



上市公司半年报点评

研究报告
信息服务—软件

中性 调低

科大讯飞 (002230)

2010 年 7 月 28 日

计算机与通信行业分析师: 陈美凤

SAC 执业证书编号: S0850209080672

chenmf@htsec.com

语音增值和教学产品驱动营收成长 费用高速增长 致盈利增速低

6 个月目标价: 38.00 元

021-23219409

科大讯飞今日公布 2010 年半年报。公司 1H2010 营收同比增长 42.6%；毛利同比增长 23.4%；归属于母公司净利润同比增长 11.7%，EPS 为 0.18 元，业绩增速略低于市场预期；扣除非经常性损益后 EPS 为 0.15 元，同比增长 7.1%。语言评测与教学产品和电信语音增值产品因去年同期基数较小而快速成长进而驱动公司本期营收较高速增长，尽管综合毛利率显著上升，但期间费用率上升导致公司净利增速较低。

语言评测与教学产品、电信语音增值产品高速增长，基数低是主因。公司 1H2010 营收同比增 42.6%。其中，语言评测与教学产品以及电信语音增值业务营收同比分别增约 493.6%和 70.7%，是本期营收快速增长的主要驱动。去年同期基数小是这两项业务高速增长的主要原因。具体来看，电信语音增值业务本期实现营收 3282 万元，与 2H2009 相比下降约 3%。鉴于电信语音增值业务季节性不强，我们判断下半年该业务营收增速将明显下降。语言评测与教学产品本期实现营收 2439 万元，与 2H2009 相比下降约 30%。该业务营收主要与推广省份数有关，我们预计下半年该业务营收增速将明显放缓。除上述行业应用产品之外，公司语音支撑软件业务增长较为平缓，本期营收同比增 11.7%。公司语音合成支撑软件业务已经进入相对成熟期，而语音识别和声纹识别业务今年仍处于启动期，因此，公司语音支撑软件业务今年全年的增长将比较缓慢。市场对公司语音识别和声纹识别业务有较高预期。我们预计这两项业务今年为公司贡献的营收是百万级的，建议投资者谨慎看待这两项业务。

业务结构变化抬高毛利率。公司 1H2010 综合毛利率为 61.2%，同比上升约 4.3 个百分点，相比 2009 年全年上升约 5.5 个百分点。综合毛利率同比显著上升的主要原因是低毛利率的信息工程业务收入占比从 1H2009 的 45.5%下降至 1H2010 的 34.4%。分业务来看，语音支撑软件本期毛利率为 85.1%，同比下降约 6.9 个百分点，可能原因是人力成本上升；行业应用产品本期毛利率为 79.3%，同比下降 9.1 个百分点，主要原因是语言测评和教学产品业务本期营收占比迅速提升，且该业务毛利率因教学产品营收比重上升而大幅下降 28.2 个百分点。

公司仍处于研发投入期，期间费用增长未有放缓趋势。公司 1H2010 两项期间费用合计同比增 49.0%，显著高于营收和毛利增速。其中，销售费用本期同比增加 35.4%，销售费用率为 16.8%，略低于上年同期的 17.7%；但管理费用同比增长 58.8%，管理费用率从上年同期的 24.7%上升至 27.5%，公司上半年研究阶段支出达 2674 万元，远高于去年同期的 1664 万元，是导致管理费用大幅增加的重要原因。此外，公司本期实现财务收入 66 万，同比大幅下降 472 万，主要原因是银行存款减少导致利息收入下降。

看好长期前景，但因估值高给予短期“中性”评级。我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.58、0.76 元和 0.97 元。公司中期盈利增速逊于市场预期将对股价形成一定压力。尽管我们看好语音合成与识别产业的长期前景以及公司在行业中的竞争实力，目前来看，公司尚未找到杀手级应用从而驱动业绩持续高速增长。市场流言和朦胧的乐观预期使公司股票短期市盈率偏高，同时公司目前释放业绩的意愿亦不足，我们给予公司股票短期“中性”的投资评级，6 个月目标为 38 元，对应 50 倍的 2011 年动态市盈率。我们建议投资者从长期的角度在更低的价格位配置。

主要不确定性。政府补贴可能低于我们预期（我们假设公司每年可获得增值税返还以外的政府补贴 2000 万）；教学产品业务的持续增长能力有不确定性；期间费用增长可能会高于我们预期。

表 1 科大讯飞利润表预测 (万元)

	2008	2009	1H2010	YoY(%)	2010E	2011E	2012E
收入细分 (万元)							
语音支撑	5459	6087	2585	11.7	7,010	9,053	11,422
语音行业应用	7632	11288	3416	117.4	17,523	21,953	27,558
信息工程与运维	12665	13337	5015	7.6	14,671	16,138	17,752
毛利率 (%)							
语音支撑	92.7	90.8	0.9	-6.9	87.4	87.7	87.9
语音行业应用	70.3	78.4	88.4	-9.1	78.5	78.9	79.3
信息工程与运维	16.4	20.4	17.4	6.0	22.0	23.0	24.0
营业总收入	25755	30713	15711	42.6	39204	47144	56732
营业成本	13251	13615	6100	28.4	16102	18176	20582
毛利	12504	17097	9611	53.4	23102	28968	36149
毛利率	48.5	54.1	58.8	4.3	58.9	61.4	63.7
营业税金及附加	339	460	347	53.4	693	869	1084
销售费用	2524	5260	2644	35.4	6312	7439	8951
管理费用	3641	6400	4313	58.8	8960	10559	12707
财务费用	-103	-573	-66	-87.7	-132	-132	-132
资产减值损失	144	231	118	-16.0	295	355	427
投资收益	1	16	5		0	0	0
营业利润	5960	5335	2260	23.4	6974	9879	13112
营业外收入	1926	3488	1138	-5.2	3579	4039	4573
减: 营业外支出	137	83	114	124.7	100	100	100
利润总额	7749	8740	3284	10.2	10453	13818	17585
减: 所得税	742	734	335	3.6	1150	1520	1934
净利润	7007	8006	2949	11.0	9303	12298	15650
归属于母公司所有者的净利润	6987	8028	2968	11.7	9294	12286	15635
少数股东权益	20	-22	-19		9	12	16
EPS(元)	0.43	0.50	0.18		0.58	0.76	0.97

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所预测

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈美凤：计算机与通信行业

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。