

2012年10月27日

TMT-计算机应用

证券研究报告--公司点评报告

科大讯飞(002230)

支撑软件稳根基，语音入口开广阔空间

投资评级：A--持有(维持)
TMT：吴炳华

执业证书编号：S0890510120009

电话：021-68778306

邮箱：wubinghua@cnhbstock.com

联系人：陈筱

电话：021-68778317

公司基本数据

总股本(万股)	37811.59
流通 A 股/B 股(万股)	32711.79/0.00
资产负债率(%)	22.90
每股净资产(元)	3.32
市净率(倍)	8.31
净资产收益率(加权)	8.24
12个月内最高/最低价	43.27/18.78

股价走势图

相关研究报告

- 1《战略引入中移动，享移动语音加速普及盛宴》，2012.08.24
- 2《语音数据库优势彰显，应用与平台望发力》，2012.07.04
- 3《语音应用扩张将持续提升盈利》，2012.04.05
- 4《参股安徽机电学院70%股权，效益与人才双丰收》，2012.02.28

◎事项：

前三季度增长43%，符合市场预期。科大讯飞(002230)10月26公布三季报，公司1-9月实现收入5.27亿元，同比增长53.81%，实现归属母公司的净利润9966.51万元，同比增长43.01%。对应EPS为0.26元，符合市场的预期。同时公司预计2012年全年的业绩增幅在30%-50%之间。

◎主要观点：

◆**毛利率略有下滑，期间费用率下降。**今年1-9月公司营收增长较高主要得益于公司语音教学产品实现了较高的成长，电信增值业务也有不俗的表现。我们预计语音支撑软件和电信增值业务未来仍将保持快速增长。公司净利润增长慢于收入是由于三季度毛利率由去年同期的62.17%下滑至51.54%，拉低了公司的盈利能力，这可能是由于公司的语音工程与运维毛利率下滑所致。公司的管理费用率由去年同期的25.91%下滑到20.14%的水准，显示了公司的营收水平扩张带来的规模效应，以及管理能力增强带来的运营效率提升。

◆**语音教育业务仍是公司成长坚实的根基。**公司的“畅言班班通”产品已经推向了市场，并且已经在河南、甘肃、江苏等地实现了规模化的商业应用，预计下半年至明年还会在更多的省市推广。普通话测试在全国顺利推进，到今年9月份参加测试的人数预计已经超过200万人，全年有望超过300万人。另外英语口语水平测试已经于今年在广东省正式推出，全国范围内的推广前景广阔。普通话评测考试是国家官方考试，面向大学毕业生及成人，公务员及教师的考试内容之一，基数是四百万。而英语口语将面向高中各年级学生的学习，一旦英语口语考试落地，巨大的学生基数，将为英语口语测试带来远高于普通话测试的空间。另外，如果英语口语机考作为中考和高考的内容，一定会促使学生上平台进行测试，系统提供改进地方的提示。通过反复测试，将带来多次测试和持续学习，会带来全新的业务增长方式。同时也给公司带来英语课堂教学产品的优势。因此英语口语评测考试应该比普通话有更多的市场空间。

◆**企业级语音逐步推广，语音云用户增长迅速。**公司的企业级语音项目已在工商银行、中信银行等通过验收并投入使用，并开始在中联通、中移动等进入试点应用；6月末使用语音云的移动应用下载和激活数量已超过6000万，

	2010A	2011A	2012Q3	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	436.06	557.13	223.27	751.97	1000.12	1320.16
同比增速(%)	41.98	27.74	84.08	35.00	33.00	32.00
净利润(百万)	101.14	132.63	41.25	174.33	229.81	296.92
同比增速(%)	26.00	31.14	39.87	31.40	31.80	29.20
毛利率(%)	56.88	57.24	43.65	58.00	58.50	59.00
每股盈利(元)	0.63	0.53	0.11	0.46	0.61	0.78
ROE(%)	16.36	14.50	3.35	12.90	14.80	16.40
PE(倍)	—	—	—	59.96	45.21	35.36

讯飞语音输入法等自有应用数量超过 2000 万，语音支撑软件业务下半年有望快速增长。其中工商银行、中信银行等金融行业的企业级语音项目顺利通过验收并投入使用，企业级语音方案开始在中国联通、中国移动等运营商行业进入试点应用，预计下半年有望在部分省市正式上线。公司陆续和华为、联想、小米等手机厂商，长虹、海信、创维等电视厂商，上汽等汽车厂商形成合作，语音技术在手机、电视、车载领域形成的一期产品已经成功推向市场，下半年随着这些产品陆续推向市场，公司的语音支撑软件业务收入将高速增长。

移动互联网领域，公司侧重于开发类在 Siri 应用，为用户提供智能终端更加智能化的语音应用，将原来简单的通讯工具开发成能够实现打电话、发短息，实现手机上各类信息的语音应用。公司有望做出比 Siri 更贴合国人的使用习惯、应用面更宽，更统一化的产品，最终成为智能化入口，获取更广阔的空间。公司目前集中研发挖掘讯飞输入法和讯飞语点，核心算法在不断突破，另外数据的储备的时报准确率也在不断提升。公司于今年引进中移动的战略入股，加之此前与联通建立的坚实合作基础，均将有助于公司将强大的语音数据库与研发能力变现。

我们暂时维持原有的盈利预测，预计公司 2012-2014 年可实现的 EPS 为 0.46 元、0.61 元和 0.78 元，分别对应 59.95 倍、45.21 倍和 35.36 倍 PE。鉴于公司行业的前景和未来持续增长预期，我们给予公司较高的估值溢价，认为合理价位在 21.35 元左右，对应 2013 年 35 倍 PE。维持有评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1031.84	910.22	1190.80	1551.47
现金	279.00	441.60	566.56	721.35
应收账款	278.90	343.62	463.59	617.22
其他应收款	31.15	35.00	47.69	64.26
预付账款	8.08	19.21	21.39	27.98
存货	51.33	68.48	88.24	116.09
其他流动资产	383.39	2.32	3.33	4.57
非流动资产	399.36	343.74	332.45	314.89
长期投资	12.74	11.72	12.56	12.31
固定资产	185.57	166.89	147.55	127.86
无形资产	86.01	86.86	86.86	86.86
其他非流动资产	115.04	78.26	85.49	87.87
资产总计	1431.20	1253.95	1523.25	1866.37
流动负债	212.47	242.36	311.26	389.82
短期借款	0.00	12.93	9.77	9.19
应付账款	118.51	136.59	187.32	245.06
其他流动负债	93.96	92.84	114.17	135.57
非流动负债	32.95	31.67	32.48	32.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	32.95	31.67	32.48	32.29
负债合计	245.42	274.03	343.74	422.11
少数股东权益	9.22	9.10	8.99	8.84
股本	252.08	378.12	378.12	378.12
资本公积	597.13	597.13	597.13	597.13
留存收益	327.36	501.69	701.39	966.29
归属母公司股东权益	1176.56	1350.90	1550.59	1815.50
负债和股东权益	1431.20	1634.03	1903.32	2246.44

现金流量表

单位 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	117.54	103.91	152.65	172.02
净利润	132.59	174.21	229.70	296.77
折旧摊销	46.30	20.30	20.38	20.42
财务费用	-2.94	-10.33	-14.27	-18.61
投资损失	1.35	0.39	0.52	0.62
营运资金变动	-66.01	-85.39	-88.09	-134.01
其他经营现金流	6.23	4.72	4.42	6.83
投资活动现金流	-135.97	35.43	-8.68	-3.25
资本支出	138.98	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	-12.81	2.80	0.74
其他投资现金流	3.02	22.62	-5.89	-2.52
筹资活动现金流	371.36	23.26	-19.00	-13.98
短期借款	-19.80	12.93	-3.17	-0.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	91.33	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	331.89	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-32.06	10.33	-15.83	-13.41
现金净增加额	352.95	162.60	124.96	154.79

利润表

单位 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	557.01	751.97	1000.12	1320.16
营业成本	238.18	315.83	415.05	541.26
营业税金及附加	11.93	13.93	19.71	26.25
营业费用	85.44	116.87	150.16	201.96
管理费用	116.98	158.76	212.06	278.62
财务费用	-2.94	-10.33	-14.27	-18.61
资产减值损失	9.65	4.87	5.72	6.75
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.35	-0.39	-0.52	-0.62
营业利润	96.42	151.64	211.18	283.31
营业外收入	50.32	40.57	41.86	42.84
营业外支出	3.00	1.79	2.11	2.30
利润总额	143.74	190.43	250.92	323.85
所得税	11.15	16.21	21.23	27.07
净利润	132.59	174.21	229.70	296.77
少数股东损益	-0.04	-0.12	-0.11	-0.15
归属母公司净利润	132.63	174.33	229.81	296.92
EBITDA	139.79	161.61	217.28	285.12
EPS (元)	0.53	0.46	0.61	0.78

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	27.7%	35.0%	33.0%	32.0%
营业利润	13.8%	57.9%	39.1%	34.1%
归属母公司净利润	31.1%	31.9%	31.7%	29.1%
获利能力				
毛利率 (%)	57.2%	58.0%	58.5%	59.0%
净利率 (%)	23.8%	23.3%	23.0%	22.5%
ROE (%)	11.3%	12.9%	14.8%	16.4%
ROIC (%)	17.9%	24.5%	30.3%	34.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	17.1%	16.8%	18.0%	18.8%
净负债比率 (%)	0.00%	4.72%	2.84%	2.18%
流动比率	4.86	3.84	3.90	4.04
速动比率	4.61	3.56	3.61	3.74
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.56	0.71	0.77
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.42	2.48	2.56	2.50
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.46	0.61	0.78
每股经营现金流 (摊薄)	0.47	0.41	0.61	0.68
每股净资产 (摊薄)	4.67	5.36	6.16	7.21
估值比率				
P/E	—	59.96	45.21	35.36
P/B	—	5.15	4.48	3.83
EV/EBITDA	66	57	42	32

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。