



受政府定向支持，跨越式发展在即

中信证券研究部

2014年11月11日

陈剑

电话: 010-60838585

邮件: chenjian@citics.com

执业证书编号: S1010512120001

李伟

电话: 010-60838159

邮件: liw1@citics.com

执业证书编号: S1010513110003

王浩冰

电话: 010-60836760

邮件: wanghaobing@citics.com

执业证书编号: S1010514080004

投资评级

买入 (维持)

当前价: 29.61 元

目标价: 36.00 元

事项:

1. 安徽省经济和信息化委员会印发安徽省智能语音产业发展规划(2014-2017),着力打造以科大讯飞公司为龙头的语音产业,把语音产业培育成具有国际竞争力的主导产业,把安徽省建设成为全国语音产业发展示范区域。
2. 科大讯飞公布第二期股票期权激励计划(草案),拟向 212 位激励对象(经营管理骨干、核心技术(业务)人员)授予股票期权总计 950 万份,约占本激励计划签署时公司股本总额 801,501,746 股的 1.19%,其中首次授予股票期权 855 万份,占本计划签署时公司股本总额的 1.07%,预留 95 万份,占本计划授出股票期权总数的 10%,占本计划签署时公司股本总额的 0.12%。

对此我们点评如下:

评论:

政府推动产业整合,发展目标远大

在安徽省智能语音产业发展规划(2014-2017)中,明确提出将着力打造以科大讯飞公司为龙头的语音产业:力争到 2017 年,语音互联网产品用户达到 10 亿、科大讯飞公司主营业务收入达到 100 亿元、语音技术应用产业规模达到 1000 亿元。文中表示将重点支持科大讯飞在智能语音汽车电子产业、智能语音电视产业、智能语音家电产业、智能语音手机产业、智能语音呼叫行业应用、智能语音教育与文化产业、移动互联智能语音产业、智能语音玩具产业、智能语音信息安全等领域的发展,积极推动科大讯飞与相关领域的国内优势公司进行全方位深入合作。我们认为,安徽省经信委本次明确了科大讯飞在省内智能语音产业的核心地位,力图促进科大讯飞在智能语音相关各领域的合作发展,并提出了明确的远大目标;这将有助于加快智能语音产业的发展以及科大讯飞在各个细分领域的拓展速度,使得科大讯飞获得跨越式发展的机会。

支持措施完善,外延式发展可期

为落实推动智能语音产业发展的目标,《规划》提出了加强组织推动、加大政策支持、加强语音推广应用、加大人才培育引进、加快语音产业园建设共五项支持措施。政府将推动语音通讯、互联网、呼叫中心、数字家庭、教育和汽车电子等领域开展行业应用推广示范项目建设,实施信息消费广场示范工程,建立市、县级应用示范基地。我们认为,这些举措将有效提升智能语音的渗透率、形成用户使用习惯。此外,政府将落实对智能语音产业发展的财政支持政策,发挥省语音专项资金的作用,加强财政资金引导,采用补助、奖励、贴息等方式,支持我省语音产业技术创新、发展和应用。设立语音创业投资基金和信息产业融资担保公司,通过委托投资和循环使用的方式运作。以股权投资方式,支持语音技术重大科技成果在本地转化和产业化。我们认为科大讯飞是政府财政支持的最大受益者,也将积极参与产业链拓展,利用政府的支持进行外延式发展。

股权激励彰显长期信心

科大讯飞拟向 212 位激励对象授予股票期权总计 950 万份。本次授予期权的主要行权条件为：2014-2017 年的净利润增长率分别不低于 30%、31%、24%、24%；2014-2017 年净资产收益率均不低于 9%。本次股票期权的行权价格为 29.88 元/份。我们认为，尽管行权条件中的净利润增速要求不高，但本次行权价格处于较高水平，显示了公司对于业务长远发展的信心。且本次股权激励授予面广，实现了众多核心员工与公司利益的绑定，能起到较好的激励效果。

风险因素：

扶持政策落实、平台发展、运营商合作、用户智能语音使用习惯低于预期。

投资建议：

公司 3 年内运营商、教育、语音信息安全业绩增长路径清晰，B2C 云语音平台具有独特价值，智能家电、车载、穿戴式装备长期发展空间极大；政策的大力支持有望推动公司跨越式发展。公司内生增长可持续，外延拓展不断推进，在 A 股中是唯一的智能语音标的。考虑到公司 B2C 类业务变现进度有一定不确定性，基于审慎原则，下调 2014-2016 年 EPS 预测至 0.54/0.80/1.18 元（原预测为 0.55/0.93/1.36 元）；目标价 36.00 元，对应 2015 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测与估值

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	784	1,254	1,897	2,847	3,975
增长率 YoY %	40.74	59.92	51.30	50.11	39.62
净利润(百万元)	182	279	434	643	943
增长率 YoY%	37.53	52.95	55.57	48.07	46.76
每股收益(元)	0.23	0.35	0.54	0.80	1.18
毛利率%	53.74	53.01	57.35	59.17	60.99
净资产收益率%	12.30	8.06	11.04	14.24	17.56
P/E (倍)	130	85	55	37	25
P/B (倍)	16.0	6.9	6.0	5.3	4.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 11 月 10 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	784	1254	1897	2847	3975
营业成本	363	589	809	1163	1551
毛利率	53.7%	53.0%	57.3%	59.2%	61.0%
营业税金及附加	15	19	28	43	59
营业费用	131	158	248	373	521
营业费用率	16.7%	12.6%	13.1%	13.1%	13.1%
管理费用	161	280	465	698	922
管理费用率	20.6%	22.4%	24.5%	24.5%	23.2%
财务费用	(13)	(20)	(48)	(48)	(41)
财务费用率	-1.6%	-1.6%	-2.5%	-1.7%	-1.0%
投资收益	2	3	0	0	0
营业利润	119	216	395	613	956
营业利润率	15.2%	17.2%	20.8%	21.5%	24.0%
营业外收入	85	112	112	135	139
营业外支出	1	7	8	8	9
利润总额	203	321	500	740	1086
所得税	21	42	66	97	143
所得税率	10.3%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
少数股东损益	(1)	(1)	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	182	279	434	643	943
净利率	23.3%	22.3%	22.9%	22.6%	23.7%
每股收益(元)(摊薄)	0.23	0.35	0.54	0.80	1.18

现金流量表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	203	321	500	740	1086
少数股东损益	-21	-42	-66	-97	-143
折旧和摊销	63	131	167	211	249
营运资金变动	-90	-117	-201	-417	-401
其他	8	4	-46	-61	-53
经营现金流	162	296	354	376	738
资本支出	-278	-343	-386	-329	-306
投资收益	2	3	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	10	-377	-5	0	0
投资现金流	-266	-717	-391	-329	-306
发行股票	0	0	73	0	0
负债变化	3	-20	19	0	0
股息支出	-39	-73	-38	-59	-87
其他	10	1739	48	48	41
融资现金流	-26	1647	103	-11	-46
现金净增加额	-130	1226	66	35	385

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	529	1755	1821	1856	2241
存货	88	122	162	232	310
应收账款	407	675	939	1409	1968
其他流动资产	82	131	174	252	344
流动资产	1106	2682	3095	3749	4863
固定资产	221	493	533	569	504
长期股权投资	16	33	33	33	33
无形资产	327	520	621	705	753
其他长期资产	184	599	701	719	812
非流动资产	748	1646	1889	2026	2103
资产总计	1853	4328	4983	5775	6966
短期借款	0	7	0	0	0
应付账款	170	293	324	465	620
其他流动负债	157	415	532	695	874
流动负债	327	714	855	1160	1494
长期负债	3	0	0	0	0
其他长期负债	41	152	198	101	101
非流动性负债	44	152	198	101	101
负债合计	371	866	1053	1261	1595
股本	378	468	801	801	801
资本公积	495	2162	1903	1903	1903
股东权益合计	1483	3461	3931	4514	5370
少数股东权益	138	150	150	150	150
负债股东权益总计	1853	4328	4983	5775	6966

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
营业收入	40.7%	59.9%	51.3%	50.1%	39.6%
营业利润	23.4%	81.3%	83.2%	55.2%	55.8%
净利润	37.5%	52.9%	55.6%	48.1%	46.8%
利润率(%)					
毛利率	53.7%	53.0%	57.3%	59.2%	61.0%
EBIT Margin	24.3%	24.0%	23.8%	24.3%	26.3%
EBITDA Margin	32.3%	34.5%	32.6%	31.7%	32.5%
净利率	23.3%	22.3%	22.9%	22.6%	23.7%
回报率(%)					
净资产收益率	12.3%	8.1%	11.0%	14.2%	17.6%
总资产收益率	9.8%	6.4%	8.7%	11.1%	13.5%
其他(%)					
资产负债率	20.0%	20.0%	21.1%	21.8%	22.9%
所得税率	10.3%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
股利支付率	17.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。