

2023年08月19日

科大讯飞（002230.SZ）

公司快报

计算机 | 新兴计算机软件III

投资评级

买入-A(首次)

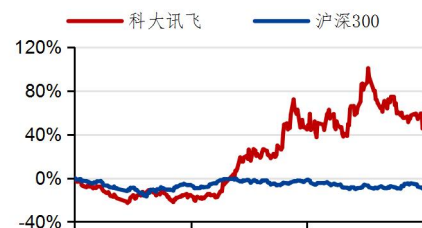
股价(2023-08-17)

58.83 元

交易数据

总市值（百万元）	136,231.20
流通市值（百万元）	125,180.12
总股本（百万股）	2,315.68
流通股本（百万股）	2,127.83
12个月价格区间	77.59/31.49

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.44	3.36	56.19
绝对收益	-16.18	-0.34	47.89

分析师

方闻千

 SAC 执业证书编号：S0910523070001
 fangwenqian@huajinsec.com

相关报告

二季度经营全面改善，AI 布局国内领先

投资要点

事件：公司发布 2023H1 业绩报告，2023H1 实现收入 78.42 亿元，同比降低 2.26%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比降低 73.54%；实现扣非净利润-3.04 亿元，同比降低 208.99%。2023Q2 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，同比降低 21.42%；实现扣非净利润 0.34 亿元，同比降低 74.45%。

◆ **公司二季度经营效益全面改善。**上半年公司收入端同比小幅下滑，主要由于公司此前在 AI 等领域研发投入和市场调整，叠加疫情等外部环境因素，对今年一季度的产品供应和市场销售等造成阶段性困难，因此公司一季度收入增长受到较大影响。同时，面对人工智能产业发展的历史机遇期，公司持续加大对通用人工智能认知大模型的战略投入，导致了当期利润收到较大影响。单季度来看，二季度公司经营改善明显，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，在保持研发投入的情况下，二季度经营效益相较于一季度有明显改善。

◆ **底层模型能力不断突破，讯飞再 AI 大模型能力上已处于国内领先水平。**2022 年 12 月，在 ChatGPT 发布后，科大讯飞启动了“1+N 认知智能大模型技术及应用”专项攻关；2023 年 5 月 6 日，发布了星火认知大模型 V1.0，技术水平在可测的国内大模型中处于业界领先；6 月 9 日升级星火认知大模型 V1.5 版本，开放问答取得突破，逻辑推理和数学能力升级、多轮对话能力升级。8 月 15 日发布的 V2.0 版本实现了代码能力和多模态交互能力的突破；此外预计 10 月 24 日星火大模型将实现对标 ChatGPT 的目标（中文超越，英文相当）。

◆ **产品端已经取得多项 AI 商业化成果，且在销售数据上已得到初步验证。**目前公司已经在教育、医疗、智慧城市、企业数智化转型等重点行业推出相应的 AI 应用，并且将生成式 AI 能力计入了学习机、智能办公本、智能录音笔、翻译机、智能助听器等公司的主要 C 端智能硬件产品。2023 年 5 月到 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 月及 6 月，由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%。

◆ **投资建议：**公司作为国内 AI 头部厂商，业务涵盖教育、运营商、金融、汽车等多个领域。同时，受益人工智能高景气度，公司业绩预计将持续向好。我们预测公司 23-25 年实现收入 232.52/300.80/382.73 亿元，实现归母净利润 12.27/17.69/25.96 亿元；EPS 分别为 0.53、0.76、1.12 元，对应 PE 分别为 111.0、77.0、52.5 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆ **风险提示：**业务推进不及预期；汇率波动风险；客户拓展不及预期。



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,314	18,820	23,252	30,080	38,273
YoY(%)	40.6	2.8	23.6	29.4	27.2
净利润(百万元)	1,556	561	1,227	1,769	2,596
YoY(%)	14.1	-63.9	118.6	44.2	46.8
毛利率(%)	41.1	40.8	39.3	38.8	38.2
EPS(摊薄/元)	0.67	0.24	0.53	0.76	1.12
ROE(%)	9.3	3.0	6.8	8.9	11.5
P/E(倍)	87.5	242.7	111.0	77.0	52.5
P/B(倍)	8.1	8.3	7.8	7.2	6.4
净利率(%)	8.5	3.0	5.3	5.9	6.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

在 AI 产业浪潮的背景下，公司推出星火认知大模型的“1+N”架构，赋能科大讯飞的教育、办公、智能座舱、工业等多领域应用产品，提升了公司主要 C 端硬件产品价值量，未来将进一步增厚未来公司业绩。我们预测 2023-2025 年公司实现营收 232.52/300.80/382.73 亿元，毛利率 39.28%、38.76%、38.15%。其中，

1) 教育业务：“双减”政策出台加速教育智能化，为公司带来成长动力，同时公司推出星火大模型，赋能 AI 学习机，提升了单品价值量，实现可持续性的流水收入。预计 23-25 年公司实现收入 83.95、115.68、154.61 亿元，毛利率 46.99%、46.50%、46.00%；

2) 智慧城市：政府数字化加速发展，结合星火认知大模型技术，公司智慧城市建设进一步拓展，持续创新智慧水利、数智园区、水利等行业应用场景。23-25 年实现收入 50.32、58.52、66.27 亿元，毛利率 30.36%、29.09%、27.98%；

3) 开放平台及消费者：讯飞平台已经与超 6000 家客户达成合作意向，且在星火大模型的迭代下，未来讯飞开放平台生态将进一步完善。同时，随着海外渠道、营销、售后等配套体系的不断完善，公司智能办公笔、翻译机、录音笔等销售量将稳步提升，增厚讯飞消费者业务。预计 23-25 年公司实现收入 56.03、68.57、84.56 亿元，毛利率 33.40%、31.62%、30.56%；

4) 运营商：语音类应用服务上线超百款，在用户月活率以及 ARPU 值的不断提升下，公司运营商业务发展迅速。预计 23-25 年公司实现收入 27.29、38.30、52.04 亿元，毛利率 35.21%、34.79%、32.56%；

5) 智慧汽车：公司智能交互产品已经覆盖主流车企，并逐步拓展与海外车企的合作，且随着车型的量产，公司智慧汽车业绩将进一步提升。预计 23-25 年公司实现收入 5.82、7.87、10.24 亿元，毛利率 62.44%、61.82%、60.28%；

6) 智慧医疗：公司主要有智医助理、AI 患者管理、AI 慢病管理、智慧医保、C 端健康硬件等产品，在医疗服务体系、数字乡村发展工作要点等政策的不断催化，以及大模型赋能下，公司智慧医疗业务将稳步提升。预计 23-25 年公司实现收入 5.73、7.69、10.02 亿元，毛利率 44.06%、43.29%、43.79%；

7) 智慧金融：公司正式发布星火智能客服解决方案，并积极探索金融营销、中台、封控、服务等场景，带来更多增量机会。预计 23-25 年公司现收入 2.83、3.53、4.25 亿元，毛利率 65.22%、64.37%、62.79%。

表 1：分产品预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
教育领域						
收入	4186.53	6231.57	6419.90	8394.66	11568.19	15461.15
增速	67.59%	48.85%	3.02%	30.76%	37.80%	33.65%
毛利率	52.68%	50.25%	47.96%	46.99%	46.50%	46.00%
智慧城市						

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
信息工程	3837.01	4973.60	4445.59	5032.22	5851.55	6627.09
增速	9.46%	29.62%	-10.62%	13.20%	16.28%	13.25%
毛利率	39.68%	31.47%	31.63%	30.36%	29.09%	27.98%
开放平台及消费者业务						
开放平台	3079.98	4687.40	4640.35	5602.52	6856.73	8456.38
增速	16.48%	52.19%	-1.00%	20.73%	22.39%	23.33%
毛利率	34.52%	32.25%	36.10%	33.40%	31.62%	30.56%
运营商相关业务						
收入	1098.89	1393.23	2,097.23	2728.71	3829.74	5203.85
增速	1316.98%	26.79%	50.53%	30.11%	40.35%	35.88%
毛利率	46.92%	47.04%	38.92%	35.21%	34.79%	32.56%
智慧汽车						
收入	323.51	449.41	464.58	581.56	786.91	1023.69
增速	-12.98%	38.92%	3.37%	25.18%	35.31%	30.09%
毛利率	65.23%	63.50%	66.10%	62.44%	61.82%	60.28%
医疗业务						
收入	312.68	337.87	467.48	572.71	769.04	1001.83
增速	69.25%	8.06%	38.36%	22.51%	34.28%	30.27%
毛利率	52.91%	48.97%	45.78%	44.06%	43.29%	43.79%
智慧金融						
收入	147.01	196.73	234.76	282.77	352.78	424.71
增速	-25.84%	33.82%	19.33%	20.45%	24.76%	20.39%
毛利率	73.59%	70.92%	68.72%	65.22%	64.37%	62.79%
其他						
收入	39.04	43.79	50.34	57.34	65.19	74.09
增速	11.94%	12.16%	14.96%	13.89%	13.69%	13.65%
毛利率	71.33%	64.85%	50.47%	50.02%	49.06%	46.56%
合计						
收入	13024.7	18313.6	18820.2	23252.48	30080.13	38272.80
增速	29.23%	40.61%	2.77%	23.55%	29.36%	27.24%
毛利率	45.12%	41.13%	40.83%	39.28%	38.76%	38.15%

资料来源: Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

我们选取 AI 赛道相关公司虹软科技（机器视觉）、海天瑞声（AI 算法）、拓尔思（大数据）、萤石网络（机器视觉）作为可比公司。

表 2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	营业收入/亿元			PS		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688088.SH	虹软科技	36.32	147.46	6.70	8.44	10.21	22.02	17.47	14.44
688787.SH	海天瑞声	78.57	47.40	3.46	4.44	5.69	13.70	10.68	8.33
300229.SZ	拓尔思	20.42	162.40	12.29	15.58	20.04	13.21	10.42	8.10

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	营业收入/亿元			PS		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688475.SH	萤石网络	43.80	246.38	54.59	68.62	86.42	4.51	3.59	2.85
平均值		44.78	150.91	19.26	24.27	30.59	13.36	10.54	8.43
002230.SZ	科大讯飞	58.83	1362.31	232.52	300.80	382.73	5.86	4.53	3.56

资料来源：除科大讯飞外，其他可比公司数据来自 Wind 一致预期（采用 8.17 收盘价）、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	19002	19757	25060	27667	36788
现金	5870	4346	9441	4062	9633
应收票据及应收账款	7917	10362	9283	16102	17686
预付账款	258	261	356	439	588
存货	2434	2729	3663	4703	6110
其他流动资产	2523	2059	2317	2362	2772
非流动资产	12392	13102	12899	13406	13454
长期投资	718	934	1097	1268	1453
固定资产	2523	2571	3173	3977	4795
无形资产	3188	3482	2870	2138	1292
其他非流动资产	5964	6114	5758	6023	5915
资产总计	31394	32859	37958	41072	50243
流动负债	11659	12082	16841	18750	26074
短期借款	525	364	511	467	447
应付票据及应付账款	6378	7493	8862	12437	15619
其他流动负债	4755	4226	7468	5847	10008
非流动负债	2398	3930	3243	3068	2721
长期借款	392	1714	1372	1038	682
其他非流动负债	2006	2216	1870	2031	2039
负债合计	14057	16012	20083	21819	28795
少数股东权益	557	447	432	372	231
股本	2324	2324	2324	2324	2324
资本公积	10335	10032	10032	10032	10032
留存收益	5097	5427	6280	7499	9137
归属母公司股东权益	16781	16400	17443	18881	21217
负债和股东权益	31394	32859	37958	41072	50243

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	893	631	7158	-3010	7956
净利润	1611	499	1212	1709	2455
折旧摊销	1422	1611	1353	1553	1766
财务费用	-10	-79	-64	-22	-11
投资损失	8	-27	-17	-12	-19
营运资金变动	-2139	-2444	4483	-6035	3793
其他经营现金流	1	1071	193	-202	-28
投资活动现金流	-2579	-1704	-1346	-1824	-1775
筹资活动现金流	2379	-318	-717	-545	-610

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.67	0.24	0.53	0.76	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.27	3.09	-1.30	3.44
每股净资产(最新摊薄)	7.25	7.08	7.51	8.14	9.15

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18314	18820	23252	30080	38273
营业成本	10780	11136	14119	18420	23671
营业税金及附加	121	112	144	188	235
营业费用	2693	3164	3627	4512	5358
管理费用	1102	1227	1395	1624	1940
研发费用	2830	3111	3534	4332	5358
财务费用	-10	-79	-64	-22	-11
资产减值损失	-481	-699	-652	-882	-1156
公允价值变动收益	331	-251	145	75	-10
投资净收益	-8	27	17	12	19
营业利润	1464	296	890	1157	1534
营业外收入	146	48	112	102	87
营业外支出	114	96	111	107	105
利润总额	1497	248	891	1153	1517
所得税	-114	-251	-320	-556	-938
税后利润	1611	499	1212	1709	2455
少数股东损益	54	-63	-15	-59	-141
归属母公司净利润	1556	561	1227	1769	2596
EBITDA	2801	1863	2114	2572	3134

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	40.6	2.8	23.6	29.4	27.2
营业利润(%)	1.9	-79.8	201.0	30.1	32.5
归属于母公司净利润(%)	14.1	-63.9	118.6	44.2	46.8
获利能力					
毛利率(%)	41.1	40.8	39.3	38.8	38.2
净利率(%)	8.5	3.0	5.3	5.9	6.8
ROE(%)	9.3	3.0	6.8	8.9	11.5
ROIC(%)	8.1	2.6	5.2	7.2	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	44.8	48.7	52.9	53.1	57.3
流动比率	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	2.7	2.1	2.4	2.4	2.3
应付账款周转率	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7
估值比率					
P/E	87.5	242.7	111.0	77.0	52.5
P/B	8.1	8.3	7.8	7.2	6.4
EV/EBITDA	47.4	72.8	61.6	52.6	41.2

资料来源：华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

方闻千声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn