

科大讯飞 (002230.sz)

语音业务盈利能力不断增强

惠毓伦 研究员

电话: 010-68058657

eMail: hyl6@gf.com.cn

邵卓 研究助理

电话: 15330229387

eMail: sz3@gf.com.cn

增值业务有望保持较快增长

2010 上半年公司电信语音增值业务收入增幅达 70.66%，考虑到去年同比基数较低，增值业务今年全年收入增幅比上半年可能有所降低，但我们认为保持在 40%以上较高水平的可能性较大。目前公司增值业务收入主要仍来自 2G 业务，3G 业务和互联网增值服务也已投入较大研发力量，有望在后 3G 时代获得加速增长。

教具业务仍将保持较快增长

教具业务进展平稳，在几个新增省份已顺利通过试点项目验收，但由于各地决策链较长，在收入确认的时点上仍存在不确定性。我们预计全年教具收入将保持较快增长，可能达到 50%以上的水平。

语音识别下半年有望获得小规模项目收入

目前公司自主研发的语音识别技术日趋成熟，下半年有望在银行、电信等行业取得突破，尽管初始项目规模较小，但从国外语音技术应用情况判断，语音识别类业务将超过语音合成类业务为公司长期发展带来更大的成长空间。

其他业务增长平稳

系统集成业务保持平稳增长，自主软件比例有望提高进而带动毛利率提升；玩具业务的突破仍有待与具有渠道优势的合作伙伴进行有效整合。

维持“买入评级”

公司主营业务有加速增长的趋势，盈利能力不断增强，语音技术作为新兴产业在演进过程中随时可能出现新的应用领域，公司具有长期战略投资价值，因此维持“买入”的投资评级，12 个月目标价调整为 59.60 元。

风险提示

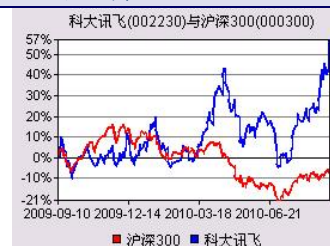
市场竞争趋于激烈条件下，高端人才流失的风险；业务类型复杂化后，项目管理能力落后于实际需要的风险。

公司评级

买入

当前价格(元)	54.00
目标价格(元)	59.60
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	30.91%	28.91%	57.10%
沪深 300	3.31%	6.42%	-7.48%

股票数据

总股本(万股)	16,074.90
流通 A 股(万股)	8,364.00
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	52.03%

财务比率

ROE	13.75%
ROA	12.33%
资产负债率	17.74%
每股净资产(元)	3.63

2009 年报数据。

增值业务有望保持较快增长

上半年公司电信语音增值业务收入增幅达70.66%，在运营省份基本稳定的情况下实现了快速发展，考虑到目前该业务收入基数已较大，2010全年的增值业务收入增幅可能比上半年有所降低，但我们判断增速保持在40%以上水平的可能性较大。

从3G发展的时间角度看国内音乐类增值业务的发展才刚起步。从日本运营商的3G经验来看，手机铃声和音乐下载是争夺年轻客户的杀手锏，音乐下载相关业务也是细分数据业务中占比最大的项目。

从国内市场空间看，公司语音搜索业务增长空间十分广阔。国内运营商中，中国联通2009年移动增值服务收入为195.6亿元。中国移动2009年无线音乐俱乐部高级会员达到9480万户，歌曲下载累积达到8200万次，非短信数据业务收入529.98亿元，无线音乐业务收入超过百亿规模。

目前公司增值业务的营收主力目前仍然来自2G业务，在3G增值业务和互联网增值业务上已经投入了较大力度的研发力量。考虑到增值业务整体增长的大背景和公司语音技术实力优势，公司基于语音合成和识别的增值业务长期增长趋势看好。

教具业务仍将保持较快增长

教具业务进展平稳，在几个新增省份已经顺利通过试点项目验收，来自新疆的业务收入需要分阶段确认，2010年可能仅确认其中一部分。但由于各地区的决策链较长，在收入确认的时点上仍存在不确定性。我们预计全年教具收入仍将保持50%以上增长，但受收入确认时点难以确定的影响，具体增长幅度也存在一定的不确定性。

从“畅言”教具的市场推广活动来看，该产品在教育主管部门已获得相当程度认可，在全国中小学英语、语文教师范围内实现普及可能性非常大。由于融合了语音合成和自动口语评测这两项关键核心技术，公司在此市场上没有有力的竞争对手，仅有的不确定因素来自各地相关部门的审批和采购进度。

在畅言教具基础上，公司又开发了畅言互动英语校园学习平台，系统可以直接部署在中小学校计算机教室内或者单台计算机上，实现听力测试、口语测试、朗读助手、口语对话、互动游戏等功能。在教育领域已经建立起来的销售渠道，为公司推广新型语音类产品降低了门槛。

语音识别下半年有望获得小规模项目收入

经过一年多的准备，语音识别业务有望在今年下半年开始在银行、电信等行业应用中取得小规模收入突破。

从国外的应用情况看，语音识别较之语音合成有更大的市场应用空间。国内语音识别技术主要应用在呼叫中心、电信增值业务、互联网语音应用和语音搜索等方面。

公司以语音合成技术起家，目前自主研发的语音识别技术也已逐渐成熟，尽管初始项目规模较小，但公司在语音识别方面的技术进展，必定会为公司长期发展带来更大的成长空间。

其他业务发展平稳

公司系统集成业务发展平稳，在公安警情分析系统、电子政务统一平台等方面具备较强实力。随着技术实力的积累，自主软件所占比例的提高可能带动系统集成毛利率有所提升。

语音玩具方面，公司已推出魔法呱呱、生肖版-牛牛、乐乐小博士、红袋鼠等多款益智语音玩具。考虑到公司的优势在于技术研发，在玩具市场推广方面并无品牌和渠道优势，目前需求仍主要受世博会等大型活动订单拉动，因此如果不能有效整合业内成熟渠道，玩具业务增长可能较慢。

维持“买入”的投资评级

公司主营业务有加速增长的趋势，盈利能力不断增强，语音技术作为新兴产业在演进过程中随时可能出现新的应用领域，我们认为公司具备长期战略投资价值，因此维持“买入”的投资评级，12个月目标价调整为59.60元。

风险提示

市场竞争趋于激烈条件下，高端人才流失的风险；业务类型复杂化后，项目管理能力落后于实际需要的风险。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	366.29	398.63	480.32	681.49	
应收账款	134.87	163.49	207.10	242.26	
预付款项	19.78	26.57	34.56	37.07	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	12.97	13.19	17.22	20.11	
存货	36.21	19.51	26.13	30.14	
流动资产合计	565.45	625.54	770.30	1016.07	
长期股权投资	2.73	2.73	2.73	2.73	
固定资产	48.17	48.17	48.17	48.17	
在建工程	33.43	33.43	33.43	33.43	
无形资产	56.52	66.63	75.69	83.97	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	4.31	7.54	6.04	7.24	
非流动资产合计	162.77	186.08	195.09	204.52	
资产总计	728.22	811.61	965.39	1220.59	
短期借款	38.00	38.00	40.00	40.00	
应付票据	10.35	15.78	17.51	19.92	
应付账款	36.94	29.52	36.88	41.95	
预收款项	3.85	4.00	5.15	6.34	
应付职工薪酬	4.02	2.68	3.74	4.48	
应交税费	4.81	9.44	11.76	13.24	
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	7.98	4.37	7.70	7.98	
流动负债合计	105.95	103.35	87.26	98.54	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	12.88	10.14	10.43	11.50	
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	23.23	24.39	23.99	25.19	
负债合计	129.18	127.74	111.25	123.72	
股本	160.75	160.75	160.75	160.75	
资本公积	265.24	265.24	265.24	265.24	
盈余公积	15.18	23.03	36.80	54.84	
未分配利润	142.71	242.72	412.98	655.72	
少数股东权益	15.16	15.16	15.16	15.16	
负债股东权益总计	728.22	811.61	965.39	1220.59	
每股净资产(元)	3.63	4.16	5.22	6.73	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	307.13	443.39	561.99	658.38	
营业成本	136.15	178.03	215.86	241.62	
营业税金及附加	4.60	6.65	8.43	9.88	
销售费用	52.60	70.94	84.30	85.59	
管理费用	64.00	88.68	101.16	92.17	
财务费用	-5.73	-0.53	-0.42	-0.21	
资产减值损失	2.31	3.64	0.97	0.79	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.16	0.00	0.00	0.00	
营业利润	53.35	95.99	151.69	228.54	
营业外收入	34.88	34.05	37.45	41.20	
营业外支出	0.83	1.01	0.95	0.97	
利润总额	87.40	130.04	189.15	269.74	
所得税费用	7.34	13.00	18.91	26.97	
净利润	80.05	117.03	170.23	242.77	
归属于母公司净利润	80.27	117.03	170.23	242.77	
少数股东损益	-0.22	0	0	0	
EPS(元)	0.499	0.728	1.059	1.510	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	76.95	66.91	101.85	183.15	
投资活动现金流量	-85.66	2.69	12.39	16.83	
筹资活动现金流量	11.94	-37.27	-32.55	1.20	
现金及现金等价物净增加额	3.23	32.34	81.69	201.17	
期末现金余额	358.23	398.63	480.32	681.49	
每股经营活动现金流(元)	0.41	0.42	0.63	1.14	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	19.2%	42.81%	26.61%	17.00%	
营业利润增长率	-10.5%	79.83%	58.16%	50.61%	
毛利率	55.7%	59.35%	61.19%	62.96%	
营业利润率	17.37%	21.87%	27.32%	35.17%	
净利润率	26.1%	26.67%	30.66%	37.36%	
净资产收益率	13.7%	17.49%	20.29%	22.44%	
总资产收益率	11.02%	14.41%	17.64%	19.89%	
流动比率	5.34	6.05	8.83	10.31	
资产负债率	17.7%	15.74%	11.52%	10.14%	
所得税税率	8.4%	10.00%	10.00%	10.00%	

数据来源：公司年报、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(002230.SZ)_中报点评	惠毓伦	2010-07-28
科大讯飞(002230.sz)_年报点评	惠毓伦	2010-03-23
科大讯飞(002230.SZ)_季报点评	惠毓伦	2009-10-26

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

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。