

星火大模型“放大器效应”得到验证

2023 年 08 月 13 日

➤ **事件：**2023 年 8 月 11 日，科大讯飞发布 2023 年半年报，公司 2023 年上半年实现营业收入 78.42 亿元，同比下滑 2.26%；实现净利润 0.74 亿元，同比下滑 73.54%。

➤ **星火大模型持续迭代，率先落地 2C 硬件带来销量跃迁，大模型与现有业务的“放大器效应”得到验证。**讯飞星火认知大模型率先实现了在教育、医疗、汽车、办公、工业、智能硬件等多个行业的深度应用，以 2C 智能硬件为前瞻，星火认知大模型发布后，2023 年 5 月-6 月，公司 C 端硬件 GMV 创历史新高，同比翻倍增长，以学习机为例，5 月、6 月，大模型加持后学习机 GMV 分别同比增长 136%和 217%；讯飞 AI 硬件（AI 学习、AI 办公、AI 健康）在“618”期间销售额同比增长 125%。我们认为，星火大模型与现有业务的“放大器效应”已经得到验证，未来有望在大模型性能提升和更多 AI 应用落地的背景下为公司提供快速成长的动力。

➤ **公司各业务线处于良好发展态势，报告期内：**

➤ **教育：**因材施教解决方案新增 5 个地区，已累计在 50 多个市、区（县）级应用；讯飞课后服务业务已覆盖超 300 区县、12,000 余所学校，平台市场占有率继续保持第一；AI 学习机销售毛利同比增长 60%。

➤ **智慧医疗：**智医助理累计覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）、408 个区县并常态化应用，辅助基层医生完成超过 2.3 亿份规范电子病历；AI 患者管理已累计服务 4.4 万患者，覆盖 20 多个科室的主要病种；AI 慢病管理陆续在无锡市经开区、濮阳市濮阳县、淄博市临淄区陆续中标；数字影像服务平台已连通 1850 多家医疗机构，汇聚了 2500 多名医学影像专家，创建影像会诊团队 390 多个。

➤ **开放平台和消费者业务：**讯飞开放平台开发者数为 497.4 万（去年同期 343 万），近一年增长 45%，其中讯飞星火认知大模型发布后，开发者数量在两个月内增加了 85 万家。

➤ **投资建议：**公司在美国极限施压的背景下，已经走出阶段性影响，重新进入良性发展轨道，在全力加大“讯飞星火认知大模型”研发投入的前提下，公司第二季度仍然实现了收入、毛利、现金流均为正向增长，并且实现了归母净利润、扣非净利润、现金流均为正，公司将大模型训练平台自主可控与性能对标 GPT3.5 写入业绩考核要求，此外还需要公司 2023 年收入相比 2020 年收入增长率不低于 70%才能够 100%解锁期权，看好公司在大模型领域的领先地位，以及公司将大模型与各业务相结合的“放大器效应”，我们预计科大讯飞 2023-2025 年 EPS 分别为 0.63 元、0.83 元、1.17 元，2023 年 8 月 11 日收盘价对应 PE 分别为 98X、75X、53X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争风险；业务推进不及预期风险；用户增长不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	18,820	24,376	31,979	41,735
增长率（%）	2.8	29.5	31.2	30.5
归属母公司股东净利润（百万元）	561	1,460	1,919	2,709
增长率（%）	-63.9	160.1	31.5	41.2
每股收益（元）	0.24	0.63	0.83	1.17
PE	256	98	75	53
PB	8.8	8.2	7.5	6.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

62.00 元


分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

相关研究

- 1.科大讯飞 (002230.SZ) 公司点评：大模型扬帆央企市场-2023/08/09
- 2.科大讯飞 (002230.SZ) 深度报告：星火燎原，一飞冲天-2023/05/09
- 3.科大讯飞 (002230.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：星火大模型推动“顶天立地”战略进入新高度-2023/05/06
- 4.科大讯飞 (002230.SZ) 2022 年三季度点评：业绩短期承压，坚持长期根据地业务落地-2022/11/01
- 5.科大讯飞 (002230.SZ) 2022 年中报点评：业绩稳健增长，“平台+赛道”战略稳步推进-2022/08/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,820	24,376	31,979	41,735
营业成本	11,136	13,809	17,800	23,069
营业税金及附加	112	153	202	275
销售费用	3,164	3,900	5,436	7,095
管理费用	1,227	1,467	2,024	2,517
研发费用	3,111	3,705	4,957	6,469
EBIT	490	1,744	2,044	2,917
财务费用	-79	-22	-157	-299
资产减值损失	-81	-75	-80	-85
投资收益	27	24	32	42
营业利润	296	1,727	2,172	3,173
营业外收支	-48	2	99	30
利润总额	248	1,729	2,271	3,203
所得税	-251	104	173	243
净利润	499	1,625	2,097	2,961
归属于母公司净利润	561	1,460	1,919	2,709
EBITDA	2,232	3,586	4,069	5,237

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,346	9,223	13,940	18,879
应收账款及票据	10,362	9,231	5,479	9,314
预付款项	261	365	469	590
存货	2,729	3,333	4,423	5,665
其他流动资产	2,059	2,288	2,544	3,416
流动资产合计	19,757	24,440	26,855	37,863
长期股权投资	934	1,109	1,109	1,109
固定资产	2,571	2,931	3,156	3,251
无形资产	2,765	2,765	2,765	2,765
非流动资产合计	13,102	13,478	13,723	13,873
资产合计	32,859	37,918	40,578	51,736
短期借款	364	264	164	64
应付账款及票据	7,493	8,618	8,193	14,876
其他流动负债	4,226	6,516	7,895	9,894
流动负债合计	12,082	15,398	16,252	24,834
长期借款	1,714	2,280	2,280	2,280
其他长期负债	2,216	2,216	2,216	2,216
非流动负债合计	3,930	4,495	4,495	4,495
负债合计	16,012	19,893	20,747	29,329
股本	2,324	2,316	2,316	2,316
少数股东权益	447	613	791	1,043
股东权益合计	16,847	18,025	19,831	22,408
负债和股东权益合计	32,859	37,918	40,578	51,736

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.77	29.52	31.19	30.51
EBIT 增长率	-58.20	255.65	17.20	42.71
净利润增长率	-63.94	160.06	31.46	41.20
盈利能力 (%)				
毛利率	40.83	43.35	44.34	44.73
净利率	2.98	5.99	6.00	6.49
总资产收益率 ROA	1.71	3.85	4.73	5.24
净资产收益率 ROE	3.42	8.38	10.08	12.68
偿债能力				
流动比率	1.64	1.59	1.65	1.52
速动比率	1.25	1.25	1.24	1.18
现金比率	0.36	0.60	0.86	0.76
资产负债率 (%)	48.73	52.46	51.13	56.69
经营效率				
应收账款周转天数	165.99	140.00	80.00	60.00
存货周转天数	83.45	80.00	80.00	80.00
总资产周转率	0.59	0.69	0.81	0.90
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.63	0.83	1.17
每股净资产	7.08	7.52	8.22	9.23
每股经营现金流	0.27	3.09	3.17	3.43
每股股利	0.10	0.10	0.13	0.17
估值分析				
PE	256	98	75	53
PB	8.8	8.2	7.5	6.7
EV/EBITDA	64.51	40.15	35.38	27.49
股息收益率 (%)	0.16	0.16	0.20	0.27

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	499	1,625	2,097	2,961
折旧和摊销	1,742	1,842	2,025	2,320
营运资金变动	-2,214	3,084	2,701	2,028
经营活动现金流	631	7,147	7,349	7,940
资本开支	-2,265	-2,157	-2,152	-2,440
投资	470	-48	0	0
投资活动现金流	-1,704	-2,181	-2,120	-2,398
股权募资	40	-217	0	0
债务募资	1,363	465	-100	-100
筹资活动现金流	-318	-90	-512	-602
现金净流量	-1,371	4,877	4,717	4,939

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026