

## 电子元器件

署名人: 王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 王国勋

执业证书编号: S0960110110068

0755-82026707

wangguoxun@cjis.cn

## 6-12个月目标价:

当前股价: 77.76元

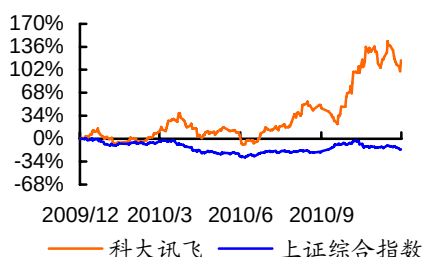
评级调整: 维持

## 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2751.53 |
| 总股本(百万)   | 161     |
| 流通股本(百万)  | 84      |
| 流通市值(亿)   | 65      |
| EPS (TTM) | 0.53    |
| 每股净资产(元)  | 3.73    |
| 资产负债率     | 17.7%   |

## 股价表现

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M    |
|--------|-------|-------|-------|
| 科大讯飞   | -8.52 | 44.94 | 105.7 |
| 上证综合指数 | -4.01 | 5.40  | 13.37 |



## 相关报告

《科大讯飞-向“软件+硬件”与“软件+服务”的盈利模式转变》2010-1-24

《科大讯飞-公司业绩稳步增长, 期待2010年的超预期发展》2009-10-25

《科大讯飞-畅言有声教具和电信级语音服务的未来发展将加快》2009-4-22

科大讯飞

002230

推荐

## 深挖洞、广积粮, 迎接语音交互时代

### 投资要点:

- 公司为国内语音识别领域绝对龙头, 技术层面上, 公司已实现从单机识别向基于移动互联网的语音云的突破, 基于云计算的讯飞语音云对常用语的识别率达到90%。公司目前在普通话测评业务中积累了大量的语音数据、在呼叫中心的应用和基于云计算的讯飞语音云也在应用过程中不断积累和完善公司的语音资源库, 对不常用语如专业用语和方言等等识别率也将逐步提高, 使得公司能够提供更好的用户体验, 为语音识别的大规模应用扫清障碍。随着用户体验的改善, 将推动公司讯飞语音云获得更广泛的应用, 从而使得公司语音样本更加丰富, 语音资源库更加完善, 形成一个良性的自循环。领先的核心技术和丰富的语音数据资源优势也将是其他潜在竞争者进入最大的障碍, 公司先发优势将越发稳固, 未来行业地位将坚如磐石。
- 基于云计算的讯飞语音云将使得公司业务模式从软件+硬件向软件+服务转变, 而提供服务类公司其估值水平和市场前景与传统软件+硬件公司相比将实现质的飞跃, 如 google、百度和 Facebook 等。
- 公司客户模式主要分为 B2B 和 B2C, 目前以 B2B 为主, 具体业务包括电信增值服务、畅言系列产品、语音支撑软件等等; B2C 市场如智能手机和车载导航市场: 1) 智能手机屏幕有限, 随着应用程序和软件越来越多, 手写输入将越来越麻烦, 语音交互技术将是未来发展趋势; 2) 车载导航系统采用语音识别技术代替手写输入将大大提高驾驶的便利性和安全性。公司通过与大客户如三大电信运营商、银行等合作, 进行市场推广, 未来更大的潜力在于面向移动互联网实现真正的人机语音交互。
- 公司目前规模仍然很小, 与未来广阔的市场空间相比, 潜力无限。我们预计2010~2012年EPS为0.62、1.10和1.73元, 由于讯飞语音云尚处于市场推广阶段, 故暂时未测算其业绩贡献, 这也是公司未来业绩超预期的一大可能所在。公司估值看似较高, 但对于能引领下一代人机交互技术的公司, 我们认为应该从市值与市场规模的角度来理解其真正价值。

### 风险提示:

- 公司语音识别业务发展可能低于预期。

### 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2009   | 2010E  | 2011E | 2012E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 307    | 414    | 558   | 773   |
| 同比(%)         | 19%    | 35%    | 35%   | 39%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 80     | 100    | 177   | 279   |
| 同比(%)         | 15%    | 25%    | 76%   | 57%   |
| 毛利率(%)        | 55.7%  | 60.0%  | 65.2% | 70.4% |
| ROE(%)        | 13.7%  | 15.4%  | 21.3% | 25.2% |
| 每股收益(元)       | 0.50   | 0.62   | 1.10  | 1.73  |
| P/E           | 158.21 | 126.47 | 71.75 | 45.57 |
| P/B           | 21.75  | 19.47  | 15.32 | 11.46 |
| EV/EBITDA     | 186    | 113    | 59    | 36    |

资料来源: 中投证券研究所

## 盈利预测

图表 1：2010 年~2012 公司盈利预测

|                 | 2010E        | 2011E      | 2012E        |
|-----------------|--------------|------------|--------------|
| <b>营业收入（百万）</b> |              |            |              |
| 语音支撑软件          | 72           | 86.4       | 103.7        |
| 语音行业应用产品/系统     | 196.3        | 311        | 493.2        |
| 1) 电信增值业务       | 90.27        | 144.4      | 231.1        |
| 2) 畅言教学系列       | 76           | 121.6      | 194.6        |
| 3) 其他           | 30           | 45         | 67.5         |
| 信息工程与运维服务       | 146          | 160.6      | 176.7        |
| <b>合计</b>       | <b>414.3</b> | <b>558</b> | <b>773.5</b> |
| <b>毛利率</b>      |              |            |              |
| 语音支撑软件          | 85%          | 85%        | 85%          |
| 语音行业应用产品/系统     |              |            |              |
| 1) 电信增值业务       | 88%          | 95%        | 97%          |
| 2) 畅言教学系列       | 68%          | 72%        | 75%          |
| 3) 其他           | 75%          | 75%        | 75%          |
| 信息工程与运维服务       | 23%          | 20%        | 20%          |
| <b>营业成本（百万）</b> |              |            |              |
| 语音支撑软件          | 10.8         | 12.96      | 15.55        |
| 语音行业应用产品/系统     | 42.65        | 52.52      | 72.45        |
| 1) 电信增值业务       | 10.83        | 7.222      | 6.933        |
| 2) 畅言教学系列       | 24.32        | 34.05      | 48.64        |
| 3) 其他           | 7.5          | 11.25      | 16.88        |
| 信息工程与运维服务       | 112.4        | 128.5      | 141.3        |
| <b>合计</b>       | <b>165.9</b> | <b>194</b> | <b>229.3</b> |

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 565  | 1044  | 1129  | 1256  | <b>营业收入</b>     | 307         | 414          | 558          | 773          |
| 现金             | 366  | 800   | 800   | 800   | 营业成本            | 136         | 166          | 194          | 229          |
| 应收账款           | 130  | 179   | 241   | 334   | 营业税金及附加         | 5           | 0            | 1            | 1            |
| 其它应收款          | 13   | 20    | 27    | 37    | 营业费用            | 53          | 41           | 56           | 77           |
| 预付账款           | 20   | 0     | 0     | 0     | 管理费用            | 64          | 104          | 112          | 155          |
| 存货             | 36   | 0     | 0     | 0     | 财务费用            | -6          | -7           | 3            | 7            |
| 其他             | 1    | 46    | 61    | 85    | 资产减值损失          | 2           | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 163  | 145   | 321   | 491   | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 3    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 48   | 58    | 151   | 274   | <b>营业利润</b>     | 53          | 110          | 193          | 305          |
| 无形资产           | 57   | 57    | 57    | 57    | 营业外收入           | 35          | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 55   | 31    | 113   | 161   | 营业外支出           | 1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 728  | 1190  | 1450  | 1747  | <b>利润总额</b>     | 87          | 110          | 193          | 305          |
| <b>流动负债</b>    | 106  | 522   | 604   | 621   | 所得税             | 7           | 9            | 15           | 24           |
| 短期借款           | 38   | 427   | 530   | 536   | <b>净利润</b>      | 80          | 101          | 178          | 280          |
| 应付账款           | 37   | 25    | 29    | 34    | 少数股东损益          | -0          | 1            | 1            | 2            |
| 其他             | 31   | 70    | 45    | 50    | <b>归属母公司净利润</b> | 80          | 100          | 177          | 279          |
| <b>非流动负债</b>   | 23   | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 67          | 110          | 211          | 343          |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.50        | 0.62         | 1.10         | 1.73         |
| 其他             | 23   | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 129  | 522   | 604   | 621   | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 15   | 16    | 17    | 18    | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 161  | 161   | 161   | 161   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 265  | 265   | 265   | 265   | 营业收入            | 19.2%       | 34.9%        | 34.7%        | 38.6%        |
| 留存收益           | 158  | 226   | 403   | 682   | 营业利润            | -10.5%      | 105.7%       | 76.3%        | 57.4%        |
| 归属母公司股东权益      | 584  | 652   | 829   | 1108  | 归属于母公司净利润       | 14.9%       | 25.1%        | 76.3%        | 57.4%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 728  | 1190  | 1450  | 1747  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 55.7%       | 60.0%        | 65.2%        | 70.4%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 26.1%       | 24.2%        | 31.7%        | 36.0%        |
|                |      |       |       |       | ROE             | 13.7%       | 15.4%        | 21.3%        | 25.2%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 15.9%       | 33.8%        | 31.6%        | 33.5%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 17.7%       | 43.9%        | 41.7%        | 35.6%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 29.42       | 81.77%       | 87.72        | 86.34%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 5.34        | 2.00         | 1.87         | 2.02         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 4.99        | 2.00         | 1.87         | 2.02         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.46        | 0.43         | 0.42         | 0.48         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 3           | 3            | 3            | 3            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 4.96        | 5.37         | 7.19         | 7.22         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.50        | 0.62         | 1.10         | 1.73         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.41        | 0.31         | 0.62         | 1.25         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.63        | 4.06         | 5.16         | 6.89         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 158.21      | 126.47       | 71.75        | 45.57        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 21.75       | 19.47        | 15.32        | 11.46        |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 186         | 113          | 59           | 36           |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

王国勋, 中投证券研究所电子行业分析师, 复旦大学微电子系学士, 复旦大学微电子系硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 7 年微电子专业学历背景+2 年电子行业从业经验。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                              | 北京                          | 上海                        |
|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 |
| 邮编: 518000                      | 邮编: 100032                  | 邮编: 200041                |
| 传真: (0755) 82026711             | 传真: (010) 63222939          | 传真: (021) 62171434        |