

科大讯飞 (002230.sz)

收入增速出现下降，长期竞争优势基础未变

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

2010 三季度收入增速出现下降，利润增速保持稳定

2010 年前三季度公司实现营业收入 2.49 亿元，同比增长 30.97%；其中第三季度营业收入 9165.62 万元同比增长 14.88%，较上半年的 42.62% 大幅下降了 27.74%，增速低于预期；但归属于上市公司股东的净利润达到 2325.24 万元同比增长 12.56%，增速较上半年的 11.69% 提高 0.87%。

公司长期竞争优势基础未变

我们判断公司收入增速放缓可能源于教具类业务收入确认进度较慢，或者电信增值业务增速出现下降。由于教具产品的推广在各地的决策链较长，因此其收入确认时点的不确定性已经在我们之前的预期中。考虑到语音技术方面的领先优势，公司在电信增值业务领域具备长期竞争力，我们仍看好公司增值业务在 3G 时代的发展潜力。短期内我们认为三季度收入低于预期更可能是收入确认时点导致，全年增长仍然有望达到之前的预测水平。

维持“买入”的投资评级

我们认为公司具备长期战略投资价值，维持“买入”的投资评级，预测 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.73 元、1.06 元、1.51 元。

风险提示

高端人才流失的风险；项目管理能力落后的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	257.55	307.13	438.61	555.30	649.68
EBITDA(百万元)	87.75	99.98	107.13	162.74	240.03
净利润(百万元)	69.87	80.27	116.98	170.26	242.74
净利润增长率	30.61%	14.88%	46.14%	45.54%	42.57%
每股收益(元)	0.652	0.499	0.728	1.059	1.510
市盈率	112.27	97.73	67.07	46.08	32.32
市净率	14.79	13.44	11.85	10.12	8.37
EV/EBITDA	55.43	74.99	52.74	36.98	25.88
每股红利(元)	0.13	0.17	0.24	0.35	0.50
股息率(%)	0.30	0.30	0.50	0.70	1.00

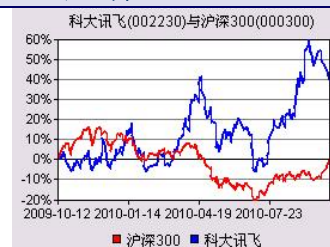
来源：安徽科大讯飞信息科技股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	48.80
目标价格(元)	59.50
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	-9.75%	38.79%	40.99%
沪深 300	6.83%	18.35%	-9.97%

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。

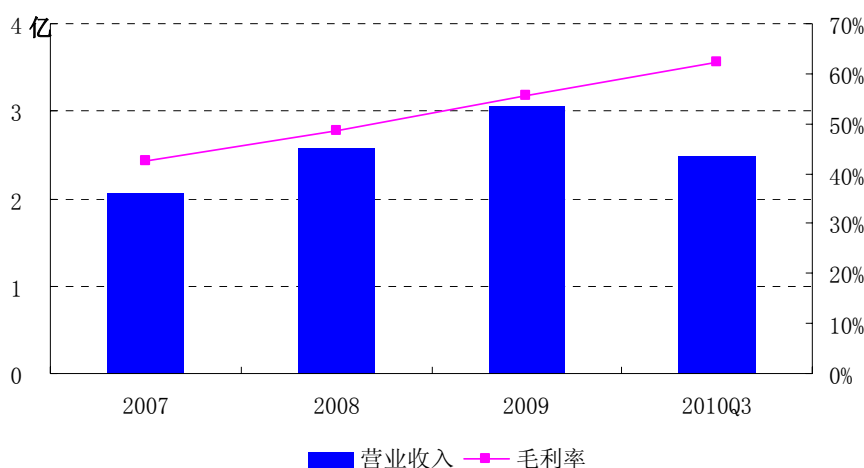
三季度收入增速下降，利润增速保持稳定

2010年前三季度公司实现营业收入2.49亿元，同比增长30.97%；营业利润4254.03万元，同比增长11.94%；归属于上市公司股东的净利润5293.43万元，同比增长12.07%；实现基本每股收益0.33元。

2010年7-9月公司实现单季度营业收入9165.62万元同比增长14.88%，增速低于预期，较上半年的42.62%大幅下降了27.74%；但归属于上市公司股东的净利润达到2325.24万元同比增长12.56%，增速较上半年的11.69%提高0.87%。

第三季度公司在收入增速出现较大降幅的情况下利润增速得以保持基本稳定的主要因素是毛利率的提升以及费用率出现下降。2010年前三季度公司主营业务毛利率62.39%，较2009年同期的59.02%增长了3.37%。三项费用率42.93%仍保持在较高水平，但费用增速较上半年有所回落。

图1：营业收入（亿元）和整体毛利率走势



数据来源：公司报表

公司长期竞争优势基础未变

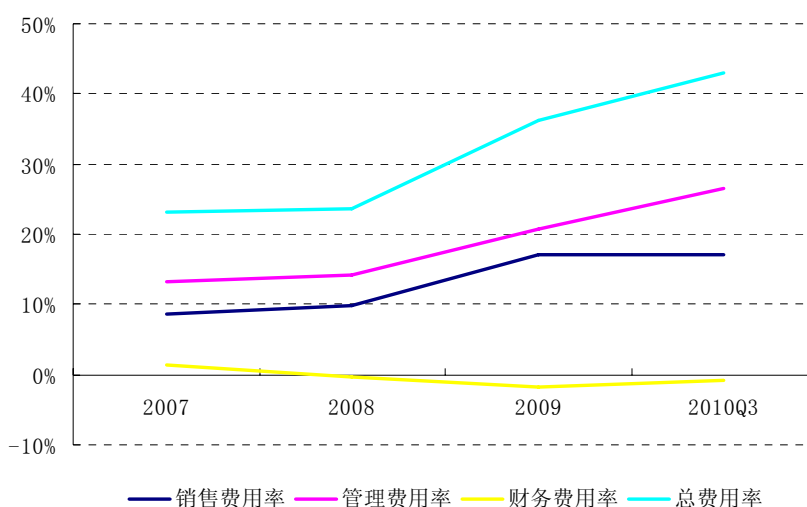
我们判断公司收入增速放缓可能源于教具类业务收入确认进度较慢，或者电信增值业务增速出现下降。由于教具产品的推广在各地的决策链较长，因此其收入确认时点的不确定性已经在我们之前的预期中。考虑到公司语音技术方面的领先优势，公司在电信增值业务领域具备长期竞争力，我们仍看好公司增值业务在3G时代的发展潜力。短期内我们认为公司三季度收入低于预期更可能是收入确认时点导致，全年增长仍然有望达到之前的预测水平。

毛利率的提升我们认为很可能来自公司收入结构的进一步改善，即语音类产品收入占比的提升和信息工程类收入占比的降低。

费用率有所降低但仍处于较高水平

2010年前三季度公司销售费用较2009年同期增加1103.82万元，增长35%，与2010年上半年增速基本持平，销售费用率由2010上半年的16.83%略微升高至17.20%；管理费用前三季度较2009年同期增加2188.26万元增长了49%，较上半年59%的增速有明显回落，管理费用率由上半年的27.45%降至26.59%；前三季度公司财务费用率-0.86%，比上半年的-0.42%有所降低。

图2：费用率走势



数据来源：公司报表

增值业务长期增长潜力大

2010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。

教具业务收入确认时点存在不确定性

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

尽管三季度的收入增速低于预期，但更严格的费用控制使公司利润增速保持在相对较稳定的水平上。语音技术作为新兴应用在演进过程中随时可能出现新的应用领域和市场，同时考虑到公司在中文语音合成和识别领域的独特技术优势，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，并保持之前的盈利预测，即2010-2012年全面摊薄EPS分别为0.73元、1.06元、1.51元，对应动态市盈率分别为67、46、32倍，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)_公司调研简报	邵卓	2010-09-13
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

	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。