

科大讯飞 (002230.SZ)

AI 大模型价值持续验证，商业变现值得期待

2023 年 08 月 13 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
陈宝健（分析师）
闫宁（联系人）

chenbaojian@kysec.cn

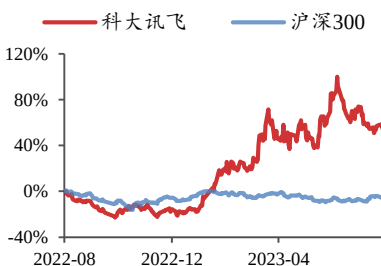
yanning@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790121050038

日期	2023/8/11
当前股价(元)	62.00
一年最高最低(元)	82.00/29.74
总市值(亿元)	1,435.72
流通市值(亿元)	1,319.25
总股本(亿股)	23.16
流通股本(亿股)	21.28
近 3 个月换手率(%)	222.17

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《二季度收入增速向好，大模型加速落地可期——公司信息更新报告》-2023.7.11

《星火大模型表现惊艳，AI 龙头扬帆起航——公司信息更新报告》-2023.5.7

《大模型即将发布，迎接新一轮 AI 浪潮——公司信息更新报告》-2023.4.22

● 人工智能龙头，维持“买入”评级

公司发布 2023 年半年报，二季度各项经营指标向好，内生高质量增长动力不改。AI 监管办法将于 8 月 15 日施行，同时公司星火大模型也将重磅升级，未来商业变现值得期待。考虑到研发投入及减值影响，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年的归母净利润为 10.10、13.21、17.23（原为 15.72、20.45、26.61）亿元，EPS 为 0.43、0.57、0.74（原为 0.68、0.88、1.15）元，当前股价对应 PE 为 142.6、109.0、83.6 倍，看好公司 AI 应用前景，维持“买入”评级。

● 内生高质量增长动力不改，二季度回款积极向好

（1）公司内生高质量增长动力不改。2023 上半年，公司实现收入 78.42 亿元，同比下滑 2.26%，实现归母净利润 7357 万元，同比下滑 73.54%。单二季度，实现收入 49.54 亿元，同比增长 9.68%，实现归母净利润 1.31 亿元，同比下滑 21.42%。二季度，公司归母净利润、扣非净利润、现金流均为正，内生高质量增长动力不改。**（2）研发投入及信用减值拖累利润增长。**上半年公司研发费用率同比增加 1.41 个百分点，公司加大核心技术攻关和大模型战略投入，进一步夯实坚实基础和先发优势。上半年公司信用减值损失为-2.82 亿元，2022 年同期为-0.16 亿元，主要系公司采用审慎的坏账计提政策，坏账准备计提金额增加所致。从二季度来看，公司销售回款 38.36 亿元，同比增长 3.48 亿元，经营性现金流净额 1.40 亿元，同比增长 5.75 亿元，回款情况积极向好。

● AI 大模型价值持续验证，商业变现值得期待

《生成式人工智能服务管理暂行办法》将于 8 月 15 日开始施行，同时公司星火大模型将迎来重磅升级，代码能力和多模态应用方面实现突破，AI 大模型商业变现落地值得期待。**（1）2C 方面**，AI 大模型已在 AI 学习机、讯飞听见、讯飞办公本等多个产品应用，并推动相关产品销售量质齐升，价值持续验证；**（2）2B 方面**，一方面，公司支持重点行业私有化部署自主可控的行业大模型，已与众多行业头部客户达成合作意向，另一方面，公司 AI 开放平台也将通过按调用量付费、应用合作分成、流量分成及订阅付费等多种方式进行变现，下半年值得期待。

● **风险提示：**教育订单不及预期；学习机销量不及预期；业务拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,314	18,820	20,738	27,107	35,286
YOY(%)	40.6	2.8	10.2	30.7	30.2
归母净利润(百万元)	1,556	561	1,010	1,321	1,723
YOY(%)	14.1	-63.9	80.0	30.8	30.4
毛利率(%)	41.1	40.8	40.8	40.9	41.0
净利率(%)	8.5	3.0	4.9	4.9	4.9
ROE(%)	9.3	3.0	5.5	6.7	8.1
EPS(摊薄/元)	0.67	0.24	0.43	0.57	0.74
P/E(倍)	92.5	256.6	142.6	109.0	83.6
P/B(倍)	8.6	8.8	8.4	7.9	7.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	19002	19757	21329	21998	23094
现金	5870	4346	5910	5925	8453
应收票据及应收账款	7917	10362	11468	11121	10933
其他应收款	372	349	366	329	313
预付账款	258	261	270	272	271
存货	2434	2729	1656	2505	1386
其他流动资产	2151	1710	1659	1846	1738
非流动资产	12392	13102	12532	12253	11775
长期投资	718	934	1217	1451	1663
固定资产	2523	2571	2535	2686	2882
无形资产	3188	3482	2870	2138	1292
其他非流动资产	5964	6114	5910	5978	5938
资产总计	31394	32859	33861	34251	34869
流动负债	11659	12082	12736	12536	12182
短期借款	525	364	464	441	436
应付票据及应付账款	6378	7493	7854	7775	7532
其他流动负债	4755	4226	4418	4320	4213
非流动负债	2398	3930	3541	3153	2758
长期借款	392	1714	1325	938	542
其他非流动负债	2006	2216	2216	2216	2216
负债合计	14057	16012	16277	15689	14939
少数股东权益	557	447	406	334	231
股本	2324	2324	2324	2324	2324
资本公积	10335	10032	10032	10032	10032
留存收益	5097	5427	6095	6946	8028
归属母公司股东权益	16781	16400	17178	18227	19699
负债和股东权益	31394	32859	33861	34251	34869

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	893	631	2807	1512	3988
净利润	1611	499	969	1249	1620
折旧摊销	1422	1611	1316	1439	1567
财务费用	-10	-79	-49	-107	-170
投资损失	8	-27	-123	-67	-42
营运资金变动	-2139	-2444	624	-831	1083
其他经营现金流	1	1071	68	-171	-70
投资活动现金流	-2579	-1704	-692	-922	-977
资本支出	2082	2268	-750	-611	-657
长期投资	-564	496	-283	-189	-211
其他投资现金流	-1061	1060	-1725	-1723	-1846
筹资活动现金流	2379	-318	-551	-575	-483
短期借款	-117	-161	100	-23	-5
长期借款	310	1322	-389	-387	-396
普通股增加	100	-1	0	0	0
资本公积增加	2996	-303	0	0	0
其他筹资现金流	-910	-1175	-262	-165	-82
现金净增加额	687	-1371	1564	15	2528

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18314	18820	20738	27107	35286
营业成本	10780	11136	12277	16020	20819
营业税金及附加	121	112	124	161	210
营业费用	2693	3164	3629	4608	5893
管理费用	1102	1227	1389	1762	2223
研发费用	2830	3111	3588	4608	5893
财务费用	-10	-79	-49	-107	-170
资产减值损失	-76	-81	311	81	0
其他收益	824	1065	931	958	967
公允价值变动收益	331	-251	160	100	60
投资净收益	-8	27	123	67	42
资产处置收益	-0	5	5	4	5
营业利润	1464	296	688	1102	1491
营业外收入	146	48	96	89	84
营业外支出	114	96	106	104	104
利润总额	1497	248	678	1086	1472
所得税	-114	-251	-291	-163	-147
净利润	1611	499	969	1249	1620
少数股东损益	54	-63	-41	-72	-103
归属母公司净利润	1556	561	1010	1321	1723
EBITDA	2801	1863	1915	2413	2875
EPS(元)	0.67	0.24	0.43	0.57	0.74

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	40.6	2.8	10.2	30.7	30.2
营业利润(%)	1.9	-79.8	132.5	60.2	35.4
归属于母公司净利润(%)	14.1	-63.9	80.0	30.8	30.4
获利能力					
毛利率(%)	41.1	40.8	40.8	40.9	41.0
净利率(%)	8.5	3.0	4.9	4.9	4.9
ROE(%)	9.3	3.0	5.5	6.7	8.1
ROIC(%)	7.9	2.5	4.2	5.3	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	44.8	48.7	48.1	45.8	42.8
净负债比率(%)	-21.8	-4.7	-15.5	-17.0	-30.5
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.8	1.0
应收账款周转率	2.7	2.1	1.9	2.4	3.2
应付账款周转率	1.9	1.6	1.6	2.0	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.24	0.43	0.57	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.27	1.21	0.65	1.72
每股净资产(最新摊薄)	7.22	7.06	7.39	7.85	8.48
估值比率					
P/E	92.5	256.6	142.6	109.0	83.6
P/B	8.6	8.8	8.4	7.9	7.3
EV/EBITDA	50.3	77.1	74.0	58.5	48.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn