

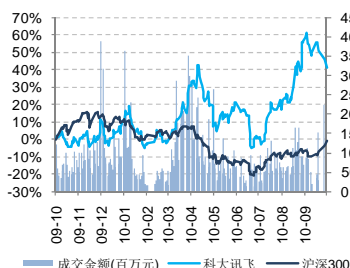
## 投资建议

## 谨慎推荐

## 公司基本情况

最新收盘价 (元)	48.80
总股本 (万股)	16,075
流通股本 (万股)	8,364
总市值 (亿元)	78.45
流通市值 (亿元)	40.82
52 周高 (元)	58.98
52 周低 (元)	31.15
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: S1340210090001

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。

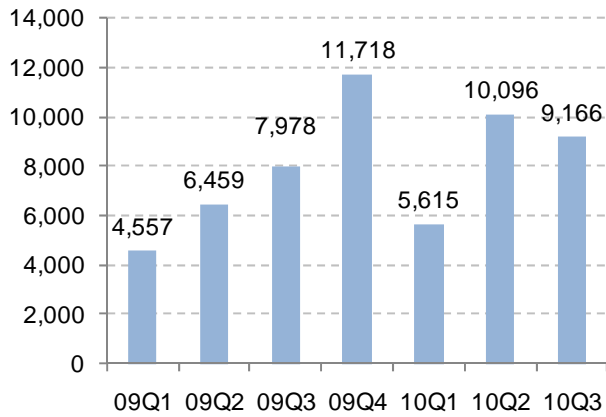
## 费用率居高不下致使净利润低于预期

### ——科大讯飞 (002230) 三季度点评

- **业绩概况:** 2010 年 1-9 月份实现营业收入 2.49 亿元,同比增长 31.1%; 营业利润 4,254 万元,同比增长 11.9%; 净利润 5,293 万元,同比增长 12.1%; 基本每股收益为 0.33 元; 公司预计 2010 年净利润同比增长 0%-30%。
- **费用率居高不下致使净利润低于预期。** 三季度单季实现营业收入 9,166 万元,环比略下滑约 9%, 导致公司收入增速放缓, 但我们预测四季度的结算高峰有望使公司收入增速重新加速。经营中的另一负面因素是费用率居高不下, 其中由于运营规模扩大、新业务推广使得销售费用环比不降反升, 而研究人员增加及新增开发支出等因素亦使得管理费用下降有限。前三季度期间费用率达 42.9%, 远高于去年同期的 37.2%, 导致净利润增幅低于收入增幅。预计费用率高企的不利因素仍将对四季度业绩造成负面影响。
- **我国智能语音技术市场将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。** 从我国语音行业发展情况来看, 语音合成技术已步入平稳增长期, 语音识别技术将是下一个增长点, 目前在技术指标上已可以满足商业化的需求。百度、谷歌等企业纷纷加大在语音识别方面的投入, 意味着语音识别大规模商业化的脚步渐行渐进, 语音交互时代已经来临。公司在语音识别业务上的发展也将加速, 重点推广的应用点包括语音导航、音乐搜索等领域。上半年公司和国内一商业银行即签订了语音导航方面的合作协议。语音识别业务收入将是公司未来的重要增长点之一, 预期在后续定期报告中将持续体现。
- 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。综合而言, **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。**
- 我们下调公司盈利预测, 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.62 元、1.12 元和 1.79 元, 业绩预测的风险点在于公司语音识别业务的推广进度以及公司期间费用的控制。按目前股价公司对应的动态估值分别是 79 倍、44 倍和 27 倍。中长期而言, 考虑到语音识别技术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, 可给予公司较高的估值水平溢价, 给予公司长期“谨慎推荐”的投资评级。

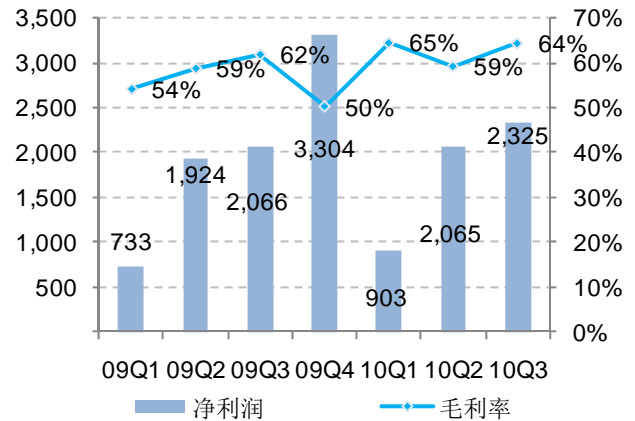
单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	258	307	404	560	795
(+/-)	25.1%	19.2%	31.6%	38.4%	41.9%
归属母公司股东净利润	70	80	100	180	287
(+/-)	30.6%	14.9%	24.4%	80.1%	59.6%
每股收益 (EPS)	0.65	0.50	0.62	1.12	1.79
ROE	13.2%	13.7%	15.3%	23.1%	29.3%
市盈率 (P/E)	112	98	79	44	27

图表 1: Q3 营业收入环比略下滑 (万元)



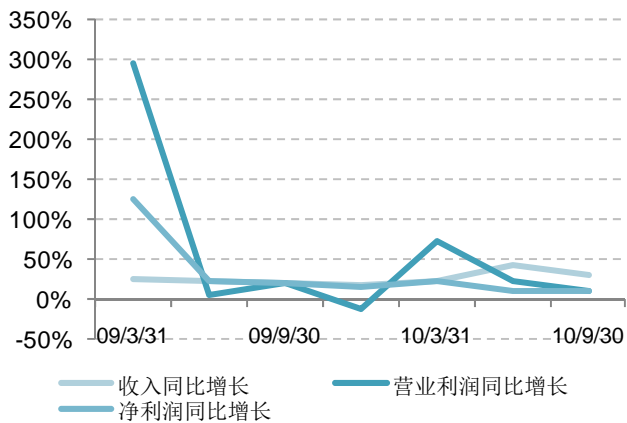
资料来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 2: Q3 净利润因毛利率下滑环比下降



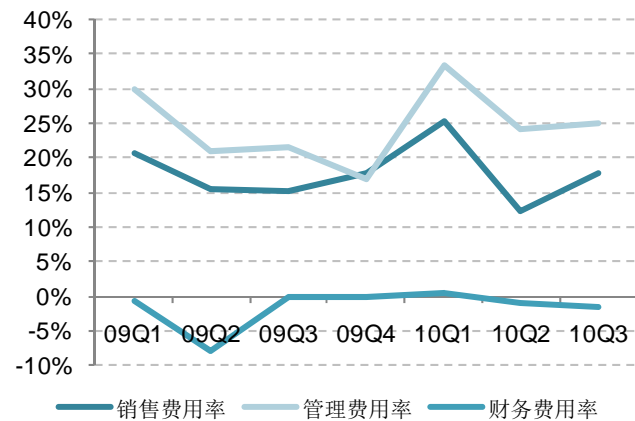
资料来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 3: 三季度收入和营业利润增速放缓



资料来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 4: 期间费用率居高不下



资料来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 5：盈利预测表（单位：百万元）

资产负债表						损益表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	497	548	530	656	818	营业收入	258	307	404	560	795
货币资金	349	362	293	338	356	减: 营业成本	133	136	160	198	267
应收账款	106	130	194	254	381	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	17	32	34	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	79	158	268
其他	0	0	0	0	0	营业外收支	18	34	32	42	52
资产总计	589	719	733	899	1097	利润总额	77	87	111	200	320
流动负债	39	97	40	80	77	所得税	7	7	11	20	32
短期借款	5	38	0	0	0	净利润	70	80	100	180	288
应付账款	27	47	30	66	63	少数股东损益	0	-0	0	0	1
预收账款	1	4	2	6	5	归属母公司净利润	70	80	100	180	287
其他	7	8	8	8	8	每股收益（元）	0.65	0.50	0.62	1.12	1.79
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%	31.6%	38.4%	41.9%
股本	107	161	161	161	161	EBITDA 增长率	51.5%	14.0%	17.6%	77.5%	58.2%
资本公积	319	265	265	265	265	净利润增长率	30.8%	14.2%	25.0%	80.1%	59.6%
留存收益	104	158	228	354	555	总资产增长率	121.1%	22.2%	1.9%	22.6%	22.1%
归属母公司股东权益	530	584	654	780	981	获利能力					
少数股东权益	0	15	15	16	16	毛利率	48.5%	55.7%	60.4%	64.6%	66.4%
股东权益合计	530	599	669	795	997	期间费用率	23.5%	36.1%	39.1%	34.6%	31.2%
负债和股东权益	589	719	733	899	1097	净利率	27.2%	26.1%	24.7%	32.2%	36.2%
						ROE	13.2%	13.7%	15.3%	23.1%	29.3%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	ROIC	58.3%	49.8%	21.3%	32.7%	45.6%
经营活动现金流	0	67	10	104	103	偿债能力					
税后经营净利润	0	79	71	142	241	资产负债率	9.9%	16.7%	8.7%	11.5%	9.1%
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	13.48	8.50	11.01
财务费用	0	-6	-6	-7	-8	速动比率	12.46	5.40	13.04	8.09	10.56
存货的减少	0	-26	19	-15	-2	营运能力					
营运资金变动	0	0	-89	-35	-151	总资产周转率	0.44	0.43	0.55	0.62	0.72
其它	0	-2	0	0	0	应收账款周转率	2.43	2.37	2.09	2.20	2.08
投资活动现金流	0	-74	-17	-12	-7	存货周转率	13.55	3.76	9.31	6.12	7.78
资本支出	0	0	46	49	53	每股指标（元）					
其他	0	4	29	38	46	每股收益	0.65	0.50	0.62	1.12	1.79
筹资活动现金流	0	18	-62	-47	-78	每股净资产	4.95	3.73	4.16	4.95	6.20
短期债务	0	0	-38	0	0	每股经营现金	0.57	0.41	0.06	0.65	0.64
长期债务	0	0	0	0	0	估值指标					
股权筹资	0	0	0	0	0	P/E	112.27	97.73	78.55	43.61	27.32
其他	0	0	-24	-47	-78	P/B	14.79	13.44	12.00	10.06	8.00
现金净增加额	0	11	-69	45	18	EV/EBITDA	55.69	75.26	64.33	36.10	22.84

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关服务。

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》。