

系统集成  
 署名人: 齐宁  
 S0960512090002  
 010-63222585  
 qining@china-invs.cn

科大讯飞 002230

推荐

竞争实力全面领先, 主业布局全线开花。

我们近期调研了公司, 与公司管理层就公司未来发展进行了交流。

**投资要点:**

- 未来公司发展主要围绕教育、家庭电视、移动互联网三块业务布局。未来公司的战略目标是: 教育行业语音应用市场要一统天下, 家庭电视的语音应用市场要实现绝对控盘, 占有 70-80%; 移动互联网的语音应用市场要实现三分天下有其一。在语音产品的变现模式方面, 教育产业主要通过软件售卖形式; 电视可以使用后向广告、节目点播等形式; 移动终端可通过灵犀、彩铃、音乐等后向收费的模式进行变现。
- 公司的核心竞争力在于环环相扣的产品研发体系和全面领先的技术实力。公司在识别模型、算法、参数、数据库等方面建立了环环相扣的研发体系, 仅一两个环节的核心人才流失无法对讯飞的核心竞争力进行复制。公司在噪音、口音方面的识别技术领先于腾讯、百度 4-5 年。互联网公司仅仅依靠聊天、趣味性无法产生用户粘性。目前看未来 2-3 年移动互联网的语音应用市场格局会逐渐稳定。
- 公司 17 亿元增发融资将主要用于强化现有主业。未来资金投向主要是 5 个方向: 加强移动互联网拓展, 强化语音云建设; 加强教育产业业务拓展; 强化实验室建设; 用于上下游产业链并购; 补充公司流动资金。所有融资将围绕公司现有主业进行。
- 公安行业的语音应用具有非常广阔前景。目前声纹引发的国家安全问题受到了高度关注。建立声纹数据库和指纹数据库具有同等重要性。目前国家有特定的应用对象。语音在公安行业未来具有良好的前景。声纹 2013 年开始将会在民用领域进行一些少量的试用。
- 盈利预测与评级。我们预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.65 元, 0.9 元, 1.4 元。对应 PE 为 70X, 50X, 33X, 给予“推荐”评级。
- 风险提示: 人力成本上升; 行业竞争加剧。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	784	1166	1818	2963
收入同比(%)	41%	49%	56%	63%
归属母公司净利润	182	247	342	526
净利润同比(%)	38%	35%	39%	54%
毛利率(%)	53.7%	54.4%	54.9%	55.8%
ROE(%)	13.6%	15.5%	17.7%	21.4%
每股收益(元)	0.48	0.65	0.90	1.39
P/E	95.02	70.29	50.69	32.94
P/B	12.89	10.89	8.97	7.05
EV/EBITDA	125	108	66	39

资料来源: 中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>				
现金	1106	1394	1865	2678
应收账款	529	529	529	529
其它应收款	407	607	946	1541
预付账款	64	80	136	213
存货	6	34	35	51
其他	88	129	199	318
<b>非流动资产</b>				
长期投资	12	15	19	26
固定资产	221	377	508	620
无形资产	327	327	327	327
其他	184	155	146	140
<b>资产总计</b>	1853	2268	2859	3779
<b>流动负债</b>				
短期借款	327	499	749	1144
应付账款	0	39	81	107
其他	170	257	390	627
<b>非流动负债</b>				
长期借款	157	203	278	410
其他	44	40	42	42
<b>负债合计</b>	371	539	790	1186
<b>少数股东权益</b>	138	137	136	134
股本	378	378	378	378
资本公积	495	495	495	495
留存收益	472	718	1060	1586
<b>归属母公司股东权益</b>	1345	1591	1933	2459
<b>负债和股东权益</b>	1853	2268	2859	3779

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	162	89	99	117
折旧摊销	182	246	341	524
财务费用	63	25	40	53
投资损失	-13	-20	-17	-15
营运资金变动	-2	-2	-2	-2
其它	-90	-167	-279	-475
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	23	7	17	32
长期投资	278	160	160	160
其他	-5	-1	-0	0
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	8	11	2	2
长期借款	126	0	0	0
普通股增加	0	39	41	27
资本公积增加	3	0	0	0
其他	-102	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-53	20	17	15
	-130	0	0	0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	784	1166	1818	2963
营业成本	363	532	820	1309
营业税金及附加	15	22	34	56
营业费用	131	195	303	494
管理费用	161	240	374	610
财务费用	-13	-20	-17	-15
资产减值损失	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	119	189	295	500
营业外收入	85	85	85	85
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	203	274	380	585
所得税	21	28	39	60
<b>净利润</b>	182	246	341	524
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
<b>归属母公司净利润</b>	182	247	342	526
<b>EBITDA</b>	169	195	318	539
<b>EPS (元)</b>	0.48	0.65	0.90	1.39

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	40.7%	48.7%	55.9%	63.0%
营业利润	23.4%	59.2%	55.9%	69.3%
归属于母公司净利润	37.5%	35.2%	38.7%	53.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	53.7%	54.4%	54.9%	55.8%
净利率	23.3%	21.1%	18.8%	17.8%
<b>ROE</b>	13.6%	15.5%	17.7%	21.4%
<b>ROIC</b>	10.5%	12.7%	15.8%	20.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.0%	23.8%	27.6%	31.4%
净负债比率	0.81%	7.82%	10.58	9.30%
流动比率	3.39	2.79	2.49	2.34
速动比率	3.12	2.54	2.22	2.06
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.57	0.71	0.89
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.52	2.50	2.54	2.58
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.65	0.90	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.24	0.26	0.31
每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.21	5.11	6.50
<b>估值比率</b>				
P/E	95.02	70.29	50.69	32.94
P/B	12.89	10.89	8.97	7.05
EV/EBITDA	125	108	66	39

## 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±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

齐宁,中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验。

王大鹏, CFA Charter pending, 北京工业大学电子信息工程学士, 北京邮电大学通信工程硕士, 6 年通信业从业经验。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，但我们将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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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