

科大讯飞: Q2 经营逐步恢复, 星火大模型带动业务增长

2023年8月16日

事件 1: 2023年8月11日, 科大讯飞披露2023年H1业绩: 2023 H1 营业收入 78.42 亿元, 同比下降 2.26%, 归母净利润 0.74 亿元, 同比减少 73.54%, 扣非净利润-3.04 亿元, 同比下降 208.99%。Q2 扭转不利局面, 实现营收 49.54 亿元, 同比增长 9.68%。

事件 2: 8月15日, 公司举行讯飞星火认知大模型的重大版本升级发布会, 发布“讯飞星火认知大模型 V2.0”。

点评:

- **Q2 业绩逐步修复, 加大星火大模型研发投入。** 2023 H1 营业收入 78.42 亿元, 同比下降 2.26%, 归母净利润 0.74 亿元, 同比减少 73.54%, 扣非净利润-3.04 亿元, 同比下降 208.99%。2023H1 公司研发/销售/管理费用率分别为 19.34%/18.56%/7.16%, 同比增长分别为 1.41/1.47/0.62 pct。Q1 业绩下滑主要是因为 23 年初受新冠肺炎感染扩散和春节假期导致部分项目在 Q1 交付验收延迟, 以及美国实体清单在 22 年 10 月再次施压, 对公司供应链产生影响。Q1 营收 28.88 亿元, 毛利 12.09 亿元, 同比分别下降 17.64%和 14.89%。2023H1 公司进一步加大对讯飞的大模型研发投入, Q2 扭转宏观不利局面, 实现营收 49.54 亿元, 同比增长 9.68%, 毛利 19.38 亿元, 同比增长 7.8%, 完成经营性现金流净额 1.4 亿元, 较去年同期增加 5.74 亿元, 同比增长 132%。
- **AI+教育/医疗/办公等业务稳健发展, B+C 端加快 AI 商业化落地。** 下游客户结构看, GBC 三端结构有所调整, G 端收入有所下降, 但 BC 端保持良好态势, 抗风险能力进一步提升。分业务看: 1) 教育业务收入 22.85 亿元, 同比增长 3.96%, 主要是 AI 教育场景落地, 省外业务拓展顺利, 平台市场占有率保持第一, 学习机实现星火大模型搭载。C 端收入占比提升至 40%, 5、6 月讯飞 AI 学习机 GMV 分别同比增长 136%/217%。2) 开放平台和消费者业务收入 24.23 亿元, 同比增长 21.5%。其中智能硬件业务营收 5.75 亿, 同比增长 18.5%; 开放平台业务营收 15.85 亿, 同比增长 17.7%。8 月 9 日搭载星火大模型的讯飞智能本 X3 更新推出, AI 助手功能帮助用户语篇规整和生成会议纪要; 在国际化出海方面, 讯飞翻译机上半年销量同比增长 600%, 在电商 618 大促活动中, 连续 7 年京东&天猫双平台翻译机品类第一, 市场份额达 80%以上。开发者方面, 截至 23 年上半年, 讯飞人工智能开放平台已汇聚 497.4 万开发者, 近一年增长 45%, 未来将逐步对大模型的调用量付费、合作分成、订阅服务、流量分成等商业模式落地。3) 智慧医疗业务营收 1.92 亿, 同比增长 37.13%, 23 年上半年医院端收入增速达 56%, 智医助理覆盖全国 408 个县, C 端产品发力, 开发第一款医疗 C 端产品讯飞 AI 助听器。

- **股权激励考核指标调整，星火大模型有望迎来突破。**科大讯飞作为人工智能国家队，集中资源坚定投入星火大模型研发。8月12日，公司调整2021年发布的股权激励业绩考核指标，1)以大模型技术先进性考核为基础，基于国产算力平台实现大模型训练和推理，在性能上对标 ChatGPT 3.5（中文超越、英文相当）。2) 2023年业绩考核：以2020年营业收入为基数的增长率调整至50%/60%/70%。调整后股权激励目标具备较强的指引性，有利于加大人才保留力度，提高激励约束力，把握大模型产业出现的重要机遇，为股东创造长期价值。星火大模型战略规划清晰，8月15日，公司发布星火大模型认知 V2.0，代码能力、多模态能力取得突破，讯飞星火与华为昇腾深度合作推出了自主可控的星火一体机，此外，星火认知大模型在教育、办公等领域进一步的商业落地成果——星火语伴 2.0、星火教师助手以及 AI 学习机“AI 创意画板”和“AI 编程”新功能亦同步发布。公司预计10月24日通用模型对标 ChatGPT 3.5，达到中文超越、英文相当的水平。科大讯飞坚持“平台+赛道”战略，在大模型带来的 AGI 浪潮下，星火大模型有望带动下半年业务发展，实现商业化变现升级。
- **投资建议：**由于订单延期影响，我们调整公司 2023/2024/2025 年收入预测至 218.30/260.29/314.07 亿元，归母净利润预测至 11.41/15.64/19.91 亿元，EPS 分别为 0.49/0.68/0.86 元，对应 PE 分别为 130x/95x/74x。科大讯飞作为国内同时具备大模型和应用场景的企业，作为 AI 技术应用领域的头部厂商，通过平台+赛道深耕下游应用场景，通过 AI+教育、AI+办公、AI+医疗、AI+智慧城市、AI+汽车等方式，提供技术、产品及解决方案，在语音语义领域龙头属性较强，在智慧教育等下游应用领域且有较高的壁垒，维持“买入”评级。
- **风险因素：**业务推进不及预期；行业竞争加剧的风险；AI 技术进步不及预期

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	18,820	21,830	26,029	31,407
同比(%)	2.8%	16.0%	19.2%	20.7%
归属母公司净利润(百万)	561	1,141	1,564	1,991
同比(%)	-63.9%	103.4%	37.1%	27.3%
毛利率(%)	40.8%	41.3%	41.1%	41.4%
ROE(%)	3.4%	6.6%	8.3%	9.6%
EPS (摊薄)(元)	0.24	0.49	0.68	0.86
P/E	264.08	129.86	94.74	74.44
P/B	9.04	8.62	7.89	7.12

资料来源：wind，信达证券研究开发中心预测；注：股价为2023年8月15日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	19,002	19,757	20,943	22,957	25,489
货币资金	5,870	4,346	3,087	2,253	1,709
应收票据	431	492	576	701	859
应收账款	7,486	9,870	11,849	13,805	15,812
预付账款	258	261	307	368	442
存货	2,434	2,729	2,923	3,345	3,846
其他	2,523	2,059	2,201	2,485	2,820
非流动资产	12,392	13,102	14,170	14,905	15,614
长期股权投资	718	934	1,114	1,294	1,474
固定资产(合)	2,523	2,571	2,650	2,710	2,750
无形资产	2,392	2,765	3,165	3,565	3,965
其他	6,760	6,831	7,240	7,336	7,425
资产总计	31,394	32,859	35,113	37,862	41,103
流动负债	11,659	12,082	13,193	14,316	15,496
短期借款	525	364	364	364	364
应付票据	2,526	2,212	2,312	2,511	2,761
应付账款	3,853	5,280	5,906	6,385	6,748
其他	4,755	4,226	4,611	5,056	5,623
非流动负债	2,398	3,930	4,250	4,250	4,250
长期借款	392	1,714	1,714	1,714	1,714
其他	2,006	2,216	2,536	2,536	2,536
负债合计	14,057	16,012	17,443	18,566	19,746
少数股东权益	557	447	470	502	543
归属母公司股东	16,781	16,400	17,199	18,794	20,815
负债和股东权益	31,394	32,859	35,113	37,862	41,103

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,314	18,820	21,830	26,029	31,407
同比(%)	40.6%	2.8%	16.0%	19.2%	20.7%
归属母公司净利	1,556	561	1,141	1,564	1,991
同比(%)	14.1%	-63.9%	103.4%	37.1%	27.3%
毛利率(%)	41.1%	40.8%	41.3%	41.1%	41.4%
ROE%	9.3%	3.4%	6.6%	8.3%	9.6%
EPS(摊薄)(元)	0.67	0.24	0.49	0.68	0.86
P/E	95.22	264.08	129.86	94.74	74.44
P/B	8.83	9.04	8.62	7.89	7.12
EV/EBITDA	43.81	33.50	53.69	45.90	40.11

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,314	18,820	21,830	26,029	31,407
营业成本	10,780	11,136	12,807	15,324	18,404
营业税金及附加	121	112	109	130	157
销售费用	2,693	3,164	3,558	4,165	5,057
管理费用	1,102	1,227	1,391	1,666	2,041
研发费用	2,830	3,111	3,449	3,956	4,680
财务费用	-10	-79	-13	12	29
减值损失合计	-76	-81	-60	-60	-60
投资净收益	-8	27	22	26	31
其他	749	202	696	881	1,051
营业利润	1,464	296	1,186	1,622	2,062
营业外收支	32	-48	-10	-10	-10
利润总额	1,497	248	1,176	1,612	2,052
所得税	-114	-251	12	16	21
净利润	1,611	499	1,165	1,596	2,031
少数股东损益	54	-63	23	32	41
归属母公司净利	1,556	561	1,141	1,564	1,991
EBITDA	2,686	2,232	2,758	3,245	3,727
EPS(当年)(元)	0.70	0.24	0.49	0.68	0.86

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	893	631	1,123	1,574	1,858
净利润	1,611	499	1,165	1,596	2,031
折旧摊销	1,512	1,742	1,595	1,621	1,647
财务费用	26	12	74	74	74
投资损失	-32	8	-28	-22	-26
营运资金变动	-2,004	-2,214	-1,988	-2,155	-2,326
其它	-260	620	299	465	464
投资活动现金流	-2,579	-1,704	-2,386	-2,335	-2,328
资本支出	-2,080	-2,265	-2,466	-2,171	-2,170
长期投资	-560	470	-180	-180	-180
其他	61	91	261	16	21
筹资活动现金流	2,379	-318	-6	-74	-74
吸收投资	3,398	40	-152	0	0
借款	696	3,812	0	0	0
支付利息或股息	-498	-319	-304	-74	-74
现金流净增加额	687	-1,371	-1,259	-834	-544

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师。北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商、新消费等多个板块，元宇宙二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice最佳分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年(人工智能、虚拟数字人等)，拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。