

语音识别技术任重而道远

——科大讯飞（002230）2009 年年报点评

2010 年 3 月 21 日

中性/维持

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：

3 月 20 日，2009 年公司实现营业总收入 3.07 亿元，同比增长 19.25%；营业利润 5,335 万元，同比下降 10.5%；归属母公司所有者的净利润 8,027 万元，同比增长 14.88%；每股收益 0.5 元。分配预案为每 10 股派现 2 元(含税)。

公司近几年财务指标

指标	2006	2007	2008	09Q1	09Q2	09Q3	2009
营业总收入	171.36	205.81	257.55	45.57	110.16	189.94	307.13
增长率（%）	110.08	20.11	25.14	25.22	23.79	21.06	19.25
毛利率（%）	41.15	42.45	48.55	54.14	56.89	59.02	55.67
期间费用率（%）	19.25	23.16	23.54	50.13	37.51	37.17	36.10
营业利润率（%）	18.79	19.06	23.14	2.41	16.62	20.01	17.37
净利润（百万元）	35.15	53.56	70.07	7.33	26.57	47.05	80.05
增长率（%）	251.99	52.21	30.61	115.77	22.45	22.05	14.88
每股盈利（元）	0.48	0.67	0.71	0.07	0.17	0.29	0.50
资产负债率（%）	42.20	36.42	11.12	8.51	9.19	21.74	17.74
存货周转率（%）	5.79	8.17	16.30	1.89	5.36	5.78	5.92
应收帐款周转率（%）	2.29	2.33	2.69	0.44	1.07	1.68	2.68

评论：

积极因素：

- ❶ 公司非核心业务的收入占比逐渐降低：2009 年，公司从事 IT 工程与运维的收入占比进一步降低，从 2007 年的占比 60% 降低到 2008 年的 49%，到 2009 年进一步降低至 43%。我们认为，从事 IT 工程项目短期虽然可以带来不菲的收入，但与公司的核心业务并非直接相关，因而缺乏长久的发展动力。随着公司核心业务的逐渐成熟，IT 工程项目的收入占比有望进一步降低。
- ❷ 综合毛利率大幅提高：2009 年，公司的销售毛利率从 48.55% 增长到 55.67%，同比增加 7 个百分点。其中，随着公司电信增值业务新运营点的增加、原有运营点的不断成熟，语音行业应用产品/系统业务的毛利率同比增长 15 个百分点；另一方面，占公司收入比重达 41% 的信息工程业务毛利率也同比提高了 4 个百分点至 16.15%。

- ❑ 各项语音产品业务均有不俗的发展：目前，公司语音搜索电信增值业务推广应用的省级运营点已有联通28个、移动9个、电信10个，加上新业务的上线，公司的电信语音增值产品2009年收入增长80%，利润占比升至30%，成为最大利润来源；面向教育行业的“畅言有声教具”系统增长48%，利润占比升至12%；普通话口语评测产品09年也实现了收入翻番。
- ❑ 智能语音产业是我国重点扶持的产业：智能语音产业是软件产业中为数不多掌握自主知识产权并处于国际领先水平的领域，应用前景广阔，国家各级主管部门高度重视，被列入多项国家科技发展规划和政策支持领域，公司作为产业领导型企业，国内竞争对手不多，受政府扶持力度很大。

消极因素：

- ❑ 畅言教具推广的落地受各省市决策时间的影响较大：目前，公司在全国29个省市进行了畅言教具的试点推广，但此项推广受各省市政府的决策时间影响比较大，09年公司只落地了安徽省二期和河北省一期，未来各省的推广落地还要看各地政府的采购时间表。
- ❑ 公司的期间费用率大幅上升：2009年，公司期间费用率为36.1%，同比提高12.56个百分点。其中，销售费用率同比提高7.33个百分点至17.13%，管理费用率同比提高6.7个百分点至20.84%；只有财务费用率由于存款利息收入的大幅增加同比降低了1.47个百分点至-1.87%。我们认为，期间费用率大幅提高，是公司净利润增速难以随综合毛利率同步提升的主要原因。
- ❑ 非经常性损益收入占比依然过大：2009年，公司的非经常性损益项目收入共计1950万元，主要来自于政府支持公司发展语音技术的补助，特别是政府和行业主管部门为落实国家产业发展战略，向公司拨付的基础研究经费或重点项目专项经费和配套经费，从2007年到2009年，计入公司非经常性损益的政府补助分别为916.99万元，1,186.86万元，2,117.63万元，占公司净利润比重分别为：17.0%，19.8%和27.7%。

业务展望：

- ❑ 公司的产品主要包括3部分：语音支撑软件、行业应用产品/系统、信息工程和运营服务。
- ❑ 语音支撑软件主要指的是TTS^[1]、语音识别和口语评测。目前公司的TTS在国内市场的占有率已经稳居第一，但是考虑到TTS方案更多是针对消费类电子产品，比如手机、英语学习机、PDA及其他便携式设备（集成于GPS地图软件中的产品由导航引擎的公司付费，一般采用年费的方式）等，因此单个产品的毛利率下降很快（几年前收费一两个美金，现在在1人民币左右），未来如果公司将TTS产品在服务器平台的份额提高，那么利润率水平会有较大的提升。
- ❑ 语音识别产品方面，目前公司是美国Nuance公司（NASDAQ上市公司）的一个代理，同时，公司正在与清华大学电子系信息组的一个实验室合作，开发基于PC平台的语音识别软件，除清华大学外，国内在语音识别方面做得比较好还有中科院声学所和中科信利公司（中科院旗下公司，技术来源与Intel），但目前国内还没有一个公司或者研究单位能够和Nuance在综合实力方面相比。
- ❑ 我们认为，语音信号处理技术，特别是语音识别技术是一个带宽很窄但是很尖锐的一个高斯，十多年来，包括盖茨在内的很多人就对这个技术改变人机交互的方式提出很多设想和预言，而直到目前，真正的语音识别产品依然为数不多，主要是IBM的ViaVoice和Nuance的一些产品。早年，IBM的ViaVoice产品投入了上千万美元从事研发，但最后半卖半送只销售了不到1万套，后来干脆免费了；Intel的语音识别部门

由于经营不善，已经被裁撤；目前国外还在坚持的国际大公司只有微软、Nuance、infotalk和台湾的Cyberon。由于做语音识别的积累很重要，没有覆盖非常好的语音数据库，只有算法是不够的，因此我们认为公司的语音识别产品任重而道远。

- ❑ 普通话评测技术方面，公司很早就开始从事这款产品，普通话口语智能评测和辅助教学系统2007年就获得了合肥市科技进步的一等奖，目前在一些中小学或者KTV（韵律评测技术）已经有所应用，但该产品的实际推广受到政府的采购和人们的认知习惯程度影响较大。
- ❑ 综上所述，公司作为语音产业龙头企业，预计将持续获得国家专项经费的支持，但随着业务规模扩张，市场拓展和新产品推广力度的加强，导致销售人员及业务等费用的大幅增加，以及随着业务规模扩大，导致职工薪酬、研究开发等费用增加和资本化项目的摊销费用增加，我们认为，这是公司净利润增速难以随综合毛利率同步提升的主要原因，因此我们认为未来几年公司在扩大收入规模的同时，应加强各项费用的控制力度。

盈利预测

我们预测公司 2010-2012 年的 eps 分别为 0.66 元、0.83 元和 1.01 元，对应 PE 分别为 55 倍、44 倍和 36 倍，去年 7 月份的爆炒已经过多透支了公司未来的成长空间。

投资建议：

维持“中性”的投资评级。

表 1：盈利预测和估值

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	257.55	307.13	411.43	521.11	647.21
(+/-)%	25.14%	19.25%	33.96%	26.66%	24.20%
经营利润（EBITDA）	69.86	65.93	184.43	287.98	354.61
(+/-)%	65.89%	-5.63%	179.73%	56.15%	23.14%
净利润	69.87	80.27	106.68	133.17	162.04
(+/-)%	30.61%	14.88%	32.90%	24.83%	21.68%
每股净收益（元）	0.710	0.500	0.664	0.828	1.008

资料来源：东兴证券

注[1]：TTS的全称为Text To Speech，即“从文本到语音”。在内置芯片的支持之下，通过神经网络的设计，把文字智能地转化为自然语音流。TTS技术在手机上的应用也日益广泛，TTS技术手机能够将收到的短信或邮件通过语音方式朗读出来。诸如NEC N940、三星 SCH-i819等手机都支持TTS功能。

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。