



2016年1月18日

不评级

目标价：26.4-39.6元

分析师：付立春

执证编号：S0300515120001

TEL: 010-8493 8897

EMAIL: fulichun@lxsec.com

研究助理：王瑛

Tel: 010-64408918

Email:wangying_bf@lxsec.com

清睿教育(834987)

独创双引擎智能语音识别系统 有望成为平台级智能教育企业

投资要点

◇ 独创双引擎智能语音识别系统和基于云端的网络学习空间模式

公司独创以双引擎为基础的智能语音识别系统,给予学生口语打分情况稳定且精确,形成了较高的技术壁垒,解决了中国人哑巴英语的痛点,良好的用户体验增强其C端用户主动付费意愿,目前其C端用户付费率已经达到10%以上。公司独创服务模式即在口语100教育云平台中为英语学习建立自己独立的网络学习空间,可以实现老师和学生之间的及时互动,深入课前预习,课中联系,课后复习等各个环节。

◇ 以英语口语学习为切入点,未来有望成为平台级教育企业

公司目前产品主要针对英语口语学习为主,同时通过云端网络学习空间聚拢大量学生,未来可以和其它内容机构合作来开发更多智能学习产品,有望成为重要的平台级教育企业。

◇ 产品营销以工作站形式进行,减轻公司成本负担

公司目前营销主要以授权当地工作站形式进行,减轻公司成本负担,目前清睿教育已经有400多家工作站对其产品和服务进行推广,网络空间服务覆盖22个省、200个城市、逾5000所学校,大约有400万学生和120万家长通过其终端使用公司的智能听说教练服务。公司还通过“空降”的形式,指派公司市场营销部门工作人员对工作站或者当地老师进行培训,提高他们使用产品的兴趣和频率。

◇ 股东大佬云集,未来可进入教育培训市场

公司股东背景强大,包括苏州软银,千合资本,朗玛峰创投以及俞敏洪(通过东方卓永间接持股)等,大佬集体看好公司发展,同时俞敏洪先生任公司董事,可能为公司产品和服务进入教育培训机构提供一定便捷性。

◇ 估值

预计2016年/2017年/2018年公司可以实现营业收入6300万元/1.5亿元/2.4亿元,实现净利润661万/1415万元/4389万元,对应EPS为0.22元/0.46元/1.43元。目前新三板上对标公司分豆教育的PE(TTM)大约在26倍左右,主板上市公司方直科技,科大讯飞的PE(TTM)大约在238和85左右。考虑到公司未来成长性,2016年给予公司120-180倍的市盈率估值,每股价格大约在26.4元-39.6元,公司价值应该在8.11亿元-12.2亿元左右,按照此价格区间投资并且长期持有,则对应2017年的市盈率下降到57-86倍,2018年市盈率下降到18-28倍。公司目前净利润水平尚不高的原因可能和公司管理层前期稳扎稳打,保守为主的市场战略有关,但是公司产品收入依靠C端客户主动付费,从产品壁垒,用户体验和管理层经验等多角度来看,公司挂牌新三板融资后业绩实现快速增长的可能性

较大，建议看好公司长期发展的投资者关注。

◇ 风险提示

- 1) 业务推广不及预期；
- 2) 技术迭代风险。

目录

一、公司基本情况.....	4
二、公司投资亮点.....	4
(一) 独创双引擎智能语音识别系统, 形成较高技术壁垒	4
(二) 独创基于云端的网络学习空间模式, 可低成本快速扩张.....	4
(三) 以社交为核心设计的网络学习空间, 激发学生学习兴趣.....	4
(四) 以英语口语学习为切入点, 未来有望成为平台级教育企业	5
(五) 产品营销以工作站形式进行, 减轻公司成本负担	5
(六) 股东包括苏州软银, 俞敏洪, 千合资本, 朗玛峰创投等, 未来可进入教育培训市场	5
(六) 公司控股股东和实际控制人朱奇峰先生是语音识别系统方面的专家.....	6
(七) 员工结构.....	6
三、公司财务情况.....	6
四、评价打分情况.....	7
五、价值判断.....	8
六、风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 虚拟校园功能模块	4
图表 2: 公司前十大股东及持股情况.....	5
图表 3: 公司各部门员工占比.....	6
图表 4: 公司主营业务收入	7
图表 5: 公司归母净利润	7
图表 6: 公司综合评价.....	8
图表 7: 公司总体评价标准	8
图表 8: 行业内估值水平(截止 2016 年 1 月 18 日)	8
图表 9: 清睿教育盈利预测.....	9

一、公司基本情况

公司代码	834987	公司简称	清睿教育	成立时间	20121109
所属wind行业	信息技术--软件与服务 --软件--应用软件	做市商	0	总股本(万股)	3,072

二、公司投资亮点

(一) 独创双引擎智能语音识别系统，形成较高技术壁垒

公司以感知心理声学的语音评测技术为基础，独创以“纠错”为主，“容错”为辅的包括语音识别引擎和发音分析引擎的双引擎语音识别系统，区别于市面上大多数只有“容错”功能的单一引擎语音识别系统，形成较高技术壁垒。产品以智能教练的形式呈现给消费者，给予学生口语打分情况稳定且精确，解决了中国人哑巴英语的痛点，良好的用户体验增强其C端用户主动付费意愿，目前其C端用户付费率已经达到10%以上。

(二) 独创基于云端的网络学习空间模式，可低成本快速扩张

公司独创的服务模式包括在口语100教育云平台中为英语学习建立自己独立的网络学习空间。可以完成老师和学生之间的互动，深入课前预习，课中联系，课后复习等各个环节。通过作业平台老师可以方便的布置听说作业和其他作业。听说作业平台可以记录学生的录音并在线提交、老师在线批阅、系统可以自动做出评价。测试平台支持新型的听说考试和传统的读写类考试，方便老师在线布置听说作业，而不必使用传统的语音教室等设备。信息化课堂支持老师在课堂上展示学生课下作业、给学生嘉奖和汇聚各类课堂用多媒体资源等等。云端网络学习空间复制成本较低，目前主要采用免费捐赠给学校的形式。

图表 1：虚拟校园功能模块



资料来源：公转书、联讯证券投研中心

(三) 以社交为核心设计的网络学习空间，激发学生学习兴趣

在网络学习空间里，老师可以随时查看学生的练习情况和智能口语教练给予学生的客观评分，可以对练习努力或者评分高的同学进行相应的奖励；而同一学习空间中，同学之间也可以相互查看口语练习情况，点赞或者赠予对方礼物；公司还会定期组织学生之间的口语比拼，以此来激发学生的学习兴趣。由于网络学习空间实际上形成了一

个基于英语口语练习为主的社交网络，学生为了获得老师或者同伴的赞扬，会更愿意进行口语练习，主动给网络学习空间里的智能教练付费的意愿会大大增强。

（四）以英语口语学习为切入点，未来有望成为平台级教育企业

公司目前产品主要以英语口语学习为主，同时通过云端网络学习空间聚拢大量学生，未来可以和其它内容机构合作开发更多智能学习产品，有望成为重要的平台级教育企业。

（五）产品营销以工作站形式进行，减轻公司成本负担

公司目前营销主要以授权当地工作站形式进行，减轻公司成本负担，目前清睿教育已经有 400 多家工作站对其产品和服务进行推广，网络空间服务覆盖 22 个省、200 个城市、逾 5000 所学校，大约有 400 万学生和 120 万家长通过其终端使用公司的智能听说教练服务。公司还通过“空降”的形式，指派公司市场营销部门工作人员对工作站或者当地老师进行培训，提高他们使用产品的兴趣和频率。

（六）股东包括苏州软银，俞敏洪，千合资本，朗玛峰创投等，未来可进入教育培训市场

公司股东背景强大，包括苏州软银，千合资本，朗玛峰创投以及俞敏洪（通过东方卓永间接持股）等，大佬集体看好公司发展，同时俞敏洪任公司董事，可能为公司产品和服务进入教育培训机构提供一定便捷性。

图表 2：公司前十大股东及持股情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	朱奇峰	17,898,000	58.26
2	北京东方卓永投资管理有限公司	2,100,000	6.84
3	苏州软银华欣创业投资管理合伙企业(有限合伙)	1,890,000	6.15
4	上海昶睿管理咨询合伙企业(有限合伙)	1,800,000	5.86
5	厉兰珍	1,575,000	5.13
6	钟滨	1,257,000	4.09
7	张富荣	1,236,000	4.02
8	石天运	600,000	1.95
9	陈镔	591,000	1.93
10	朗玛峰	558,000	1.82
11	完永东	468,000	1.52
12	王云	234,000	0.76
13	殷永胜	219,000	0.71
14	上海尊创	141,000	0.46
15	千合资本	153,000	0.50
	合 计	30,720,000	100

资料来源：Wind，联讯证券投研中心

莫自伟任董事一职，硕士研究生毕业于英国伯明翰大学会计与金融学专业。曾于 2004 年 9 月至 2006 年 8 月在三林集团上海公司任职，负责中国大陆的股权投资和企业收购。2006 年 8 月至 2008 年 10 月在德勤咨询上海公司任商业尽职调查经理。2008 年 10 月至今在苏州软银兼任合伙人。2015 年 1 月至今在苏州清睿教育科技股份有限公司任董事。

公司董事俞敏洪本科毕业于北京大学英语语言专业。曾于 1985 年 9 月至 1991 年 6 月在北京大学外国语学院任教师。1991 年 7 月至今在北京新东方教育科技（集团）有限公司担任执行董事。2014 年 9 月至今在苏州清

睿教育科技股份有限公司任董事。现同时兼任北京世纪友好教育投资有限公司执行董事、北京洪泰同创投资管理有限公司监事。

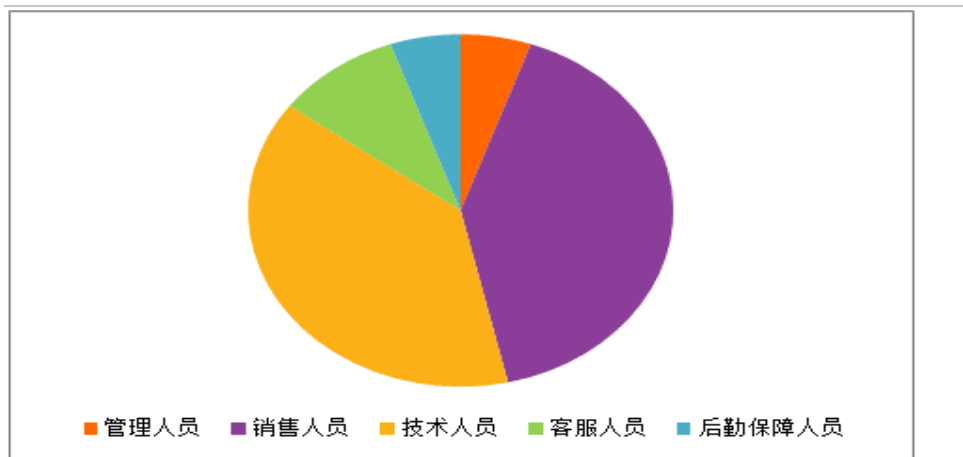
（六）公司控股股东和实际控制人朱奇峰先生是语音识别系统方面的专家

公司控股股东及实际控制人朱奇峰先生本科毕业于清华大学，博士毕业于加州大学洛杉矶分校电子工程专业，曾于 2001 年-2002 年在 Nuance Communications 任研究员，Nuance 公司是世界上目前最先进的专门从事语音识别软件等软件研发和销售的公司。2002 年-2005 年在加州大学伯克利分校国际计算机研究所任研究员。2005 年-2007 年在美国德州仪器任研究员。2012 年 11 月至今在清睿有限任董事长兼总经理。

（七）员工结构

根据公司最新数据，公司共有员工 186 人。其中，销售人员 69 人和技术人员 65 人，各占公司总人数的 41.1% 金额 38.7%。客服人员 16 人，管理人员与后勤保障人员各 9 人。

图表 3：公司各部门员工占比

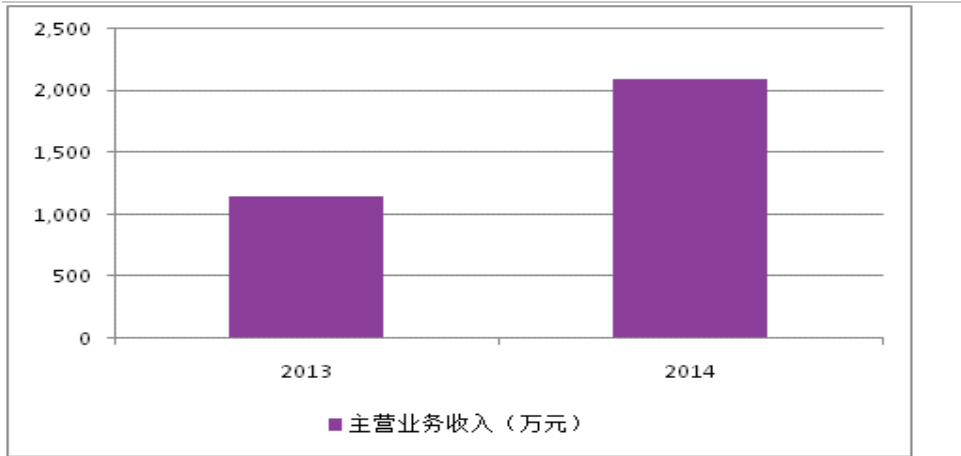


资料来源：WIND，联讯证券投研中心

三、公司财务情况

2013 年公司处于起步和研究阶段，市场处于初期培育期，渠道建设尚未完成，因此并未实现大量的销售，公司的收入较少，仅实现了 1,149 万元。2014 年，随着公司市场的开发及渠道拓展成果开始显现，公司以学校为单位，向多所学校的学生及教师提供了软件服务，并吸引了一批付费用户，因此收入大幅度增长至 2,094 万元，实现了 82.2% 的增长率。

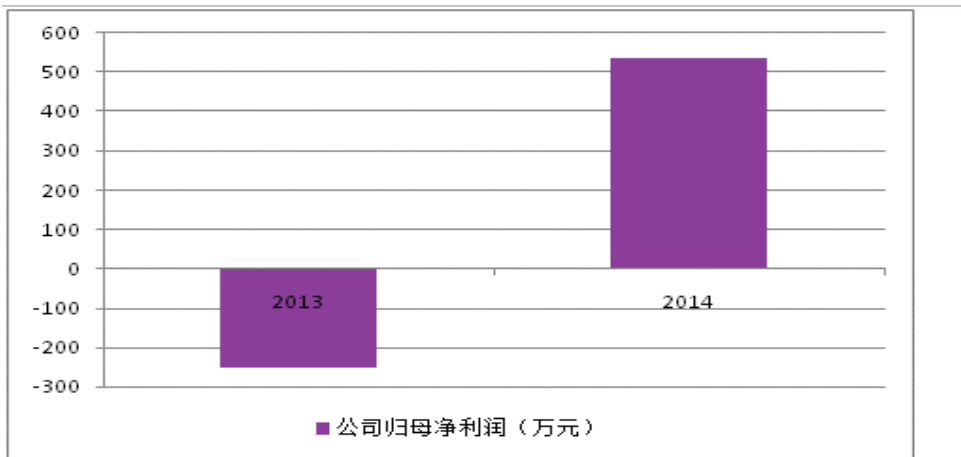
图表 4：公司主营业务收入



资料来源：WIND，联讯证券投研中心

2013 年，公司实现归母净利润亏损 250.62 万元。2014 年，公司营业收入的大幅增长，以及部分固定费用摊薄，带来了公司营业利润的增长；且期间公司获得了一定金额政府补助，一共实现归母净利润 534.4 万元。

图表 5：公司归母净利润



资料来源：WIND，联讯证券投研中心

四、评价打分情况

根据联讯证券新三板公司基本面评价办法，我们从所属行业、财务数据、流动性、规模及存续时间五方面对公司进行评价，公司综合得分为 7.1 分，总体水平表现较好。

图表 6：公司综合评价

影响因素	分类指标	数值	得分
一、所属行业	所属 wind 三级行业	软件	8
	近两年收入增长率均值	41%	4
二、财务数据	近两年归属于母公司所有者净利润增长率均值	320%	10
	资产负债率	21%	8
	速动比率	547%	10
三、流动性	股本（万股）	3,072	5
	收入规模（亿元）	0.2	7
四、规模	总资产规模（亿元）	0.4	7
	净资产规模（亿元）	0.3	7
五、存续时间	存续时间（年）	4	6
综合得分(满分 10 分)			7.1

资料来源：Wind，联讯证券投研中心

图表 7：公司总体评价标准

分数	评价描述	分数	评价描述	分数	评价描述	分数	评价描述
3.2≤N≤4	较差	4<N≤6.5	一般	6.5<N≤9	较好	9<N≤10	优质

资料来源：联讯证券投研中心

五、价值判断

预计 2016 年/2017 年/2018 年公司可以实现营业收入 6300 万元/1.5 亿元/2.4 亿元，实现净利润 661 万/1415 万元/4389 万元，对应 EPS 为 0.22 元/0.46 元/1.43 元。目前新三板上对标公司分豆教育的 PE（TTM）大约在 26 倍左右，主板上市公司方直科技，科大讯飞的 PE(TTM)大约在 238 和 85 左右。考虑到公司未来成长性，2016 年给予公司 120-180 倍的市盈率估值，每股价格大约在 26.4 元-39.6 元，公司价值应该在 8.11 亿元-12.2 亿元左右，按照此价格区间投资并且长期持有，则对应 2017 年的市盈率下降到 57-86 倍，2018 年市盈率下降到 18-28 倍。

公司目前净利润水平尚不高的原因可能和公司管理层前期稳扎稳打，保守为主的市场战略有关，但是公司产品收入依靠 C 端客户主动付费，从产品壁垒，用户体验和管理层经验等多角度来看，公司挂牌新三板融资后业绩实现快速增长的可能性较大，建议看好公司长期发展的投资者关注。

图表 8：行业内估值水平（截止 2016 年 1 月 18 日）

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)
831850.OC	分豆教育	25.76
831850.OC	方直科技	237.83
831850.OC	科大讯飞	84.75

资料来源：Wind，联讯证券投研中心

图表 9：清睿教育盈利预测

百万元（人民币）	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	20.94	34.00	63.00	150.00	340.00
增速	82.15%	62.38%	85.29%	138.10%	126.67%
营业成本	2.67	4.05	7.34	18.15	41.99
毛利率	87.23%	88.10%	88.35%	87.90%	87.65%
销售费用	8.92	17.00	24.57	67.50	153.00
管理费用	6.39	10.54	22.05	45.00	85.00
财务费用	(0.01)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIDTA	3.17	2.41	9.04	19.35	60.01
营业利润	2.84	2.40	9.00	19.25	59.71
利润总额	4.62	3.10	9.45	20.22	62.70
归属于母公司所有者的净利润	5.34	3.50	6.61	14.15	43.89
增速	639.54%	-34.51%	88.90%	114.04%	210.13%
EPS(元)	2.41	0.11	0.22	0.46	1.43

资料来源：Wind，联讯证券投研中心

六、风险提示

- 1) 业务推广不及预期；
- 2) 技术迭代风险。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。