

公司研究

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号
院一号楼六层信达证券研发中心

边铁城

证书编号：S1500210020005

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

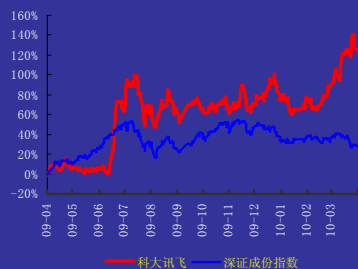
最新价：45.98

目标价：待定

基本数据

52 周内股价波动区间 (元)	20.00-50.36
最近一月涨跌幅 (%)	18.85
总股本 (亿股)	1.61
流通 A 股比例 (%)	52.03
总市值 (亿元)	73.91
总资产 (亿元)	5.48
十大流通股东 (%)	15.13

最近一年市场表现



科大讯飞：增长无忧 爆发还需时间

--公司调研报告

2010 年 4 月 27 日

投资要点：

- ◆ 公司是一家专业从事语音技术研究、软件及芯片产品开发的软件企业。语音技术属于前瞻性技术，应用领域非常广泛，但仍处于市场导入期。近年来公司不断研制新的产品并探索新的业务模式，正在由软件授权向提供语音信息硬件产品和服务转变。
- ◆ 电信语音增值业务是公司这两年成长较快的业务之一，09 和 08 年分别增长了 79.8%和 57.2%。该业务是公司 与电信运营商合作为用户提供语音搜索服务，其增长取决于运营点数量增加、单个运营点运营能力提升和新业务上线等三方面的因素。目前该业务已推广应用在 28 个联通省级运营点、9 个移动省级运营点和 10 个电信省级运营点，但收入主要来源于联通，与中移动、中电信的合作还有待加强。
- ◆ 教学产品前景不错，短期存在不确定性。“畅言有声教具系统”业务进展情况良好，09 年销售收入同比增长 48%，主要来自安徽（二期）和河北的集中采购，由安徽试点开始向全国推广。目前公司正在向多个省份推广，从安徽和河北的情况总的市场规模不小，但由于该产品在各省应用需经过各省发改委、教育厅、财政厅等多个部门决策，因此各省采购进度难以确定。
- ◆ 普通话口语测评推广进展不错，09 年实现了销售收入翻番，在安徽、上海、江苏、辽宁和重庆等省份正式使用并在其他多个省份试点，但目前收入规模还相对较小。此外，公司认为 2010 年是语音识别技术应用的启动年，预计在银行得到成功应用。
- ◆ 信息工程业务占总体收入比重仍然比较大（09 年约 43%），毛利率也相对较低，从市场需求看未来可能增长但不会太快（08 和 09 年分别增长 1.1%和 5.3%）。不过，公司认为通过该业务可带动语音产品在某些行业的应用，如 C3 就是由此而产生语音行业应用系统。
- ◆ 公司业务处于扩张期，费用增长较快属于正常现象。09 年管理费用和销售费用同比分别增长 108%和 75.8%，两项合计占收入之比与上年相比提高了 14 个百分点。不过，随着信息工程业务比重不断下降，公司综合毛利率有可能持续上升。
- ◆ 综上所述，我们认为公司业绩持续增长没有问题，但短期不会出现爆发式增长。我们预测未来几年收入和利润的增速维持 20%左右，预计 2010-2012 年每股收益分别为 0.62 元、0.79 元和 1.01 元，目前股价对应估值水平偏高，暂给予“持有”投资评级。
- ◆ 风险提示：公司不少业务或产品处于推广阶段，存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	565	619	788	937
现金	366	421	518	648
应收账款	130	161	171	225
其它应收款	13	10	17	16
预付账款	20	27	38	41
存货	36	-4	40	2
其他	1	3	4	4
非流动资产	163	155	154	151
长期投资	3	3	3	3
固定资产	48	62	68	70
无形资产	57	57	57	57
其他	55	34	26	22
资产总计	728	774	942	1088
流动负债	106	0	89	127
短期借款	38	28	58	30
应付账款	37	28	33	41
其他	31	-55	-2	56
非流动负债	23	109	60	5
长期借款	0	-0	-0	-1
其他	23	109	60	6
负债合计	129	109	149	132
少数股东权益	15	15	15	15
股本	161	161	161	161
资本公积	265	265	265	265
留存收益	158	225	352	514
归属母公司股东权益合计	584	651	778	940
负债和股东权益	728	774	942	1088

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	67	71	66	158
净利润	80	99	127	163
折旧摊销	19	3	3	4
财务费用	-6	-3	-2	-2
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-26	-12	-64	-5
其它	-0	-17	1	-1
投资活动现金流	67	24	-1	-1
资本支出	77	-9	1	1
长期投资	-2	0	0	0
其他	141	14	0	0
筹资活动现金流	18	-68	8	-56
短期借款	33	-10	30	-28
长期借款	0	-0	-0	-0
普通股增加	54	0	0	0
资本公积增加	-54	0	0	0
其他	-15	-57	-22	-28
现金净增加额	11	27	73	101

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	307	364	434	515
营业成本	136	153	171	191
营业税金及附加	5	5	6	7
营业费用	53	66	78	93
管理费用	64	73	87	103
财务费用	-6	-3	-2	-2
资产减值损失	2	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	53	69	92	121
营业外收入	35	42	50	60
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	87	110	141	181
所得税	7	11	14	18
净利润	80	99	127	163
少数股东损益	-0	0	0	0
归属于母公司净利润	80	99	127	163
EBITDA	67	69	94	123
EPS (元)	0.50	0.62	0.79	1.01

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	19.2%	18.6%	19.1%	18.7%
营业利润	-10.5%	29.3%	33.5%	31.7%
净利润	14.9%	23.2%	28.6%	27.8%
获利能力				
毛利率	55.7%	57.9%	60.6%	62.9%
净利率	26.1%	27.1%	29.3%	31.6%
ROE	13.7%	15.2%	16.4%	17.3%
ROIC	18.8%	24.4%	27.2%	35.6%
偿债能力				
资产负债率	17.7%	14.0%	15.8%	12.2%
净负债比率				
流动比率	5.34	6.97	6.20	8.37
速动比率	4.99	7.01	5.88	8.35
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.48	0.51	0.51
应收账款周转率	3	2	3	3
应付账款周转率	4.96	4.75	5.60	5.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.62	0.79	1.01
每股经营现金流	0.41	0.44	0.41	0.99
每股净资产	3.63	4.05	4.84	5.85
估值比率				
P/E	92.08	74.73	58.10	45.47
P/B	12.66	11.36	9.50	7.86
EV/EBITDA	106	103	75	57

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见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作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
 邮编：100031
 传真：0086 10 63081102