

评级: 买入 (维持)

市场价格: 41.14 元

分析师: 闻学臣

执业证书编号: S0740519090007

Email: wenxc@zts.com.cn

联系人: 王雪晴

Email: wangxq03@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	2,316
流通股本(百万股)	2,155
市价(元)	41.14
市值(百万元)	95,267
流通市值(百万元)	88,644

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	18,314	18,820	20,167	23,573	28,858
增长率 yoy%	40.6%	2.8%	7.2%	16.9%	22.4%
净利润 (百万元)	1,556	561	712	874	1,123
增长率 yoy%	14.1%	-63.9%	26.9%	22.8%	28.4%
每股收益 (元)	0.67	0.24	0.31	0.38	0.49
每股现金流量	0.39	0.27	0.49	0.70	0.62
净资产收益率	9.0%	3.3%	4.2%	5.0%	6.2%
P/E	61	170	134	109	85
P/B	6	6	6	6	5

备注: 股价采用 2024 年 1 月 30 日收盘价

### 投资要点

- 投资事件: 科大讯飞发布 2023 年业绩预告, 2023 年预计全年实现营业收入超过 200 亿元, 较上年增长约 7%; 实现归母净利润 6.45-7.3 亿元, 比上年同期增长 15%-30%。1 月 30 日, 公司发布了基于国产算力训练的星火认知大模型 V3.5 和星火开源-13B 模型, 以及能力超越 Whisper V3 的星火语音大模型。**
- 23 年全年业绩稳健增长, Q4 经营情况有所改善。2023 年全年公司预计实现营业收入 200+亿元; 归母净利润 6.45-7.30 亿元; 扣非净利润 0.8-1.2 亿元。至 2023 年 12 月 31 日公司经营性现金流量净额超 3 亿元。其中 Q4 单季度公司预计实现营业收入超过 7.5 亿元, 较上年同期增长超过 20%; 实现毛利超过 32 亿元, 较上年同期增长超过 25%; 单 Q4 经营性现金流超过 14 亿元。我们认为, 公司全年业绩稳中有升, Q4 实现了较快业绩增长, 且从 Q4 单季经营现金流看回款得到较好改善。**
- 星火 V3.5 能力部分超越 GPT-4 Turbo, 由全国产算力平台“飞星一号”支持训练。讯飞星火 V3.5 在语言理解、文本生成、知识问答、逻辑推理、数学能力、代码能力和多模态能力七个方面进行了全面升级。其中语言理解、数学能力超过 GPT-4 Turbo, 代码水平达到 GPT-4 Turbo 96%, 多模态理解能力达到 GPT-4V 91%。讯飞还发布了星火开源-13B 版本模型。模型训练针对昇腾算力芯片进行了优化, 其训练效率已经能达 A100 的 90%。我们认为星火 V3.5 的能力已经非常接近 GPT-4 水平, 有望在未来应用中持续赋能公司产品。**
- 发布星火语音大模型, 多语种表现超越 Whisper V3。星火语音大模型在语文、英语、法语、俄语等 37 个主流语种的语音识别效果超过了 OpenAI Whisper V3, 而在多语种语音合成方面, 星火语音大模型的首批 40 个语种拟人度超 83%。我们认为, 公司在语音领域多年领先, 其语音大模型能够赋能翻译机产品, 带来更大产品力提升并拉动 C 端业绩增长。**
- 投资建议: 科大讯飞全方位投入人工智能大模型研发, 与昇腾生态深度绑定, 在国产算力底座中训练出了逼近 GPT-4 Turbo 水平的 V3.5 大模型, 有望在教育、医疗等领域实现产品力升级, 增长空间广阔。但考虑到下游需求尚未完全复苏, 大模型产品应用突破还需一定时间, G 端业务拓展和项目回款也可能受到影响。因此我们调整盈利预期, 预计公司 23/24/25 年实现收入 201.67/235.73/288.58 亿元 (前值 203.13/262.97/344.92 亿元), 实现净利润 7.12/8.74/11.23 亿元 (前值 6.43/10.08/15.06 亿元), 维持公司“买入”评级。**
- 风险提示: AI 技术落地不及预期, 业务推进速度不及预期, 竞争加剧等。**

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,346	10,084	9,429	11,543	营业收入	18,820	20,167	23,573	28,858
应收票据	492	484	519	606	营业成本	11,136	11,798	13,816	16,968
应收账款	9,870	9,580	10,526	12,611	税金及附加	112	120	140	172
预付账款	261	236	263	305	销售费用	3,164	3,227	3,677	4,415
存货	2,729	2,948	3,385	3,991	管理费用	1,227	1,267	1,445	1,723
合同资产	1,012	605	707	866	研发费用	3,111	3,884	4,479	5,425
其他流动资产	2,059	1,714	2,004	2,453	财务费用	-79	91	183	291
流动资产合计	19,757	25,046	26,125	31,509	信用减值损失	-617	-220	-220	-130
其他长期投资	1,417	1,506	1,729	2,077	资产减值损失	-81	-80	-70	-70
长期股权投资	934	934	934	934	公允价值变动收益	-251	50	60	70
固定资产	2,571	2,657	2,791	2,969	投资收益	27	17	12	19
在建工程	689	789	789	689	其他收益	1,065	945	945	985
无形资产	2,765	3,798	4,912	5,884	营业利润	296	498	565	743
其他非流动资产	4,725	4,756	4,778	4,807	营业外收入	48	51	82	60
非流动资产合计	13,102	14,440	15,934	17,359	营业外支出	96	100	100	100
资产合计	32,859	39,485	42,059	48,868	利润总额	248	449	547	703
短期借款	364	7,791	8,228	11,709	所得税	-251	-269	-317	-394
应付票据	2,212	2,596	3,178	4,072	净利润	499	718	864	1,097
应付账款	5,280	5,663	6,701	8,314	少数股东损益	-63	6	-10	-26
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	562	712	874	1,123
合同负债	1,052	1,210	1,179	1,154	NOPLAT	341	863	1,153	1,551
其他应付款	1,130	70	75	80	EPS (摊薄)	0.24	0.31	0.38	0.49
一年内到期的非流动负债	421	60	40	20					
其他流动负债	1,622	1,067	1,231	1,458					
流动负债合计	12,082	18,457	20,630	26,808					
长期借款	1,714	1,714	1,714	1,714					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	2,216	2,216	2,216	2,216					
非流动负债合计	3,930	3,930	3,930	3,930					
负债合计	16,012	22,386	24,560	30,738					
归属母公司所有者权益	16,400	16,646	17,056	17,714					
少数股东权益	447	453	443	417					
所有者权益合计	16,847	17,099	17,499	18,131					
负债和股东权益	32,859	39,485	42,059	48,868					

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	631	1,135	1,632	1,444
现金收益	2,031	1,443	1,801	2,275
存货影响	-295	-219	-437	-606
经营性应收影响	-2,367	404	-937	-2,146
经营性应付影响	650	-294	1,625	2,513
其他影响	613	-198	-421	-593
投资活动现金流	-1,704	-1,909	-2,055	-2,035
资本支出	-2,435	-1,853	-2,003	-1,937
股权投资	-216	0	0	0
其他长期资产变化	947	-56	-52	-98
融资活动现金流	-318	6,511	-231	2,705
借款增加	1,404	7,066	417	3,461
股利及利息支付	-319	-697	-553	-913
股东融资	40	0	0	0
其他影响	-1,443	142	-95	157

  

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	2.8%	7.2%	16.9%	22.4%
EBIT 增长率	-88.6%	218.7%	35.3%	36.3%
归母公司净利润增长率	-63.9%	26.9%	22.8%	28.4%
获利能力				
毛利率	40.8%	41.5%	41.4%	41.2%
净利率	2.6%	3.6%	3.7%	3.8%
ROE	3.3%	4.2%	5.0%	6.2%
ROIC	1.4%	2.6%	3.2%	3.8%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	48.7%	56.7%
债务权益比	28.0%	68.9%	69.7%	86.4%
流动比率	1.6	1.4	1.3	1.2
速动比率	1.4	1.2	1.1	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	166	174	154	144
应付账款周转天数	148	167	161	159
存货周转天数	83	87	83	78
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.31	0.38	0.49
每股经营现金流	0.27	0.49	0.70	0.62
每股净资产	7.06	7.17	7.34	7.63
估值比率				
P/E	170	134	109	85
P/B	6	6	6	5
EV/EBITDA	148	225	178	140

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。