

投资建议
谨慎推荐
公司基本情况

最新收盘价(元)	49.03
总股本(万股)	16,075
流通股本(万股)	8,364
总市值(亿元)	78.82
流通市值(亿元)	41.01
52周高(元)	50.85
52周低(元)	30.03
第一大股东	上海广信科技发展有限公司
持股比例(%)	13.2%
每股净资产(元)	3.62
资产负债率(%)	17.4%

公司股价走势


邵明慧
SAC执业证书编号: S0690200010032

联系人: TMT研究小组
Tel: 010-68858150
Email: heyangyang@cnpsec.com

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

语音交互时代已经来临,公司是必然受益品种
——科大讯飞(002230)调研报告
事件:

近期调研了科大讯飞,了解公司经营情况及发展规划。

摘要:

- **公司执行“顶天立地”战略。**近三年,主营业务增速较为平稳,增长较多的产品是电信增值业务和语音评测/教学产品,属于公司语音合成/识别技术的新兴应用,需求增量明显。
- **我国智能语音技术市场有望迎来因结构性变化而催生的语音识别产业规模迅速扩大的机会。**语音合成技术已步入平稳增长期,识别技术目前在技术指标上已可以满足商业化的需求,大规模商业化的脚步渐行渐进,语音交互时代已经来临。由于语音识别业务相比语音合成具备更高的附加值,业务空间将大于目前语音合成技术。未来识别业务发展将加速。
- 语音识别方面,除了大面积语音导航的应用,公司亦积极开拓其它市场,目前在电信增值业务领域开拓较为理想,未来开拓的大方向仍是音乐相关服务。畅言教具业务,公司仍将重点推广教师版畅言教具,有一定阻力,但无强有力的竞争对手,因此,其余省份市场的突破是大概率事件。语音评测方面,目前业务集中于普通话评测,未来将针对普通话评测的上下游产业链进行深入挖掘,普通话评测业务衍生的产业规模十分可观。
- 公司对技术有着执着的追求,凭借在技术方面的持续投入,公司在产业道路上将保持核心技术国际领先,因此在中国的智能语音市场,公司始终保持领先的可能非常大。
- 预计公司2010-2012年每股收益分别为0.69元、1.18元和1.80元,按目前股价对应的动态估值分别是72倍、43倍和29倍。公司在智能语音技术方面具备核心技术和丰富的开发经验,并拥有较完整、全面的语音数据库,是相关国内竞争者短期内难以弥补的差距;面对海外竞争对手,由于汉语的特殊性,估计公司在相关技术、应用市场开发中有一定的优势。因此,市场给予公司较高的估值水平溢价。中长期而言,考虑到语音识别技术大规模商业化的脚步渐行渐进,公司是语音交互时代必然的受益品种,因此给予公司“谨慎推荐”的投资评级,建议投资者积极关注公司股价若有回调带来的买入机会。

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (+/-)	258 25.1%	307 19.2%	418 36.0%	572 36.9%	798 39.5%
归属母公司股东净利润 (+/-)	70 30.6%	80 14.9%	112 39.6%	190 70.7%	290 52.3%
每股收益(EPS)	0.65	0.50	0.69	1.18	1.80
ROE	13.2%	13.7%	16.9%	23.9%	29.0%
市盈率(P/E)	113	98	71	41	27

一、公司背景介绍

公司以智能语音技术产业化为主要发展方向；曾尝试走“贝尔实验室”路线，针对“微笑曲线”的上端，但由于国内市场的特殊性，难以推广技术授权的盈利模式，因此公司积极转型，往产业链纵向延伸。目前公司执行“顶天立地”战略，即在产业道路上一方面保持核心技术国际领先，成为全球著名的语音和语言研究高地（顶天），另一方面将研究成果大规模产业化，形成产业规模效益，推动语音技术进入亿万家庭，造福普通百姓（立地）。

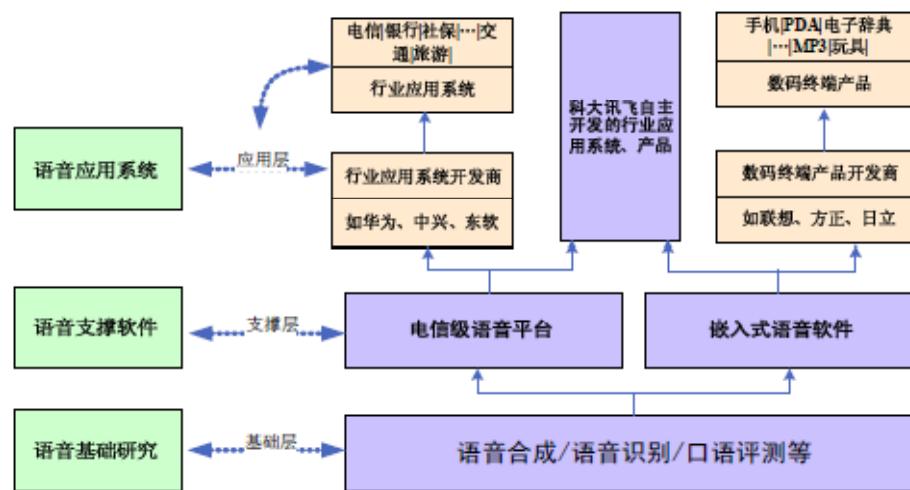
公司目前业务按类别可分为语音支撑软件、行业应用产品/系统和信息工程和运维服务，产品线包括电信级/嵌入式语音平台、电信语音增值产品、企业级C3应用支撑平台、语音评测与教学产品等。

图表 1：公司产品实现的主要功能及典型应用领域

类别	产品	主要功能	典型应用领域
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，168、114等信息服务系统，旅游信息播报和查询
	嵌入式语音软件	向嵌入式开发商提供嵌入式级别的中文语音合成、语音识别开发技术和语音交互应用解决方案	手机、电子辞典、学习机、导航终端、电子书等
行业应用产品/系统	电信语音增值产品	提供随时随地通过语音检索、下载、设置歌曲等铃音的解决方案	移动彩铃用户、联通炫铃用户
信息工程/运维服务	企业级C3应用支撑平台	向大型企业/政府提供具有协作、通讯和互联等关键支撑服务	电信行业内部控制与管理支撑系统、公安警情分析和预测系统等
	语音评测与教学产品	使口语考试评测更加公正；提升中小学语言教学水平	国家普通话水平智能测试系统、畅言智能语音教具
信息工程/运维服务	信息工程	搭建满足客户特定业务需要的信息系统	安徽省农村中小学现代化远程教育工程
	运维服务	支持维护客户建成后的系统	中石化安徽石油分公司加油IC卡工程运维

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

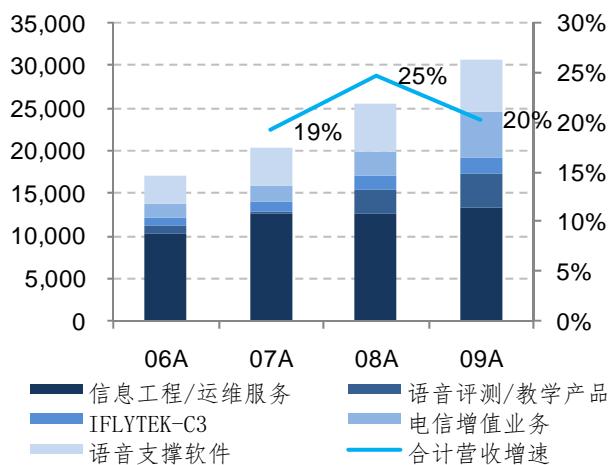
图表 2：公司提供产品与所掌握技术之间的联系



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

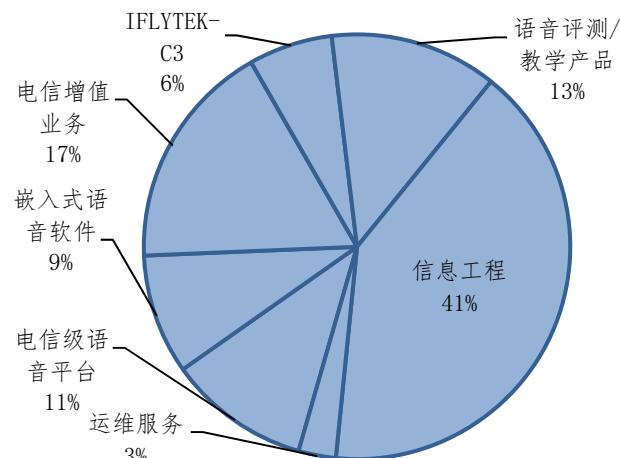
近三年，公司主营业务增速较为平稳，维持在 20%左右。增长较多的产品是电信增值业务和语音评测/教学产品，主要是这两项业务属于公司语音合成/识别技术的新兴应用，需求增量明显。而其它业务由于市场应用已近成熟，过去几年增长率较低。

图表 3：近年来主营业务分项收入情况及合计营收增速



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：2009 年末公司各项主营业务收入占比情况



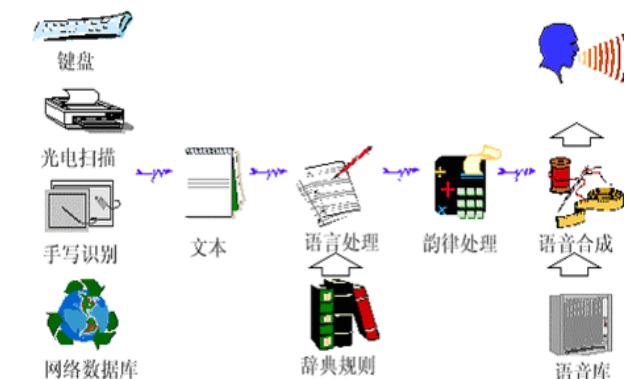
资料来源：公司公告，中邮证券研发部

二、智能语音技术行业简介

智能语音技术简单来说就是让计算机、智能仪表、手机甚至家电和玩具等都能像人一样“能听会说”的技术，又可分为语音合成技术、语音识别技术、语音评测技术等。作为一种提高人机交互体验感的技术，智能语音技术与触摸屏技术具备相当的重要性，也是科技企业的必争之地。IBM、微软等国外著名的 IT 厂商很早就开始了对语音产业的研究与开发。

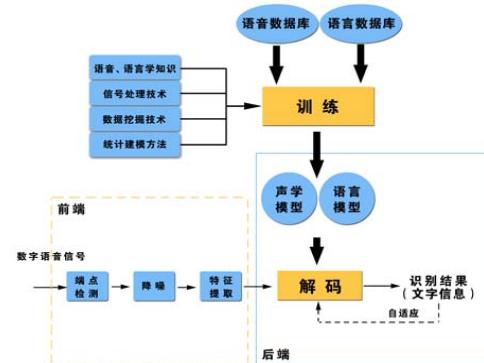
智能语音技术经过几十年的发展，在 2000 年以后逐步达到大规模实用水平。目前，语音合成技术已近完美，发展到逼近自然人甚至播音员发音的水平，并可融入方言、语气、语调等因素。语音识别技术发展稍慢，但随着准确率、识别词汇集大小、抗干扰性能和识别词汇范围的进步，也在医疗、报社、银行等领域获得了越来越多的成功应用。

图表 5：语音合成技术完成文字信息转化为可听的声音信息



资料来源：公司网站，中邮证券研发部

图表 6：语音识别技术流程



资料来源：公司网站，中邮证券研发部

具体到产业规模情况，2006 年全球智能语音技术市场规模即已达到 8.7 亿美元，近年来增速应高于全球软件行业平均增速（约在 7% 左右）。市场结构上，语音识别技术规模已占全球市场规模 6 成以上。我国智能语音技术市场规模发展晚于全球，由于基数低的缘故，预计增速高于全球增速；但结构上以语音合成技术为主，占比约为 8 成。从这一点看，我国智能语音技术市场有望迎来因结构性变化而催生的语音识别产业规模迅速扩大的机会。

语音合成技术在国内重要的应用领域是呼叫中心及手机、电子辞典等终端产品，总体来说，由于国内呼叫中心渗透率已高，手机、电子辞典等数码产品需求增长渐平衡，因此，语音合成技术已步入平稳增长期。随着识别率的提高，语音识别技术目前在技术指标上已可以满足商业化的需求。阻碍其大规模商业化的原因主要是国内人工成本较低，下游客户采用机器识别代替人工服务的意愿不足，此外，用户习惯亦是短期内难以克服的障碍之一。

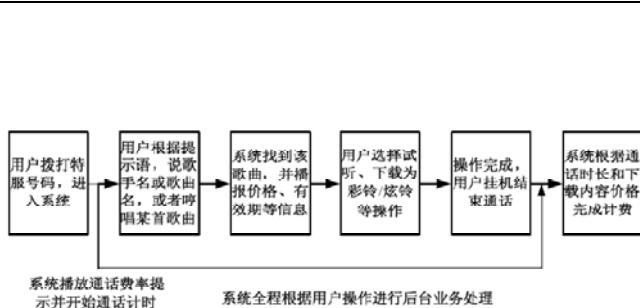
参考国外公司 NUANCE，促进其收入规模迅速发展的杀手级应用便是语音导航。因此，国内未来语音识别行业发展的推力预计也将以语音导航为主。随着我国经济转型，各行业发展将更多地融入智能技术，同时 3G 网络的普及和三网融合推广，也将培育更多语音识别应用市场，总体来说，语音识别技术大规模商业化的脚步渐行渐进，语音交互时代已经来临。由于语音识别业务相比语音合成具备更高的附加值，行业进入门槛亦更高，商业模式上亦更为多样，服务提供商可采取“授权费+服务费”的盈利模式，因此语音识别的业务空间大于语音合成。预期公司未来在识别业务的开展将加速。

三、调研内容

刨去与公司核心的智能语音技术相关度低的信息工程/运维业务，公司当前收入和利润主要依赖语音合成。由于语音合成市场趋于饱和，未来公司重点拓展的方向即是语音识别和语音评测。

1、语音识别方面，除了大方面语音导航的应用，公司亦积极开拓其它市场。目前在电信增值业务领域开拓较为理想，拥有声动彩铃、音乐搜索和语音搜索等业务，具备成熟的盈利模式。预计公司电信增值业务未来开拓的大方向仍是音乐相关服务，基于无线音乐市场规模足够大，并较为成熟的考虑。3G 应用的普及将培育更多的语音识别市场。目前来看，音乐搜索扩展到 PC 市场目前还不太现实，因为无法找到合式的盈利模式。

图表 7：移动音乐语音搜索流程



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

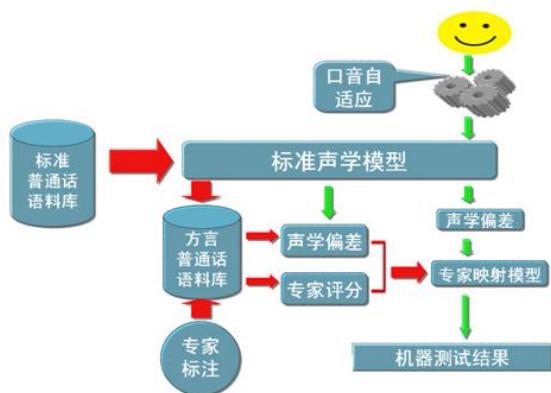
图表 8：公司开发的音乐搜索引擎 SO MUSIC



资料来源：互联网，中邮证券研发部

2、语音评测方面，目前开展的业务集中于普通话评测，预计公司将凭借深厚的技术实力占领整个市场。但普通话评测本身局限于考场用途，产业规模不大，估计也就是一两千万的规模，公司已占领 20 个省份左右的市场，上半年公司在该业务实现的收入有三四百万。公司将针对普通话评测的上下游产业链进行深入挖掘，推出模拟测试、语言学习等产品，面向考生，2005 年全国参加普通话测试人员为 288.5 万人，因此，普通话评测业务衍生的产业规模十分可观。同时，英语考试市场也是可争取突破的领域。

图表 9：语音评测业务流程



资料来源：公司网站，中邮证券研发部

图表 10：安装有公司语音评测软件的考试机子



资料来源：公司网站，中邮证券研发部

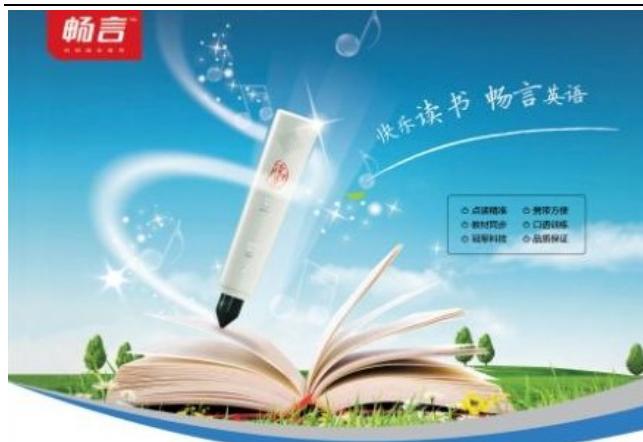
3、畅言教具业务，公司仍将重点推广教师版畅言教具，已占领的省份有安徽省(共两期)、河北省(一期)、山西省(一期)。推广教师版，采用的是“自上而下”的推广方式，适合公司的经营思路。而学生版，公司较为谨慎，考虑到终端市场是红海，担心竞争激烈。但整体而言，教师版畅言教具业务推广也有一定阻力，体现在，市场需求方的决策链往往很长，涉及到各省份的教育厅，财政厅、发改委等，决策周期很长，因此，公司无法在不同省份间迅速推广该产品。目前在教师版畅言教具市场，公司无强有力的竞争对手，由于该产品在提高教学效果方面作用显著，尤其是在经济不发达地区，教师水平差距较大的情况下，畅言版教具是个很好的辅助工具，因此，其余省份市场的突破是大概率事件。

图表 11：畅言智能语音教具系统面向教师



资料来源：公司网站，中邮证券研发部

图表 12: 畅言读书笔面向中小学生

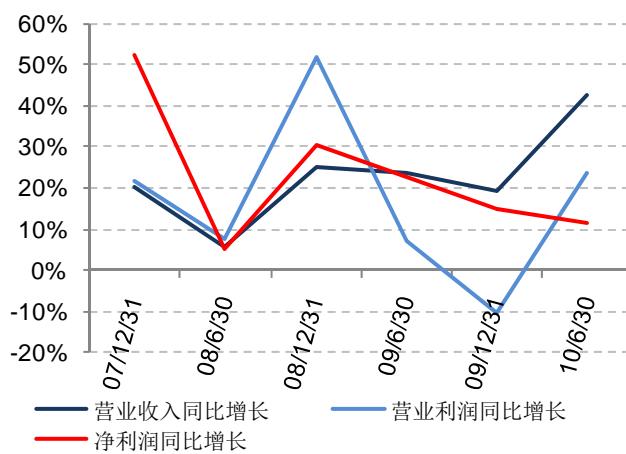


资料来源：公司网站，中邮证券研发部

四、结论与估值

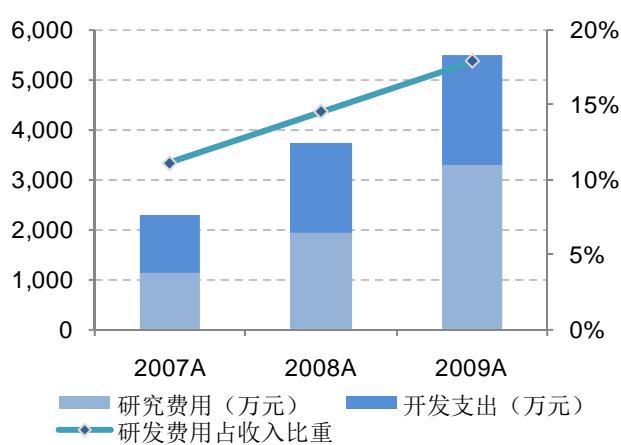
公司对技术有着执着的追求，凭借在技术方面的持续投入，公司在产业道路上将保持核心技术国际领先。同时，语音技术开发往往需要在实践中积累的真实语音数据为基础，因此，先发者丰富的开发经验有助于树立行业壁垒，因此在中国的智能语音市场，公司始终保持领先的可能性非常大。目前，公司 60%左右都是研发人员，2009 年底员工数量为 985 名，其中研发人员为 614 名，相比 2007 年底 605 名员工，420 员技术人员，均有大幅提升。对研发的重视，使公司未来在研发费用上仍将保持高投入，对净利润表现有一定负面影响。

图表 13：近几期净利润增速低于收入增速



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 14：近几年来研发费用投入持续增加，占收入比重上升



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

未来几年，公司在语音支撑软件、信息工程/运维服务等业务方面将保持小幅增长的趋势，增长点主要在于语音评测/畅言教具、电信增值业务及语音导航业务。近期，公司在语音导航方面的布局已有所加快，预期 2010 年，语音导航业务将小额贡献收入。

图表 15：公司分项业务收入预测（单位：万元）

合计	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
语音支撑软件	5,459	6,087	6,834	7,581	8,412
电信增值业务	2,953	5,310	9,558	14,337	19,355
IFLYTEK-C3	1,707	1,956	2,347	2,699	3,103
语音评测/教学产品	2,647	3,904	7,808	12,493	17,490
信息工程/运维服务	12,665	13,337	14,233	15,068	16,405
语音导航			1,000	5,000	15,000
合计营收	25,430	30,594	41,780	57,178	79,765
合计营收增速	24.8%	20.3%	36.6%	36.9%	39.5%
合计毛利率	48.2%	55.6%	61.3%	65.1%	66.5%

资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

我们预计公司 2010–2012 年的收入分别是 4.18 亿元、5.72 亿元和 7.98 亿元，每股收益分别为 0.69 元、1.18 元和 1.80 元，按目前股价对应的动态估值分别是 71 倍、41 倍和 27 倍。

我们选取信息服务行业中与公司业务相似的 11 家中小板和创业板企业，公司当前估值和长期估值均高于 11 家公司平均水平。

图表 16：可比公司估值情况

代码	简称	每股收益			P/E		总市值 (亿)	
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E		
002232.SZ	启明信息	0.42	0.61	0.80	33	23	18	41.0
002373.SZ	联信永益	0.85	1.10	1.38	37	29	23	21.7
002401.SZ	交技发展	0.62	0.78	0.96	64	51	41	21.1
002421.SZ	达实智能	0.55	0.79	1.04	65	46	34	28.0
002439.SZ	启明星辰	0.66	0.89	1.14	55	41	32	36.2
300020.SZ	银江股份	0.49	0.72	1.04	50	34	23	39.0
300044.SZ	赛为智能	0.45	0.66	0.95	55	38	26	24.7
300074.SZ	华平股份	1.50	2.10	2.91	48	34	25	28.5
300079.SZ	数码视讯	1.16	1.50	2.22	47	36	24	60.9
300096.SZ	易联众	0.57	0.78	1.02	55	41	31	27.1
300098.SZ	高新兴	1.09	1.43	1.83	34	26	20	25.5
中位值					50	36	25	28.0
平均值					49	36	27	32.1
002230.SZ	科大讯飞	0.69	1.18	1.80	71	41	27	78.8

资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部（以 8 月 31 日收盘价为基准）

总体而言，我们认为，公司在智能语音技术方面具备核心技术和丰富的开发经验，并拥有较完整、全面的语音数据库，是相关国内竞争者短期内难以弥补的差距；面对海外竞争对手，由于汉语的特殊性，估计公司在相关技术、应用市场开发中有一定的优势。因此，市场给予公司较高的估值水平溢价。

当前的股价对应的估值偏高，及 2010 年业绩增长可能低于预期是公司短期面临的主要风险。中长期而言，考虑到语音识别技术大规模商业化的脚步渐行渐进，公司是语音交互时代必然的受益品种，因此给予公司“谨慎推荐”的投资评级，建议投资者积极关注公司股价若有回调带来的买入机会。

图表 17：盈利预测表（单位：百万元）

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	497	548	538	672	836	营业收入	258	307	418	572	798
货币资金	349	362	290	355	370	减：营业成本	133	136	162	200	267
应收账款	106	130	204	253	385	营业税金及附加	3	5	5	7	10
预付账款	30	20	26	31	46	营业费用	25	53	68	89	116
存货	10	36	18	32	35	管理费用	36	64	96	112	140
其他	2	0	0	0	0	财务费用	-1	-6	-6	-7	-8
非流动资产	84	158	189	219	250	资产减值损失	1	2	2	2	2
长期股权投资	0	3	3	3	3	加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	46	82	100	116	130	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	38	74	86	100	118	营业利润	60	53	91	169	271
其他	0	0	0	0	0	营业外收支	18	34	33	43	52
资产总计	589	719	742	914	1115	利润总额	77	87	124	212	323
流动负债	39	97	41	80	77	所得税	7	7	12	21	32
短期借款	5	38	0	0	0	净利润	70	80	112	191	290
应付账款	27	47	31	66	64	少数股东损益	0	-0	0	0	1
预收账款	1	4	2	6	6	归属母公司净利润	70	80	112	190	290
其他	7	8	8	8	8	每股收益（元）	0.65	0.50	0.69	1.18	1.80
非流动负债	19	23	23	23	23						
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他	19	23	23	23	23	成长能力					
负债合计	58	120	64	103	100	营业收入增长率	25.1%	19.2%	36.0%	36.9%	39.5%
股本	107	161	161	161	161	EBITDA 增长率	51.5%	14.0%	30.6%	68.7%	51.2%
资本公积	319	265	265	265	265	净利润增长率	30.8%	14.2%	39.6%	70.7%	52.3%
留存收益	104	158	236	369	572	总资产增长率	121.1%	22.2%	3.1%	23.2%	22.0%
归属母公司股东权益	530	584	662	795	998	获利能力					
少数股东权益	0	15	15	16	16	毛利率	48.5%	55.7%	61.3%	65.1%	66.5%
股东权益合计	530	599	677	811	1015	期间费用率	23.5%	36.1%	37.8%	33.9%	31.0%
负债和股东权益	589	719	742	914	1115	净利率	27.2%	26.1%	26.8%	33.4%	36.4%
						ROE	13.2%	13.7%	16.9%	23.9%	29.0%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	ROIC	58.3%	49.8%	24.8%	33.9%	46.1%
经营活动现金流	0	67	9	126	100	偿债能力					
税后经营净利润	0	79	82	152	244	资产负债率	9.9%	16.7%	8.7%	11.3%	9.0%
折旧摊销	0	19	13	17	20	净负债比率	8.6%	31.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	2	2	2	2	流动比率	12.77	5.78	13.42	8.71	11.19
财务费用	0	-6	-6	-7	-8	速动比率	12.46	5.40	12.98	8.30	10.74
存货的减少	0	-26	19	-15	-2	营运能力					
营运资金变动	0	0	-100	-23	-156	总资产周转率	0.44	0.43	0.56	0.63	0.72
其它	0	-2	0	0	0	应收账款周转率	2.43	2.37	2.04	2.26	2.07
投资活动现金流	0	-74	-16	-11	-7	存货周转率	13.55	3.76	9.15	6.19	7.73
资本支出	0	0	46	49	53	每股指标（元）					
其他	0	4	30	39	47	每股收益	0.65	0.50	0.69	1.18	1.80
筹资活动现金流	0	18	-65	-50	-79	每股净资产	4.95	3.73	4.21	5.05	6.31
短期债务	0	0	-38	0	0	每股经营现金	0.57	0.41	0.06	0.79	0.62
长期债务	0	0	0	0	0	估值指标					
股权筹资	0	0	0	0	0	P/E	112.80	98.19	70.66	41.40	27.19
其他	0	0	-27	-50	-79	P/B	14.86	13.50	11.91	9.91	7.90
现金净增加额	0	11	-72	66	15	EV/EBITDA	55.97	75.63	58.26	34.32	22.72

资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相關服務。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。

公司简介：

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介：

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。