.22  | 9.23  |

数据来源：Wind，兴业证券研发中心（以 2 月 9 日收盘价计算）

## 附表

**资产负债表**

| 单位: 百万元        | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 379  | 1136  | 1380  | 1862  |
| 货币资金           | 177  | 704   | 592   | 619   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 31   | 70    | 118   | 173   |
| 其他应收款          | 10   | 22    | 37    | 54    |
| 存货             | 106  | 253   | 473   | 764   |
| <b>非流动资产</b>   | 235  | 702   | 868   | 940   |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 147  | 534   | 698   | 767   |
| 在建工程           | 5    | 68    | 51    | 32    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 59   | 71    | 85    | 101   |
| <b>资产总计</b>    | 615  | 1838  | 2248  | 2802  |
| <b>流动负债</b>    | 339  | 345   | 553   | 841   |
| 短期借款           | 152  | 0     | 0     | 54    |
| 应付票据           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 114  | 250   | 424   | 619   |
| 其他             | 73   | 95    | 130   | 169   |
| <b>非流动负债</b>   | 27   | 29    | 29    | 29    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 27   | 29    | 29    | 29    |
| <b>负债合计</b>    | 366  | 374   | 582   | 870   |
| 股本             | 80   | 107   | 107   | 107   |
| 资本公积           | 19   | 1067  | 1067  | 1067  |
| 未分配利润          | 132  | 259   | 441   | 680   |
| 少数股东权益         | 2    | 2     | 2     | 2     |
| <b>股东权益合计</b>  | 248  | 1464  | 1666  | 1932  |
| <b>负债及权益合计</b> | 615  | 1838  | 2248  | 2802  |

**现金流量表**

| 单位: 百万元           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 86   | 141   | 202   | 266   |
| 折旧和摊销             | 0    | 17    | 32    | 40    |
| 资产减值准备            | 1    | 3     | 4     | 5     |
| 无形资产摊销            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 8    | 1     | -3    | -1    |
| 投资损失              | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金的变动           | 1    | 71    | 157   | 231   |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 98   | 94    | 79    | 78    |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -24  | -480  | -194  | -106  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 23   | 914   | 3     | 55    |
| 现金净变动             | 97   | 527   | -112  | 27    |
| 现金的期初余额           | 77   | 177   | 704   | 592   |
| 现金的期末余额           | 175  | 704   | 592   | 619   |

**利润表**

| 单位: 百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 582  | 1251  | 2118  | 3094  |
| 营业成本            | 287  | 685   | 1279  | 2064  |
| 营业税金及附加         | 7    | 16    | 28    | 40    |
| 销售费用            | 159  | 300   | 466   | 557   |
| 管理费用            | 75   | 138   | 169   | 186   |
| 财务费用            | 8    | 1     | -3    | -1    |
| 资产减值损失          | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 42   | 109   | 176   | 246   |
| 营业外收入           | 55   | 50    | 50    | 50    |
| 营业外支出           | 5    | 5     | 5     | 5     |
| <b>利润总额</b>     | 93   | 154   | 221   | 291   |
| 所得税             | 8    | 13    | 19    | 25    |
| 净利润             | 85   | 141   | 202   | 266   |
| 少数股东损益          | -0   | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 86   | 141   | 202   | 266   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.80 | 1.31  | 1.89  | 2.48  |

**主要财务比率**

|                | 2009   | 2010E  | 2011E | 2012E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |        |        |       |       |
| 营业收入增长率        | 154.6% | 115.1% | 69.3% | 46.1% |
| 营业利润增长率        | 190.8% | 156.6% | 61.8% | 39.5% |
| 净利润增长率         | 186.0% | 64.5%  | 43.7% | 31.4% |
| <b>盈利能力(%)</b> |        |        |       |       |
| 毛利率            | 50.7%  | 45.3%  | 39.6% | 33.3% |
| 净利率            | 14.7%  | 11.3%  | 9.6%  | 8.6%  |
| ROE            | 34.8%  | 9.6%   | 12.2% | 13.8% |
| <b>偿债能力(%)</b> |        |        |       |       |
| 资产负债率          | 59.6%  | 20.4%  | 25.9% | 31.1% |
| 流动比率           | 1.12   | 3.29   | 2.49  | 2.21  |
| 速动比率           | 0.81   | 2.56   | 1.64  | 1.31  |
| <b>营运能力(次)</b> |        |        |       |       |
| 资产周转率          | 1.19   | 1.02   | 1.04  | 1.23  |
| 应收帐款周转率        | 18.81  | 22.97  | 20.95 | 19.79 |
| <b>每股资料(元)</b> |        |        |       |       |
| 每股收益           | 0.80   | 1.31   | 1.89  | 2.48  |
| 每股经营现金         | 1.07   | 0.87   | 0.74  | 0.73  |
| 每股净资产          | 2.30   | 13.65  | 15.54 | 18.03 |
| <b>估值比率(倍)</b> |        |        |       |       |
| PE             | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| PB             | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  |

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

## 机构客户部

### 上海地区销售经理

|     |                  |                                                                           |
|-----|------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 邓亚萍 | 电话: 021-38565916 | Email: <a href="mailto:dengyp@xyzq.com.cn">dengyp@xyzq.com.cn</a>         |
| 盛英君 | 电话: 021-38565938 | Email: <a href="mailto:shengyj@xyzq.com.cn">shengyj@xyzq.com.cn</a>       |
| 过 枫 | 电话: 021-38565966 | Email: <a href="mailto:guofeng120@hotmail.com">guofeng120@hotmail.com</a> |
| 姜 洋 | 电话: 021-38565910 | Email: <a href="mailto:jydadao@sina.com">jydadao@sina.com</a>             |

### 北京地区销售经理

|     |                  |                                                                 |
|-----|------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 韩吟华 | 电话: 021-38565933 | Email: <a href="mailto:hanyh@xyzq.com.cn">hanyh@xyzq.com.cn</a> |
|-----|------------------|-----------------------------------------------------------------|

### 广东地区销售经理

|     |                  |                                                                 |
|-----|------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 朱元戔 | 电话: 021-38565941 | Email: <a href="mailto:zhuyy@xyzq.com.cn">zhuyy@xyzq.com.cn</a> |
|-----|------------------|-----------------------------------------------------------------|

## 重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。