

语音识别巨头，积极布局在线教育+人工智能

投资要点

- **公司是智能语音龙头企业。**公司专注语音合成与识别领域十几年，通过在其领先的语音合成与识别技术上嫁接教育、电信、音乐、车载以及智能家居等业务，将公司打造成了国内最大的语音平台，是国内毫无争议的语音第一入口，坐拥7亿用户。随着语音控制在智能家居、汽车、机器人以及智能手机上应用的普及，语音云用户以及用户粘性将会继续高速增长。公司将采取与第三方广告商及媒体分成的模式，通过语音输入界面广告以及语音交互式广告来对语音云用户进行变现。
- **人机交互持续发展，移动互联网业务迎来爆发。**公司凭借其先进的语音识别及合成技术，嫁接电信、车载以及智能家居等业务，大力发展人机交互语音模式。公司移动互联网用户规模保持快速增长，讯飞输入法首发方言识别引擎，支持方言已达15种，用户超过2.5亿；灵犀与定制语音助手用户保持快速增长，在同类产品用户规模排名第一；酷音铃声在手机铃声类产品中，市场占有率、付费转化率和付费用户规模均位居第一，个性彩铃、咪咕爱唱等业务保持快速发展，公司已成为中国三大电信运营商第一合作伙伴。
- **定增21亿，积极布局在线教育+人工智能。**公司近期完成了定增项目，发行新增6840万股，上市日期为2015年8月20日，发行价格31.46元/股，募集资金净额为21.04亿元，将全部用于以下2个项目：1)智慧课堂及在线教学云平台项目；2)“讯飞超脑”关键技术研究及云平台建设项目。通过定增项目的实施，构建起以科大讯飞教育云平台为核心的开放式教育产业生态体系，同时，通过“讯飞超脑”新一代人工智能技术的创新突破，将帮助公司在移动互联网、智能教育、智能车载、智慧医疗、智能机器人等越来越多的领域打开全新的市场机会，促进建立以科大讯飞为核心的人工智能产业生态系统，助力我国在人工智能国际竞争中取得领先地位。
- **估值与评级：**公司技术实力雄厚，是国内语音龙头企业，公司近两年通过加大研发投入，形成马太效应，积累核心用户数，形成很高的技术壁垒和很强的先发优势，我们看好公司在教育业务和人工智能领域的前景，给予“买入”评级。
- **风险提示：**在线教育推广进程或低于预期；讯飞超脑研发进程或不及预期。

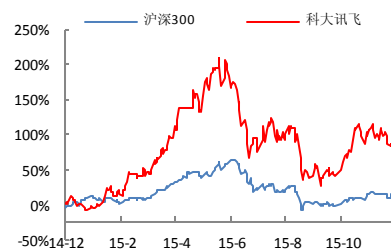
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1775.21	2614.28	3767.09	5289.04
增长率	41.60%	47.27%	44.10%	40.40%
归属母公司净利润(百万元)	379.43	526.54	727.50	956.57
增长率	36.00%	38.77%	38.16%	31.49%
每股收益EPS(元)	0.30	0.41	0.57	0.74
净资产收益率ROE	9.96%	8.29%	10.48%	12.48%
PE	123	89	64	49
PB	11.96	7.28	6.70	6.08

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 文雪颖
执业证号: S1250514060001
电话: 023-67909731
邮箱: wenxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	12.85
流通A股(亿股)	8.94
52周内股价区间(元)	17.22-59.97
总市值(亿元)	466.62
总资产(亿元)	79.12
每股净资产(元)	4.72

相关研究

目 录

1. 公司经营概况.....	1
2. 智能语音龙头企业，重点布局人机交互.....	3
2.1 “讯飞语音云”打造国内语音第一入口.....	3
2.2 人机交互持续发展，移动互联网业务迎来爆发.....	4
3. 定增加码在线教育，打造在线教学云平台.....	6
4. 依托“讯飞超脑”，开启人工智能新时代.....	7
5. 盈利预测与投资建议.....	9
6. 风险提示.....	10

图 目 录

图 1: 公司近年来主营业务收入结构（单位：百万元）	1
图 2: 公司主营业务收入结构（2015 年 6 月）	1
图 3: 公司主营业务收入结构（2015 年 6 月）	2
图 4: 公司主营业务毛利结构（2015 年 6 月）	2
图 5: 公司 2010 年以来营业收入及增速	2
图 6: 公司 2010 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 公司近年来毛利率和净利率情况	3
图 8: 公司近年来研发投入及占收入比	3
图 9: 中国智能语音企业市场份额	3
图 10: 全球智能语音企业市场份额	3
图 11: 讯飞语音云	4
图 12: 语音云应用日益丰富	4
图 13: 智能电视	5
图 14: 智能车载语音系统	5
图 15: 在线教育市场规模	6
图 16: 国家财政性教育经费及占 GDP 比重	6
图 17: 区域教育信息化整体方案	7
图 18: 人工智能发展阶段	8
图 19: 人工智能核心技术的应用	8
图 20: 讯飞超脑架构	8
图 21: 第一代智能机器人“小智”、“小柔”	8

表 目 录

表 1: 分产品收入及毛利率	9
附表: 财务预测与估值	11

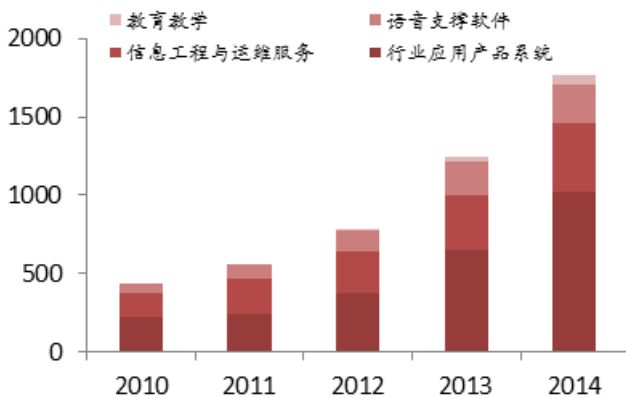
1. 公司经营概况

科大讯飞专注语音合成与识别领域十几年，通过在其领先的语音合成与识别技术上嫁接教育、电信、音乐、车载以及智能家居等业务，将公司打造成了国内最大的语音平台。公司核心技术始终保持国际领先，语音合成、语音识别、口语评测、自然语言处理、口语翻译、人工智能等多项核心技术代表了世界最高水平。

公司主营业务包括：行业应用产品，信息工程与运维服务，语音支撑软件以及学院教育教学。智能语音支撑软件和行业应用产品是公司智能语音及人工智能技术核心业务。2012年、2013年、2014年、2015年1-6月，两类业务的收入总额分别为5.0亿元、8.7亿元、12.7亿元和6.5亿元，两类业务的收入占公司总收入的比例分别为64.3%、69.0%、71.4%和63.0%。

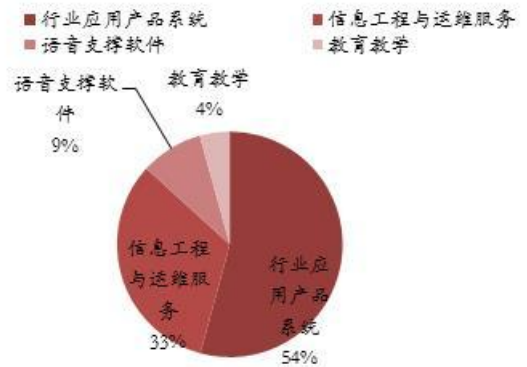
近年来，公司信息工程与运维服务收入规模出现了较大幅度的增长，该业务一方面为公司补充利润来源，另一方面为公司提供探索智能语音及人工智能技术在下游行业商业应用的机会。

图 1: 公司近年来主营业务收入结构 (单位: 百万元)



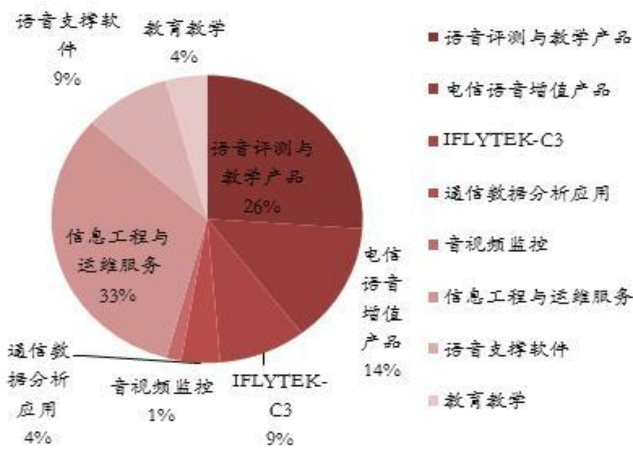
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司主营业务收入结构 (2015年6月)

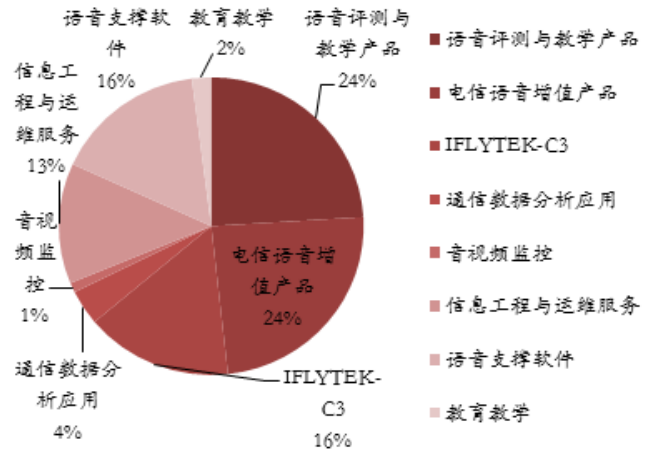


数据来源: 公司公告, 西南证券

2015年中期, 公司行业应用产品实现营业收入5.6亿元, 同比增长103.5%。行业应用产品又分为五类: 语音评测与教学产品, 电信语音增值产品, IFLYTEK-C3, 通信数据分析应用, 以及音视频监控。语音评测与教学产品和电信语音增值产品合计贡献业务收入的40%, 贡献毛利占比48%。

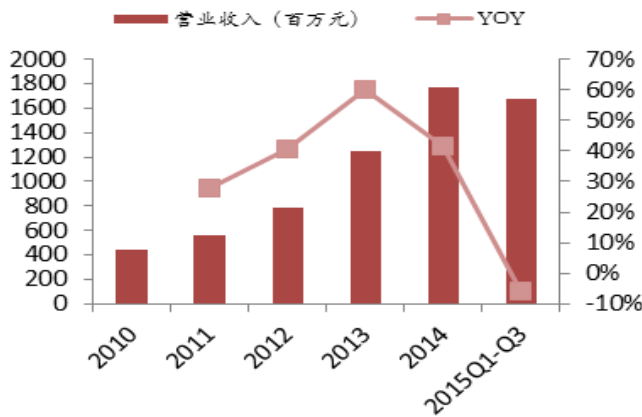
图 3: 公司主营业务收入结构 (2015 年 6 月)


数据来源: 公司公告, 西南证券

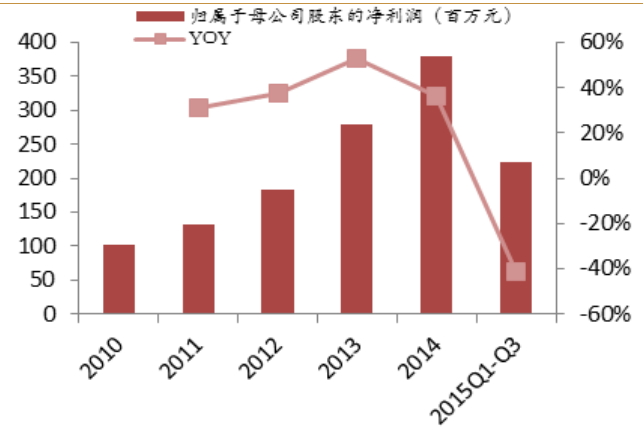
图 4: 公司主营业务毛利结构 (2015 年 6 月)


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司业绩状况: 公司近年来营业收入稳步高速增长, 营业收入 2010 年-2014 年复合增长率为 42.1%, 归母净利润复合增长率为 39.2%。2015 年前三季度公司实现营业收入 16.7 亿元, 同比增长 51.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.2 亿元, 同比增长 12.9%。2014 年的营收增速有所放缓, 主要是由于实体经济持续放缓致下游对语音支撑软件需求减弱。公司持续加大对人工智能、在线教育、移动互联等战略业务的投入力度, 后期持续看好公司的收入增长能力。

图 5: 公司 2010 年以来营业收入及增速


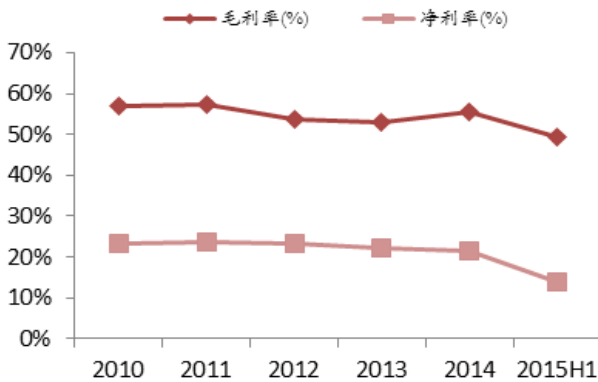
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 公司 2010 年以来归母净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券

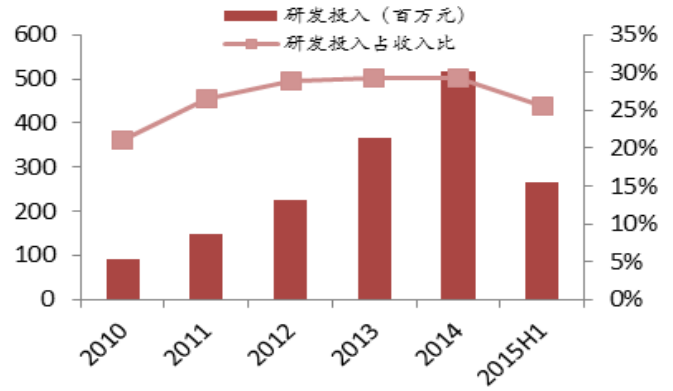
公司的毛利率始终保持在 50% 以上的高位, 而净利润率却维持在 20% 左右的水平, 并且近几年还有小幅下降的趋势。主要原因是: 公司谋求长远发展, 争取将语音技术应用于各行各业, 形成一个完整的产业链, 近几年研发投入大幅增加, 2014 年公司研发投入合计 5.2 亿元, 占销售收入比重高达 29.2%。2015 年-2016 年是公司业务的关键转折期, 我们预计公司会继续加大研发投入。

图 7: 公司近年来毛利率和净利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 公司近年来研发投入及占收入比



数据来源: 公司公告, 西南证券

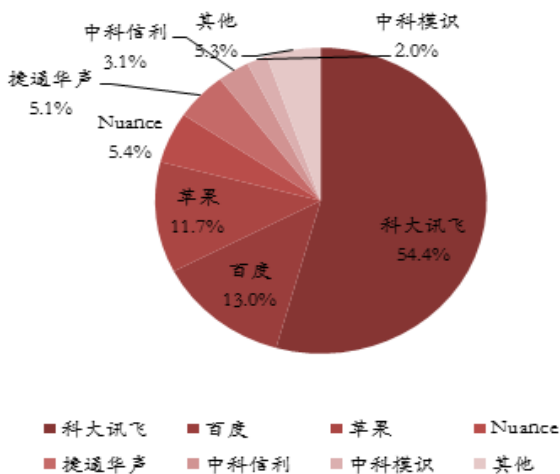
2. 智能语音龙头企业, 重点布局人机交互

2.1 “讯飞语音云” 打造国内语音第一入口

智能语音技术是人工智能的研究领域之一, 全球和中国语音市场基本形成寡头垄断格局。随着智能语音产业的快速发展, 产业竞争进一步加剧, 吸引 IT 巨头和中小创业团队争相进入, 和传统语音技术提供商共同角逐智能语音市场。

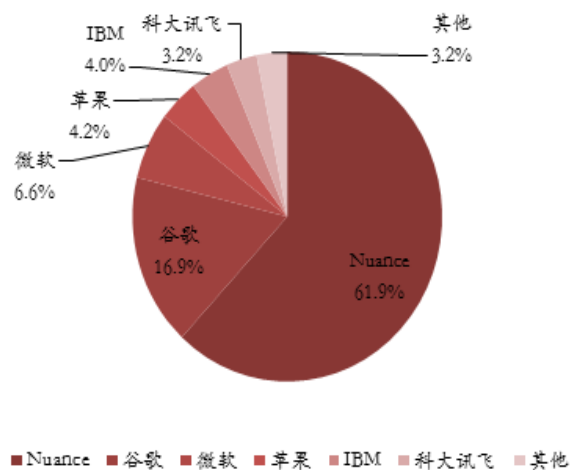
就全球市场而言, 谷歌、苹果等 IT 巨头的强势进入, 加上传统语音技术厂商长期的技术和用户积累, 市场基本上形成了寡头垄断格局。2012 年, Nuance、谷歌、微软、苹果、IBM、科大讯飞五家龙头企业占据超过 95.0% 的市场份额。在中国智能语音市场, 以科大讯飞、百度、Nuance、捷通华声为代表的寡头垄断格局基本形成。其中科大讯飞凭借多年的技术和用户积累, 以 54.3% 的市场份额稳居行业龙头的位置。

图 9: 中国智能语音企业市场份额



数据来源: 工业和信息化部电子科学技术情报研究所, 西南证券

图 10: 全球智能语音企业市场份额



数据来源: 工业和信息化部电子科学技术情报研究所, 西南证券

“讯飞语音云”是科大讯飞基于云计算技术，将业界领先的智能语音核心技术向广大移动互联网开发者开放的全球首个同时提供语音合成、语音搜索、语音识别等智能语音交互能力的智能语音交互平台。自2010年正式发布以来，已全面支持在线和离线的语音合成、语音识别、语音唤醒、开放语义、语音评测等服务功能，并提供专业稳定的云存储支撑。2015年中报显示，讯飞语音云终端用户数量超过7亿台，开发合作项目超过7万个，在线日服务量达1.6亿人次，离线日服务量超6亿人次，形成了牢固的领先优势。同时，基于“讯飞语音云”的讯飞输入法总激活用户超过2.5亿，日活跃用户数超过4000万。

图 11：讯飞语音云


数据来源：互联网，西南证券

图 12：语音云应用日益丰富


数据来源：互联网，西南证券

随着语音控制在智能家居、汽车、机器人以及智能手机上应用的普及，语音云用户以及用户粘性将会继续高速增长。公司将采取与第三方广告商及媒体分成的模式，通过语音输入界面广告以及语音交互式广告来对语音云用户进行变现。

数据显示用户使用手机的时间已经超过电脑，电脑办公化与手机娱乐与消费化的格局已经形成，我们认为移动广告是未来互联网广告的趋势，但手机屏幕较小原有的图片与视频广告撤网式推送的展现形式带来的广告收入较少，所以我们认为广告的精准化、语音化以及互动化将成为未来新趋势。一方面广告投放精准度的增强，另一方面互动广告为用户提供精准的需求信息，让用户快速了解所需要的产品信息。我们认为互动广告将颠覆现有展示类的广告展现形式，将成移动广告新趋势，7亿用户加上语音交互式广告的价值绝不亚于一个互联网巨头的广告价值。

2.2 人机交互持续发展，移动互联网业务迎来爆发

我们认为触摸与鼠标适合图像界面下的人机交互，语音是人与人交流最自然的方式，更适合用于非标指令的输入。在用户对智能终端的易用性和智能化要求越来越高的背景下，类似siri的智能手机助手能为用户提供一站式的搜索与操作，将会成为智能终端的标配，有望成为人工智能时代智能终端入口。

智能手机的普及让人机交互模式从打字式转变为触屏式，而下一步人机交互的模式必然是向语音式发展，做到完全解放双手。人机交互的发展将大大方便我们的生活，因此这一领域未来必将拥有万亿的市场规模。公司凭借其先进的语音识别及合成技术，嫁接电信、车载以及智能家居等业务，大力发展人机交互语音模式。

1) 智能客服方面, 据Gartner预计, 到2013年全球1000强公司中至少有15%会采用智能客服系统来提高服务水平。公司语音智能客服已在三大运营商、工行、建行、交行、招商、平安、浦发、阳光保险等多家大型金融机构、国家电网、航空公司、政府机关、医疗机构、广电行业等领域实现规模化应用和全面布局。

2) 智能电视方面, 结合国内电视、机顶盒市场的发展需求, 公司电视语点解决方案在TCL、康佳、长虹、创维、海信、海尔等厂商数百个型号中预装; 并与歌华有线、天津广电、广东广电、南京广电、安徽广电、中国网络电视台、讯码、同洲、迈乐、精伦等电视行业全产业链建立广泛合作, 深入推动了智能语音技术在我国电视机、广电及机顶盒领域的应用发展, 并与北京京东尚科信息技术有限公司于2015年3月4日签署《投资合作协议》, 拟共同投资人民币15000万元设立讯京信息科技有限公司。

3) 智能车载方面, 公司在宝马2015年3月的中文评测及奔驰2015年6月的中文语音云效果测评中, 在语音合成、语音识别、语义理解、使用体验等方面均以显著优势力拔头筹, 并签约雷克萨斯2017年GBOOK车载多媒体终端平台项目、及马自达2017年新阿特兹车型等多个国际汽车品牌项目, 2015年上半年在自主品牌车厂中新增吉利、海马、江淮、东南、长安等汽车厂商11款车型量产配装上市, 在研项目中涉及的合作车型超20款; 公司已与奔驰、宝马、丰田、上汽、一汽、长城、长安、吉利、奇瑞、江淮、广汽、海马、东南等国内外汽车厂商开展合作, 加速推动智能语音技术在汽车领域中的深入应用, 并与启明信息技术股份有限公司于2014年6月19日签订战略合作协议, 着力打造车载语音系统。

图 13: 智能电视


数据来源: 公司实地拍摄, 西南证券

图 14: 智能车载语音系统


数据来源: 公开资料, 西南证券

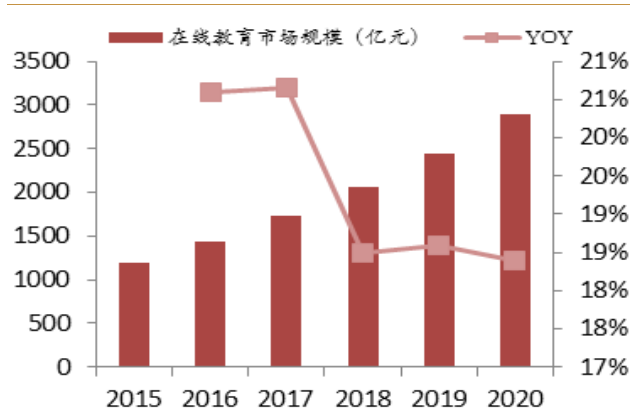
公司于2012年牵手中国移动, 抢占移动互联网入口。公司移动互联网用户规模保持快速增长, 讯飞输入法首发方言识别引擎, 支持方言已达15种, 用户超过2.5亿; 灵犀与定制语音助手用户保持快速增长, 在同类产品中用户规模排名第一; 酷音铃声在手机铃声类产品中, 市场占有率、付费转化率和付费用户规模均位居第一, 个性彩铃、咪咕爱唱等业务保持快速发展, 公司已成为中国三大电信运营商第一合作伙伴。同时, 基于讯飞语音云平台, 公司在智能硬件方向的市场合作全面展开, 与中国智能家居产业联盟、云迹、优必选、华居智能等开展良好合作; 通过与京东战略合作携手发布了首款全语音操控家庭智控中心——叮咚智能音箱, 积极打造未来智能家庭交互入口及智能家居核心控制中枢。

3. 定增加码在线教育，打造在线教学云平台

2012年至今，教育部发布了《教育信息化十年发展规划(2011-2020年)》等教育信息化建设相关文件，明确了未来十年教育信息化建设的目标，提出了“三通两平台”的教育信息化发展导向，即“宽带网络校校通、教学资源班班通、网络学习空间人人通；加强数字教育资源公共服务平台、教育管理信息系统平台的建设”。同时从2013年起教育部每年制定《教育信息化工作要点》明确当年教育信息化的具体目标，一系列政策的出台显示了教育部推动教育信息化的决心。

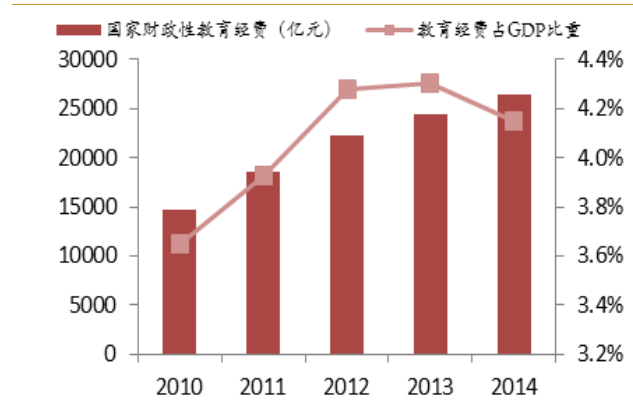
近年来，国家对教育领域的投入逐步加强，明确提出国家财政性教育经费支出要达到国内生产总值4%。2014年我国财政教育支出2.45万亿，占GDP比例达到4.3%，教育信息化经费列支教育经费的10%，用于提高教育质量和促进义务教育均衡发展。根据艾瑞咨询2014年《中国在线教育行业发展报告》的研究，预计2020年国内在线市场规模将达到3058亿，其中，面向中小学的在线教育市场规模将达到675亿，年复合增长率将达到20%。

图 15: 在线教育市场规模



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券

图 16: 国家财政性教育经费及占 GDP 比重

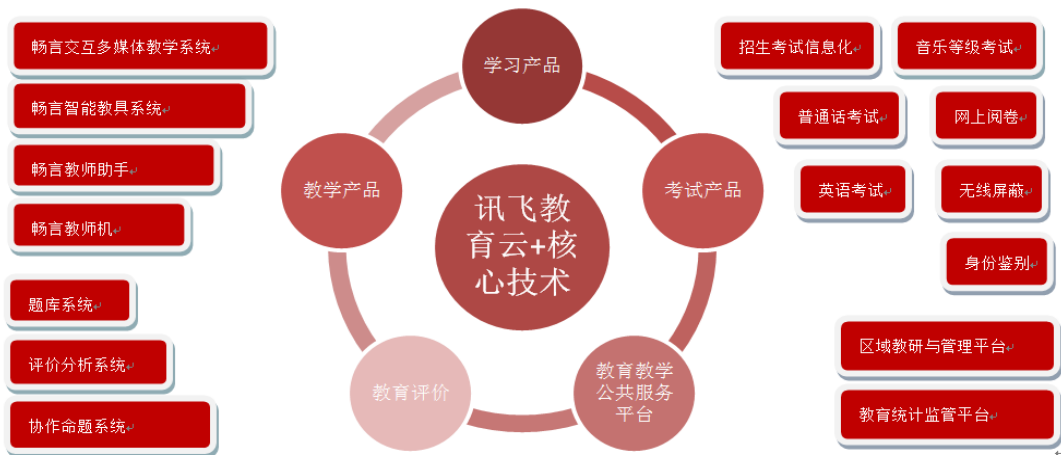


数据来源: 中国统计年鉴, 西南证券

目前，公司已初步构建起“平台+内容+终端+应用”完整的教育教学生态体系，产品体系持续打磨完善。多终端智慧教育解决方案实现了数据全贯通、场景全覆盖、平台可运营、面向学校、教师、学生和家長多级用户的涵盖教、考、评、学、管全业务的完整产品体系。15年上半年，教育业务发展迅速，普通话考试在全国31省市实现全面机测，英语考试业务市场布局进一步扩展，实施上海、浙江、山东、天津、江苏、重庆等10余省市的中高考英语听说考试，上半年累计测试考生数超过500万，全国中高考阅卷数量超过3000万份。包含教育云平台、课堂教学软件、评价系统等产品在内的区域教育信息化整体解决方案上半年推广良好，目前公司已完成安徽、浙江、云南、江西等10个省级教育平台的建设及教学端产品在全国的市场布局，服务覆盖用户近8000万。

行业推广方面，公司正在从2B到2C进行转型。目前公司2B端对各市、学校的布局已日趋完善，并新增了考试数据分析和整体评价体系两块；而2C端的云平台是发展重点，且商业模式已较为清晰，即从学校和老师向学生和家庭延伸，通过云平台的运营收费。通过收集到的大量考试、课堂交互和作业数据进行分析，公司教育云平台帮助学生找到提升成绩关键痛点和提高学习效率，未来师生用户覆盖有望放量。

图 17：区域教育信息化整体方案



数据来源：公司资料,西南证券

公司近期完成了定增项目，发行新增6840万股，上市日期为2015年8月20日，发行价格31.46元/股，募集资金净额为21.04亿元，其中18亿元将用于“智慧课堂及在线教学云平台项目”。智慧课堂及在线教学云平台项目基于科大讯飞国际领先的语音及人工智能技术，研发课堂教学软件、互动教学工具、教学质量测评与分析工具、资源平台等系列产品，以科大讯飞开放式教育云为中心，构建“互联网+”和智能化信息生态环境下的智慧课堂，实现教学大数据汇聚，使智能化教学应用和各类优质资源直达课堂，显著提升教师教学效率，提高教学水平。

同时，在此基础上，依托“讯飞超脑”计划核心技术的支撑，构建在线教学平台，通过教学、考试、测验、日常练习等动态大数据的常态化采集、反馈和分析，为亿万家庭提供与课堂教学同步的个性化在线教学服务。通过本项目的实施，不仅可以率先建立课堂教学直达家庭在线学习的通道，全面促进科大讯飞教育产业的跨越式发展，还将构建起以科大讯飞教育云平台为核心的开放式教育产业生态体系。

4. 依托“讯飞超脑”，开启人工智能新时代

尽管互联网的普及打造了包括谷歌、亚马逊、百度、阿里、腾讯、京东等一批巨头以及数量更为庞大的中小企业，基于网络的创新应用和服务类型也多种多样，但技术瓶颈的制约已经越来越明显：生活方面需求痛点的解决、生产领域具有适应性和资源效率的智慧工厂的建立、物流体系中更加方便快捷的配送方式建设等问题，都面临智能化程度不足带来的障碍。只有人工智能才能为“万物互联”之后的应用问题提供最完美的解决方案。根据 Tractica 发布关于人工智能产业的市场报告，预测AI市场规模会从2015年的两亿美元增长到2024年的110亿美元，年增长率到达56%。

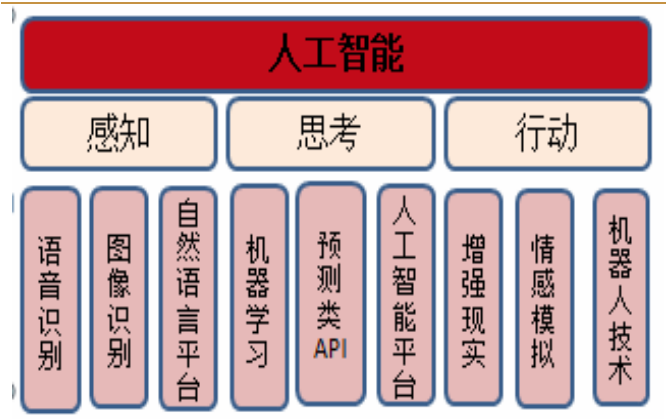
人工智能分为计算智能、感知智能与认知智能，其中感知智能解决计算机识别语音和图片识别等分类问题，使得计算机有像人一样获取信息的能力；认知智能是计算机能够理解概念能跟人一样思考，解决了计算机理解获取的信息经过思考后作出决策和学习的问题。

图 18: 人工智能发展阶段



数据来源: 公开资料, 西南证券

图 19: 人工智能核心技术的应用



数据来源: 互联网, 西南证券

公司2014年启动了能够比肩世界人工智能领域最高水平的“讯飞超脑”计划, 这将显著提升公司人工智能领域的技术实力, 使得公司在人工智能领域有了叫板 IT 巨头的底气与实力。公司凭借在语音识别与人工智能方面技术实力有望在智能搜索入口的争夺中占据有利位置。

“讯飞超脑”项目整个系统的架构是基于底层的超算平台和大数据分析能力, 在中层通过认知计算和机器学习的处理, 实现包括语音语义的识别, 图像的识别以及知识表示的AI技术, 通过顶层的 iFly Inside 输出给各种智能终端, 提供包括交互在内的各种AI应用服务。讯飞超脑主要有以下三大研究方向: 1) 更加贴近人脑认知机理的人工神经网络设计, 更好的支撑认知智能的实现; 2) 实现与人脑神经元复杂度可比的超大人工神经网络; 3) 构建基于连续语义空间分布式表示的知识推理及自学习智能引擎。

目前“讯飞超脑”计划在深度神经网络上有所突破, 口语翻译获得了2014国际口语机器翻译评测比赛英汉口语双向翻译第一名, 完胜美国麻省理工学院、日本国家通信技术研究所、香港科技大学、英国爱丁堡大学等世界一流高校和机构。同时第一代智能机器人也已诞生, “小柔”和“小智”搭载了包括语音唤醒、语音识别和人脸识别等多项技术, 开启了认知智能的新时代。

图 20: 讯飞超脑架构



数据来源: 公开资料, 西南证券

图 21: 第一代智能机器人“小智”、“小柔”



数据来源: 互联网, 西南证券

公司近期完成定增项目，募集资金3.5亿元将用于“‘讯飞超脑’关键技术研究及云平台建设项目”。本项目的实施为公司在认知智能领域进行前瞻布局和研究攻关，实现在人工智能领域让机器从“能听会说”到“能理解会思考”的技术跨越，巩固公司在人工智能领域中行业龙头具有重要意义。同时通过云平台的技术提供和基于大数据的迭代进化，为公司自有业务方向和相关产业应用提供强有力技术支撑，进而增强公司自有业务的盈利能力和核心竞争力。

通过“讯飞超脑”新一代人工智能技术的创新突破，本项目将帮助公司在移动互联网、智能教育、智能车载、智慧医疗、智能机器人等越来越多的领域打开全新的市场机会，形成有利的产业格局，促进建立以科大讯飞为核心的人工智能产业生态系统，助力我国在人工智能国际竞争中取得领先地位。

5. 盈利预测与投资建议

假设 1: 语音支撑软件: 公司该部分业务 2010-2014 年营业收入复合增长率为 40.0%，2014 年收入增速有所下降，2015 年中报显示，该部分收入同比减少 11.4%，毛利率同比下降 1.5 个百分点，故我们预计语音支撑软件 2015 年-2017 年营业收入增速分别为 15%、25%、25%，毛利率分别为 90%、89%、89%。

假设 2: 信息工程与运维服务: 公司在信息工程和运维服务等业务方面持续保持稳定增长，该部分业务 2010-2014 年营业收入复合增长率为 29.4%。2015 年中报显示，该部分收入同比增长 42.5%，毛利率同比下降 3.0 个百分点，我们预计信息工程与运维服务 2015-2017 年营业收入增速分别为 35%、30%、25%，毛利率分别为 21%、22%、22%。

假设 3: 学院教育教学: 公司该部分业务 2012-2014 年营业收入复合增长率为 172.3%，2015 年中报显示该业务同比增长 62.4%，毛利率下降 24.5 个百分点，我们预计 2015-2017 年该部分收入增速为 70%、60%、50%，毛利率分别为 25%、26%、27%。

假设 4: 行业应用产品系统: 其中教育应用产品是公司重点投入和发展的业务，今年中报显示收入同比增长 81.2%，近期定增 18 亿建设智慧课堂及在线教学云平台项目，预期明、后年该部分业务将迎来较快增长，预期该业务 2015-2017 年收入增长率为 60%、55%、50%。

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.41、0.57、0.74 元，对应市盈率分别为 89、64、49 倍，公司技术实力雄厚，是国内语音龙头企业，今年定增加码在线教育和人工智能，2015-2016 年是公司的关键转折期，公司通过加大研发投入，形成马太效应，积累核心用户数，对其他企业形成很高的技术壁垒，我们看好公司在教育业务和人工智能领域的前景，有一定估值溢价，给予公司“买入”评级。

表 1: 分产品收入及毛利率

单位: 百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
语音支撑软件	收入	245.95	282.84	353.55	441.94
	增速	15.21%	15.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	93.57%	90.00%	89.00%	89.00%
信息工程与运维服务	收入	435.97	588.56	765.13	956.41
	增速	25.35%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	22.21%	21.00%	22.00%	22.00%
学院教育教学	收入	66.48	113.02	180.83	271.24

单位: 百万元			2014A	2015E	2016E	2017E
		增速	83.62%	70.00%	60.00%	50.00%
		毛利率	31.41%	25.00%	26.00%	27.00%
行业应用 产品系统	教育应用产品	收入	595.02	952.03	1,475.65	2,213.47
		增速	46.18%	60.00%	55.00%	50.00%
		毛利率	49.34%	47.00%	48.00%	48.00%
	电信语音增值 产品	收入	205.72	308.58	447.44	626.42
		增速	48.20%	50.00%	45.00%	40.00%
		毛利率	87.75%	89.00%	88.00%	88.00%
	IFLYTEK-C3	收入	152.01	273.62	410.43	595.12
		增速	101.93%	80.00%	50.00%	45.00%
		毛利率	86.70%	85.00%	86.00%	86.00%
	音视频监控	收入	34.44	37.88	41.67	45.84
		增速	12.82%	10.00%	10.00%	10.00%
		毛利率	40.66%	35.00%	36.00%	36.00%
	通信数据分析 应用	收入	33.97	57.75	92.40	138.60
		增速	-	70.00%	60.00%	50.00%
		毛利率	46.50%	47.00%	47.00%	47.00%
合计		收入	1,775.21	2,614.28	3,767.09	5,289.04
		增速	41.60%	47.27%	44.10%	40.40%
		毛利率	55.63%	53.61%	54.25%	54.53%

数据来源: 公司公告, 西南证券

6. 风险提示

在线教育推广进程或低于预期; 讯飞超脑研发进程或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1775.21	2614.28	3767.09	5289.04	净利润	388.49	531.54	729.50	957.57
营业成本	787.58	1212.80	1723.63	2404.90	折旧与摊销	194.48	166.88	166.88	166.88
营业税金及附加	25.19	28.76	45.21	68.76	财务费用	-41.81	-21.39	-28.87	-30.82
销售费用	240.08	366.00	527.39	740.47	资产减值损失	33.35	40.00	50.00	60.00
管理费用	455.47	575.14	828.76	1163.59	经营营运资本变动	-217.52	160.15	-97.77	-146.86
财务费用	-41.81	-21.39	-28.87	-30.82	其他	63.08	-61.93	-62.01	-70.01
资产减值损失	33.35	40.00	50.00	60.00	经营活动现金流净额	420.08	815.25	757.71	936.75
投资收益	12.72	22.00	12.00	10.00	资本支出	-698.14	-1200.00	-951.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-419.96	22.00	12.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1118.10	-1178.00	-939.00	10.00
营业利润	288.06	434.97	632.97	892.15	短期借款	2.46	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	145.69	176.00	196.00	196.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	433.75	610.97	828.97	1088.15	股权融资	110.86	2104.00	0.00	0.00
所得税	45.26	79.43	99.48	130.58	支付股利	-94.22	-128.14	-177.83	-245.69
净利润	388.49	531.54	729.50	957.57	其他	-8.76	21.39	28.87	30.82
少数股东损益	9.06	5.00	2.00	1.00	筹资活动现金流净额	10.34	1997.25	-148.96	-214.87
归属母公司股东净利润	379.43	526.54	727.50	956.57	现金流量净额	-687.68	1634.50	-330.24	731.89
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1067.01	2701.51	2371.26	3103.15	成长能力				
应收和预付款项	1299.69	1481.94	2134.96	2997.20	销售收入增长率	41.60%	47.27%	44.10%	40.40%
存货	180.65	266.74	379.14	529.02	营业利润增长率	33.53%	51.00%	45.52%	40.95%
其他流动资产	17.20	25.34	36.51	51.26	净利润增长率	39.52%	36.82%	37.24%	31.26%
长期股权投资	19.24	19.24	19.24	19.24	EBITDA 增长率	34.71%	31.70%	32.82%	33.36%
投资性房地产	21.63	21.63	21.63	21.63	获利能力				
固定资产和在建工程	766.82	1891.42	2767.02	2691.62	毛利率	55.63%	53.61%	54.25%	54.53%
无形资产和开发支出	1279.01	1188.85	1098.70	1008.54	三费率	36.83%	35.18%	35.23%	35.42%
其他非流动资产	518.65	517.33	516.01	514.69	净利率	21.88%	20.33%	19.36%	18.10%
资产总计	5169.90	8114.00	9344.46	10936.35	ROE	9.96%	8.29%	10.48%	12.48%
短期借款	9.00	9.00	9.00	9.00	ROA	7.51%	6.55%	7.81%	8.76%
应付和预收款项	906.68	1256.87	1831.73	2573.12	ROIC	10.46%	12.18%	13.52%	16.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.83%	22.20%	20.47%	19.44%
其他负债	352.80	439.31	543.25	681.86	营运能力				
负债合计	1268.48	1705.18	2383.97	3263.98	总资产周转率	0.37	0.39	0.43	0.52
股本	802.99	1285.45	1285.45	1285.45	固定资产周转率	2.95	3.89	6.31	10.15
资本公积	1938.06	3559.60	3559.60	3559.60	应收账款周转率	1.90	2.09	2.36	2.34
留存收益	965.58	1363.99	1913.65	2624.53	存货周转率	5.21	5.42	5.34	5.30
归属母公司股东权益	3706.63	6209.03	6758.70	7469.57	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	84.75%	—	—	—
少数股东权益	194.79	199.79	201.79	202.79	资本结构				
股东权益合计	3901.42	6408.82	6960.49	7672.37	资产负债率	24.54%	21.02%	25.51%	29.85%
负债和股东权益合计	5169.90	8114.00	9344.46	10936.35	带息债务/总负债	0.71%	0.53%	0.38%	0.28%
					流动比率	2.38	2.96	2.25	2.18
					速动比率	2.22	2.78	2.07	2.00
					股利支付率	24.83%	24.34%	24.44%	25.68%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	440.74	580.46	770.98	1028.20	每股收益	0.30	0.41	0.57	0.74
PE	122.98	88.62	64.14	48.78	每股净资产	3.04	4.99	5.41	5.97
PB	11.96	7.28	6.70	6.08	每股经营现金	0.33	0.63	0.59	0.73
PS	26.29	17.85	12.39	8.82	每股股利	0.07	0.10	0.14	0.19
EV/EBITDA	62.44	74.77	56.72	41.82					
股息率	0.20%	0.27%	0.38%	0.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn