

电子元器件

署名人: 王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 王国勋

执业证书编号: S0960110110068

0755-82026707

wangguoxun@cjis.cn

6~12个月目标价: 69元

当前股价: 43.84元

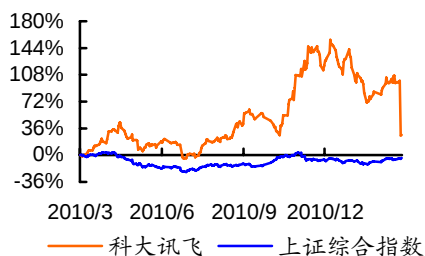
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2942.31
总股本(百万)	241
流通股本(百万)	127
流通市值(亿)	56
EPS (TTM)	0.42
每股净资产(元)	2.74
资产负债率	23.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
科大讯飞	0.00	-13.21	31.63
上证综合指数	0.00	3.51	10.80



相关报告

《科大讯飞公告点评-分红、转增显示公司坚定看好未来发展》2011-2-23

《科大讯飞年报点评-核心业务快速增长,未来看语音识别》2011-1-28

《科大讯飞-深挖洞、广积粮,迎接语音交互时代》2010-12-30

科大讯飞

002230

强烈推荐

大鹏一日同风起,扶摇直上九万里

-----三年目标价 200 元,五年市值 1000 亿

投资要点:

- **科大讯飞已经占据行业制高点!**——本文详细的分析了语音行业真正的技术壁垒所在-----语音数据资源库:公司长期的积累和讯飞语音云的推出将促使公司语音数据资源库形成良性循环,形成最强大的行业壁垒;并且由于中文博大精深,被认为是世界上最复杂的语言,国外厂商渗透难度非常大,我们认为未来科大讯飞行业地位稳如磐石。
- **大鹏一日同风起,扶摇直上九万里!**——我们在国内券商中第一次对科大讯飞真正价值所在——讯飞语音云作出了详细的分析:1)受益于3G网络和智能手机的普及,对移动智能语音技术需求越发迫切;2)讯飞语音云=iPhone,其嵌入式软件+基于云计算的远程服务器集群(运算+语音数据库)创新模式将带来输入革命;3)Nuance真正的移动智能语音业务也尚未起步,未来将呈现Nuance占据美国、科大讯飞占据中国的市场格局;4)讯飞语音云基础-----中国3G用户数量将快速增长;5)讯飞语音云将体现公司真正价值:2012~2015年讯飞语音云将增厚公司EPS分别为0.2、0.8、1.9、3.8元。
- **科大讯飞传统语音业务即将迎来长期稳定的高速增长期!**——本文详细的分析了国外龙头企业Nuance的成长路径;并结合Nuance的经历详细分析了科大讯飞传统语音业务的现在、未来:Nuance智能语音业务收入规模从1999年开始呈现爆发性增长,9年时间收入增长约27倍。2010年科大讯飞智能语音业务收入规模达到约2.8亿元,与Nuance1999年收入规模相当,经过多年的技术积累和市场推广,我们认为公司传统语音业务已经突破发展瓶颈,未来传统语音业务将进入长期稳定的高速增长阶段。
- 按2.41亿股本计算,我们预测公司2011~2013年EPS分别为0.69、1.45、3.07元。以2011年100倍PE计算,2011年公司目标价格为69元;以2012年85倍PE计算,2012年公司目标价为123.25元。
- **三年目标价200元、五年市值1000亿:**预计13年公司EPS为3.07元,13年公司讯飞语音云业务成长刚刚起步,以2013年70倍PE计算,公司三年目标价将达到约200元;1999年~2008年Nuance市值与收入增长基本呈现1:1,我们预计2015年公司营业收入达到约45亿元,比2010年增长约15倍,我们认为公司到2015年市值至少增长10倍,公司五年市值将达到约1000亿,给予强烈推荐评级。
- **风险提示:**公司语音技术市场拓展进度低于预期。

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	436	589	975	1624
同比(%)	42%	35%	65%	67%
归属母公司净利润(百万元)	101	165	349	740
同比(%)	26%	63%	111%	112%
毛利率(%)	56.9%	65.0%	71.7%	78.3%
ROE(%)	15.5%	21.0%	30.7%	39.5%
每股收益(元)	0.42	0.69	1.45	3.07
P/E	163.02	99.82	47.27	22.29
P/B	25.26	20.98	14.53	8.80
EV/EBITDA	98	51	25	12

资料来源:中投证券研究所

目 录

一、本文亮点	4
二、语音行业技术壁垒和市场格局分析-----科大讯飞占据行业制高点.....	4
2.1、何谓语音识别?	4
2.2、语音行业技术壁垒分析-----科大讯飞先发优势将越发稳固	5
2.3、语音行业市场格局分析-----科大讯飞未来行业地位稳如磐石	6
三、移动互联网时代来临，讯飞语音云将带来输入革命.....	7
3.1、受益于 3G 网络和智能手机的普及，对移动智能语音技术需求越发迫切	7
3.2、讯飞语音云 = iPhone，将带来输入革命	7
3.3、Nuance 的移动智能语音业务尚未起步.....	8
3.4、讯飞语音云基础-----中国 3G 用户数量将快速增长	9
3.5、讯飞语音云将体现公司终极价值	10
四、以史为鉴，公司传统语音业务即将迎来长期稳定的高速增长.....	11
4.1、以史为鉴，美国语音市场龙头企业 Nuance 成长路径分析	11
4.2、科大讯飞传统语音业务规模已经达到高速增长临界点	12
4.2.1、语音应用之语音数码-----金字塔模式	13
4.2.2、语音应用之电信增值-----结束跑马圈地、从横向发展到纵向发展。	14
4.2.3、语音应用之 iFLYTEK-C3 平台	15
4.2.4、语音支撑软件之语音平台-----呼叫中心语音化是大趋势	16
4.2.5、语音支撑软件之嵌入式软件-----车载导航必将语音化	17
五、盈利预测	18
5.1、讯飞语音云业务盈利预测	18
5.2、公司传统语音+信维业务盈利预测	18
六、投资建议：强烈推荐	19
七、风险提示	20
八、附录	20
8.1、公司人员结构	20
8.2、公司股权结构	20

图表目录

图 1: 公司讯飞语音云的推广将使得公司智能语音技术发展形成良性循环	5
图 2: 一直以来 Nuance 主要收入仍然来自其本土 美国	6
图 3: 智能手机应用程序越来越多	7
图 4: 中国 3G 网络覆盖情况	7
图 5: 讯飞语音输入法	8
图 6: 2010 年 Nuance 移动智能语音业务中真正语音识别业务占比仍然很低 (百万美元)	8
图 7 2002~2009 年日本韩国 3G 用户增长情况	9
图 8 2003~2009 年美国英国 3G 用户增长情况	9
图 9: 2010~2020 年中国 3G 用户规模预测	9
图 10: 2011~2015 年公司移动智能语音业务分析	10
图 11: 2010 年 Nuance 主营业务收入分布情况	11
图 12: 1999~2008 年 Nuance 营业收入维持高速增长	11
图 13: 2008~2010 年公司主营业务收入构成情况	12
图 14: 公司传统智能语音业务结构图	12
图 15: 公司普通话水平评测、学习反馈过程示意图	13
图 16: 语音数码产品行业模式类似于金字塔	13
图 17 公司智能语音增值业务技术架构	14
图 18 公司移动音乐语音搜索流程图	14
图 19: 2006~2010 年公司电信语音增值业务收入维持高速增长	14
图 20: 公司 IFLYTEK C3 支撑平台系统框架	15
图 21: 2007~2010 年公司 iFLYTEK-C3 平台业务收入维持高速增长	15
图 22: 公司电信级语音平台主要客户及应用	16
图 23: 2008~2016 年我国汽车及乘用车产量预测	17
图 24: 2011~2015 年公司讯飞语音云业务分析	18
图 25: 公司传统语音+信维业务盈利预测	18
图 26: 1999 年~2008 年 Nuance 股价增长情况	19
图 27 公司技术人员构成	20
图 28 公司技术人员学历情况	20
图 29: 公司股权结构	20

一、本文亮点

- ✧ **科大讯飞已经占据行业制高点！——本文详细的分析了语音行业真正的技术壁垒所在——语音数据资源库：**公司讯飞语音云的推出将促使公司语音数据资源库形成良性循环，形成最强大的行业壁垒；并且由于中文博大精深，被认为是世界上最复杂的语言，国外厂商渗透难度非常大，我们认为未来科大讯飞未来行业地位稳如磐石。
- ✧ **大鹏一日同风起，扶摇直上九万里！——本文国内券商中第一次对科大讯飞真正价值所在——讯飞语音云作出了详细的分析：**1) 受益于3G 网络和智能手机的普及，对移动智能语音技术需求越发迫切；2) 讯飞语音云 = iPhone，其瘦客户端或者嵌入式软件+基于云计算的远程服务器集群（运算+语音数据库）创新模式将带来输入革命；3) Nuance 真正的移动智能语音业务也尚未起步，未来将呈现 Nuance 占据美国市场、科大讯飞占据中国的市场格局；4) 讯飞语音云基础-----中国 3G 用户数量将快速增长；5) 讯飞语音云将体现公司真正价值：2012~2015 年讯飞语音云将增厚公司 EPS 分别为 0.2、0.8、1.9、3.8 元。
- ✧ **科大讯飞传统语音业务即将迎来长期稳定的高速增长期！——本文详细的分析了国外龙头企业 Nuance 的成长路径；并结合 Nuance 的经历详细分析了科大讯飞的现在、未来，对科大讯飞几大传统业务各自进行了单独分析：**Nuance 智能语音业务收入规模从 1999 年开始呈现爆发性增长，9 年时间收入增长约 27 倍。2010 年科大讯飞智能语音业务收入规模达到约 2.8 亿元，与 Nuance1999 年收入规模相当，经过多年的技术积累和市场推广，我们认为公司传统语音业务已经突破发展瓶颈，未来传统语音业务将进入长期稳定的高速增长阶段。

二、语音行业技术壁垒和市场格局分析-----科大讯飞

占据行业制高点

2.1、何谓语音识别？

语音识别通俗来讲，就是人能够通过语音来控制各种机器，具体如：

- ✧ **语音搜索：**用户通过自然说话启用搜索界面，简化了搜索过程，目前公司语音搜索主要应用于音乐搜索，未来也可以应用于企业列表、黄页、餐馆指南、电影时间表等搜索。
- ✧ **声控拨号：**用户拨打任何人只用通过自然说话表达一个命令，避免了在手机中大量的联系名单寻找待联系人，大大简化了拨号的程序。
- ✧ **语音控制：**用户可以通过自然说话来控制手机等机器运行程序，如发送或者接受电子邮件，创建日历。
- ✧ **语音输入法：**用户通过自然说话，来输入短信内容，并通过语音控制发送短信等。

语音识别是人类沟通和获取信息最自然最便捷的方式，在人机交互领域有着广阔的前景，可以说语音识别是人机交互的第二次革命，相比第一次革命---电容式触摸屏替代键盘，语音识别的推广将有着更为深远的意义，我们认为智能语音行业未来的增长，天空才是极限！

我们把语音技术按是否基于移动互联网分为传统语音技术和移动语音技术。

2.2、语音行业技术壁垒分析-----科大讯飞先发优势将越发稳固

语音识别需要将语音信号转换成数字信号，再与语音数据资源库中储存数据对比，才能达到语音识别的目的，所以我们认为移动智能语音技术主要有两大壁垒：

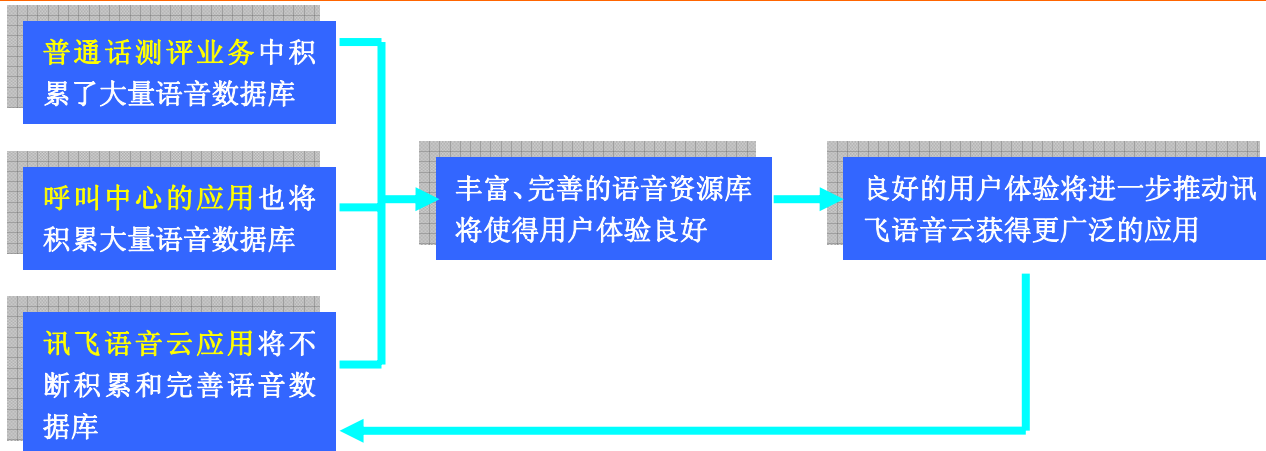
1) 语音数据资源库

2) 语音处理技术；

其中语音处理技术主要涉及算法和软件，相对来说并不是绝对的技术壁垒，但语音技术作为一种直接体验和交互的技术，其在各行业各领域的应用效果提升，离不开真实环境下积累的各种文本和语音资料，所以我们认为语音数据资源库才是移动语音最大的技术壁垒。

科大讯飞做为国内语音识别领域绝对龙头，技术层面上，公司中文语音处理技术已达到国际先进水平，并实现了从单机识别向基于移动互联网的语音云的突破，基于云计算的讯飞语音云对常用语的识别率达到 90%。公司在中文语音行业有着十几年的积累，并且在普通话测评业务中积累了大量的语音数据、在呼叫中心的应用和基于云计算的讯飞语音云也将在应用过程中不断积累和完善公司的语音资源库，对不常用语如专业用语和方言等等识别率也将逐步提高，使得公司能够提供更良好的用户体验，为语音识别的大规模应用扫清障碍。随着用户体验的改善，将推动公司讯飞语音云获得更广泛的应用，从而使得公司语音样本更加丰富，语音资源库更加完善，形成一个良性的自循环。领先的核心技术和丰富的语音数据资源优势也将是其他潜在竞争者进入最大的障碍，公司先发优势将越发稳固，未来行业地位将坚如磐石。

图 1：公司讯飞语音云的推广将使得公司智能语音技术发展形成良性循环



资料来源：中投证券研究所

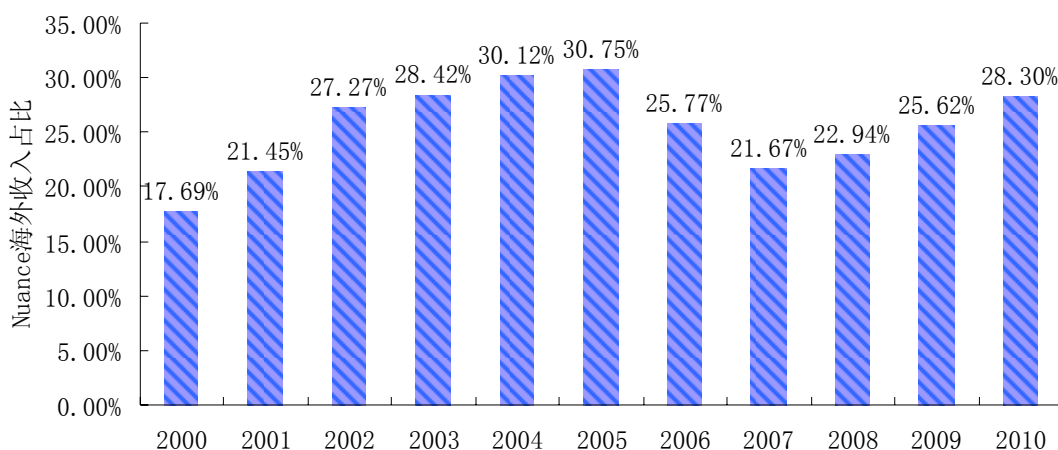
2.3、语音行业市场格局分析-----科大讯飞未来行业地位稳如磐石

目前中国语音市场主要有两大类公司：一类是传统的 IT 巨头，如微软、IBM、Intel 等；一类是专业语音技术厂商，国外有 Nuance、国内有科大讯飞、中科信利、中科模识和捷通华声等。

其中传统 IT 巨头 2000 年前就介入语音技术研发和推广，但由于中文的独特性，并且其不够专注于语音技术，特别是在中文语音技术研发和市场推广投入更加有限，只是做为其主流市场的一个补充，所以目前日渐式微。

专业语音技术厂商方面，其中国外龙头企业 Nuance 中文语音处理技术相比科大讯飞并没有优势，并且其在中文语音数据资源库非常缺乏，这也将成为其在国内推广的主要阻力所在；另外智能语音识别的推广不光是要求语音处理技术达到一定要求，更要对整个国家文化以及传统有着深入的理解，特别是中文博大精深，被认为是世界上最复杂的语言，这也是国外厂商难以在中国语音市场立足的又一大原因所在。这从 Nuance 的收入地区分布可以看出，虽然 Nuance 从 90 年代就开始在海外推广其产品，但到一直以来 Nuance 海外收入占比最高也只有 30%左右，主要收入仍来自于其本土——美国。

图 2：一直以来 Nuance 主要收入仍然来自其本土——美国



资料来源：Nuance 年报，中投证券研究所

国内主要竞争对手中科信利、中科模识和捷通华声等，相比科大讯飞，这些公司技术、规模都存在较大差距，未来难以对公司行业地位形成实质性威胁。

结合前面对语音行业技术壁垒的分析，我们认为科大讯飞已经占据行业制高点，未来行业地位稳如磐石。

三、移动互联网时代来临，讯飞语音云将带来输入革命

命

3.1、受益于 3G 网络和智能手机的普及，对移动智能语音技术需求越发迫切

3G+卓越的智能手机给移动智能语音技术的推广创造了硬件条件，因为移动智能语音技术的推广需要大量的网络资源和较好的智能终端，而 3G 和卓越的智能手机的普及也带来的海量的应用程序和软件，比如苹果公司的 apple store 已经能提供约 6.5 万个应用程序和软件的下载，使用手写输入显得越来越麻烦，这也使得操作更简单、更方便的移动智能语音技术成为人机交互技术的最终选择。

图 3：智能手机应用程序越来越多



资料来源：中投证券研究所

图 4：中国 3G 网络覆盖情况

	2009 年 3G 网络覆盖范围	2010 年 3G 网络覆盖范围
中国电信	238 个城市	70%地级以上城市
中国联通	342 个城市	全国县级以上城市
中国移动	335 个城市	覆盖所有地级以上市，县级市 95%

资料来源：中投证券研究所

3.2、讯飞语音云 = iPhone，将带来输入革命

公司在移动互联网时代及时推出讯飞语音云，具体方案为采用瘦客户端或者嵌入式软件+基于云计算的远程服务器集群模式为用户提供服务。我们认为讯飞语音云在语音识别领域的推出犹如终端领域 iPhone 的出现，iPhone 这个划时代的产品开启了电容式触摸屏时代，而讯飞语音云的推出也将推动公司智能语音技术进入崭新时代。

图 5: 讯飞语音输入法



资料来源：公司网站，中投证券研究所

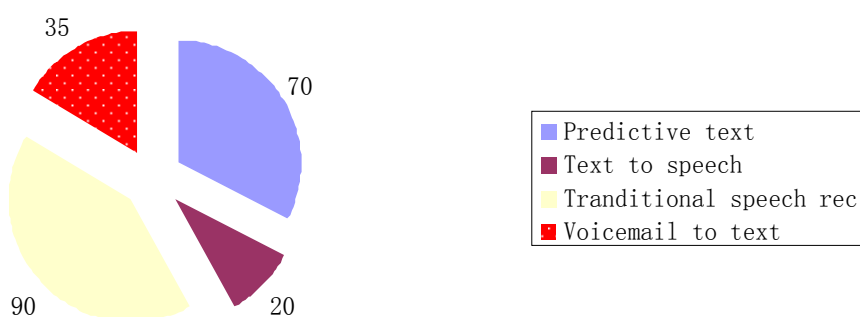
3.3、Nuance 的移动智能语音业务尚未起步

虽然 Nuance 财报显示其移动智能语音业务 2010 年收入达到 3 亿美元，但其中语音合成业务，如文本到语音业务等营业收入占比很高，而代表未来发展方向、市场空间无限的真正的移动智能语音识别业务，具体如语音到文本等，目前渗透率还不到 5%，市场也尚未真正启动。

目前国内和国外在移动智能语音技术领域基本处于同一起跑线，我们认为未来将呈现 Nuance 占据美国市场，而科大讯飞则占据中国市场的局面。

2010 年 Nuance 移动智能语音业务具体如下：

图 6: 2010 年 Nuance 移动智能语音业务中真正语音识别业务占比仍然很低（百万美元）

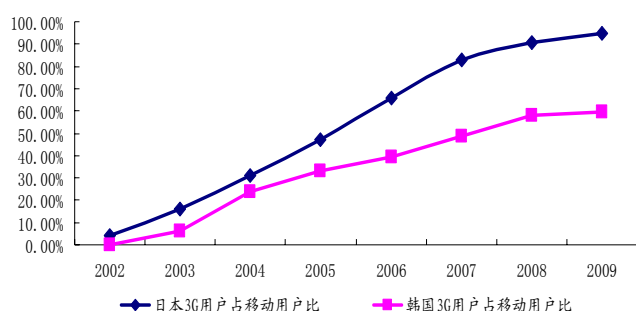


资料来源：Avondale Partner, Nuance 公司资料，中投证券研究所

3.4、讯飞语音云基础-----中国 3G 用户数量将快速增长

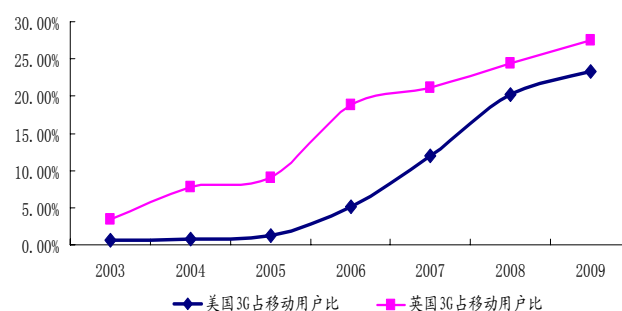
目前我国 3G 用户占移动用户比重仅为 5%，而发达国家普遍都超过 80%。比较日韩与英美 3G 用户渗透率，我们看到日韩显著快于英美，相比英美每年提高 2~3%，日韩 3G 用户渗透率每年提高都近 15%，主要由于日韩对信息娱乐方面需求高于英美，而我国居民消费习惯更接近于日韩，但由于我国 2G 网络基础为 GSM，并且大部分被中移动掌握，在从 2G 向 3G 转换过程中，不如日韩积极，所以我们认为 2010~2015 年我国 3G 用户渗透率将会维持每年 5.5% 的增长速度，而随着 3G 消费习惯的逐渐养成，2015 年后将迎来一个更快速的提升过程，预计 2015~2020 年将达到每年 7% 的增长速度。

图 7 2002~2009 年日本韩国 3G 用户增长情况



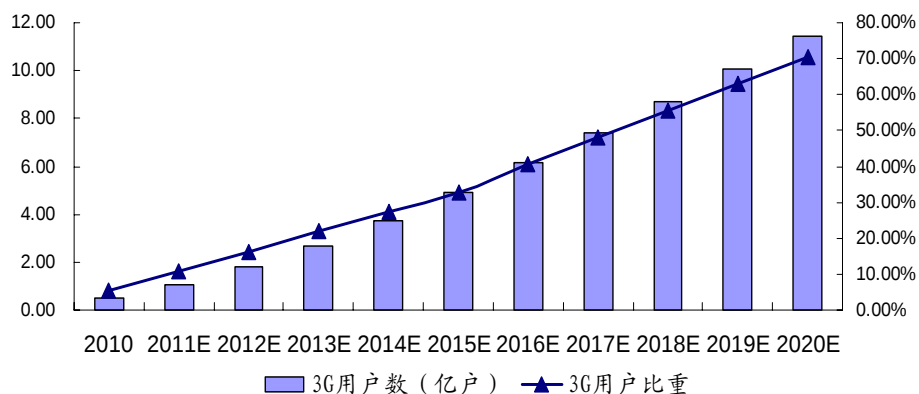
资料来源：中投证券研究所

图 8 2003~2009 年美国英国 3G 用户增长情况



资料来源：中投证券研究所

图 9: 2010~2020 年中国 3G 用户规模预测



资料来源：中投证券研究所

3.5、讯飞语音云将体现公司终极价值

假设 1: 以中国 3G 用户为基数, 我们假设 2010 年~2015 年移动智能语音应用渗透率分别为 0%、2%、5%、10%、20%、30%。

假设 2: 我们认为公司移动智能语音业务收费模式为运营商分成模式, 假定每户每月收费 5 元, 公司分成比例 25%, 其中 2011 年公司讯飞语音云尚处于免费市场推广阶段, 暂不贡献收入。

我们认为讯飞语音云将体现公司终极价值, 2012~2015 年讯飞语音云将增厚公司 EPS 分别为 0.2、0.8、1.9、3.8 元。

图 10: 2011~2015 年公司移动智能语音业务分析

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
人口总量/亿	13.6	13.69	13.78	13.87	13.96	14.05
移动通信普及率	63.2%	71.9%	80.6%	89.3%	98.0%	106.7%
移动通信用户数/亿	8.60	9.85	11.11	12.39	13.69	15.00
3G 用户比重	5.5%	10.9%	16.4%	21.8%	27.3%	32.7%
3G 用户数/亿	0.47	1.08	1.82	2.70	3.73	4.91
移动智能语音技术渗透率	0.00%	2.00%	5.00%	10.00%	20.00%	30.00%
移动智能语音用户数/亿	0.00	0.02	0.09	0.27	0.75	1.47
每户收费 (元/年)	0.0	0.0	60.0	60.0	50.0	50.0
公司与运营商分成份额	0.0	0.0	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
公司移动智能语音业务收入/亿元	0.0	0.0	1.4	4.1	9.3	18.4
公司移动智能语音业务净利率	0.0	0.0	40.0%	45.0%	48.0%	50.0%
公司移动智能语音业务净利润/亿元	0.0	0.0	0.5	1.8	4.5	9.2
按最新股本计算增厚每股 EPS/元	0.0	0.0	0.2	0.8	1.9	3.8

资料来源: 中投证券研究所

四、以史为鉴，公司传统语音业务即将迎来长期稳定

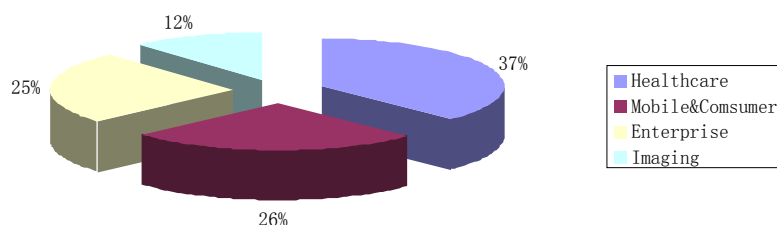
的高速增长

4.1、以史为鉴，美国语音市场龙头企业 Nuance 成长路径分析

Nuance 成立于 1992 年，1995 年上市，目前已经成长为美国语音市场龙头企业，其主要业务包括提供医疗听写/转录解决方案、提供呼叫中心语音应答解决方案、智能手机语音搜索服务等，其中 2010 年其主营业务收入达到约 12 亿美元，其中智能语音业务占比达到 88%，具体业务分布如下所示：

2010 年 Nuance 主营业务收入分布：

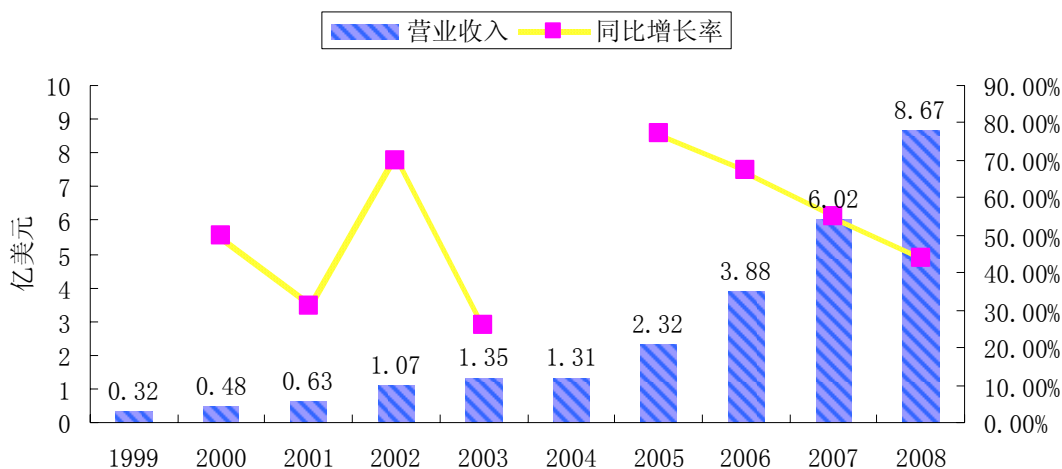
图 11：2010 年 Nuance 主营业务收入分布情况



资料来源：Nuance 年报，中投证券研究所

Nuance 智能语音业务收入规模从 1999 年开始呈现爆发性增长，1999 年 Nuance 营业收入仅约为 0.32 亿美元，而 2008 年已经达到 8.67 亿美元，2009 年和 2010 年则受金融危机影响增速有所放缓。从 1999 年到 2008 年九年时间公司传统智能语音业务收入增长约 27 倍，可以看出一旦达到一定规模后，智能语音市场将呈现爆发性增长。

图 12：1999 ~ 2008 年 Nuance 营业收入维持高速增长



资料来源：Nuance 年报，中投证券研究所

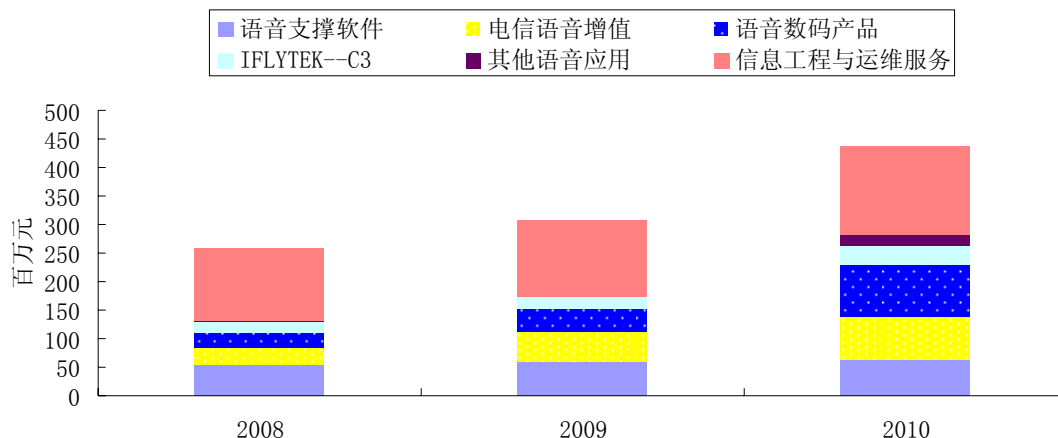
4.2、科大讯飞传统语音业务规模已经达到高速增长临界点

目前科大讯飞智能语音业务主要为传统业务，基于移动互联网的讯飞语音云业务尚处于市场推广阶段，2010 年公司智能语音业务收入规模约为 2.8 亿元，收入规模与 Nuance1999 年传统智能语音业务收入规模相当，经过多年的技术积累和市场推广，我们认为公司传统语音业务已经突破发展瓶颈，未来传统语音业务将进入持续高速增长阶段。

公司传统语音业务主要包括：

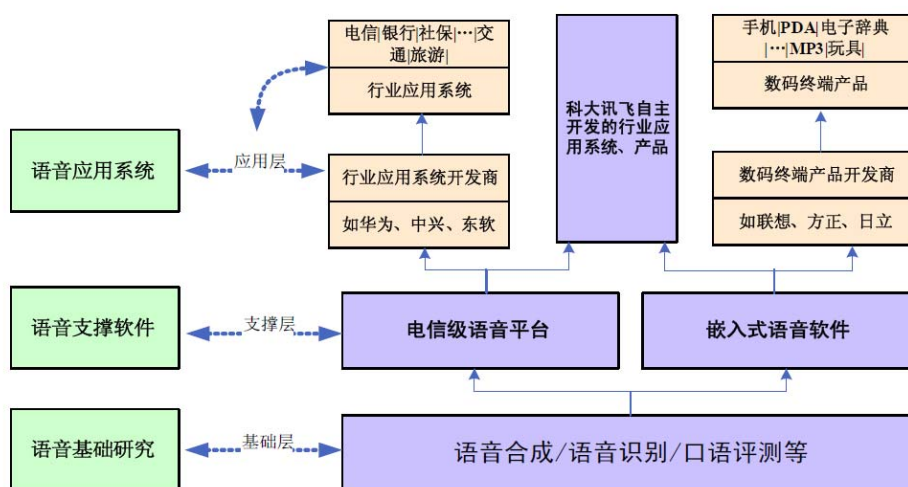
- 语音数码业务；
- 电信语音增值业务；
- iFLYTEK-C3；
- 语音支撑软件之语音平台业务；
- 语音支撑软件之嵌入式软件——车载导航。

图 13: 2008 ~ 2010 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司年报，中投证券研究所

图 14: 公司传统智能语音业务结构图

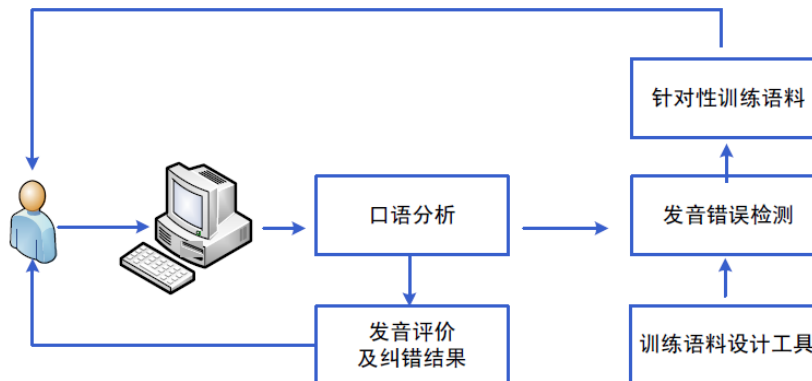


资料来源：公司年报，中投证券研究所

4.2.1、语音应用之语音数码-----金字塔模式

公司语音数码业务主要为普通话测评，其流程如下所示：

图 15：公司普通话水平评测、学习反馈过程示意图



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

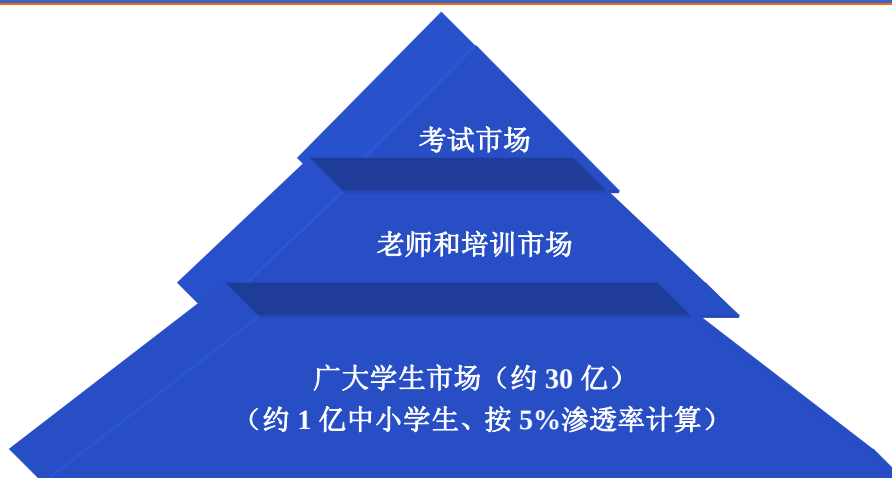
普通话测评行业模式类似于金字塔，塔尖为各种考试市场、塔身为老师和培训机构市场、塔基为广大学生市场，公司发展战略为先占领类似蓝海的塔尖，再基于塔尖，向市场更大和竞争更激烈的塔身和塔基拓展。

公司已经占领塔尖：公司普通话测评业务已经在全国 20 多个省市使用或者试点，并且教育部已经下文要求全国在 2012 年前全部实现普通话计算机辅助测试。

公司正在占领塔身：目前公司“智能语音教具系统”已经实现山西、内蒙古等地规模采购，并在北京、江苏等十多个省市成功试点，同时面向少数民族双语教学的智能教具系统已在新疆地区开始规模应用并取得良好效果。

公司未来将占领塔基：2010 年公司语音数码产品营业收入到达约 8800 万元，同比增长 127%，语音数码产品已成为公司新的利润增长点，我们认为全国语音数码产品市场空间广阔，公司语音数码业务发展模式符合行业规律，将持续扩大市场份额，从塔尖向塔基拓展，从安徽向其他省份拓展，未来几年公司语音数码业务年增速将至少维持在 50%。

图 16：语音数码产品行业模式类似于金字塔



资料来源：中投证券研究所

4.2.2、语音应用之电信增值-----结束跑马圈地、从横向发展到纵向发展。

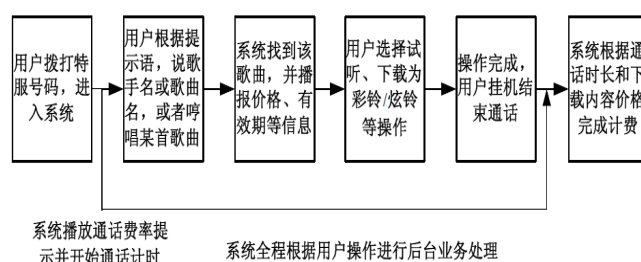
公司电信增值服务包括音乐搜索和实用信息搜索，其中以音乐搜索为代表，用户说出歌曲名或者歌手名即能查找到需要的歌曲或者歌手专辑等，相比键盘输入更加便利。目前公司音乐搜索业务已经覆盖了 46 个省级经营点，稳定用户在上千万。

图 17 公司智能语音增值业务技术架构



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

图 18 公司移动音乐语音搜索流程图



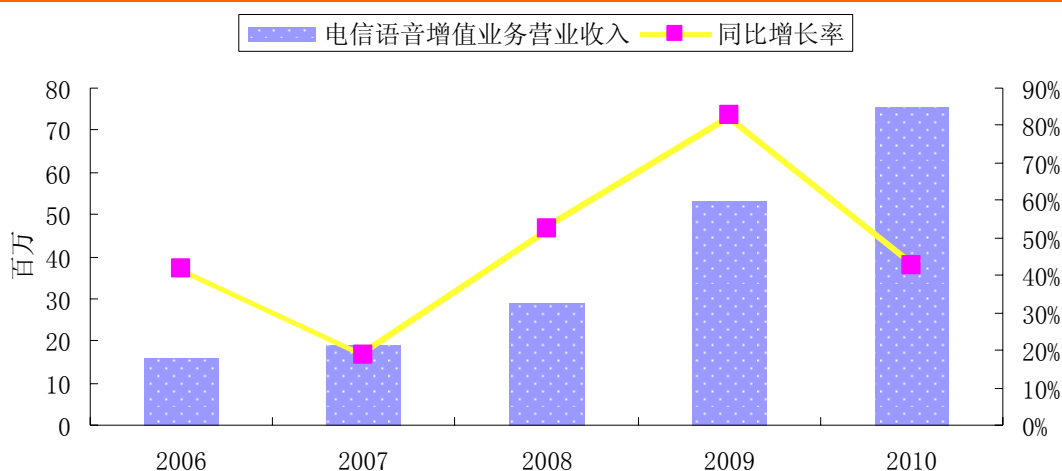
资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

公司电信增值业务主要客户为三大运营商，收费模式为和客户分成，分成比例为 25%。其中 2009 年已经覆盖中国联通 28 省、中国移动 9 省、中国电信 10 省。

近年来公司电信增值业务一直保持快速发展，从 2007 年开始到 2010 年年复合增长率超过 50%。

目前公司电信增值业务跑马圈地阶段基本结束，从之前的横向发展（不同地区的扩张）将逐渐转向纵向发展（更多的服务项目、更多的客户）。具体来说公司电信增值业务未来增长主要来自于 1) 用户的增长；2) 新增的服务项目如彩铃搜索等。受益于 3G 网络 and 智能手机的普及，我们认为公司电信增值业务未来仍将保持高速增长。

图 19: 2006 ~ 2010 年公司电信语音增值业务收入维持高速增长

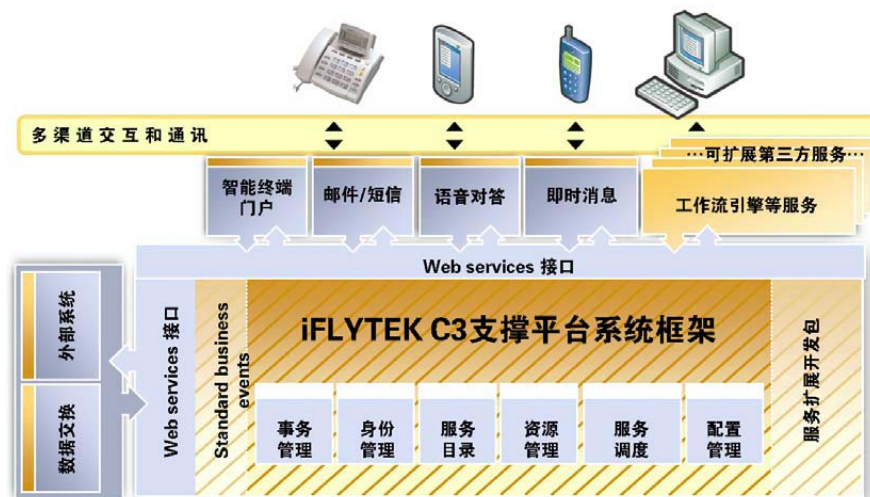


资料来源：公司年报，中投证券研究所

4.2.3、语音应用之 iFLYTEK-C3 平台

公司 iFLYTEK-C3 主要面向大型企业/政府，融合了智能语音和语言技术，提供了协作、通讯和互联等关键支撑服务，是科大讯飞向行业客户提供具有语音特色的协同办公解决方案时重要的快速开发和模块复用支撑平台。

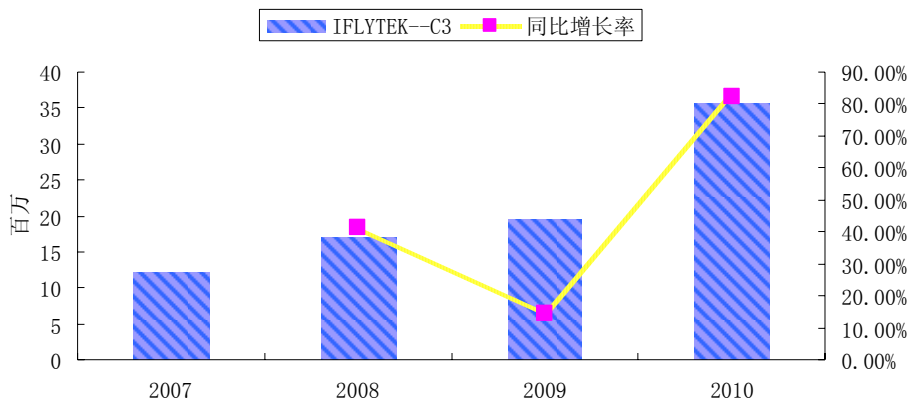
图 20：公司 iFLYTEK C3 支撑平台系统框架



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

目前公司 iFLYTEK-C3 平台已经在业内形成良好口碑，合作项目超过 50 个，典型应用包括：(1)协同办公类业务系统：如政府、企业内部协同办公系统、管理支撑系统。典型应用如区域型电子政务解决方案，电信行业内部控制与管理支撑系统等。(2)数据集成及分析系统：如公安用户、企业用户的数据集成和数据分析类业务。典型案例有公安警情分析和预测系统等。(3)信息多渠道发布系统：与政府、企业协同办公系统集成，实现信息的多渠道发布和访问。典型案例有区域型电子政务解决方案中的多渠道通讯系统，语音网站发布系统等。

图 21：2007 ~ 2010 年公司 iFLYTEK-C3 平台业务收入维持高速增长



资料来源：公司年报，中投证券研究所

4.2.4、语音支撑软件之语音平台-----呼叫中心语音化是大趋势

公司语音平台业务主要应用在呼叫中心，智能语音呼叫技术具有用户使用便利、响应快和总体成本低等优点，目前公司语音平台业务客户达到近 500 家，市场份额约为 70%。前几年由于公司语音平台业务以提供语音合同服务为主，并且遭遇 2008 年和 2009 年金融危机，公司语音平台业务收入增速有限。

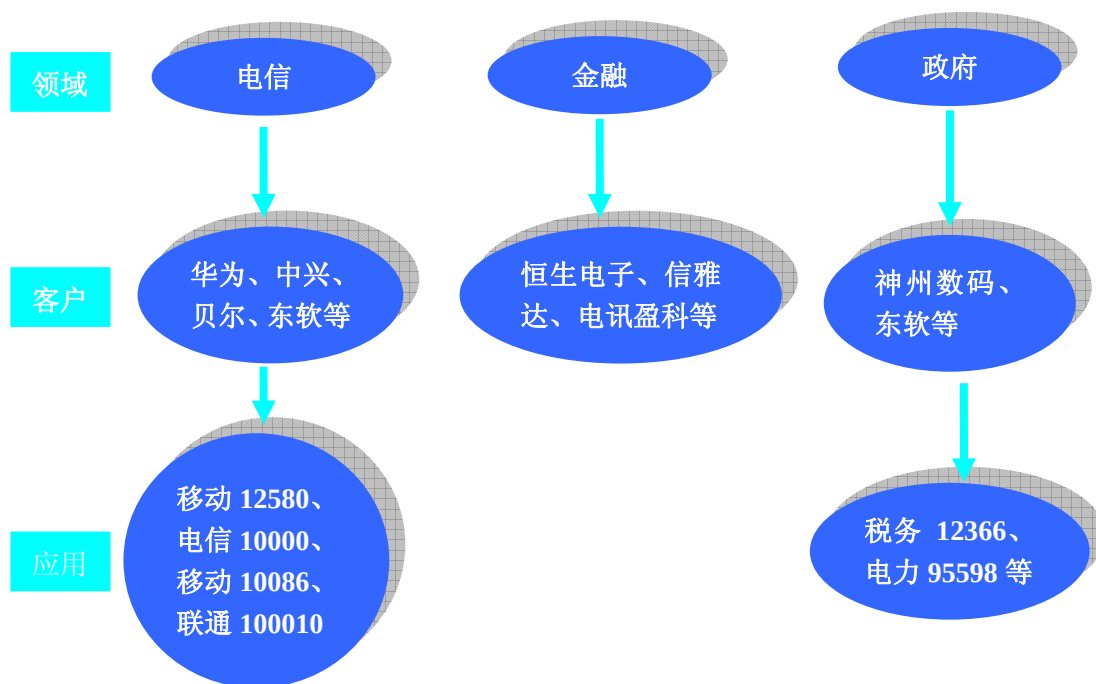
目前公司语音识别技术应用日益成熟，未来讯飞语音平台业务将更多的采用语音合成+语音识别技术。传统呼叫中心在查询时需要用户复杂按键，而如果呼叫中心利用讯飞语音新平台进行查询业务，用户将节省大量宝贵的时间和繁复的按键操作。

我们认为未来几年中国智能语音技术在呼叫中心的应用必将蓬勃发展：

1) 目前美国呼叫中心席位数量约为中国 10 倍，随着中国经济的发展，并且中国人口远超美国，居民对各种呼叫中心的需求必将快速增长；

2) 人工成本占呼叫中心成本 75%左右，随着刘易斯拐点的到来，中国劳动力成本逐渐上升，传统呼叫中心运营成本将进一步上升，出于降低成本的考虑，各呼叫中心采用智能语音技术的动力将加强。

图 22：公司电信级语音平台主要客户及应用



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

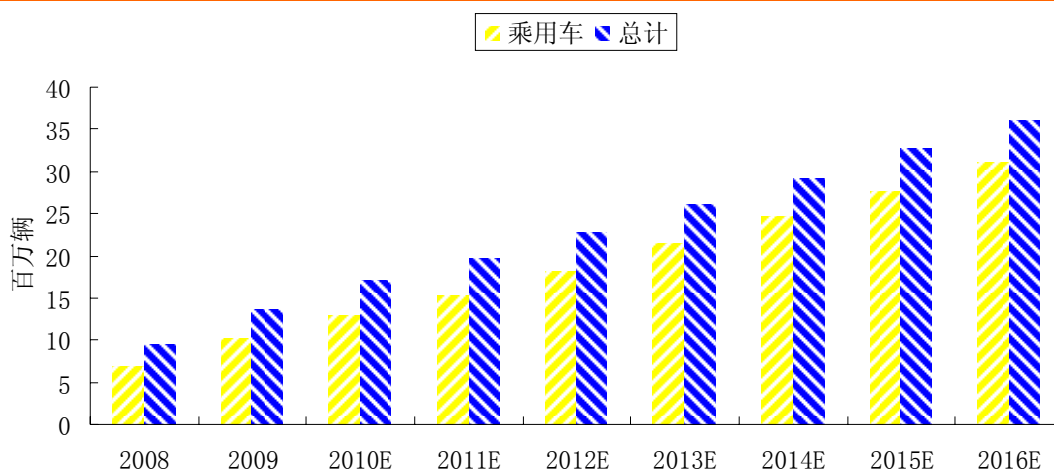
4.2.5、语音支撑软件之嵌入式软件-----车载导航必将语音化

公司嵌入式语音软件主要应用于手机、导航终端、学习机、MP3/MP4/PMP等数码终端产品，典型开发商有联想、海尔、好记星等。

目前公司在车载导航方面主要采用语音合成技术，随着公司语音识别技术的成熟，未来在车载导航方面公司将更多的采用语音识别+合成技术，这将大大提高驾驶的安全性和便利性。

我国汽车市场经过近 10 年的稳步发展，产量将突破 1700 万辆，已成为世界汽车产销第一大国。相比我国人均收入状况、人均汽车保有量仍然较低和政府大力扶持汽车产业，我们认为，我国汽车市场未来 5 年仍将保持持续增长。

图 23：2008 ~ 2016 年我国汽车及乘用车产量预测



资料来源：中投证券研究所

传统的车载导航采用眼镜看，键盘或者触摸屏等方式操作、选择，对于汽车驾驶者来说并不是特别便利，并且存在一定的安全隐患。而通过语音控制，可以让驾驶员的眼专注在路上，手专注在方向盘上，从而避免很多事故。另外，由于汽车上的电子电器系统越来越多，语音技术可以使人很自然、很方便地使用这些系统。

所以智能语音技术应用于车载导航是一种必然的趋势。随着智能语音技术的发展，从语音合成到语音识别，也大大推动了智能语音技术在车载导航的应用，目前如雷克萨斯和奥迪等都为其车载导航设备推出了语音识别解决方案，未来这必将成为所有车载导航设备的标配。

目前中国汽车导航设备普及率仍然较低，约为 5%，不但低于欧美 25%，更是远远低于日本 59%，未来成长空间较大。

而中国具有智能语音功能的车载导航设备渗透率仍不到 10%，目前公司智能语音业务在车载导航领域已经渗透近 10 家地图数据厂商，诺基亚 330、西门子 PN300、惠普 RX5965、E 路航 L650、PQ2、赛格车圣、纽曼等近百个品牌的导航终端设备均采用了公司语音产品，我们认为公司语音技术在车载导航领域也将快速发展。

五、盈利预测

5.1、讯飞语音云业务盈利预测

假设 1: 以中国 3G 用户为基数, 我们假设 2010 年~2015 年移动智能语音应用渗透率分别为 0%、2%、5%、10%、20%、30%。

假设 2: 我们认为公司移动智能语音业务收费模式为运营商分成模式, 假定每户每月收费 5 元, 公司分成比例 25%, 其中 2011 年公司讯飞语音云尚处于免费市场推广阶段, 暂不贡献收入。

图 24: 2011~2015 年公司讯飞语音云业务分析

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
人口总量/亿	13.6	13.69	13.78	13.87	13.96	14.05
移动通信普及率	63.2%	71.9%	80.6%	89.3%	98.0%	106.7%
移动通信用户数/亿	8.60	9.85	11.11	12.39	13.69	15.00
3G 用户比重	5.5%	10.9%	16.4%	21.8%	27.3%	32.7%
3G 用户数/亿	0.47	1.08	1.82	2.70	3.73	4.91
移动智能语音技术渗透率	0.00%	2.00%	5.00%	10.00%	20.00%	30.00%
移动智能语音用户数/亿	0.00	0.02	0.09	0.27	0.75	1.47
每户收费 (元/年)	0.0	0.0	60.0	60.0	50.0	50.0
公司与运营商分成份额	0.0	0.0	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
公司移动智能语音业务收入/亿元	0.0	0.0	1.4	4.1	9.3	18.4
公司移动智能语音业务净利率	0.0	0.0	40.0%	43.0%	45.0%	50.0%
公司移动智能语音业务净利润/亿元	0.0	0.0	0.5	1.8	4.5	9.2
按最新股本计算增厚每股 EPS/元	0.0	0.0	0.2	0.8	1.9	3.8

资料来源: 中投证券研究所

5.2、公司传统业务语音+信维业务盈利预测

图 25: 公司传统语音+信维业务盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万)						
语音支撑软件	64	83.2	124.8	187.2	280.8	421.2
语音行业应用产品/系统	216.5	334.8	521.9	819.4	1295	2058
1) 电信增值业务	75.6	128.5	218.5	371.4	631.4	1073
2) 语音数码产品	88.56	132.8	199.3	298.9	448.3	672.5
3) IFLYTEK--C3	35.64	53.46	80.19	120.3	180.4	270.6
4) 其他	16.66	19.99	23.99	28.79	34.55	41.46
信息工程与运维服务	155.6	171.1	188.2	207.1	227.8	250.5
合计	436	589.1	835	1214	1803	2730
毛利率						
语音支撑软件	85%	85%	85%	85%	85%	85%
语音行业应用产品/系统						

1) 电信增值业务	88%	95%	97%	97%	97%	97%
2) 语音数码产品	68%	72%	75%	75%	75%	75%
3) IFLYTEK--C3	85%	85%	80%	80%	80%	80%
4) 其他	75%	75%	75%	75%	75%	75%
信息工程与运维服务	23%	20%	20%	20%	20%	20%

营业成本 (百万)

语音支撑软件	9.6	12.48	18.72	28.08	42.12	63.18
语音行业应用产品/系统	46.92	56.64	78.41	117.1	175.7	264.8
1) 电信增值业务	9.072	6.426	6.555	11.14	18.94	32.2
2) 语音数码产品	28.34	37.2	49.82	74.72	112.1	168.1
3) IFLYTEK--C3	5.346	8.019	16.04	24.06	36.09	54.13
4) 其他	4.165	4.998	5.998	7.197	8.637	10.36
信息工程与运维服务	119.8	136.9	150.6	165.6	182.2	200.4
合计	176.3	206	247.7	310.8	400.1	528.4
EPS/元	0.63	0.69	1.25	2.27	2.99	4.53

资料来源：中投证券研究所

六、投资建议：强烈推荐

我们预测公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.69、1.45、3.07 元。以 2011 年 100 倍 PE 计算, 2011 年公司目标价格为 69 元; 以 2012 年 85 倍 PE 计算, 2012 年公司目标价为 123.25 元。

三年目标价超 200 元、五年市值超 1000 亿: 预计 2013 年公司 EPS 为 3.07 元, 2013 年公司爆发性成长刚刚起步, 以 2013 年 70 倍 PE 计算, 公司三年目标价达到约 200 元; 参考美国 Nuance 公司成长经历, 1999 年到 2008 年, Nuance 智能语音业务营业收入增长约 27 倍, 其市值也增长 20 多倍, 其市值增长与收入增长基本呈现 1: 1 关系, 我们预计 2015 年公司营业收入达到约 45 亿元, 相比 2010 年增长约 15 倍, 我们认为公司到 2015 年市值至少增长 10 倍, 彼时公司市值将达到约 1000 亿, 给予强烈推荐评级。

图 26: 1999 年~2008 年 Nuance 股价增长情况



资料来源：路透社，中投证券研究所

七、风险提示

- 公司语音技术市场拓展进度低于预期。

八、附录

8.1、公司人员结构

公司非常重视研发，其技术人员占比将近 60%，本科及本科以上学历占比将近 90%，并且 2008 年~2010 年公司研发费用率逐年提升，分别为 14.53%、17.86%和 22.06%，显示了公司高度重视自主创新和研发工作，这也将成为公司未来实现突破的保证。

图 27 公司技术人员构成

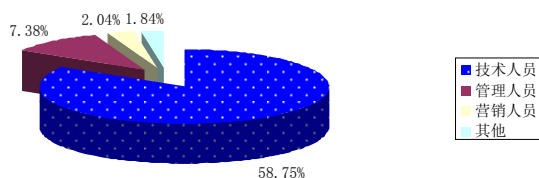
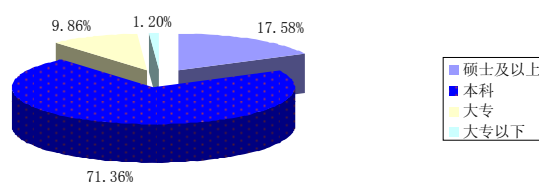


图 28 公司技术人员学历情况



资料来源：公司年报、中投证券研究所

资料来源：公司年报、中投证券研究所

8.2、公司股权结构

图 29：公司股权结构

股东名称	持股比例
上海广信科技发展有限公司	13.24%
联想投资有限公司	8.21%
刘庆峰	7.10%
中科大资产经营有限责任公司	6.04%
中国工商银行－汇添富均衡增长股票型证券投资基金	4.18%
王仁华	3.37%
中国建设银行－华宝行业多策略增长证券投资基金	3.03%
融通新蓝筹证券投资基金	2.79%
中国建设银行－银华核心价值优选股票型证券投资基金	1.56%
陈涛	1.50%

资料来源：公司年报，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	547	493	681	1270	营业收入	436	589	975	1624
现金	306	200	200	474	营业成本	188	206	276	352
应收账款	178	255	421	701	营业税金及附加	8	1	1	2
其它应收款	15	28	46	77	营业费用	62	82	136	211
预付账款	11	10	14	18	管理费用	94	118	175	244
存货	37	0	0	0	财务费用	-2	-0	1	-2
其他	0	0	0	0	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	318	442	587	723	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	15	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	186	258	363	472	营业利润	85	183	385	817
无形资产	68	68	68	68	营业外收入	29	0	0	0
其他	48	116	156	182	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	865	935	1269	1993	利润总额	112	183	385	817
流动负债	170	139	122	103	所得税	11	16	35	74
短期借款	20	38	36	0	净利润	101	166	351	744
应付账款	78	31	41	53	少数股东损益	-0	1	2	4
其他	72	70	45	50	归属母公司净利润	101	165	349	740
非流动负债	34	0	0	0	EBITDA	110	212	432	881
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.63	0.69	1.45	3.07
其他	34	0	0	0					
负债合计	204	139	122	103	主要财务比率				
少数股东权益	9	10	11	16	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	161	241	241	241	成长能力				
资本公积	265	185	185	185	营业收入	42.0%	35.1%	65.5%	66.5%
留存收益	227	360	709	1448	营业利润	58.8%	115.4%	111.2	112.1%
归属母公司股东权益	653	786	1135	1874	归属于母公司净利润	26.0%	63.3%	111.2	112.1%
负债和股东权益	865	935	1269	1993	获利能力				
					毛利率	56.9%	65.0%	71.7%	78.3%
					净利率	23.2%	28.0%	35.8%	45.6%
					ROE	15.5%	21.0%	30.7%	39.5%
					ROIC	20.5%	26.7%	35.9%	52.6%
					偿债能力				
					资产负债率	23.5%	14.9%	9.6%	5.2%
					净负债比率	9.72%	27.50%	29.39	0.00%
					流动比率	3.23	3.53	5.57	12.31
					速动比率	3.01	3.53	5.57	12.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.65	0.88	1.00
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	3.27	3.78	7.63	7.48
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.42	0.69	1.45	3.07
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.23	0.84	2.11
					每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.26	4.71	7.77
					估值比率				
					P/E	163.02	99.82	47.27	22.29
					P/B	25.26	20.98	14.53	8.80
					EV/EBITDA	98	51	25	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

王国勋, 中投证券研究所电子行业分析师, 复旦大学微电子系学士, 复旦大学微电子系硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 7 年微电子专业学历背景+2 年电子行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434