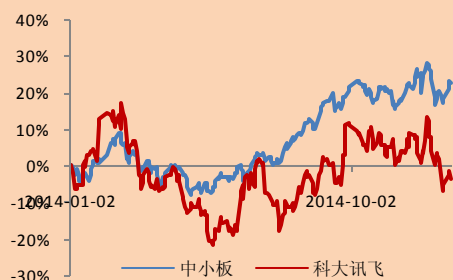




公司评级：增持

报告日期：2015-1-8



相关研究

宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

吴海滨

0551-65161835

wlvswbh@163.com

S0010512090001

林玉琰

0551-65161835

linyulonglyl@163.com

S0010513040001

科大讯飞 (002230)：语音王者遭遇市值瓶颈， 突围须看外延扩张与主业放量

主要观点：

□ 语音王者远景清晰，静待行业盛宴开启

科大讯飞技术全球领先，是国内语音行业的王者，联姻中国移动与外延扩张并举，资源配置开始向语音领域全面倾斜，公司各项语音主营业务商业模式均已成型，语音产业链自我定位明确，公司发展远景清晰。智能语音行业市场空间大，随着技术成熟度的不断提升，特别是近年来可穿戴设备应用的爆发，行业有望由“工具”迈向“需求”，科大讯飞语音布局完善，核心业务“摸得着、看得见”的都有。

□ 国际对标看市值瓶颈掣肘，突围须看外延扩张与主业放量预期

多视角、多维度国际对标纽昂斯通讯，两者互有优势，市场表现各有千秋。综合多维度因素讨论我们认为讯飞后发优势更为突出，市值具有更富弹性的膨胀空间。科大讯飞引入中国移动后市值快速膨胀到 200 亿以上，而过去的一年多市值近乎围绕这个中位数波动，市值进一步上攻遭遇瓶颈。公司较高的市销率 (16.75) 需要主营业收入有放量的表现去支撑市值，而公司杠杆水平低，外延扩张想象空间大，两者任何一方突围都有望引领公司市值上修。

□ 教育行业、物联网应用摸得着，移动互联网看得见、静观其变

教育行业有望成为公司业务增长的倚重，教育市场空间大，改革加速产品渗透，公司作为教育考试行业金字塔级的垄断者，相关产品的推广及家庭普及望水到渠成；互联网应用特别是智能家居、车载系统盛宴开启，公司望持续收益。移动互联网业务随着下半年中国移动新媒体公司成立，公司相关业务推进望加速。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2014-2016 年按照当前股本一致摊薄的 EPS 分别为 0.49 元、0.69 元、0.99 元，对应的 PE 分别为 54 倍、39 倍、26 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1254	1858	2730	3952
收入同比 (%)	60%	48%	47%	45%
归属母公司净利润	279	395	553	792
净利润同比 (%)	53%	41%	40%	43%
毛利率 (%)	53.0%	53.8%	53.8%	53.5%
ROE (%)	8.0%	9.6%	12.2%	15.4%
每股收益	0.35	0.49	0.69	0.99
P/E	78.23	55.32	39.45	27.55
P/B	6.59	5.53	5.00	4.39
EV/EBITDA	64	54	39	26

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1. 公司概况：语音强者领先全球，远景清晰成长相伴.....	5
1.1. 语音技术全球领先，国内市场行业王者	5
1.2. 联姻移动与外延扩张同步，股权结构与公司架构更加合理	5
1.3. 资源配置向语音业务倾斜，公司发展远景愈发明晰	7
1.4. 上市以来复合增速达 33.67%，高增长相伴	8
1.5. 科大讯飞核心业务构成未来发展趋势研判：摸得着、看得见的都有	10
2. 智能语音行业：市场空间足够大，静待需求端发力	11
2.1. 行业技术成熟度日趋完善，“工具”迈向“需求”	11
2.2. 行业寡头格局显著，国内市场本土企业强势	12
2.3. 快速成长期下行业，市场空间足够大	14
2.4. 政策保驾护航、科大讯飞为最大的受益者	15
2.5. 行业应用领域渐清晰，龙头讯飞战略导向确定性强	15
3. 公司各项业务商业模式均已成型，语音产业价值链自我定位清晰	16
4. 科大讯飞 VS 纽昂斯通讯：国际对标视角下讯飞后发优势更突出	17
4.1. 业务构成：产品互有优势，定位各有千秋	17
4.2. 市场份额：纽昂斯的“国际范”和科大讯飞的“土豪范”	18
4.3. 营收及利润：纽昂斯的举步维艰和科大讯飞的稳扎稳打	19
4.4. 发展路径：纽昂斯通讯并购扩张和科大讯飞的内生性增长	20
4.5. 发展方向：均致力于拥抱互联网、物联网大潮	21
4.6. 模式的讨论：科大讯飞在商业模式布局和创新上优势更突出	22
4.7. 二级市场表现：科大讯飞有更强的市值膨胀空间	24
5. 盈利端改善的前景：教育行业为倚重、物联网盛宴已开启、移动互联静观其变	26
5.1. 教育行业有望成为公司最大的业务看点	26
5.1.1. 课堂教学普及空间依然很大	27
5.1.2. 智能考试：改革加速渗透，占据考试金字塔尖，产品推广及家庭普及自然水到渠成	28
5.1.3. 相关学习产品及教育评测完善，智能早教玩具是新增亮点	30
5.2. 物联网：拥抱智能家居和车载语音市场盛宴	33
5.2.1. 智能家居市场：同家居厂商建立合作关系，入口端布局价值链长	33
5.2.2. 车载语音系统市场：市场爆发增长拐点临近，公司布局搭建完成	33
5.3. 移动互联网：公司语音入口布局完善，行业演化仍需静观其变	35
5.3.1. 公司在移动互联网入口端布局完善	35
5.3.2. 互联网语音市场竞争狼烟四起，爆发尚需时日	35
5.3.3. 与中国移动深度合作，背靠大树好乘凉	36
5.3.4. 导流仍存较大难度，商业模式仍有待进一步优化	37
6. 盈利预测与估值	38

图表目录

图 1、语音技术产业的具体应用领域	5
图 2、公司股权结构	6
图 3、公司组织结构及主要业务组成	7
图 4、公司主要业务及产品属性	8
图 5、公司主要业务及产品营收构成	8
图 6、公司主要业务及产品营收构成	9
图 7、公司主要业务及产品营收构成	9
图 8、公司主要业务及产品营收构成	10
图 9、智能语音识别合成技术流程图	12
图 10、全球语音市场份额与竞争格局	13
图 11、国内语音市场份额与竞争格局	13
图 12、国内语音市场空间足够大	14
图 13、语音技术产业正处于生命周期的成长阶段	14
图 14、行业龙头科大讯飞细分市场突破战略确定性强	16
图 15、纽昂斯通讯主营业务构成	18
图 16、科大讯飞主营业务构成	18
图 17、全球语音服务市场份额划分	18
图 18、科大讯飞国内市场一枝独秀	18
图 19、纽昂斯通讯上市以来营收及净利走势	19
图 20、科大讯飞上市以来营收及净利走势	19
图 21、纽昂斯通讯高营业开支吃掉利润	20
图 22、科大讯飞营业开支更为合理	20
图 23、纽昂斯通讯长期维持高资产负债率	20
图 24、科大讯飞资产负债率低且稳定	20
图 25、纽昂斯通讯上市以来并购不停歇	21
图 26、科大讯飞并购鲜少内生增长更显著	21
图 27、纽昂斯通讯商誉/总资产走势	21
图 28、科大讯飞商誉/总资产走势	21
图 29、纽昂斯通讯业务转型效果并不显著	22
图 30、科大讯飞业务转型效果非常显著	22
图 31、纽昂斯通讯综合毛利率变动趋势	22
图 32、科大讯飞业务转型效果非常显著	22
图 33、平台整合和入口布局已然成为互联网领域博弈的焦点	23
图 34、纽昂斯通讯上市以来市值变动趋势	25
图 35、科大讯飞上市以来市值变动趋势	25
图 36、依托于语音教育云平台的讯飞产品及解决方案系统体系	26
图 37、全国初等教育、中等教育在校生数变动情况	28
图 38、2005-2014 年全国高考人数统计	29
图 39、2005-2013 年全国普通高中招生数	29
图 40、公司教育评价系统主要构成模块	31
图 41、公司通过整合教育环节力量实现了教育核心资源的整合	32
图 42、近年来国内智能电视销量增速极为显著	33

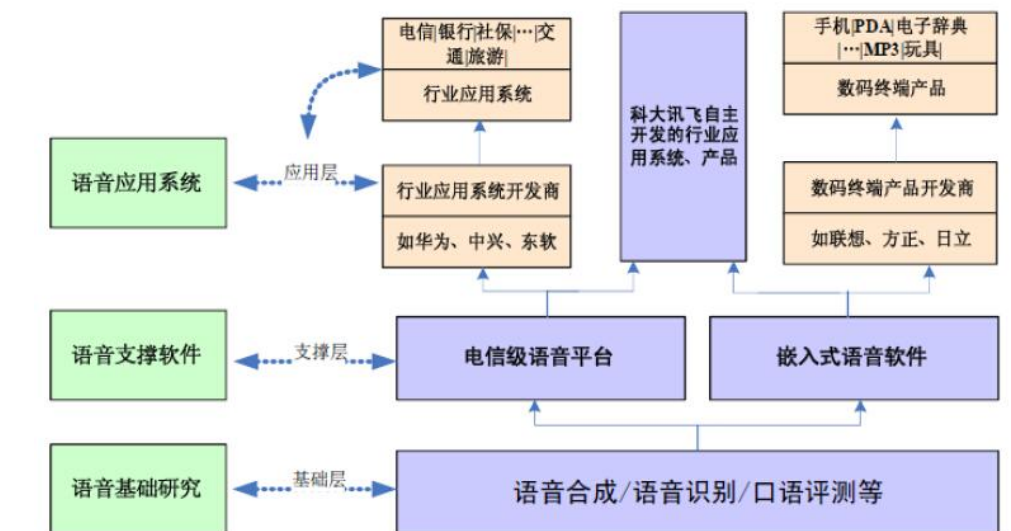
图 43、国内汽车导航设备市场临近爆发增长的拐点.....	34
图 44、我国车载导航市场空间巨大.....	34
图 45、公司在移动互联网领域的主要产品布局.....	35
图 46、公司讯飞语点和灵犀语音助手市场占有率总和排第一	36
图 47、我国手机输入法市场格局	37
表 1、语音技术产业的具体应用领域.....	15
表 2、科大讯飞主要业务商业模式.....	17
表 3、语音云平台商业模式比较	23
表 4、入口段商业模式比较	24
表 5、影响上市公司市值的因素	25
表 6、公司课堂教学业务的项目构成及特点.....	27
表 7、公司只能考试业务的项目及产品构成.....	28
表 8、公司周边学习产品配套丰富.....	30
表 9、科大讯飞收入及利润预测（单位：百万元）	38

1. 公司概况：语音强者领先全球，远景清晰成长相伴

1.1. 语音技术全球领先，国内市场行业王者

科大讯飞是一家专业从事智能语音及语言技术研究、软件及芯片产品开发、语音信息服务及电子政务系统集成的国家级骨干软件企业，是我国最大的智能语音技术和解决方案提供商。公司是当之无愧的国内语音行业翘楚，业务布局涵盖语音行业上游基础层、中游支撑层、及下游应用层，核心技术优势显著。公司已经连续七次获得国际英文合成大赛（Blizzard Challenge 2012）冠军，其语音合成核心技术代表了世界最高水平。

图 1、语音技术产业的具体应用领域



数据来源：公司公告、华安证券研究所

公司目前占有中文语音技术市场 60%以上市场份额，语音合成产品市场份额达到 70%以上，在电信、金融、电力、社保等主流行业的份额更是达到 80%以上。伴随着未来智能语音行业的发展，公司未来具有极大的发展前景。

1.2. 联姻移动与外延扩张同步，股权结构与公司架构更加合理

公司自 2008 年 5 月 12 日深交所挂牌上市以来，股权结构伴随着两轮增发、两次并购和两轮股权激励发生变动。其中 2013 年定增引入中国移动通信有限公司后后者变更为公司的第一大股东。2013 年收购广东启明为教育考试产品提供支持，2014 年收购上海瑞元为其讯飞云提供大数据支持，标志着公司开始由内生性增长

模式向外延式增长尝试。目前公司总股本为 8.02 亿股，大股东为中国移动通信有限公司，实际控制人为胡宏伟（原广东启明总经理）、刘庆峰等 13 位自然人股东、中科大资产管理公司。

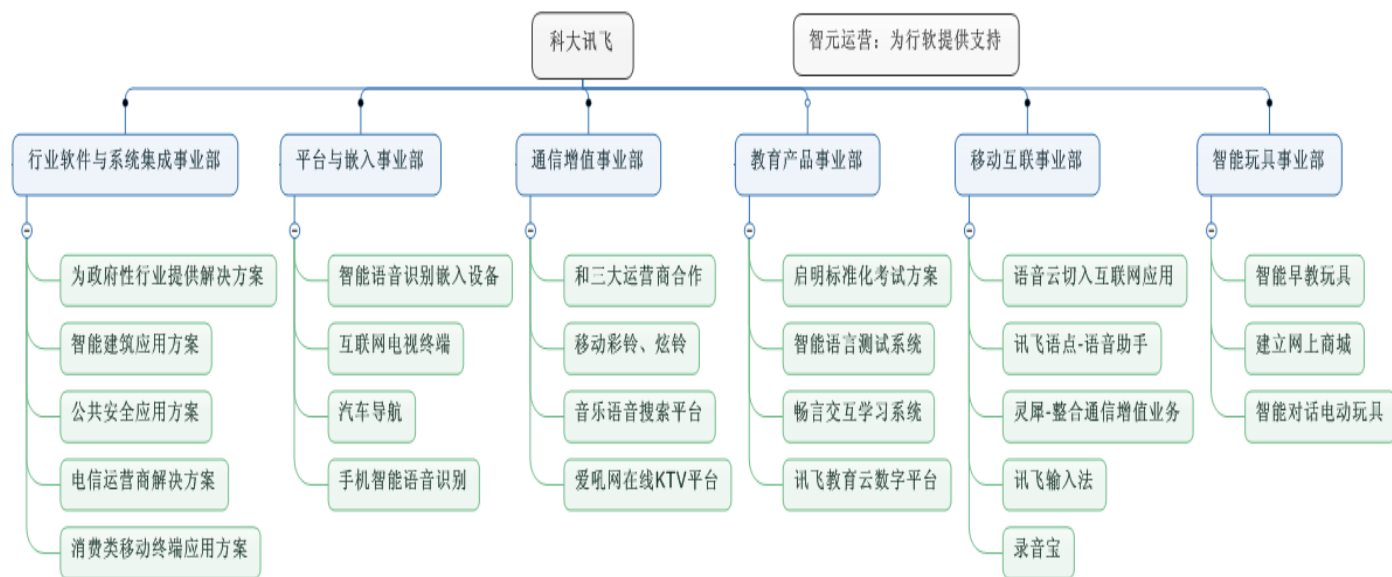
图 2、公司股权结构



数据来源：WIND 公司公告，华安证券研究所

公司目前在北京、上海、广州、天津、新疆、芜湖、宣城等地全资设置子公司。公司下设六大事业部。其中**行业软件与系统集成事业部**为电信、金融、政府等需要大规模、高稳定服务的开发商提供综合解决方案，提供服务包括智能建筑应用方案和公共安全应用方案等；**平台与嵌入事业部**面向手机、汽车导航、学习机等数码终端产品嵌入语音软件和交互解决方案，提供服务包括互联网智能电视终端、汽车导航终端等；**通信增值事业部**与三大电信运营商合作提供通过语音检索、下载、设置歌曲铃音的解决方案，主要产品包括移动彩铃、音乐语音搜索平台等；**教育产品事业部**提供标准化语言测试系统和交互学习方案，主要产品包括普通话等级测试评测系统、畅言交互学习系统等；**移动互联事业部**整合通讯增值业务，提供多款智能终端应用软件，从讯飞语音云切入互联网平台，主要产品包括讯飞语点、灵犀、讯飞输入法等；**智能玩具事业部**为 2013 年成立，通过网上商城等 B2C 渠道提供智能早教玩具产品，目前已经开始贡献利润。

图 3、公司组织结构及主要业务组成



数据来源：公司公告，华安证券研究所

1.3. 资源配置向语音业务倾斜，公司发展远景愈发明晰

从公司业务层面上看，公司提供的语音产品主要涵盖了信息工程与运维服务、语音支撑软件和行业应用软件三大部分。

语音支撑软件是以语音核心技术授权使用的方式提供给各行业开发商，为开发商在系统和产品中提供技术支撑，根据应用领域可分为电信级语音平台和嵌入式语音软件。**语音应用软件**（行业应用产品/系统）是针对特定行业应用提供语音应用整体解决方案，以行业应用产品/系统的形式对外销售或合作运营。**信息工程与运维服务**是将计算机硬件和软件等加上咨询、调优、配置等工作，搭建成满足特定业务的系统，主要集中在教育、石化、电信、政府行业。

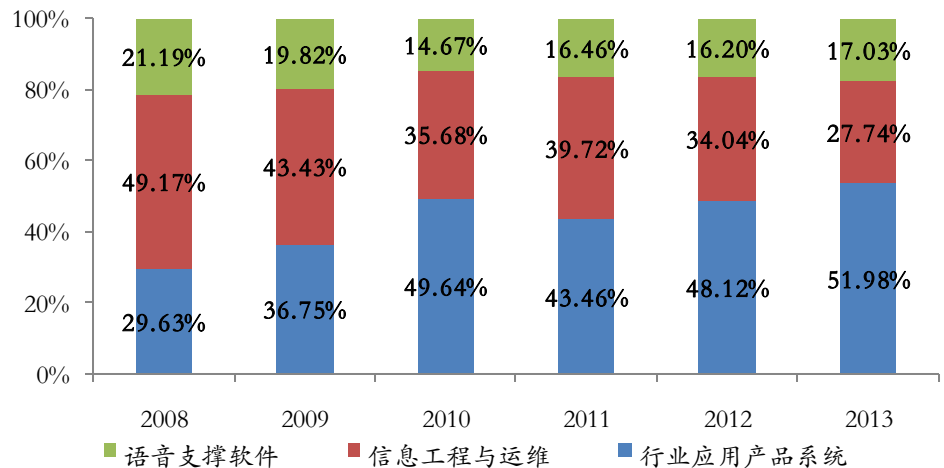
图 4、公司主要业务及产品属性

产品/业务名称		主要功能	应用领域	主要客户
语音支撑软件	电信级语音平台	向二次开发厂商提供电信级中文语音合成开发平台和语音识别开发平台	呼叫中心，电信增值业务、互联网服务	电信主流开发商；全国大部分商业银行、券商；神州数码、东软股份等
	嵌入式语音软件	向嵌入式开发厂商提供中文语音合成、语音识别开发技术和语音交互应用解决方案	手机、汽车导航、学习机、互联网电视等终端	国内主流手机设计商如金立，国内全部 9 家地图数据商，诺亚舟等排名前 6 的学习机商
行业应用产品/系统	基于语音搜索的电信增值业务系统	可随时随地通过语音检索、下载、设置歌曲等铃声的解决方案	移动彩铃、联通炫铃用户	中国联通和中国移动等电信运营商
	普通话等级考试评测系统	以计算机自动测评辅助人工完成国家语委普通话测试、教学	国家语委普通话水平测试	国家语委
信息工程与运维服务		将计算机硬件和软件等加上咨询、调优、配置等工作，搭建满足特定业务的系统	主要集中在教育、石化、电信、政府行业	中国石化安徽石油分公司、安徽电信等

数据来源：公司公告，华安证券研究所

公司的主业构成中信息工程与运营维护业务属于非语音类业务，也属于公司的传统业务构成。上市以来公司加大了对语音业务的拓展。截至 2013 年信息工程与运营维护业务占比由上市初的近 50% 降至 27.74%，公司业务结构得到了显著的优化，特别是对语音行业下游应用的扩张顺畅。

图 5、公司主要业务及产品营收构成

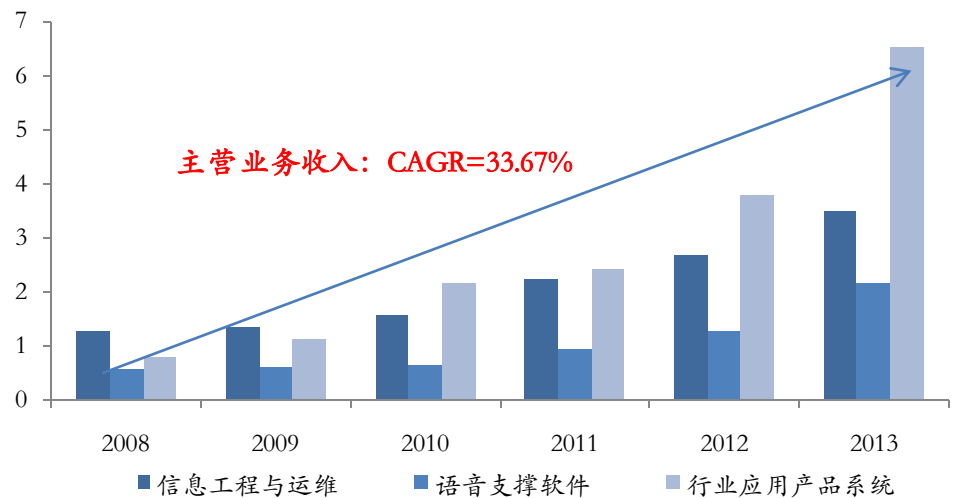


数据来源：WIND 公司公告，华安证券研究所

1.4. 上市以来复合增速达 33.67%，高增长相伴

公司 2013 年实现营业收入 11.05 亿元，净利润达 2.78 亿元，同比分别增 59.9%、53.2%。自公司 2008 年上市以来公司主营业务收入复合增长率达 33.67%，特别是随着公司业务结构由传统业务向语音业务全面过渡，语音市场需求爆发在即，公司未来的业绩高增长望进一步延续。

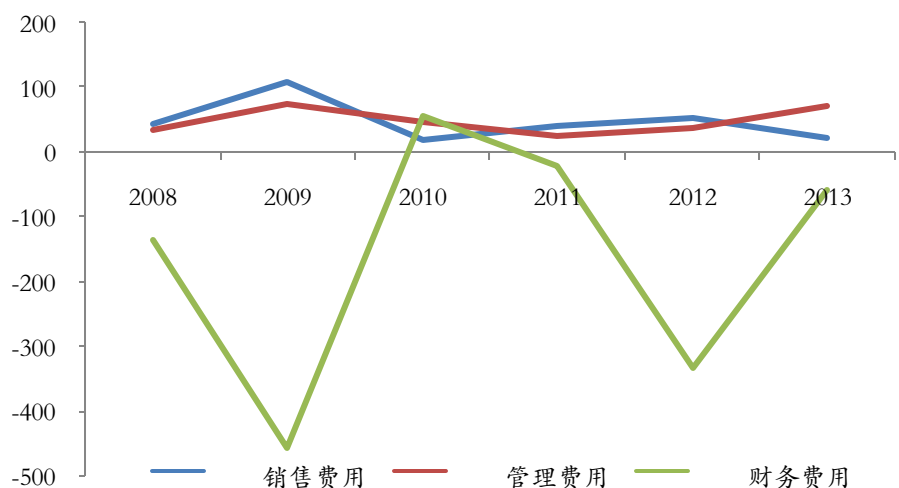
图 6、公司主要业务及产品营收构成



数据来源：WIND 公司公告，华安证券研究所

公司毛利率稳定，总体毛利率上市以来基本维持在 50% 以上，其中语音支持软件业务公司凭借强大的技术优势毛利率很高，基本维持在 90% 上下。行业应用产品系统受物料成本波动影响会造成个别年份毛利率波动，该项业务的毛利率基本维持在 70% 左右。而传统的信息工程与运营维护业务毛利率水平不高，基本维持在 22% 左右，非常稳定。从公司主要业务的毛利率构成来看，随着公司传统业务的占比不断下降，语音业务持续拓展，公司的边际成本望持续摊薄，在费用可控的情形下利于公司利润释放。

图 7、公司主要业务及产品营收构成

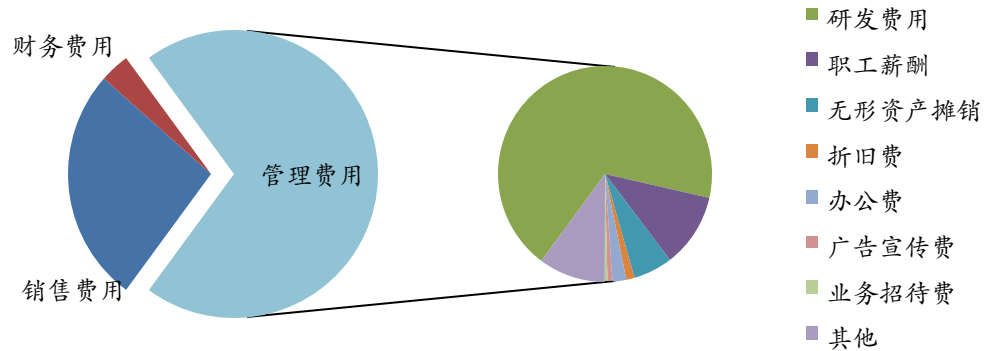


数据来源：WIND 公司公告，华安证券研究所

公司 2013 年销售费用 1.6 亿元，同比增长 21.03%，管理费用 2.8 亿元，同比增长 73.70%，财务费用 -0.2 亿元，同比增长 -57.15%。公司销售费用和管理费用自 2008 年上市以来一直保持 50% 左右的增速，这与公司不断拓展语音行业下游市场和研发新产品较为匹配。同时公司伴随两轮融资，财务费用波动较大且多为负值，

公司财务状况良好。我们认为随着语音行业的竞争格局基本形成，公司作为语音行业的龙头企业，同时同战略合作伙伴中国移动全面合作的拓展，公司销售费用和管理费用会逐渐下降，释放出更多利润空间。

图 8、公司主要业务及产品营收构成



数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所

管理费用在公司的三费支出中一直占据 50%以上的份额，并且一直保持快速增长趋势。这是由于公司提高自身科技水平，加大研发投入：公司单设研究院，控股安徽工程大学机电学院 70%股份，同时通过并购或联营的方式与多家高科技公司合作开发新项目，不断增长的研发投入保证了公司较高的技术壁垒，确立了其业内领先的技术优势。同时管理费的高速增长也受到公司自身规模扩大，员工激励制度形成，和市场拓展等因素的影响：公司 2011 年以来共执行一次股权激励和两次股票期权激励，并且在北京上海苏州等地相继成立分公司，员工激励制度和公司全国战略布局的建设有助于提高公司活力和员工忠诚度，使公司长期保持较快的发展。

1.5. 科大讯飞核心业务构成未来发展趋势研判：摸得着、看得见的都有

从公司业务的角度分析，我们认为公司提供的服务和产品主要可以分为三类，我们对公司三大类业务的综合研判如下：

第一类是较为成熟的业务，如信息工程和运维服务，语音增值产品等。其中信息工程与运维服务毛利率维持在 22%，电信语音增持产品毛利率小幅下降到 18%。由于公司多年积累的丰富经验和稳定客户关系，该类业务短期内仍为公司贡献稳定的现金流，长期来看这部分业绩有占比逐渐下降的趋势。

第二类是高速增长、逐渐成熟的业务，如教育教学产品，语音支撑软件等。其中语音支撑软件营收占比稳定在 17%，毛利率 90%；语音教学与评测产品营收占比 32.47%，已经超过信息工程与运维服务的 27.74%，成为公司目前营收贡献最大的产品，毛利率逐渐下降到 45%，这是公司用部分利润换取更高的份额，积极



布局教育教学行业的结果。2013 年行业应用于系统营收占比 51.98%，占据公司业绩的半壁江山，公司目前单独成立教育产品事业部，并于 2013 年并购在教学行业有丰富经验的广东启明科技，在全国范围内进一步推广语音评测软件应用，教育教学产品明显成为公司目前发展的重心之一。我们预测这类业务短期内占比仍会不断增加，长期来看会替代第一类产品成为稳定的现金流业务。

第三类是仍在孵化期，公司目前着力研发的产品，如移动互联产品，平台嵌入类产品等。这类产品虽然目前不贡献主要业绩，但随着公司技术发展成熟，家电智能化趋势的推动，以及灵犀、讯飞输入法等产品积累了大量用户之后，未来有望成为新的增长点。

2. 智能语音行业：市场空间足够大，静待需求端发力

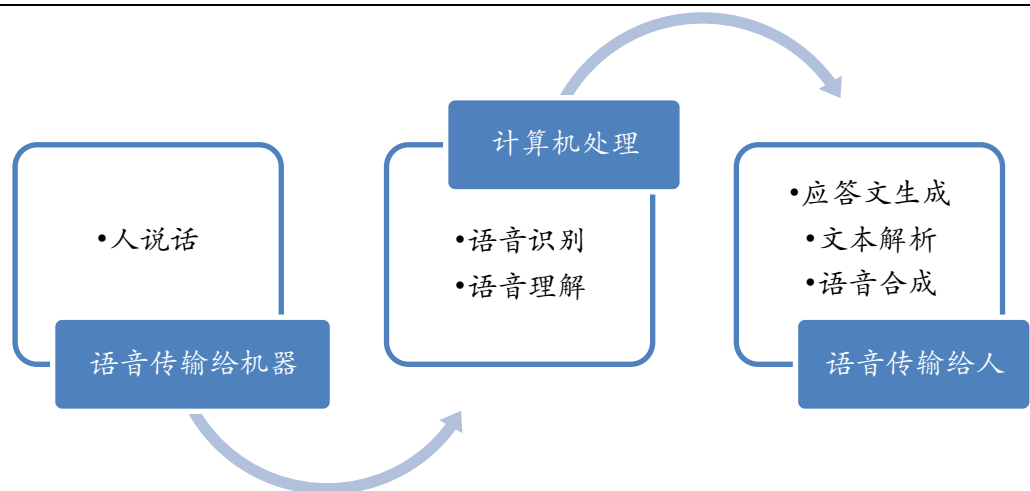
2.1. 行业技术成熟度日趋完善，“工具”迈向“需求”

智能语音技术主要是研究人机之间语言信息处理的问题，主要可分为**语音合成**和**语音识别**两大类人机语音通信问题。语音合成即将计算机自己产生的、或外部输入的文字信息转变为语言说出来；语音识别是指机器对人的语言进行识别，并将语音转换为相应的指令，涉及到信号处理、模式识别、概率论和信息论、发声机理和听觉机理、人工智能等等。

语音合成技术的成熟的已经比较高，应用方面主要为简单信息的播报（如时间、金额、航班等），语音合成技术已发展到逼近自然人甚至播音员发音的水平，并从单一的广播风格发展到多种语气和语调的合成能力。目前，嵌入式语音合成技术已经突破了对运算和存储要求苛刻的嵌入式使用门槛，已经可以在小资源环境（1MB 存储资源和 10MIPS 运算资源）下产生出清晰流畅的语音效果，从而使语音技术在车载导航、移动终端、教具等设备中的应用门槛有效降低。

相比较而言，**语音识别技术复杂得多，但潜在市场需求更大**。近二十年来，语音识别技术取得显著进步，开始从实验室走向市场，业内人士普遍预测，不久的将来，语音识别技术将进入工业、家电、通信、汽车电子、医疗、家庭服务、消费电子产品等各个领域。语音识别技术按识别内容可以划分为语意识别和声学识别。语意识别可以广泛应用于电脑桌面系统及嵌入式设备中，如个人电脑、智能手机、导航设备等，其主要技术难题是识别系统的适应性较差、受背景噪声影响较大等。声纹识别可以广泛应用于国家安全、电话银行、智能门禁及教育娱乐等领域，其主要技术难题是声纹特征会受到说话人的身体状况、说话的方式、录音信道及环境噪音的干扰而波动，同时在输入语音较短时声纹模型的准确性会降低等。

图 9、智能语音识别合成技术流程图



资料来源：华安证券研究所

智能语音技术应用的推动力主要有两个因素：一是语音技术核心算法的不断进步，如果未来核心算法能在自然语言理解上取得突破，则语音技术将得到更加广泛的应用；二是计算机芯片技术的不断进步，芯片运算能力的不断增长，更为复杂的语音技术算法不断得以实现，即使短期内智能语音技术核心算法不能有革命性突破，计算机芯片技术的发展也将推动语音技术的应用进一步深化。

随着智能语音技术的日臻完善，特别是进来新兴起的可穿戴设备需求的爆发，行业望从“工具”属性定位跃迁“心需求”，智能语音的交互价值望充分体现。当前智能眼镜、智能手表等可穿戴设备已经开始对传统的按键、触摸屏形成了实质性的挑战，而语音作为新兴业态的入口级技术，入口价值极为显著，望伴随新业态的需求爆发而崛起。

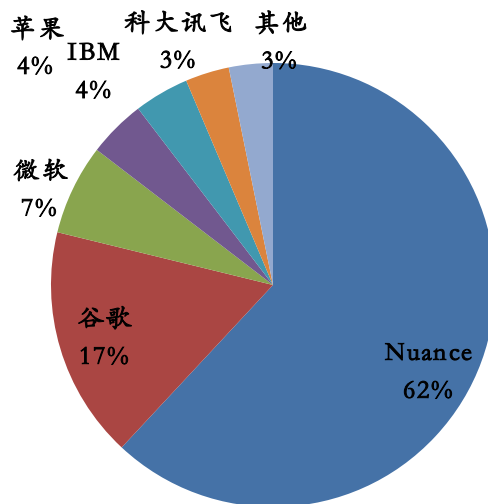
2.2. 行业寡头格局显著，国内市场本土企业强势

国际市场：技术壁垒促就寡头垄断格局

从全球来看，语音市场的竞争者主要分为两类，一类是传统语音技术厂商，拥有长期技术和用户的积累，另一类是 IT 巨头，迅速抢占语音信息流入口。2012 年，Nuance、谷歌、微软、苹果、IBM、科大讯飞五家龙头企业占据超过 95.0% 的市场份额。

各家厂商凭借各自优势，占领市场的手段各有不同 Nuance 自 2005 年与 ScanSoft 公司合并，成为全球最大的语音技术厂商，凭借自身先进的语音识别、自然语言理解技术以及优秀的语音解决方案，占有全球最大的语音市场；谷歌凭借搜索方面的优势，通过对智能语音技术的持续大规模投入，将其应用在移动搜索、可穿戴设备等领域，市场份额不断扩大；微软将其语音技术在游戏中、即时翻译、Windows Phone 等产品中推广应用，市场份额也迅速扩张；苹果长期以来致力于智能语音技术研发及其在电子终端上的应用和推广，2010 年收购 Siri，推出了内置语音助手软件 Siri 的 iPhone 4s，成功掀起了智能语音产业热潮。科大讯飞作为中文智能语音的引领者，占据全球约 3.2% 的市场份额。

图 10、全球语音市场份额与竞争格局



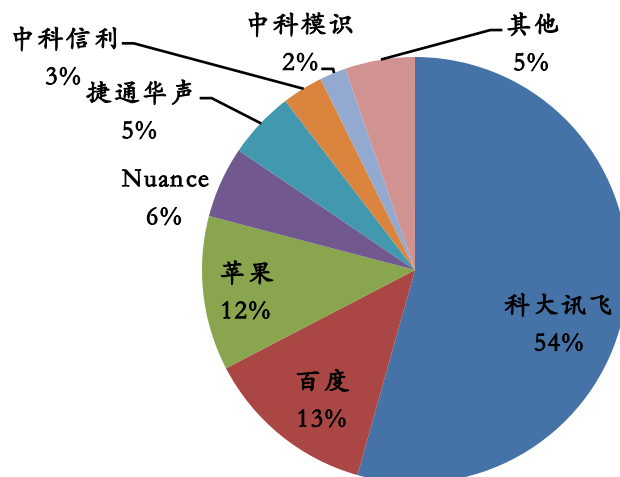
资料来源：工业和信息化部电子科学技术情报研究所、华安证券研究所

中国市场：本土企业优势突出

中国智能语音市场的发展，需要考虑到中国的传统文化和中文的特殊性，本土企业占据来天然的优势。国内语音企业大多依托科研院所或与科研院所合作，具有扎实的研究基础，中文智能语音技术已处于国际领先水平，造就了一批优秀智能语音企业，并形成来以科大讯飞为龙头的寡头垄断格局。

科大讯飞凭在技术和用户积累方面具有优势；百度则把握住了互联网流量入口的优势；苹果凭借 Siri 与 iPhone 系列产品的绑定销售，抢占市场份额；捷通华声、中科信利、中科模识技术优势各有侧重，竞争方式或选择与其他企业合作开方，或将语音技术进行授权。

图 11、国内语音市场份额与竞争格局



资料来源：工业和信息化部电子科学技术情报研究所、华安证券研究所

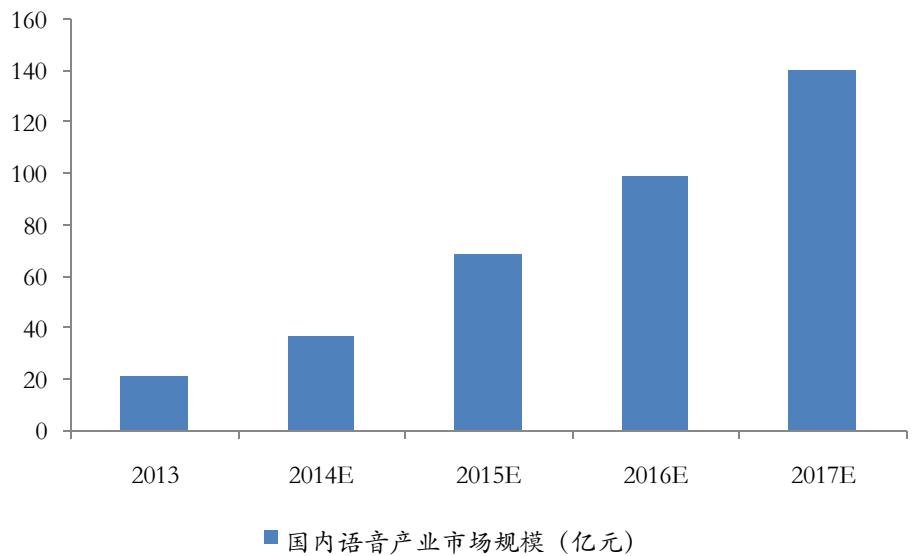


2.3. 快速成长期下行业，市场空间足够大

智能语音行业是技术驱动型行业，是典型的朝阳行业。智能语音是最自然的人机交互手段，从最终应用前景来看，只要是需要机器与人进行交互的场合均可运用智能语音技术，随着无线网络的升级以及移动互联网技术的进步，语音技术应用领域将得到极大的拓展。

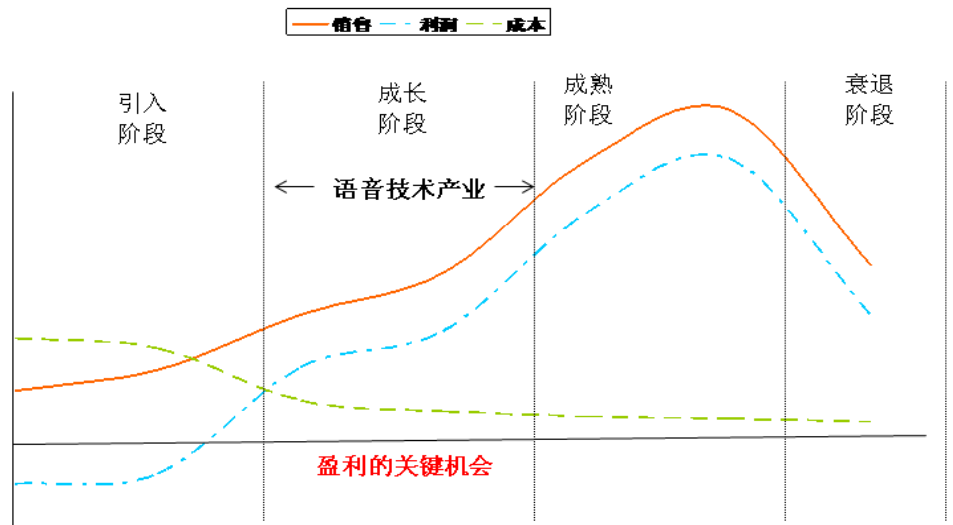
国内语音市场处于快速发展期，行业保持较高的景气度，市场应用已经开始丰富起来，包括语音查询航班、声控家电、口语教学与测评等一系列产品已经开始逐步商业化。2013 年我国市场规模 20 亿左右，预计到 2017 年将达到 140 亿元，年复合增长率超过 60%，正处于爆发阶段。

图 12、国内语音市场空间足够大



资料来源：中国产业洞察网 华安证券研究所

图 13、语音技术产业正处于生命周期的成长阶段



资料来源：华安证券研究所

2.4. 政策保驾护航、科大讯飞为最大的受益者

从国家层面上，国家工业和信息化部近年来曾多次举行专题会议，专门讨论我国智能语音技术产业战略发展，支持成立中国语音产业联盟，不断完善产业公共服务体系，推动我国语音领域标准制定，增强我国在语音技术的话语权；国家也将加大核心技术研发投入，加快相关技术成果的产业化；调动中央部委和地方机制，协调推进语音产业发展。特别是，工信部加强了与安徽政府的沟通协调，支持智能语音产业，产业园区的建设，推动产业园的发展。

今年11月5日，安徽省政府发布《安徽省智能语音产业发展规划(2014-2017)》，提出了当地语音产业发展目标，并推出一系列扶持政策，将重点打造智能语音产业园。科大讯飞是安徽地区乃至全国最大的智能语音技术提供商，此次安徽发布的语音产业规划就是以科大讯飞为中心“量身定制”的，规划提出，力争到2017年，语音互联网产品用户达到10亿、科大讯飞公司主营业务收入达到100亿元、语音技术应用产业规模达到1000亿元，即“十亿用户、百亿企业、千亿产业”。

2.5. 行业应用领域渐清晰，龙头讯飞战略导向确定性强

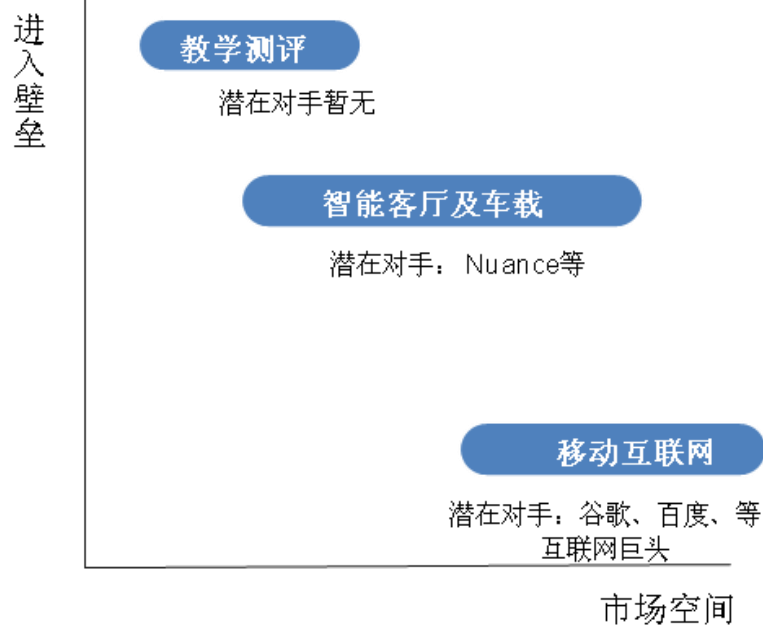
表1、语音技术产业的具体应用领域

应用领域	具体表现
电信增值服务	中国电信号码百事通、中国移动语音门户、中国联通声动炫铃、网通的电话听网，以及金融、电力、交通等领域等智能客服
海量信息分析处理	考试查分、人才信息查询、电话广告等
语音出版物	有声读物等
语音交互软件	智能语音电视、车载、可穿戴设备等
语音教育与测评产品	课堂教学、课后备课、课外有声教具制作、任意中英文语音合成朗读和中英文口语发音评测、在线练习等；
语音监控	银行、证券远程语音操作；信息领域识别主叫方身份信息；公安司法鉴定；安全领域监听关键说话人，并跟踪，或对发令者身份进行确认；安保领域门禁系统、授权系统等。

资料来源：华安证券研究所

综合考虑目前的技术能力（语音技术核心算法和计算机芯片计算能力）和客户接受度，国内市场绝对龙头科大讯飞未来几年有望实现突破的主要有三大细分市场：教育市场、智能客厅及车载市场及移动终端市场，市场需求启动的确定性强。

图 14、行业龙头科大讯飞细分市场突破战略确定性强



资料来源：华安证券研究所

3. 公司各项业务商业模式均已成型，语音产业价值链自我定位清晰

语音成为门户后，依然要依靠搜索引擎将语音转换成的文字正确迅捷地指向各类应用和知识库。Google、微软乃至百度等公司一直坚持自己开发语音技术，这也是迄今为止 Nuance 的主要收入仍然来自于 license 和产品、而非流量或交易分成的主要原因。所以语音应用很难在整个产业链中做到一家独大。为此，公司鲜明的提出了语音价值主张：实用、乐用、通用、更懂你，发展方向：工具软件应用——语音门户应用，致力于向全行业提供语音能力，与合作伙伴紧密合作，推动语音技术应用深入到社会生活各个领域。

设备智能化：人机接口、能听会说是公司实现价值主张的落脚点，业务主要发展方向为物联网、云计算、移动互联网、智能工作自动化。做好智能交互前端：语音交互（语音、触摸、视觉），智能交互后端：人工智能，人脸识别、讯飞超脑计划。

当前公司各项业务商业模式均已成型，依托自身强大的技术优势，公司在产品、定位、客户、渠道、核心资源等商业模式核心要素都实现了良好的整合，语音产业的价值链自我定位清晰，让我们对未来各项业务的盈利预期逻辑起来。

表 2、科大讯飞主要业务商业模式

核心业务	主要功能	产品性质	主要产品	应用领域	客户关系	渠道通路	收入来源
电信级语音平台	电信、金融服务语音合成开发平台和语音识别开发平台	语音服务、语音平台	移动彩铃、联通炫铃、灵犀 3.0	电信	电信运营商	电信运营商	服务收费
			呼叫中心	电信、银行、保险	各产业服务互动系统	各服务行业	服务收费
			互联网语音服务	互联网	网络公司配套服务	网络公司	服务收费
			语音云平台	网络平台	网络平台	网络平台	服务、广告
嵌入式语音软件	语音合成、识别开发技术和交互应用解决方案	软件安装	手机、学习机	手机、学习机	手机、学习机厂商	厂商	软件安装费
			车载	汽车	汽车厂商	厂商	软件安装费
			家居物联网	家用电器	家电厂商	厂商	软件安装费
考试测评系统	计算机自动测评系统：普通话测试、英语测试	语音考试测评	普通话测评	普通话测评系统	教育系统	教育出版、教育培训	测评、培训收费
			英语测评	英语测评系统	教育系统	教育出版、教育培训	测评、培训收费
信息工程与运营维护	特定功能硬件及软件调优、配置	信息技术配套	在线教育、石化、电信、政府行业	各行业信息技术配套	各行业及政府	各行业及政府	工程收入

数据来源：华安证券研究所

4. 科大讯飞 VS 纽昂斯通讯：国际对标视角下讯飞后发优势更突出

纽昂斯通讯是全球最大的语音识别软件、图像处理软件及输入法软件研发和销售公司，2005 年 Nuance 借壳 Scansoft 上市纳斯达克交易所。公司业务范围覆盖全球并享有盛誉，为众多世界 500 强名企服务。科大讯飞与纽昂斯通讯都定位于语音技术服务，现有业务布局领域构成虽有不同，但未来的发展与延伸趋同，我们希望通过两个公司多维度的对比，折射出两家公司市值成长过程种的共性与差异，找出科大讯飞未来的投资机会。

4.1. 业务构成：产品互有优势，定位各有千秋

科大讯飞及纽昂斯通讯主营业务都偏重于语音领域服务，纽昂斯通信已经成为 100% 的语音领域服务供应商，科大讯飞近年来语音业务占比逐年递增，目前语音领域服务占比已达近 75%，未来仍有望进一步扩大。

从业务领域来看，纽昂斯的通信医疗服务领域占比最高，达 47.4%，其次为电信服务占比约 22.7%，科大讯飞的服务领域侧重于测评教学及电信语音增值产品。

业务构成总结：纽昂斯通讯在医疗服务领域相关应用产品已经成型为拳头产品，优势极为显著，市场占有率高，营收利润贡献占比稳定。科大讯飞测评教学领域有望演变为公司的拳头产品，讯飞凭借其在国内技术方面的巨大优势，在教育领域的布局渗透不断加速，目前该业务尚处于生命周期的快速成长期，业务估值弹性更大。两者均为电信业务服务商，纽昂斯通讯目前服务领域是全球视角，而讯飞尚处于深耕国内市场阶段，“走出去”尚需时日，但国内市场用户规模同样庞大，并非逊色海外市场太多。

图 15、纽昂斯通讯主营业务构成

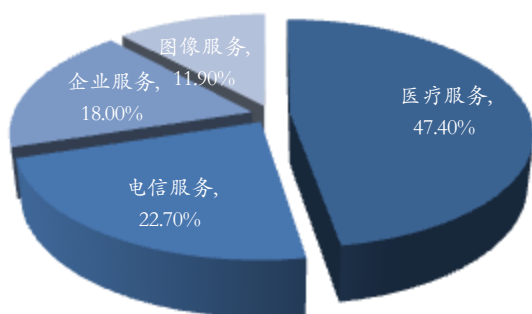
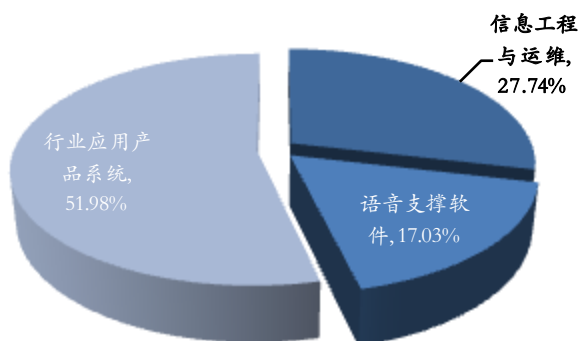


图 16、科大讯飞主营业务构成



数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所

4.2. 市场份额：纽昂斯的“国际范”和科大讯飞的“土豪范”

世界范围内语音服务业务主要被美国公司垄断，美国公司市场份额占比超过 90%，其中纽昂斯通讯作为行业领导者，份额占比达 62%，其次为谷歌 17%、微软 7%、苹果 4%、IBM 4%。科大讯飞全球市场份额约 3%，也成为全球范围内唯一可以与美国语音企业扳手腕的非美国公司。科大讯飞国内市场可谓一枝独秀，国内市场份额占比达 54%，其次为百度 13%、苹果 12%、纽昂斯 6%。

图 17、全球语音服务市场份额划分

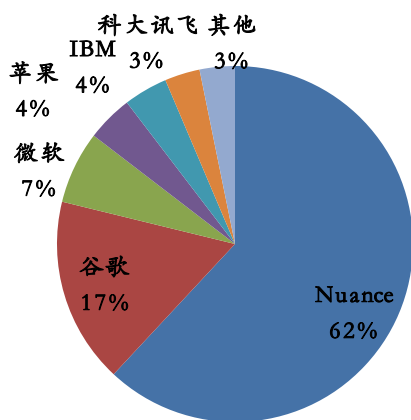
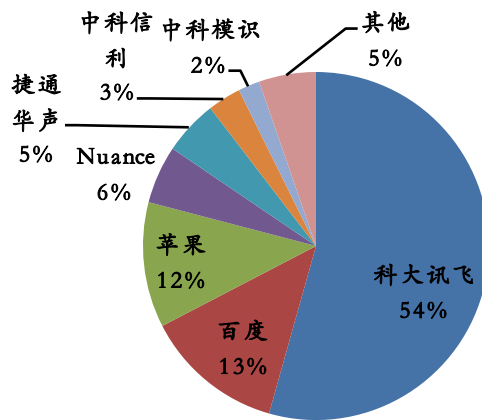


图 18、科大讯飞国内市场一枝独秀



数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所



市场份额总结：全球市场以及国内市场的份额格局未来仍将生变，机遇与挑战并存。从全球范围来看，随着移动互联网发展深入人心，语音服务作为入口级的服务产品，战略地位愈发显赫。互联网巨头纷纷加速了语音领域的布局，目前，苹果 iPhone 战略呈现了去纽昂斯化，正如当年去 Google 地图，纽昂斯最近被传会被三星收购。而 Google 语音人工智能技术更为先进，且免费提供给安卓开发人员使用，纽昂斯仍在收取授权费用。国内市场百度、腾讯等互联网公司同样加速了在语音领域的布局，由于科大讯飞在该领域技术优势领先很大，面对的压力要小于纽昂斯通讯。

4.3. 营收及利润：纽昂斯的举步维艰和科大讯飞的稳扎稳打

纽昂斯借壳上市以来营收增速保持较快的增长，2013 年公司营业收入达 18.55 亿美元，近七年的复合增长率达 25.3%。科大讯飞自上市以来营收同样保持较快增速，2013 年公司营收达 12.54 亿元，近 5 年的复合增速达 33.7%。而从净利润的角度来看，两公司的命运不尽相同，纽昂斯通讯在 2011、2012 年度伴随着 SIRI 的问世放量及税收方面的获益净利润得以转正并于 2012 年录得 2.1 亿美元的净利润，2013、2014 年公司又重新陷入了增收不增利的状态。科大讯飞虽然在营收体量上同纽昂斯还有很大的差距，但净利润方面讯飞明显表现更好，上市以来年年盈利，并保持较快的上升势头。

图 19、纽昂斯通讯上市以来营收及净利走势

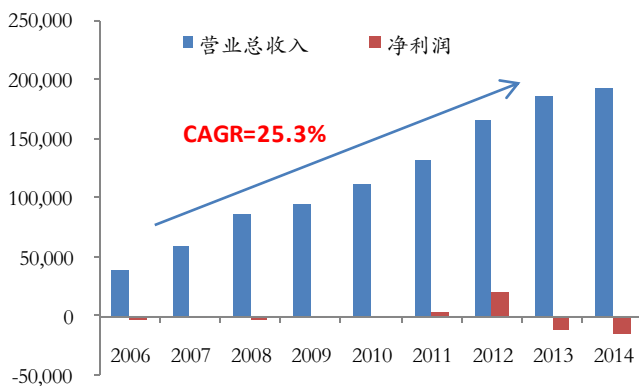
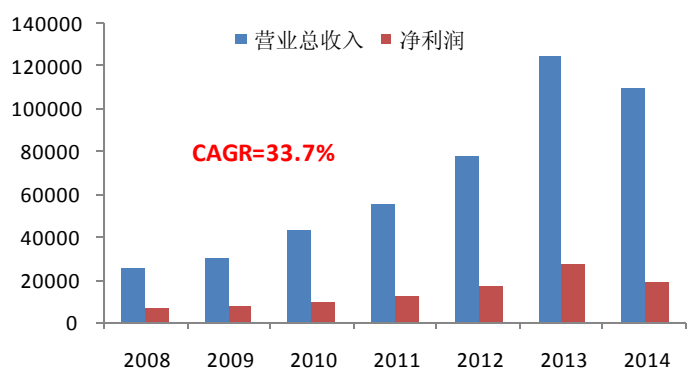


图 20、科大讯飞上市以来营收及净利走势



数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所

两者在增收上趋同却在增利上迥异从财务上来看，两者业务类型趋同的假定下，两公司的综合毛利率水平也接近，而在营业开支/营业总支出差异较为显著。纽昂斯通讯借壳上市以来一直通过并购延伸产业链，并购直接导致公司的负债水平较高，纽昂斯通信目前资产负债率达 55.64%，而科大讯飞仅 22.02%。纽昂斯通讯的财务费用占比较高侵蚀利润。

图 21、纽昂斯通讯高营业开支吃掉利润

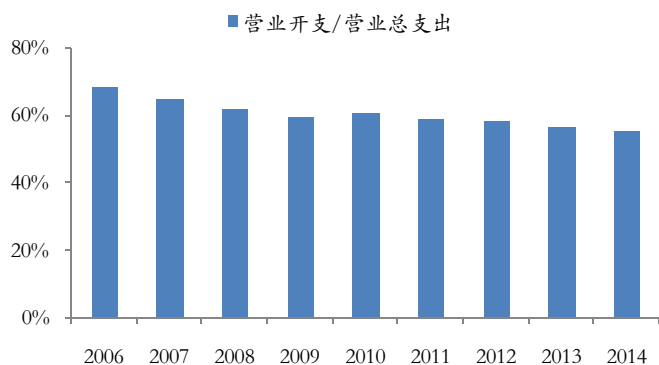
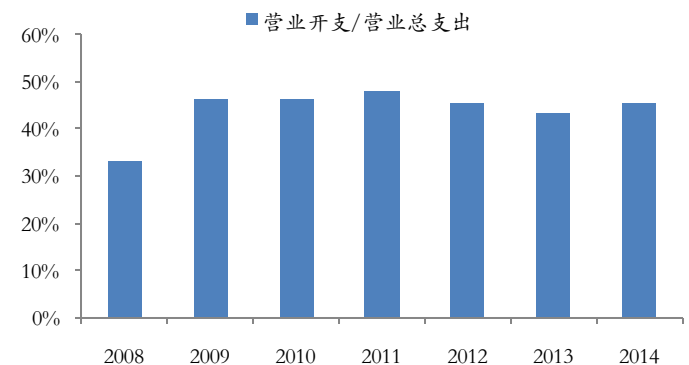


图 22、科大讯飞营业开支更为合理



数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所

此外，科大讯飞拥有更好的政策环境支撑，比如政府补助项目 2013 年额度达 1.1 亿元，政府补助项目多年来一直在公司利润构成中占据稳定的比重。此外，公司所享受的税收优惠政策更为宽泛。而纽昂斯通讯面临的政策环境要远逊于科大讯飞，此外，由于公司业务多元化、国际化布局，公司的税率变动较大，每年对公司的净利润影响都很强。

图 23、纽昂斯通讯长期维持高资产负债率

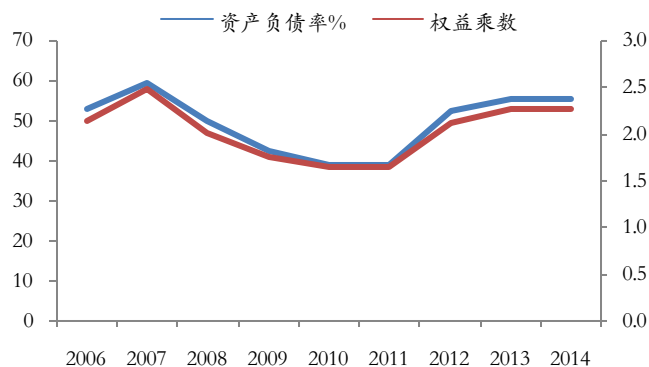
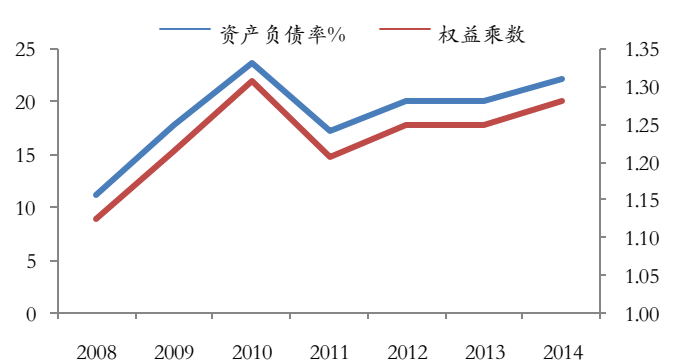


图 24、科大讯飞资产负债率低且稳定



数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所

4.4. 发展路径：纽昂斯通讯并购扩张和科大讯飞的内生性增长

纽昂斯和科大讯飞在各自市场上的开疆拓土具有明显的中西方思维差异。纽昂斯通讯的发展路径延续着欧美投行思维，不断通过并购重组扩大市场份额，提高市场集中度。而讯飞的成长过程具有较为显著的内生性增长特征。一快一慢，直接导致了两者一个漫步国际市场，一个盘踞国内市场。从并购重组的综合效益来看我们难以评判两者发展路径的优劣，但从语音行业发展趋势来看，未来拥抱互联网已然成为必然趋势，反观互联网行业国内外并购重组之风起云涌，我们还是相信未来通过并购重组延伸产业链将是两者都不得不面临的问题。当然，我们也应该注意到，科大讯飞近期并购广东启明教育、上海瑞元迈出了新的发展思维

路径，从公司资产负债情况以及对比纽昂斯通讯的发展路径来看，公司在并购重组方面加码的空间很大。

图 25、纽昂斯通讯上市以来并购不停歇

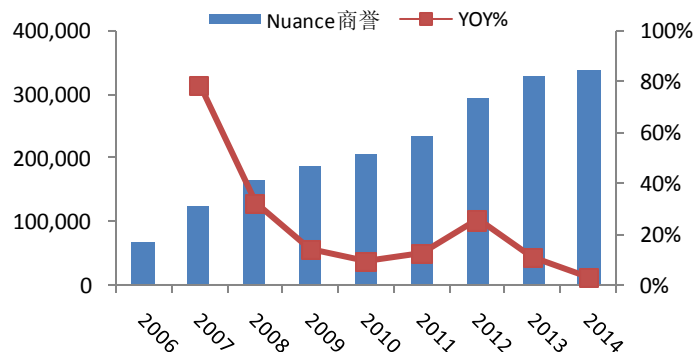
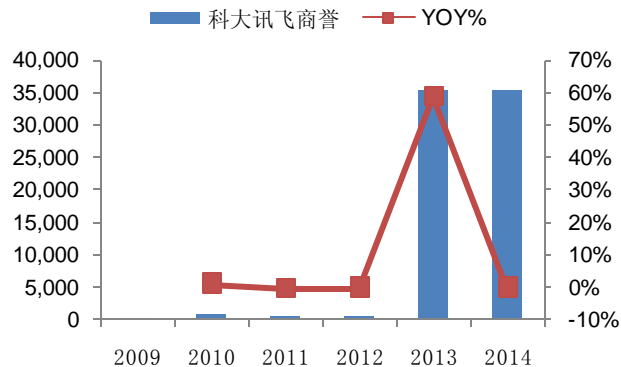


图 26、科大讯飞并购鲜少内生增长更显著



数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所

纽昂斯通讯并购重组的活跃度直接体现为公司商誉资产的变动，公司自借壳上市以来商誉一直保持较快的增长速度，目前公司商誉/总资产比重已经达到近60%，再加上无形资产部分，两者合计占比总资产近75%。而科大讯飞自上市以来商誉几乎没有太大变动，仅于2013年收购广东启明，2014年收购上海瑞元产生商誉。目前科大讯飞商誉加无形资产占比总资产的比重仅10%，公司的外延扩张空间是很大的。

图 27、纽昂斯通讯商誉/总资产走势

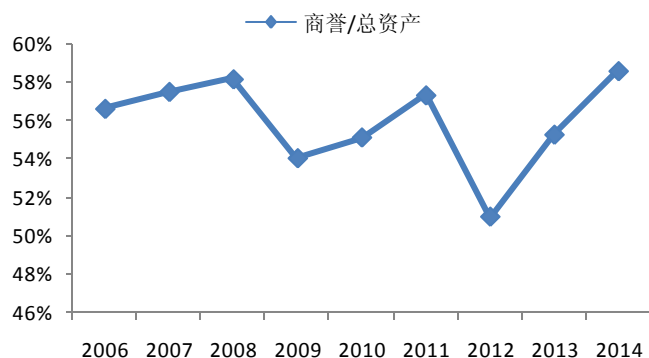
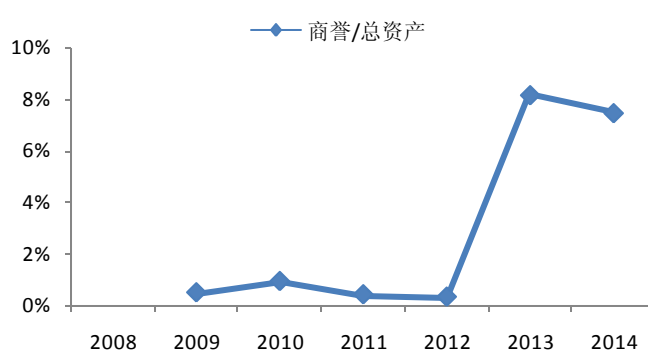


图 28、科大讯飞商誉/总资产走势

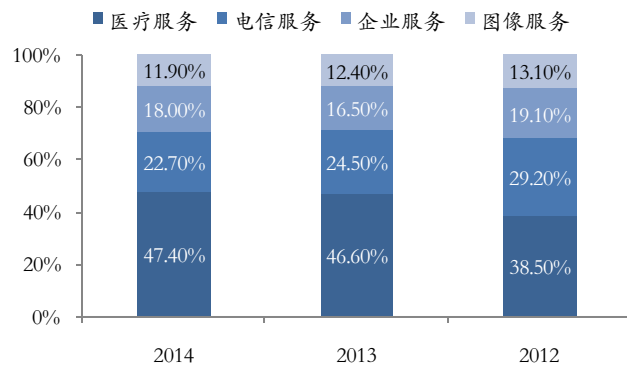


数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所

4.5. 发展方向：均致力于拥抱互联网、物联网大潮

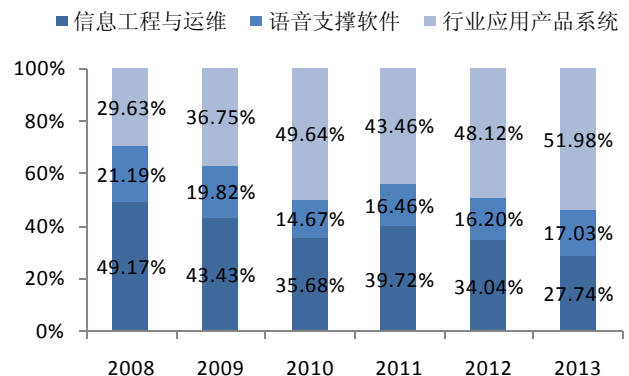
拥抱互联网、物联网已经成为未来语音技术服务商必须面对的蓝海市场。目前纽昂斯通信和讯飞都推出了语音云平台，发力布局互联网、物联网领域。以互联网领域的瞩目产品为例，纽昂斯推出了 SIRI，科大讯飞推出了讯飞输入法、语点、灵犀等。而从两者互联网领域的发力情况来看，讯飞要更好一些。我们可以看到纽昂斯通信近年来电信服务业务应收占比不增反降，而传统的医疗服务占比却在不断提升。而讯飞行业应用产品占比提升显著。

图 29、纽昂斯通讯业务转型效果并不显著



数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所

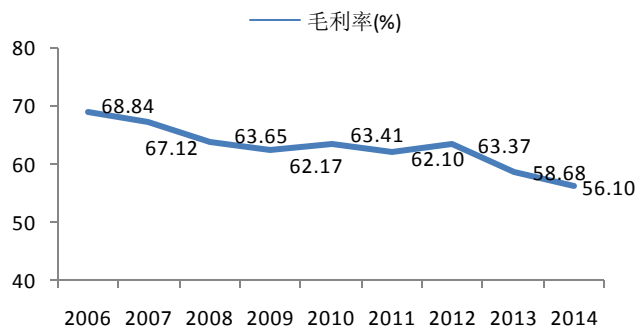
图 30、科大讯飞业务转型效果非常显著



从拥抱互联网、物联网的难易度来看，我们认为讯飞面临的竞争环境更好一些。在竞争格局部分我们也强调过纽昂斯目前面临的竞争对手都是美国互联网、物联网领域的大鳄，而且这些大鳄近年来在语音领域的布局已经开始挤占纽昂斯的生存空间。而科大讯飞盘踞国内，目前国内可以与之匹敌的对手还很少。

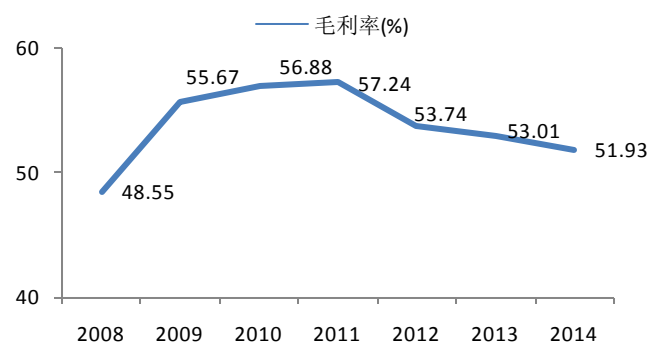
其实这种趋势可以从两者的综合毛利率趋势可见一斑，纽昂斯通讯的毛利率下滑趋势显著，未来随着竞争领域的激烈程度进一步加深，毛利率还有进一步下探的可能性。科大讯飞的毛利率变动更多是由于产品多样化加速造成的，随着公司业务布局的进一步趋于稳定，核心业务毛利率有望保持稳定

图 31、纽昂斯通讯综合毛利率变动趋势



数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所

图 32、科大讯飞业务转型效果非常显著

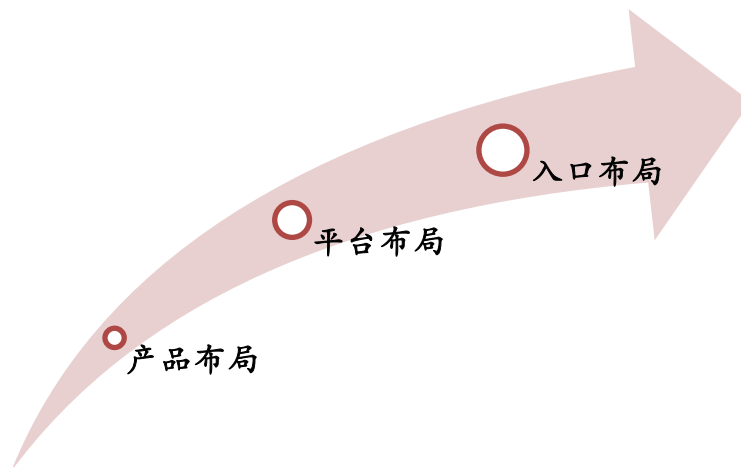


4.6. 模式的讨论：科大讯飞在商业模式布局和创新上优势更突出

整合平台并掌握入口是切入互联网时代的关键。平台与入口之争也是当下互联网行业巨头搏击的主战场。作为语音服务领域的领航者，纽昂斯通讯和科大讯飞在产品、平台、入口等方面具有布局。如在产品布局方面，两家公司凭借语音技术方面的优势在应用型产品方面均有广泛的布局，在平台布局方面两家公司都推出了自己的云平台服务，在入口方面纽昂斯推出了 SIRI，而科大讯飞推出了灵

屏、语点等产品。

图 33、平台整合和入口布局已然成为互联网领域博弈的焦点



数据来源：华安证券研究所

而对于互联网、物联网时代，我们深刻的感受到商业模式的重要性。所有两家公司在互联网、物联网方面的商业模式思维更能彰显谁将有望在新的时代大潮中脱颖而出。平台和入口作为语音服务商切入的必经途径，我们可通过梳理两家公司在这方面的商业模式运作进行一些讨论和思考。

云平台（语音云）模式比较：科大讯飞胜

从语音云商业模式运作来看，科大讯飞的平台优势更为显著，通过开放型的语音云平台打造繁荣的生态圈，打造品牌，圈住用户，帮助开发者做好营销和服务，帮助它们寻找到清晰的商业模式；并明确自身定位。目前科大讯飞语音云平台创业项目已达 4 万多户，项目均为免费，这也是科大讯飞定义的“对抗国际巨头最好的方法”。

表 3、语音云平台商业模式比较

科大讯飞	纽昂斯通讯
产品定位：国内最早语音云	产品定位：全球最早语音云
覆盖范围：全国	覆盖范围：全球
用户量级：引入中移动后千万级乃至亿级	用户量级：百万级、千万级
技术优势：20 多种语言，技术顶级	技术优势：80 余语言及方言，技术顶级
平台优势：开放式平台，拥有最多的开发者和用户	平台优势：服务于自身解决方案，并非一个开放式的平台
盈利状况：亏损，不过有八千到一亿的亏损补贴	盈利状况：不详
收费模式：探索中，95%免费，5%主动付费，公司获取用户、技术、收入集中优势。	收费模式：技术内核搭建产品的授权费用

数据来源：公司公告、华安证券研究所

而纽昂斯通讯的云平台并非并准的公开化平台，主要服务于自身产品端的整体解决方案，从盈利模式来看主要借助于产品授权费用，标准的传统打法，并非互联网思维。而且目前纽昂斯正经受互联网巨头谷歌、微软、苹果等公司的强力挑战，目前谷歌语音人工智能技术更为先进，且免费提供给安卓开发人员使用，对公司的挑战是非常严峻的。

入口端（粘性与掌控力）：科大讯飞更胜一筹

互联网时代入口争夺战愈发白热化，入口就是需求，互联网世界里几乎所有成功的巨头，都是入口占领者，雅虎占领了阅读入口，谷歌是搜索入口，亚马逊是网购入口，facebook 是社交入口。在中国也大体如是，如百度、腾讯等。

表 4、入口段商业模式比较

科大讯飞	纽昂斯通讯
<p>代表性产品</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 中移动定制语音门户灵犀 ● 电信、联通合作讯飞语点 	<p>代表性产品</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 苹果 Siri 助手技术供应商
<p>入口掌控力</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 手机入口 与国内电信巨头具有合作 瞄准移动互联网流量入口 国内三分天下，苹果与谷歌、百度与腾讯及科大讯飞搭建的讯飞联盟 ● 电视入口 智能家居时代智能电视入口 同广电运营商均有合作 	<p>入口掌控力</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Iphone 的去纽昂斯化 ● 谷歌等互联网巨头的围剿 ● 创造过优秀的入口产品，却无法掌控入口地位

资料来源：公司公告、华安证券研究所

智能语音作为未来互联网时代潜在的入口，作为技术供应商须通过同电信、互联网巨头等形成战略协同，凭借其技术方面的优势在产业链中找寻优异的商业模式尝试。讯飞以智能语音行业未来发展的走向为依据，瞄准移动互联网流量入口，锚定智能家居、车载系统等物联网入口，望凭借技术优势夯实入口端粘性和控制力。

4.7. 二级市场表现：科大讯飞有更强的市值膨胀空间

从二级市场走势来看，纽昂斯通讯当前市值约 45 亿美元，科大讯飞的市值约 210 亿人民币。自 2005 年公司借壳上市以来，纽昂斯通讯市值最高点层达到 90 亿美元，当前市值较借壳上市之初增长了近 12 倍。科大讯飞上市以来市值最高点曾达到近 300 亿元，当前市值较上市除增长了近 7 倍。

图 34、纽昂斯通讯上市以来市值变动趋势

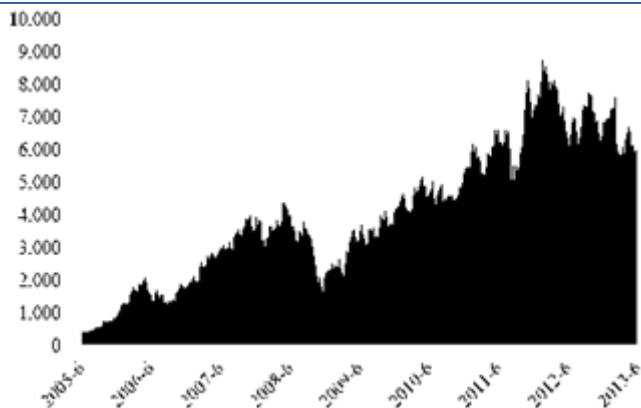
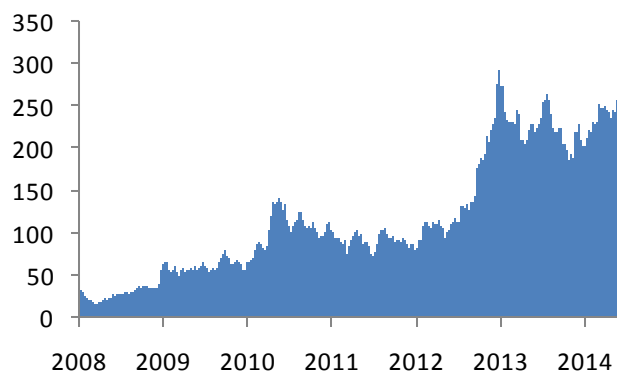


图 35、科大讯飞上市以来市值变动趋势



数据来源：WIND 公司公告、华安证券研究所

两家上市语音龙头在过去的年份中伴随着全球语音服务市场的扩张普及实现了快速成长。但从市值扩张的角度来看，纽昂斯通讯近 12 倍的增长让我们看到了科大讯飞的 7 倍增长还是有很大扩张空间的。而从 PS 来看，纽昂斯通讯的市销率当前约为 2.15，而科大讯飞约为 16.75，似乎又限制了科大讯飞的估值提升空间。

我们认为简单的横向对比难以评判两者孰好孰坏，以及讯飞的空间到底应该是什么样子的。但我们可以通过对两者市值扩张路径的探讨框定未来讯飞市值弹性的因素：

一家公司一旦成为上市公司，产业与资本融合后，企业经营的将不再是单一的产品市场，而是一个横跨产品市场与资本市场的闭环，市值成为衡量闭环效能的最终指标。在单一的产品市场，企业关注的核心问题在于利润，而一旦产品市场与资本市场融合，市值成为企业核心竞争力彰显及股东财富体现的终极指标，利润演变为过渡性指标，并非影响市值的决定性因素。

市值管理作为当下 A 股新兴的一个时髦模式伴随着政策驱动及 A 股上市公司新一轮市值规模区间的定型愈发重要，理应得到我们足够的重视。一个公司的市值是由净利润乘以市盈率，就是 E 乘以 PE，优秀的市值管理上市公司未来应有足够的能力管理好产业要素市场和资本要素市场，最优的状态莫过于业绩与估值的双倍驱动。

表 5、影响上市公司市值的因素

上市公司市值		
E (净利润、产业市场要素)	×	PE (市盈率、资本市场要素)
<ul style="list-style-type: none"> ● 核心竞争力 ● 商业模式 ● 企业家精神 ● 产业布局 ● 盈余管理 		<ul style="list-style-type: none"> ● 股市周期 ● 主题管理 ● 4R 管理 ● 送转能力 ● 股东结构 ● 市值股价区间

资料来源：华安证券研究所

从市值驱动的角度来看，过去的年份中纽昂斯通讯的市值扩张伴随着并购重组不断推升估值抬高市值，在盈利端并没有给市场带来太多的惊喜。而反观科大



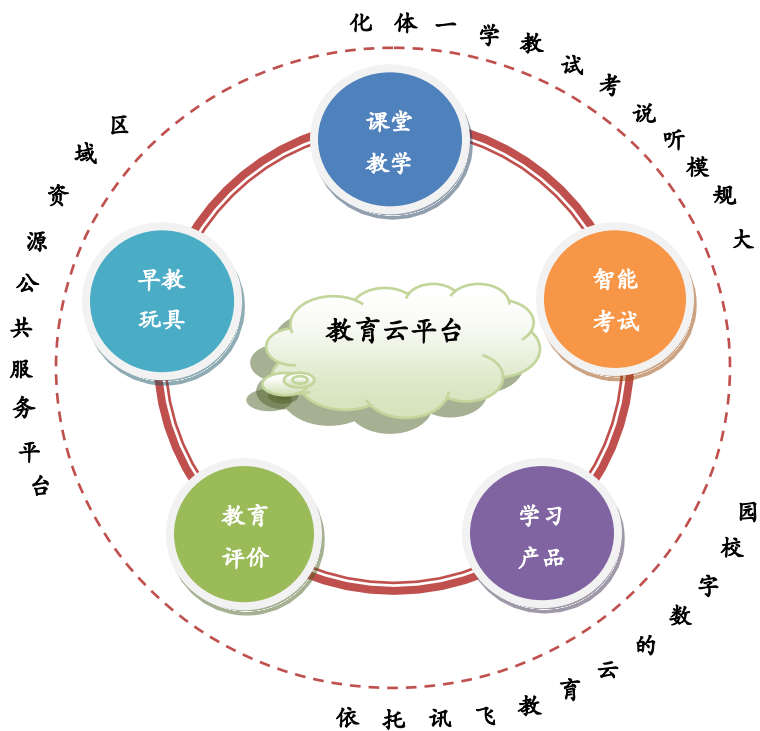
讯飞，其上市以来的发展历程具有典型的内生性特征，业绩稳增长对市值推动起到了很大的推动作用。当然，我们不能否认引入中国移动作为战略投资者后公司市值出现了明显的抬升。当前，科大讯飞二级市场表现整体来看乏善可陈，但对比纽昂斯通讯我们认为国内巨头还是有很大的空间和看点的。纽昂斯通讯目前资产负债率达 56%，盈利端大幅下滑的情形下动用杠杆继续撬动市值的难度很大。而科大讯飞资产负债率仅为 22%，账面现金达 11.2 亿元，盈利端稳增长，杠杆撬动市值的想象空间大。如若**公司在 PE 端无动作**，公司市值的推动要看着力布局的教育行业、智能家居车载、移动互联网等**重点项目能否放量**，毕竟目前公司的市销率达 16.75，已然成为制约公司市值进一步扩张的掣肘。

5. 盈利端改善的前景：教育行业为倚重、物联网盛宴已开启、移动互联静观其变

5.1. 教育行业有望成为公司最大的业务看点

教育行业是公司业务的最大看点，目前公司在教育行业已经成为了龙头。依托于讯飞的核心技术教育云平台，形成了课堂教学、智能考试、学习产品、教育评价、智能早教玩具五大产品类别，区域资源公共服务平台、依托“讯飞教育云”的数字校园、大规模听说考试教学一体化平台三大解决方案保驾护航，贯穿始终。

图 36、依托于语音教育云平台的讯飞产品及解决方案系统体系



资料来源：公司网站、华安证券研究所

5.1.1. 课堂教学普及空间依然很大

为解决农村教学点师资力量薄弱、缺师少教等问题，教育部和财政部于 2012 年 11 月共同启动实施“教学点数字教育资源全覆盖”项目，为相关教学点配备数字教育资源接收和播放设备如电脑、电视等，利用卫星传输、光纤宽带等信息技术，推送数字教育资源至各教学点，帮助农村学校开足、开好国家规定课程，提高教育质量。

按照《教育部等九部门关于加快推进教育信息化当音视频实时传输前几项重点工作的通知》要求，在国家“教学点数字教育资源全覆盖”和“班班通”项目基础上，科大讯飞将在线教学教研互动、课堂教研监管平台音视频互动、笔迹书写互动相结合，并融合语音合成、语音评测技术，自主研发了集课堂交互式多媒体教学、和为一体的“在线课堂”系统。

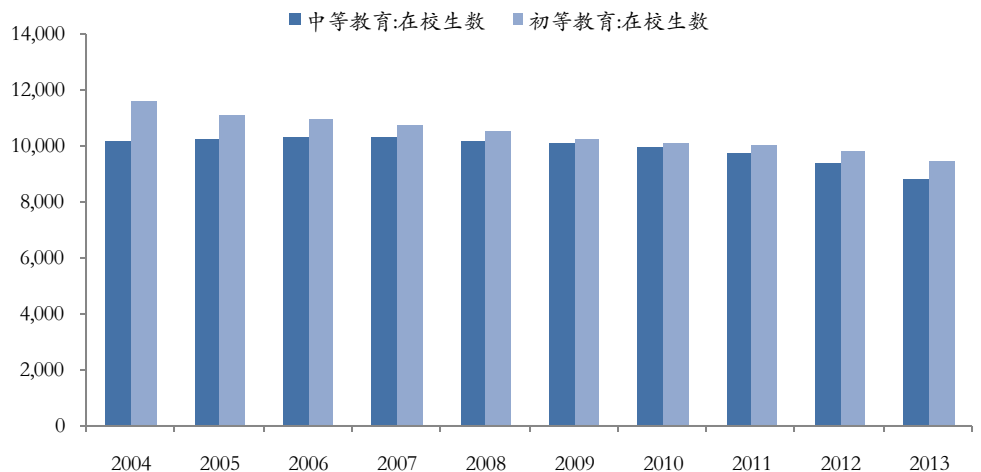
表 6、公司课堂教学业务的项目构成及特点

项目	特点
在线课堂	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 由点带面的资源均衡 让优质教学资源向偏远薄弱区域流动，跨空间面对面互动 ✓ 无处不在的远程互动 师生远程音视频、课件、笔迹、教学软件互动 ✓ 备教研一体的教学闭环 解决异地教师集体备课难题，跟踪解决教学难题，提高教师教学水平 ✓ 独一无二的教学工具 课堂内容标准带读、口语评测互动教学、同步教学资源快速调用 ✓ 高效利用的项目设备 “班班通”、“教学点数字教育资源全覆盖”项目设备，便于统计监管
畅言交互式多媒体教学系统	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 课堂教学内容标准带读 ✓ 基于口语评测的互动教学 ✓ 同步教学资源快速调用 ✓ 教学设备应用统计与监管 ✓ 交互式课件快速制作 ✓ 人人有空间的资源共享
畅言智能语音(双语)教具系统	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 课堂教学内容标准带读 ✓ 中英文口语发音测评和发音指导 ✓ 多媒体教学支持 ✓ 任意中英文文本的语音合成朗读 ✓ 课堂辅助内容的有声制作工具

资料来源：公司网站、华安证券研究所

公司课堂教学这一块全国有七千多万师生在使用，畅言交互式多媒体教学系统已在北京、安徽、河南、浙江、新疆等十余省份规模应用，累计收益学生超过 1000 万。畅言智能语音教具系统及其增强版已在全国所有省份、直辖市完成试点应用，并在北京、安徽、河北、山西、内蒙古、天津、河南以及新疆双语教学中全面应用。

图 37、全国初等教育、中等教育在校生数变动情况



数据来源：国家统计局 华安证券研究所

全国中等教育和初等教育在校生数 2013 年达到 1.83 亿元，不考虑高等教育及幼儿园教育需求，拓展空间还是很大的。

公司的语音教学系统最大的特点是开发了互动对话、课堂口语测评、智能板书等功能，实现视、听、说一体的教学体验。该项业务由省教育厅主推，并采购。畅言智能教学系统在安徽省形成良好示范效应后，向其他省市的推广将更加有效。若教育部在全国范围推广实施，公司中标范围将进一步扩大。根据安徽省政府采购信息，公司 2012-13 年共中标畅言智能语音教学设备超过 2 亿元，而畅言智能语音教学系统由省教育厅单一向科大讯飞统一采购，采购总额 53905 套，总采购金额约 1.6 亿元。假设每省平均 3.6 亿元投资测算，全国语音教学市场空间约 100 亿。

5.1.2. 智能考试：改革加速渗透，占据考试金字塔尖，产品推广及家庭普及自然水到渠成

并购教育考试行业龙头启明科技，迅速抢占国内中高考整体解决方案制高点，实现了中高考从报名、考试到阅卷的一体化流程方案。启明科技作为教育考试行业龙头，公司并购后可借助启明科技的平台及渠道迅速拓展市场空间。

考试本身并不赚钱，具有公益性。讯飞在教育领域采用“金字塔战略”：首先是考试业务制高点（塔尖），然后是在教育行业积极开展教学产品推广（塔中），然后再向学生家庭学习（塔基）依次推进。

表 7、公司只能考试业务的项目及产品构成

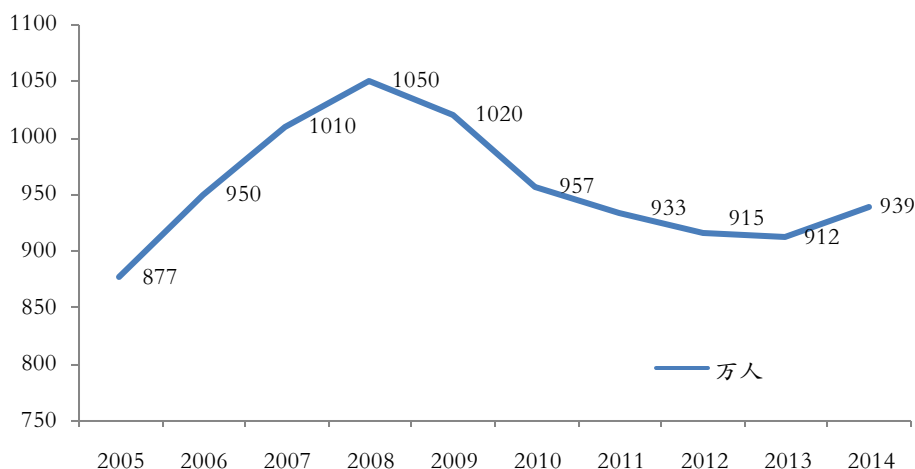
项目	产品
考试系统	讯飞启明标准化考场解决方案
	讯飞启明网上阅卷系统
	讯飞启明招生考试管理平台
测试系统	国家普通话水平考试智能测试系统
	英语听说智能测试系统
	中国少数民族汉语水平等级考试系统
	全国音乐等级考试智能模拟测试系统

资料来源：公司网站 华安证券研究所

公司研发的“国家普通话水平考试智能测试系统”目前应用省份已经达到了31个，累积参与测试的考生达800万人。公司凭借其在语音技术方面的显著优势已经抢占了该块业务的大部分市场份额，由于技术壁垒显著，市场控制优势突出，未来该块业务将成为稳定业绩贡献的模块。

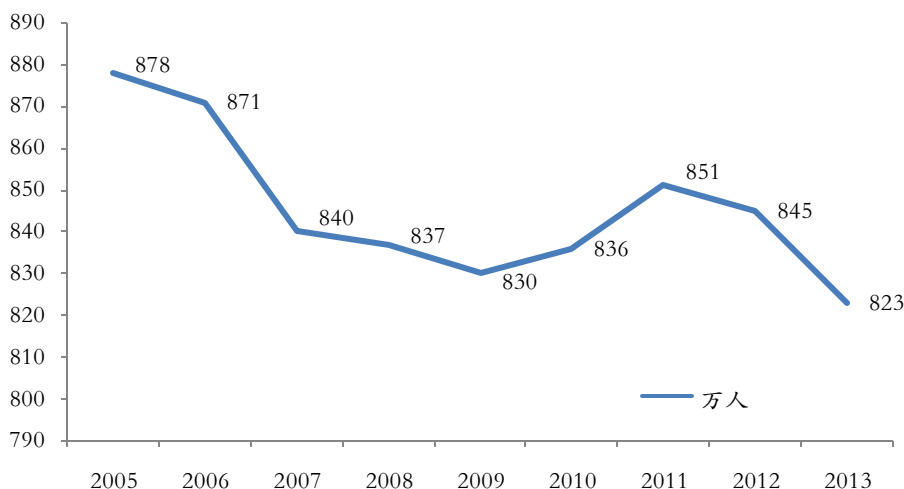
英语考试业务市场布局全面加速，实施广东、北京、江苏、广西、重庆等10余省市的中高考英语听说考试。未来中高考英语听说考试智能机测趋势已成必然，讯飞作为该领域产品和技术的引领者最早在广东省试点，并迅速向全国推广，未来实施的省份将进一步扩大。

图 38、2005-2014 年全国高考人数统计



数据来源：国家统计局 华安证券研究所

图 39、2005-2013 年全国普通高中招生数



数据来源：国家统计局 华安证券研究所

市场空间测算

1、中高考英语考试改革推动机测渗透加速：

广东省的实践是成功的，智能机测准确率更高、客观性更强、测评标准更统一，后续省份的陆续跟进并推广就是最好的例证。未来几年全国中高考人数有望维持在每年 1700 万左右，机测考试渗透空间巨大。英语中高考改革步伐很大，按照最新的高考改革方案，未来英语考试将实行社会化考试，一年两次考试，考生可多次参加，且按最好的成绩计入高考总分，考试内容更加注重语言的实际应用及听说能力。未来中高考改革大趋势利好语音机测渗透加速。

2、占据考试金字塔尖，产品推广及家庭普及自然水到渠成：

全国中高考如若普遍采用讯飞机测技术，对于公司来讲相当于占据了考试的制高点，有利于公司产品的广泛推广及家庭教育的广泛普及。围绕考试相应的模拟考试产品势必会吸引学生及家长关注，使得学生回到家里，模拟考试学习，以测促学。如若未来中高考全面普及机测，每个考生考试培训投入达 200 元（测试费 5 元/次，按照一学年 40 次计算），该项业务的市场规模可达 34 亿元。

3、同北师大战略合作抢占学习门户制高点：

公司与北师大达成战略合作，“协同创新计划”正式获得教育部通过，讯飞作为主协作单位在国家义务教育阶段的素质教育评价，有利于把握考试和评价的制高点，对公司学习门户的发展具有重大意义。

5.1.3 相关学习产品及教育评测完善，智能早教玩具是新增亮点

考试相关周边学习产品需求覆盖完善

公司基于自身全球领先的智能语音技术，结合公司课堂教学及智能考试业务的状况开发出丰富的学习产品。高校层面公司主要通过英语及普通话考试学习产品进行覆盖需求，针对中高考未来改革的方向设计英语听说智能测试系统并搭配互联网模考学习产品配套。

表 8、公司周边学习产品配套丰富

产品类型	特征
大学校园学习产品	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 普通话模拟测试与学习系统 ✓ 大学英语诊断性学习与测试系统 ✓ 大学英语视听说智能测试系统 ✓ 畅言互动英语校园学习平台
中小校园学习产品	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 英语听说智能模拟考试系统
互联网模考学习产品	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 中小学英语听说考试模拟测试及学习平台 ✓ 普通话在线模拟测试及学习平台
移动学习产品	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 听说无忧 ✓ 熊宝报听写 ✓ 熊宝背课文

资料来源：公司网站 华安证券研究所

移动学习产品主要包括熊宝报听写、熊宝背课文、听说无忧，其中熊宝报听

写、熊宝背课文主要针对中小学课后学习需求。听说无忧是公司与中国日报网联手打造的一款英语学习应用，为大学生及英语学习爱好者提供互动性强，权威的英语学习服务。公司的学习产品依托考试平台优势，周边产品实现了对主要需求群体的需求覆盖。

教育测评系统是整个教育产品线的核心，有待加强认识

科大讯飞面向基础教育领域研发了畅言教育评价系统，评价维度包含学业发展水平、品德发展水平、身心发展水平、兴趣特长养成、学业负担状况 5 个维度。系统在学生成长记录和学业成绩数据基础上，运用教育测量理论模型，对数据进行统计分析，结合定性与定量评价、形成性与终结性评价，为教育管理机构、学校、教师和学生提供针对性分析报告，实现以评促教、以评促学、以评促建。

图 40、公司教育评价系统主要构成模块



资料来源：公司网站 华安证券研究所

该系统以数据中心为核心，通过建设市县级数据处理中心，实现题库管理和海量数据的存储分析；应用分为两级，其中中心应用主要是题库、卷库的集中管理，分析结果的集约应用。校级应用主要是实现校级月考、期中、期末考试的常态化应用。该系统上述功能的实现主要依托于三大系统，即题库管理系统、云阅卷系统、评价系统。

图 41、公司通过整合教育环节力量实现了教育核心资源的整合



资料来源：公司网站 华安证券研究所

公司同北京师范大学共同培育和建设“基础教育质量检测协同创新中心”改进基础教育质量监测方式。努力实现基于大数据挖掘技术的个体化实时监测，利用双方在教育云技术和建设方面积累的经验及资源，建立大范围动态数据采集和分析系统。

系统实现了教育资源核心环节的整合，利于公司业务拓展：公司的测评系统联合了国内一线教育科研机构、院校共同打造。其中不乏教育部考试中心、教育部信息中心、教育部课程教材中心、教育部规划司等相关局司，地方有关教育部门等。这无疑利于拓宽公司业务产品市场纬度。

系统顺应教育改革趋势，提前布局抢占先机：从世界各国课程改革的发展趋势来看，评价的功能和评价的技术，都有了本质性的变革。评价不再仅仅是甄别和选拔学生，而是促进学生的发展，促进学生潜能、个性、创造性的发挥，使每一个学生具有自信心和持续发展的能力。科大讯飞在教育部绿色评价的政策背景下研发产生的畅言教育评价系统，注重学生的综合评价和可持续发展，使得学生评价内容从一元走向多元，由原来的终结性评价变为终结性评价和过程发展性评价相结合。近期国内教育领域的改革明显提速，公司提前布局望抢占先机。

产品技术优势显著，入口抢占力强：目前，该系统具备亿级用户的云平台建设能力，年处理 6000 万分试卷的服务能力。该系统同时兼容第三方软件产品，目前在全国多地有成功实施的案例。

智能早教玩具是新增亮点，开始贡献利润

2013 年公司同群兴玩具签署战略合作协议，在电子电动领域展开合作，加快智能语音技术向玩具领域的拓展。群兴玩具是中国玩具行业龙头企业之一，是国内最大的自主品牌电子电动玩具厂商之一。公司通过与群兴玩具的合作，将智能语音核心技术应用到电子电动玩具产品的设计、开发中，对加快智能语音技术向玩具领域的拓展，促进语音产业的规模化发展有着重要意义。

目前公司与国内主流玩具厂商及传媒公司（如皖新传媒）的战略合作进一步

扩容，2014 年智能玩具业务已经开始放量贡献利润。

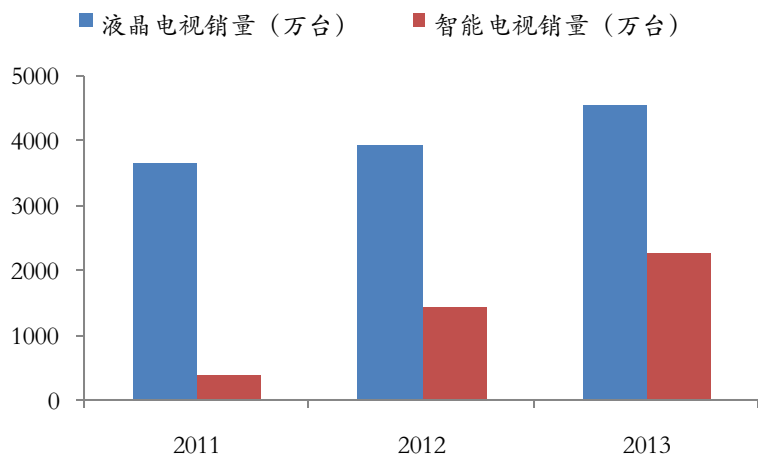
5.2. 物联网：拥抱智能家居和车载语音市场盛宴

5.2.1. 智能家居市场：同家居厂商建立合作关系，入口端布局价值链长

智能家居可以涉及到智能电视、智能空调、智能冰箱等一系列家居用品。但目前比较看好，而且增长明确但市场是智能电视市场。“高清化”、“网络化”、“智能化”已经成为电视的发展趋势，不断占领市场。在白色家电市场竞争的白热化的背景下，如何优化功能、提升性能，形成差异化的优势成为市场关注的焦点。2013 年中国彩电市场内销零售总量为 4781 万台，智能电视的销量已经占据了半壁江山，与传统电视相比，智能电视增加了许多新功能，而其中语音控制被众多电视厂商所青睐甚至有可能成为智能电视的新标配。

在家电行业，公司与国内六大彩电厂商——长虹、康佳、创维、TCL、海信、海尔早已形成合作关系，几乎垄断了国内智能电视市场。

图 42、近年来国内智能电视销量增速极为显著



资料来源：华安证券研究所

盈利模式上，目前公司与电视厂商的合作以电视厂商一次性购买语音软件或芯片的模式为主，但鉴于语音控制的入口控制地位，未来可行的增值服务模式（如广告、流量分成等）还有很多，所蕴藏的潜在商业模式更多、市场空间也更大。

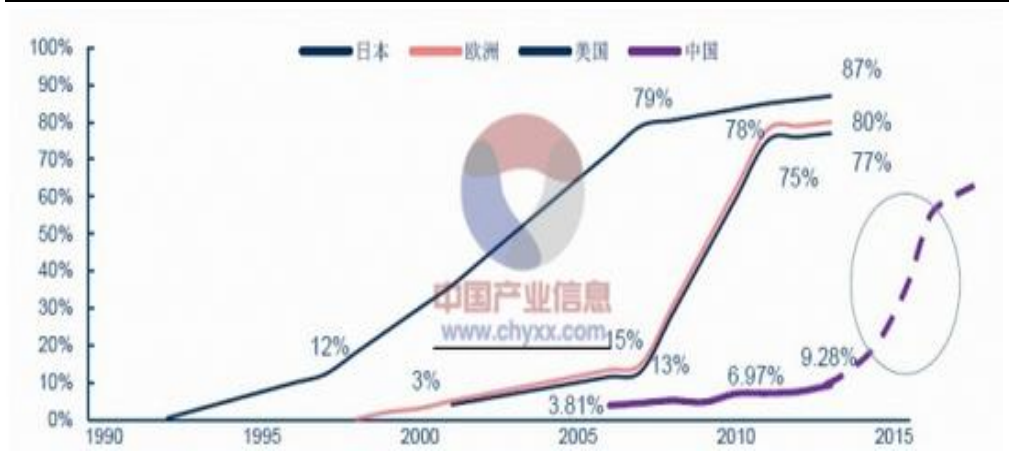
5.2.2. 车载语音系统市场：市场爆发增长拐点临近，公司布局搭建完成

目前语音识别技术在车载语音市场主要应用于汽车导航设备，可以通过避免手动操作导航设备而增强行驶过程中的安全性，未来语音技术可进一步渗透至其他汽车辅助电子设备中，如对汽车空调、车窗、影音系统等进行语音控制。

汽车导航设备通常可分为便携式导航设备和前装车载导航设备。便携式导航设备的高增长期已过，我们比较看好前装车载导航设备市场；前装导航设备在车辆出厂之前完成安装，与整车融为一体之后由整车厂推向市场，整车厂对前装导

航设备品质要求较高，并且其更美观，存在较好的售后服务，虽然价格贵得多，但用户对前装导航产品的认可程度正在提高。从发达国家前装车载导航渗透率拐点来看，在渗透率突破 10% 以后，市场开始爆发。我国 2013 年的渗透率为 9.28%，市场已经逼近爆发增长拐点。

图 43、国内汽车导航设备市场临近爆发增长的拐点

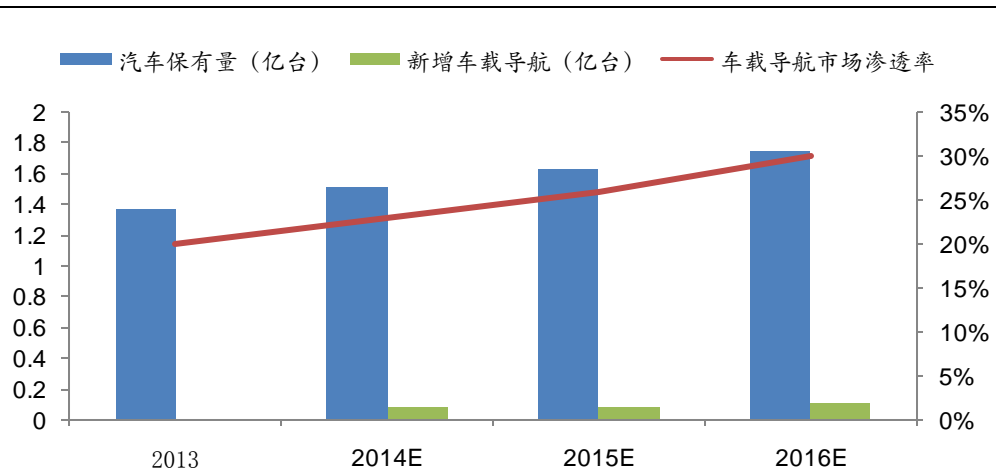


资料来源：中国产业信息网 华安证券研究所

科大讯飞在车载语音系统领域也早有布局，目前公司已与奔驰、宝马、丰田、上汽、一汽、奇瑞、江淮等国内外汽车厂商，以及与大陆电子、德尔福、飞歌、路畅、好帮手等国内外多媒体厂商、导航厂商开展广泛合作。未来基于汽车产业庞大的市场规模，借助车载导航系统渗透率和智能语音功能接受度的双向提升，公司该块业务的收入贡献势必有个质的飞跃。

依据中国产业信息网对我国汽车保有量和车载导航市场渗透率的预测，我们计算未来两年将分别新增车载导航 791 万台、986 万台。假设按 60% 的新增车载导航使用智能语音技术，车载语音应用 100 元/车计，未来两年的市场空间将分别为 4.75 亿和 5.92 亿。

图 44、我国车载导航市场空间巨大



数据来源：中国产业信息网 华安证券研究所

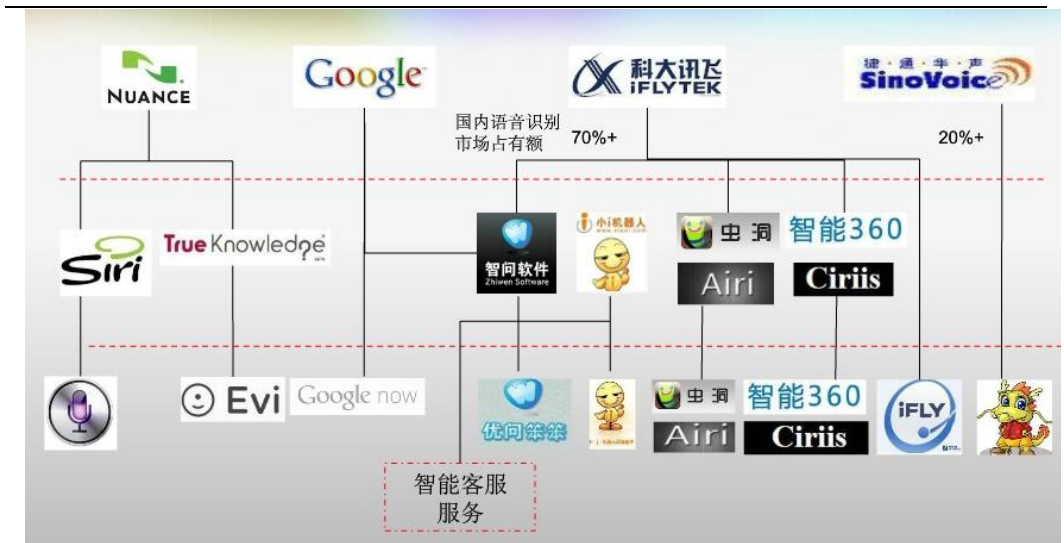
5.3. 移动互联网：公司语音入口布局完善，行业演化仍需静观其变

5.3.1. 公司在移动互联网入口端布局完善

人类社会已经迈入了移动互联网时代，市场开放度高，机会众多，相关语音市场空间无法估计，被市场普遍看好。移动互联网语音市场的设计主体可以分为两类，一类是仅开发应用的公司，此类公司对于语音识别技术公司依赖度较高；另一类是语音识别技术公司直接开发应用，科大讯飞属于后者。

公司已经开发出一系列移动互联网语音产品，如讯飞语音输入法、灵犀、讯飞语点等。但公司在移动互联网但远景目标绝不仅限于开发应用，而是成为平台级、入口级互联网企业。2013 年公司推出全球首个面向互联网开发者的语音云平台，为开发者免费开放语音识别、语音合成、智能语义等服务，吸引了各个领域的优秀 APP 的加盟，目前已经为数以亿计的终端提供了智能语音交互的服务，未来随着用户对语音功能诉求的逐步强化，将会有越来越多的开发者加入其中，并最终实现公司平台化的构想。而凭借灵犀、讯飞语点等产品等推出，公司已经开始迈向信息入口的通道。

图 45、公司在移动互联网领域的主要产品布局



资料来源：华安证券研究所

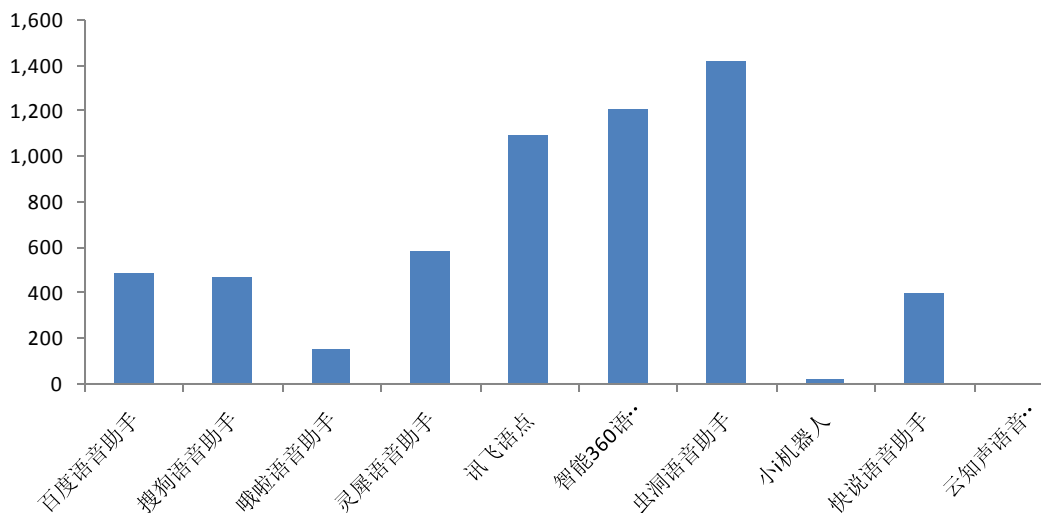
5.3.2. 互联网语音市场竞争狼烟四起，爆发尚需时日

目前，移动互联网语音应用的竞争主要集中在语音助手类产品，因为这是未来控制互联网流量入口的重要手段。截至到 2013 年 10 月，各语音助手类产品累计下载量中，讯飞语点下载量超千万，位列第三，如果考虑到灵犀，则科大讯飞旗下语音助手总下载量 1600 万，则排名第一。而各家软件的技术支撑方面，基本上都用科大讯飞的语音识别。

市场看好移动互联网的语音应用市场，跟随者纷纷入局。各厂商竞争的手段和侧重点各有不同，搜索引擎厂商搜狗旗下的语音助手则通过与云知声合作获取

语音识别方面的技术支撑，依托于自身的搜索优势，专注于意图识别和后续服务集成。另外，百度语音助手推出重磅功能“超级电话”，将百度语音助手包装成黄页电话号码库的号码查询高手。哦啦语音助手自主研发出国内首款语音“轻游戏”，将轻游戏与语音交互相结合，增强语音助手与用户的娱乐互动。

图 46、公司讯飞语点和灵犀语音助手市场占有率总和排第一



资料来源：比特网

互联网的语音应用目前处于发展初期，市场爆发尚存在一些问题有待突破：首先是准确率有待提高，如果语音识别的准确率在 85%-95%之间，语义分析的准确率在 85%-95%之间，最后识别的准确率只有 70%-90%；其次，与微信的迅速爆发不同，语音并非刚性需求，人机语音交互产品的设计往往无法涵盖如社交般的刚性市场；第三，接入该公司云语音平台的 App99%均为生活服务类应用，其余的还有医用交互产品，真正的 to C 形态并未形成。

5.3.3. 与中国移动深度合作，背靠大树好乘凉

2012 年中国移动入股科大讯飞，一举成为公司第一大股东，中国移动的战略入股除了带来充足的流动资金以外，更重要的是带来了无可比拟的平台资源和用户资源，尤其是公司与中移动共同推出的语音门户“灵犀”，将作为手机上的操控入口、信息搜索入口和移动特色服务三大语音入口，剑指数亿移动用户，增加了公司未来在移动互联网进行更大规模开拓的筹码。

今年中国移动的 4G 定制终端已经开始大量配置飞语音产品，按照年初规划，全年将推广 1 亿讯飞语音产品，移动定制终端绑定的除了“灵犀”还包括讯飞输入法。中国移动强力助推讯飞语音产品移动端，并且双方最初就“灵犀”产品的收入分配协议并没有改变，依旧坚持三点：

(1) 按照“灵犀”每月的活跃用户数结算；

月度活跃用户数	结算费用(元/用户/月)	费用测算公式(X 为当月活跃用户数)
0-1000 万	0.3	$X \times 0.3$
1000-3000 万	0.16	$1000 \text{ 万} \times 0.3 + (X - 1000 \text{ 万}) \times 0.16$

3000 万以上	0.08	$1000 \text{ 万} \times 0.3 + 2000 \text{ 万} \times 0.16 + (X - 3000 \text{ 万}) \times 0.08$
----------	------	---

截至到今年年底，移动用户数已经接近 8 亿，假设未来通过移动定制终端渗透 5%，而其中仅培养 30% 的活跃用户，则存在 1200 万活跃用户；而“灵犀”网络下载量累计已达 8000 万用户，假定其中 40% 为活跃客户，则存在 3200 万活跃客户。每年将为公司贡献收入近亿元。

(2) 对于“灵犀”形成的后向运营收入，按照谁拓展谁主要获益的原则进行分配。该项业务主要是作为流量入口，而形成的后向业务分成，主要形式：机票预订、酒店预订、彩票等。根据协议，按业务由移动或公司拓展的不同，分成比例为 30% 或 70%。该项业务空间非常巨大，但收入暂时难以确定，需要看其推广的深度。

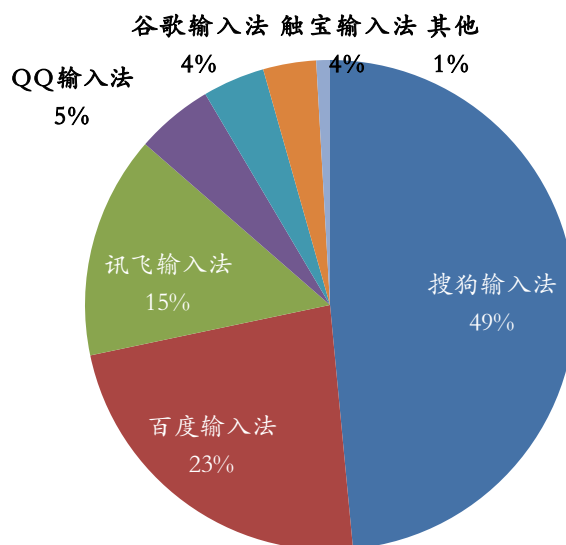
(3) 由“灵犀”带动的移动自有业务形成的收入，移动按照“灵犀”带来业务收入的 12.5% 支付给公司。目前“灵犀”已推出六大服务：车载、通讯、出行、生活、音乐、闲聊，这几乎覆盖了移动绝大部分自有业务。公司将凭借“灵犀”与移动共生共荣，按照中国移动千亿规模的收入体量，公司获得过亿的收入分成绝非难事。

5.3.4. 导流仍存较大难度，商业模式仍有待进一步优化

2014 年一季度，我国第三方手机输入法累计用户市场份额中，讯飞输入法以 14.7% 排名第三。2014 年上半年，公司讯飞输入法用户已经达到 1.4 亿，在排名前 20 的主流应用商店中，讯飞输入法下载总量排名第二。

从市场占有率来看，讯飞输入法想超越搜狗输入法还比较困难。并且，输入法很难形成良好的盈利模式。搜狗早在 2009 年就声称，不期望输入法能直接盈利，而是提出“三级火箭”模式：输入法—浏览器—搜索，即通过占据输入法用户黏性，将业务扩张到浏览器、搜索业务上，而后来的发展显示，越往上走越不好走，所占市场份额越来越小。讯飞想通过输入法将用户往其他产品上导流，存在较大的难度。

图 47、我国手机输入法市场格局



资料来源：华安证券研究所

搜狗的商业模式创意在于将输入法和搜索引擎相结合，在中文输入法中嵌入搜索引擎，用以替代桌面搜索以及大众化的网页搜索。此外搜狗引入战略投资方，此前搜狗作为搜狐集团旗下一个部门，与百度竞争时会受到很大限制，因此搜狗一直试图引入新的投资者，以增加搜狗成功的几率，阿里巴巴加入后，无疑会给搜狗带来购物搜索等方面的资源。

6. 盈利预测与估值

我们预测假设的关键变量有如下几条：

- 1、公司在教育业务方面有实质性的放量表现，尤其是应收占比较高的语音测评与语音教学业务能够维持当前的高增速；
- 2、“灵犀”业务推广持续加速，活跃用户数翻翻并维持高增速，进而拉动公司电信增值业务翻翻增长，公司的电信语音增值服务保持稳重有进；
- 3、物联网、移动互联网业务对语音支撑业务需求放量；
- 4、与中移动结盟，特别是伴随着 2015 年中移动新媒体公司成立，公司与中移动的合作机制更灵活，合作节奏与路径更快捷，与各业务基地互利共赢的商业模式也更容易快速落地，合作空间更加广阔，且有效降低公司销售费用和管理费用占比。

表 9、科大讯飞收入及利润预测（单位：百万元）

		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
行业应用产品	语音测评与语音教学					
	营收	208.58	407.04	691.97	1107.15	1771.44
	增速	185.68%	95.15%	70%	60%	60%
	毛利率	47.86%	45.52%	45%	45%	45%
	电信语音增值产品					
	营收	112.09	138.81	173.51	225.57	293.24
	增速	10%	23.84%	25%	30%	30%
	毛利率	89.10%	84.72%	85%	85%	85%
	IFLYTEC-C3					
	营收	37.14	75.28	97.86	127.22	165.39
	增速	-22.16%	102.68%	30%	30%	30%
	毛利率	84.97%	85.71%	85%	85%	85%
	音视频监控					
	营收	19.41	30.52	45.78	64.09	83.32
	增速	-0.33%	57.25%	50%	40%	30%
	毛利率	45.87%	32.90%	40%	40%	40%
语音支撑软件	营收	127.02	213.49	341.58	546.53	765.15
	增速	38.52%	68.07%	60%	60%	40%
	毛利率	88.97%	92.34%	90%	90%	90%

教育教学	营收	8.96	36.21	72.42	137.60	247.68
	增速	--	303.91%	100%	90%	80%
	毛利率	46.30%	26.26%	30%	25%	25%
信息工程与 运维服务	营收	266.82	347.8	434.75	521.70	626.04
	增速	20.60%	30.35%	25%	20%	20%
	毛利率	22.98%	22.28%	22%	22%	22%
合计	营收	783.94	1253.71	1857.88	2729.86	3952.25
	增速	40.53%	60.14%	48.19%	46.93%	44.78%
	毛利率	53.74%	53.01%	53.03%	53.66%	53.35%

数据来源：WIND 华安证券研究所

根据以上变量假设，我们预计公司 2014-2016 年一致摊薄的 EPS 分别为 0.49 元、0.69 元、0.99 元，对应的 PE 分别为 54 倍、39 倍、26 倍，给予“增持”评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,682	3,621	4,568	5,994	营业收入	1,254	1,858	2,730	3,952
现金	1,755	2,298	2,586	3,131	营业成本	589	858	1,262	1,837
应收账款	733	1,078	1,606	2,310	营业税金及附加	19	35	50	70
其他应收款	58	114	172	225	销售费用	158	242	355	514
预付账款	5	(1)	(6)	(14)	管理费用	280	427	628	869
存货	122	191	283	400	财务费用	(20)	(30)	(37)	(43)
其他流动资产	9	(59)	(73)	(59)	资产减值损失	14	2	(1)	0
非流动资产	1,646	1,071	1,019	972	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	33	21	23	26	投资净收益	3	1	1	1
固定资产	493	462	431	399	营业利润	216	326	474	705
无形资产	520	482	450	420	营业外收入	112	69	79	86
其他非流动资产	599	107	115	127	营业外支出	7	1	1	1
资产总计	4,328	4,692	5,587	6,966	利润总额	321	394	552	790
流动负债	714	806	1,213	1,824	所得税	42	0	0	0
短期借款	7	0	0	0	净利润	278	394	552	790
应付账款	293	418	611	900	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
其他流动负债	415	388	602	924	归属母公司净利润	279	395	553	792
非流动负债	152	174	255	397	EBITDA	326	361	501	723
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.49	0.69	0.99
其他非流动负	152	174	255	397					
负债合计	866	980	1,468	2,220	主要财务比率				
少数股东权益	150	150	148	147	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	468	802	802	802	成长能力				
资本公积	2,162	2,162	2,162	2,162	营业收入	59.92%	48.19%	46.93%	44.78%
留存收益	680	984	1,404	2,010	营业利润	81.28%	50.97%	45.45%	48.84%
归属母公司股东权	3,311	3,948	4,368	4,974	归属于母公司净利润	52.95%	41.41%	40.22%	43.17%
负债和股东权益	4,328	5,078	5,984	7,341	获利能力				
					毛利率(%)	53.01%	53.81%	53.78%	53.51%
					净利率(%)	22.25%	21.24%	20.27%	20.04%
					ROE(%)	8.04%	9.61%	12.22%	15.43%
					ROIC(%)	27.73%	21.58%	29.14%	39.48%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	20.02%	19.30%	24.53%	30.25%
					净负债比率(%)	-40.08%	-35.15%	-35.58%	-32.52%
					流动比率	3.76	4.49	3.77	3.29
					速动比率	3.59	4.26	3.53	3.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.41	0.53	0.63
					应收账款周转率	2.32	2.27	2.28	2.25
					应付账款周转率	5.42	5.22	5.30	5.23
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.49	0.69	0.99
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.21	0.49	0.83
					每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.92	5.44	6.20
					估值比率				
					P/E	78.2	55.3	39.4	27.6
					P/B	6.6	5.5	5.0	4.4
					EV/EBITDA	63.74	54.36	38.66	25.98

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	296	170	397	667
净利润	278	395	553	792
折旧摊销	131	66	63	61
财务费用	(20)	(30)	(37)	(43)
投资损失	(3)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(48)	(261)	(180)	(141)
其他经营现金	(43)	1	(2)	(1)
投资活动现金流	(717)	14	(1)	(1)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(18)	13	(3)	(3)
其他投资现金	(699)	1	1	1
筹资活动现金流	1,647	265	(96)	(143)
短期借款	7	(7)	0	0
长期借款	(3)	0	0	0
普通股增加	90	334	0	0
资本公积增加	1,667	0	0	0
其他筹资现金	(114)	(62)	(96)	(143)
现金净增加额	1,226	449	299	523

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：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

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。