

投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

最新收盘价(元)	61.74
总股本(万股)	16,075
流通股本(万股)	8,364
总市值(亿元)	99.25
流通市值(亿元)	51.64
52周高(元)	91.93
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)	4.06
资产负债率	23.5%

股价走势图



研发部

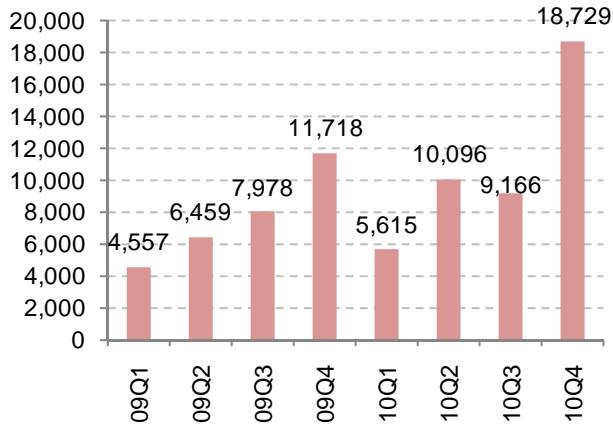
何阳阳
SAC 执业证书编号: S1340510120005
联系电话: 010-68858150
Email: heyangyang@cnpsec.com

2011年仍然关注语音应用领域业务增长 ——科大讯飞(002230)年报点评

- 2010年实现收入4.36亿元,同比增长42.0%;营业利润8472万元,同比增长58.8%;净利润1.01亿元,同比增长26%;基本每股收益为0.63元。年度分配预案为每10股派发2元(含税),转增5股。公司业绩略低于我们预期。
- 语音应用软件及行业应用业务拉动营收快速增长,并带动公司整体盈利能力上升。语音评测和教学产品在2010年的收入达到8,856万元,同比增长127%,主要是由于教育部推广普通话测试采用计算机辅助进行方案,以及公司“智能语音教具系统”实现山西、内蒙古等地规模采购并在其他十多个城市试点,进展良好。电信增值服务收入增长47%至7,561万元,在巩固原有业务优势同时开始由2G向3G网络拓展,进一步打开成长空间。IFLYTEK-C3也实现了82%的增速,预计可能是来自公安系统的订单增长超预期。上述高毛利率的业务快速增长也使得公司业务结构优化,综合毛利率提升1.2个百分点至56.9%。语音支撑软件和信息工程业务在2010年保持了较平稳增长。
- 整体上费用控制较好,增值税返还和政府补助少于去年同期。销售费用控制较好,销售费用率同比下滑近3个百分点;管理费用因公司始终保持高研发投入与人力成本上升,增加较快,管理费用率同比提高0.7个百分点。2010年的增值税返还和政府补助共2,871万元,显著低于09年的3,404万元,使得净利润增速低于收入增速。
- 2011年仍然关注语音应用领域业务增长,语音识别产品也有望迎来商业化机会。目前语音评测、语音教具、电信增值服务等业务已成为公司重要的收入、利润增长点,公司拟增发融资用于推动语音应用产品产业化及语音识别技术商业化,预计在2011年语音应用领域相关业务仍将实现快速增长;语音识别产品方面,面向呼叫中心应用的语音呼叫导航业务正式进入重点行业推广阶段,有望在2011年贡献收入,成为又一拉动业绩增长的力量。
- 暂不考虑增发摊薄影响,预计公司2011-2013年每股收益分别为0.92元、1.41元和1.96,对应的动态估值分别是66倍、43倍和31倍。估值较高,但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,相关业务有望面临行业性爆发增长,因此维持公司“谨慎推荐”的投资评级。公司近期股价受成长股调整回落较多,目前股价接近非公开增发底价,建议关注投资机会。
- 投资风险:估值中枢下移风险;语音识别业务技术和市场开拓风险。

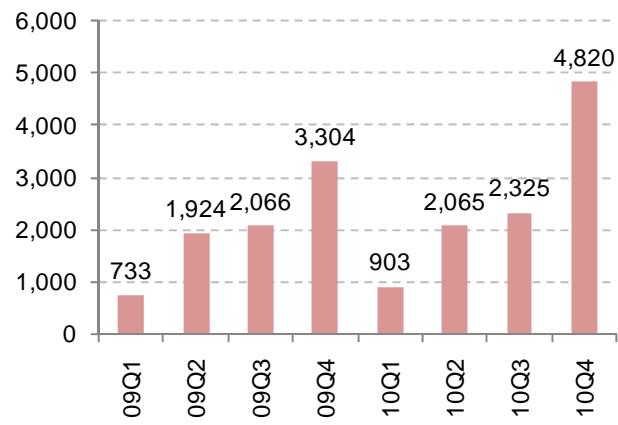
单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	307	436	581	826	1069
(+/-)	19.2%	42.0%	33.3%	42.1%	29.4%
归属母公司股东净利润	80	101	148	226	316
(+/-)	14.9%	26.0%	46.4%	52.9%	39.4%
每股收益(EPS)	0.50	0.63	0.92	1.41	1.96
ROE	13.7%	15.5%	19.6%	24.9%	28.0%
市盈率(P/E)	121	96	66	43	31

图表 1：公司季度营业收入趋势（万元）



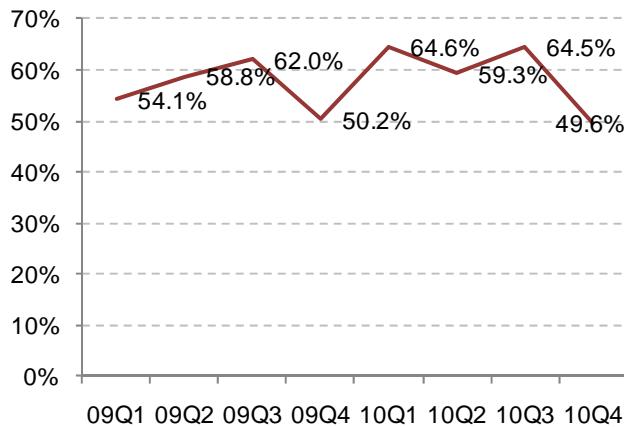
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：公司季度净利润趋势（万元）



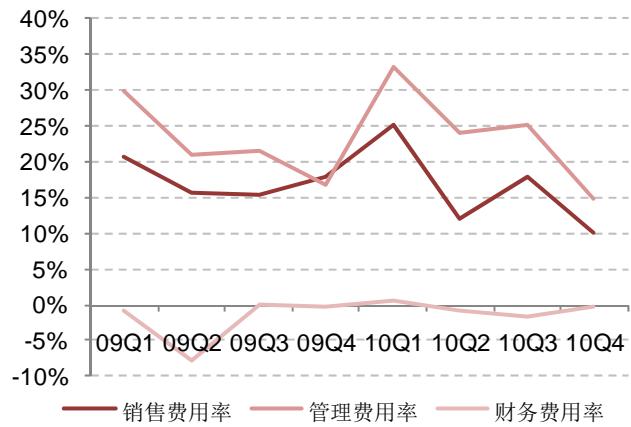
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司季度毛利率趋势



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：公司季度期间费用率趋势



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5：公司分项业务预测

收入 (万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2012E
语音支撑软件	5,459	6,087	6,400	7,026	7,730	8,521
电信增值业务	2,953	5,310	7,561	11,342	17,013	22,117
IFLYTEK-C3	1,707	1,956	3,564	4,455	5,568	6,960
语音评测/教学产品	2,647	3,904	8,856	13,856	19,856	25,856
信息工程/运维服务	12,665	13,337	15,559	16,458	17,421	18,453
语音导航				5,000	15,000	25,000
合计营收	25,430	30,594	41,940	58,137	82,589	106,908
yoy	24.8%	20.3%	37.1%	38.6%	42.1%	29.4%
毛利率	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2012E
语音支撑软件	92.7%	90.8%	82.3%	82.5%	82.1%	81.8%
电信增值业务	79.6%	94.9%	90.2%	90.0%	90.0%	90.0%
IFLYTEK-C3	80.4%	82.5%	84.4%	85.0%	85.0%	85.0%
语音评测/教学产品	52.6%	54.3%	66.2%	58.0%	55.0%	55.0%
信息工程/运维服务	16.4%	20.4%	19.7%	20.7%	21.2%	21.7%
语音导航	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	80.0%	80.0%
合计毛利率	48.2%	55.6%	57.3%	60.6%	64.2%	66.4%
yoy	6.2%	7.5%	1.6%	3.3%	3.6%	2.3%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 6：公司盈利预测表（单位:万元）

资产负债表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	损益表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		
流动资产		534	474	424	635	726	营业收入		307	436	581	826	1069		
货币资金		362	288	182	322	361	减: 营业成本		136	188	229	296	359		
应收账款		106	130	178	209	263	营业税金及附加		5	8	9	13	17		
预付账款		30	20	11	41	26	营业费用		53	62	85	117	150		
存货		36	37	52	62	76	管理费用		64	94	122	173	225		
其他		0	0	0	0	0	财务费用		-6	-2	-6	-7	-9		
非流动资产		158	308	361	421	487	资产减值损失		2	3	0	0	0		
长期股权投资		3	15	15	15	15	加: 公允价值变动收益		0	0	0	0	0		
固定资产		82	188	219	246	269	投资净收益		0	1	0	0	0		
无形资产		74	105	127	160	203	营业利润		53	85	142	233	329		
其他		0	1	0	0	0	营业外收支		34	27	32	33	43		
资产总计		719	837	869	1126	1290	利润总额		87	112	174	266	371		
流动负债		39	97	142	72	173	所得税		7	11	26	40	56		
短期借款		38	20	0	0	0	净利润		80	101	148	226	316		
应付账款		27	47	85	43	122	少数股东损益		-0	-0	-0	-0	-0		
预收账款		1	4	21	12	35	归属母公司净利润		80	101	148	226	316		
其他		-26	26	36	17	17	每股收益(元)		0.50	0.63	0.92	1.41	1.96		
非流动负债		19	23	34	34	34									
长期借款		0	0	0	0	0									
其他		19	23	34	34	34									
负债合计		120	176	105	207	154									
股本		161	161	161	161	161									
资本公积		265	265	265	265	265									
留存收益		158	227	329	484	701									
归属母公司股东权益		584	653	755	910	1127									
少数股东权益		15	9	9	9	8									
股东权益合计		599	661	763	919	1135									
负债和股东权益		719	837	869	1126	1290									
现金流量表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E			主要财务比率		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流		0	89	12	275	206			成长能力						
税后经营净利润		0	102	121	198	279			营业收入增长率		19.2%	42.0%	33.3%	42.1%	29.4%
折旧摊销		0	27	32	40	48			EBITDA增长率		14.0%	36.0%	46.4%	49.4%	37.3%
资产减值损失		0	3	0	0	0			净利润增长率		14.2%	26.3%	46.4%	52.9%	39.4%
财务费用		0	-3	-6	-7	-9			总资产增长率		22.2%	16.4%	3.7%	29.6%	14.6%
存货的减少		0	-0	-16	-10	-14									
营运资金变动		0	-34	-119	54	-98			获利能力						
其它		0	-5	0	0	0			毛利率		55.7%	56.9%	60.6%	64.2%	66.4%
投资活动现金流		0	-99	-58	-71	-78			期间费用率		36.1%	35.1%	34.6%	34.4%	34.1%
资本支出		0	0	-85	-100	-114			净利率		26.1%	23.2%	25.5%	27.4%	29.5%
其他		0	7	27	28	36			ROE		13.7%	15.5%	19.6%	24.9%	28.0%
筹资活动现金流		0	-51	-60	-64	-89			ROIC		16.8%	20.6%	22.1%	25.5%	32.1%
短期债务		0	0	-20	0	0									
长期债务		0	0	0	0	0			偿债能力						
股权筹资		0	0	0	0	0			资产负债率		16.7%	21.0%	12.1%	18.4%	12.0%
其他		0	0	-40	-64	-89			净负债比率		31.6%	11.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金净增加额		0	-60	-106	140	39			流动比率		5.78	3.73	7.09	4.07	6.67
									速动比率		5.40	3.47	6.36	3.71	6.03
									营运能力						
									总资产周转率		0.43	0.52	0.67	0.73	0.83
									应收账款周转率		2.37	2.45	2.78	3.14	3.93
									存货周转率		3.76	5.15	4.40	4.75	4.69
									每股指标(元)						
									每股收益		0.50	0.63	0.92	1.41	1.96
									每股净资产		3.73	4.11	4.75	5.71	7.06
									每股经营现金		0.41	0.56	0.08	1.71	1.28
									估值指标						
									P/E		121.14	96.14	65.68	42.95	30.80
									P/B		16.65	14.89	12.89	10.68	8.63
									EV/EBITDA		94.56	70.19	48.60	32.31	23.63

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

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，可随时更改且不予以通告。

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。报告版权仅为中邮证券有限公司研发部所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限公司研发部对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。

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，公司注册资本金为5.6亿元人民币。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工200余名，保有客户数量5万余人，管理客户资产逾50亿元。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于2002年，从事单一经纪业务；2006年4月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009年10月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“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》

2009年3月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2010年11月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

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。