



科大讯飞 (002230)

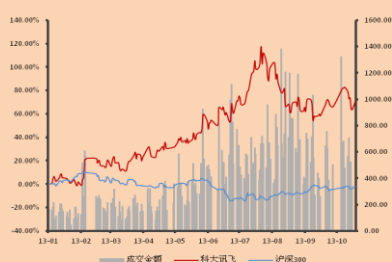
公司评级: 持有

评级时间: 2013-10-22

当前价格 (元): 44.83

前次评级: 增持

股价走势:



主要数据

相关研究

《科大讯飞——智能语音时代的产业领袖》
(2013.5.21)

联系人

姓名: 周林冲

电话: 0551-65161837

邮件: zlc_hazq@163.com

执业证书编号: S0010512100001

业绩低于预期, 移动互联网业务待突破

事件:

■ 公司于 10 月 21 日晚发布第三季度报告, 前三季度实现营收 7.57 亿元, 同比增长 43.74%; 归属于上市公司股东的净利润 1.4 亿元, 同比增长 40.74%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润 9400 万元, 同比增长 26.77%。其中, 三季度实现营收 3.38 亿元, 同比增长 51.54%, 归属于上市公司股东净利润 5777 万元, 同比增长 40.07%。同时预计 2013 年度归属于上市公司股东的净利润 2.3 至 2.9 亿, 同比增长 30%-60%。

评论:

■ 业绩低于市场预期。单从第三季度业绩来看, 同比实现了较大增长, 特别是扣非后归属于上市公司股东的净利润, 同比增长了 61.46%。但从全年来看, 公司预计归属于上市公司股东的净利润 2.3 至 2.9 亿, 同比增长 30%-60%。从三季度业绩以及下半年的预计业绩判断, 公司下半年的业绩没有出现明显的爆发式增长, 低于市场预期。

■ 教育业务保持了较快增长, 英语口语测试待逐步推广。公司语音教育业务实现了较快增长, 成为目前主要的利润增长点, 主要是普通话考试实现全覆盖以及教具产品推广良好。但该领域市场空间有限。未来成长的亮点在于中高考口语测试以及带动的教辅等需求, 该领域目前尚未实现收益, 但市场空间大, 未来最大的不确定性在于全国的推广情况。虽然目前新拓展重庆、山西、合肥、西宁、三明等地口语应用, 但未来中高考英语改革的方向之一就是各个地区的差异化考试, 这将增加未来全国推广的难度。

■ 移动互联网业务待突破。公司的战略是打造中国移动互联网语音信息交互的第一入口。目前主要的产品和服务, 一是与中国移动合作的“灵犀”产品, 主要依靠活跃用户数等解决了盈利模式问题, 随着中国移动定制机的全面推广, 未来盈利将快速增长; 二是面向整体移动互联网行业的“讯飞语音输入法”等自有产品和讯飞语音云平台, 该领域目前的盈利模式尚未得到解决, 产品和服务处于免费使用阶段。另外, 该领域新竞争者不断涌入, 先后有百度、云知声等, 未来语音门户之争不仅要求有领先的语音技术, 还需要独特的商业模式运作。公司在凭借技术优势和在位优势的基础上, 如何从软件型公司向移动互联网公司转型, 成为未来发展的关键。

■ 投资建议。公司在语音技术和资源、市场开发、品牌资质、专业人才等方面均具有领先优势, 市场应用领域广泛, 随着教育领域和移动互联网领域的拓展, 未来的成长空间巨大。我们预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.51 元、0.73 元和 1.02 元, 目前估值部分反映了未来的高成长, 给予“持有”评级。

■ 风险因素: 新兴领域拓展风险、人才流失风险、市场竞争风险。

表 1：资产负债表

资产负债表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	65,907.5	52,910.2	9,031.0	39,381.7	81,459.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	31,004.7	47,039.4	64,639.7	94,112.8	131,366.0
应收票据	276.0	490.4	618.6	900.6	1,257.1
预付帐款	807.6	577.8	625.8	691.0	781.9
存货	5,132.9	8,806.6	10,491.7	14,268.0	19,884.7
其他流动资产	55.6	732.0	1,697.8	3,139.0	4,960.7
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,274.4	1,552.6	1,500.0	1,500.0	1,500.0
投资性房地产	2,357.7	2,292.9	2,300.0	2,300.0	2,300.0
固定资产	18,556.5	22,120.8	22,591.9	21,464.8	20,335.8
在建工程	233.1	4,179.5	2,508.3	2,509.3	2,510.3
无形资产	8,601.1	32,702.8	32,702.9	32,703.0	32,703.1
其他非流动资产	2,014.4	2,606.7	2,544.6	2,545.6	2,546.6
资产总额	143,120.3	185,338.1	161,252.2	225,515.9	311,606.0
短期债务	-	-	85,344.7	85,191.6	84,823.2
应付帐款	13,388.0	18,283.2	26,150.5	35,562.9	49,562.4
应付票据	2,177.5	4,381.1	4,336.5	5,897.4	8,218.9
其他流动负债	5,681.7	9,993.3	12,514.5	16,260.3	21,081.5
长期借款	-	300.0	300.0	300.0	300.0
其他非流动负债	3,294.6	4,107.2	3,558.3	3,558.3	3,558.3
负债总额	24,541.8	37,064.9	132,204.5	146,770.3	167,544.2
少数股东权益	922.1	13,822.1	16,286.5	19,822.0	24,713.2
股本	25,207.7	37,811.6	46,849.3	46,849.3	46,849.3
留存收益	92,448.6	96,639.5	115,581.7	142,757.1	180,353.0
股东权益	118,578.5	148,273.2	178,717.4	209,428.4	251,915.5

资料来源：wind、华安证券研究所

表 2：利润表

利润表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	55,701.4	78,394.1	112,887.5	164,359.7	229,419.1
减：营业成本	23,818.2	36,268.0	47,964.5	65,228.4	90,905.9
营业税费	1,192.7	1,484.8	2,144.9	2,958.5	3,900.1
销售费用	8,543.5	13,078.8	19,190.9	27,119.4	36,707.1
管理费用	11,697.8	16,137.4	23,141.9	34,515.5	49,325.1
财务费用	-293.6	-1,271.1	1,225.5	3,558.2	2,458.7
资产减值损失	964.9	1,044.4	1,000.0	1,000.0	1,000.0
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-135.3	249.3	250.0	260.0	280.0
营业利润	9,642.4	11,901.0	18,469.8	30,239.7	45,402.2
加：营业外净收支	4,731.5	8,368.1	10,910.0	11,910.0	12,910.0
利润总额	14,373.9	20,269.1	29,379.8	42,149.7	58,312.2
减：所得税	1,114.8	2,095.4	2,938.0	4,215.0	5,831.2
净利润	13,259.1	18,173.7	26,441.8	37,934.8	52,481.0

资料来源：wind、华安证券研究所

表 3：现金流量表

现金流量表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	13,259.1	18,173.7	26,441.8	37,934.8	52,481.0
加：折旧和摊销	4,630.2	6,253.4	3,338.8	3,340.7	3,342.6
资产减值准备	964.9	1,044.4	1,000.0	1,000.0	1,000.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-251.1	-303.3	-1,295.5	1,225.5	3,558.2
投资收益	135.3	-249.3	-250.0	-260.0	-280.0
少数股东损益	-3.8	-66.8	2,464.4	3,535.5	4,891.2
营运资金的变动	-6,184.8	-8,076.4	-10,570.4	-20,326.5	-24,007.9
经营活动产生现金流量	11,753.6	16,205.9	23,650.1	28,782.6	39,885.6
投资活动产生现金流量	-13,596.9	-26,571.8	270.5	227.9	247.9
融资活动产生现金流量	37,136.3	-2,633.1	88,121.6	-10,935.2	-12,821.0

资料来源：wind、华安证券研究所

表 4：财务指标

财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长性					
营业收入增长率	27.7%	40.7%	44.0%	45.6%	39.6%
营业利润增长率	13.8%	23.4%	55.2%	63.7%	50.1%
净利润增长率	31.1%	37.5%	31.5%	43.5%	38.3%
EBITDA 增长率	23.3%	16.9%	73.7%	61.2%	37.9%
EBIT 增长率	13.6%	13.7%	85.3%	71.6%	41.6%
NOPLAT 增长率	31.3%	31.1%	61.7%	49.3%	33.0%
投资资本增长率	33.4%	82.1%	163.3%	1.7%	2.0%
净资产增长率	79.3%	25.0%	20.5%	17.2%	20.3%
利润率					
毛利率	57.2%	53.7%	57.5%	60.3%	60.4%
营业利润率	17.3%	15.2%	16.4%	18.4%	19.8%
净利润率	23.8%	23.3%	21.2%	20.9%	20.7%
EBITDA/营业收入	20.4%	16.9%	20.4%	22.6%	22.3%
EBIT/营业收入	16.8%	13.6%	17.4%	20.6%	20.9%
投资回报率					
ROE	11.2%	12.3%	14.8%	18.1%	20.8%
ROA	9.3%	9.8%	16.4%	16.8%	16.8%
ROIC	31.7%	31.2%	27.7%	15.7%	20.5%
费用率					
销售费用率	15.3%	16.7%	17.0%	16.5%	16.0%
管理费用率	21.0%	20.6%	20.5%	21.0%	21.5%
财务费用率	-0.5%	-1.6%	1.1%	2.2%	1.1%
三费/营业收入	35.8%	35.6%	38.6%	39.7%	38.6%
业绩和估值指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EPS(元)	0.28	0.39	0.51	0.73	1.02
BVPS(元)	2.53	3.16	3.81	4.47	5.38
PE(X)	142.1	103.3	78.6	54.8	39.6
PB(X)	15.9	12.7	10.5	9.0	7.5
P/FCF	-	-71.6	19.5	172.4	98.4
P/S	33.8	24.0	16.7	11.5	8.2
EV/EBITDA	83.8	112.1	86.1	52.8	37.7
CAGR(%)	42.0%	42.4%	105.0%	-100.0%	-100.0%
PEG	3.4	2.4	0.7	-0.5	-0.4
ROIC/WACC	3.3	3.3	2.9	1.6	2.1

资料来源：wind、华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

股票投资评级

- 1、买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
- 2、增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
- 3、持有：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 4、卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

- 1、强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
- 2、中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 3、弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。