

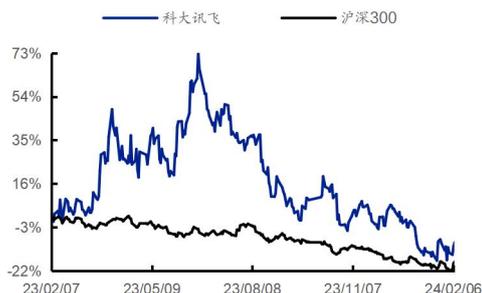
研究所:  
 证券分析师: 刘熹 S0350523040001  
 liux10@ghzq.com.cn

## “双提升”方案提振信心，星火大模型将对标

### GPT4-Turbo

#### ——科大讯飞（002230）点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2024/02/07

| 表现    | 1M   | 3M     | 12M    |
|-------|------|--------|--------|
| 科大讯飞  | 2.6% | -12.7% | -9.9%  |
| 沪深300 | 0.4% | -7.6%  | -18.3% |

#### 市场数据

2024/02/07

|            |             |
|------------|-------------|
| 当前价格(元)    | 42.00       |
| 52周价格区间(元) | 37.40-82.00 |
| 总市值(百万)    | 97,258.94   |
| 流通市值(百万)   | 90,497.16   |
| 总股本(万股)    | 231,568.92  |
| 流通股本(万股)   | 215,469.43  |
| 日均成交额(百万)  | 2,970.33    |
| 近一月换手(%)   | 2.48        |

#### 相关报告

《科大讯飞（002230）2023年三季报点评：经营质量持续改善，开启星火新增长曲线（买入）\*软件开发\*刘熹》——2023-10-21

《科大讯飞（002230）点评报告：讯飞星火全面开放，通用模型将对标 ChatGPT（买入）\*软件开发\*刘熹》——2023-09-06

《科大讯飞（002230.SZ）讯飞星火：国产大模型的使命与担当（买入）\*软件开发\*刘熹》——2023-08-18

#### 事件：

2024年2月7日，公司制定并发布了“质量回报双提升”行动方案，扎实提升公司质量和投资价值，彰显了公司对经营质量和市值管理的信心。

#### 投资要点：

##### ■ “质量回报双提升”方案提振信心，2023年业绩验证经营质量改善

公司实现业绩增长并实施稳定利润分配。自2008年上市至2023年底，公司营收增长超76倍，市值较发行市值增长超78倍，近三年以现金累计分配利润占近三年年均可分配利润比例达118%。未来，公司将重视企业发展业绩增长、定期制定《未来三年股东回报规划》、强化信息披露与公司治理等，实现长期、稳定、可持续的投资者回报。

1月29日，公司发布业绩预告，预计2023年营收超200亿元，同比+约7%；归母净利润6.45-7.30亿元，同比+15-30%。2023Q4，预计营收超75亿元，同比+超20%；毛利超32亿元，同比+超25%；单季经营性现金流超14亿元，验证公司提升经营质量的显著成效。

##### ■ 星火大模型将达到 GPT4-Turbo 最好水平，潜在估值空间广阔

2024年1月30日，公司正式发布的“星火大模型 V3.5”在语言理解、数学能力超过 GPT-4 Turbo，代码达到 GPT-4 Turbo 96%，多模态理解达到 GPT-4V 91%；同时星火语音大模型首次发布，首批37个主流语种的语音识别效果超过 OpenAI Whisper V3。“飞星一号”为支撑万亿参数大模型训练的国产算力平台，公司宣布实现训练效率达 A100 的 90%。

面向2024年，刘庆峰提出讯飞大模型战略年度四大目标：星火通用大模型国内领先对标 GPT-4；赋能智能硬件终端1000万、独立软件用户数过亿；教育/医疗/金融/汽车/央国企/城市行业市场第一；汇聚100万大模型开发者打造行业第一生态。2023年，星火大模型已逼近 GPT-4 Turbo 当前水平，预计2024年上半年达 GPT4-Turbo 当前最好水平。

根据智东西，截至2023年底，全球有约28家生成式AI和大模型相关独角兽，OpenAI、Anthropic 估值1000和184亿美元、排名前二，中国智谱AI估值15亿美元。我们认为，讯飞星火大模型基于全国产算力平台，具技术研发、用户基础和开发者生态等优势，估值潜在空间广阔。

《科大讯飞（002230）2023年半年报点评：“星火+应用”成效明显，或迎互联网变革机遇（买入）\*软件开发\*刘熹》——2023-08-13

《科大讯飞（002230）点评报告：业绩环比大幅改善，“大模型+应用+生态”飞轮开启（买入）\*软件开发\*刘熹》——2023-07-10

### ■根据地业务经营稳健，讯飞星火赋能强化竞争壁垒

2023年，公司预计开放平台及消费者业务占总营收约30%以上，同比显著增长；智慧金融、智慧医疗业务收入稳健增长，收入占比提升；运营业务收入占比相对稳定。教育业务占比仍超过30%，智慧城市业务占比约20%。其中，预计教育业务G端占比31%，B端28%，C端41%，C端占比持续提升，且高端学习机市占率、线上销售额均保持市场第一。

**星火大模型赋能根据地业务：1) B端：①规模企业私有化解决方案：**2023年10月24日，公司联合行业龙头发布金融/汽车/运营商/工业等十二个行业大模型，星火认知大模型在中国人保/中国太保/中国太平洋保等头部央企国企开始逐步落地；**②中小开发者 API 经济：**2023年，讯飞人工智能开放平台开发者578.5万，新增开发者197.5万，超35万大模型开发者，生态规模国内领先。

**2) C端：①AI应用：**讯飞星火APP、星火语伴APP、讯飞晓医APP大模型AI应用。讯飞听见6500万用户，讯飞星火纯用户2400万，讯飞输入法1.4亿活跃用户。**②AI硬件：推动智能硬件销售。**讯飞学习机、智能办公本、翻译机、智能助听器等产品销量增长明显，在2023年双11全周期内销售额同比增长126%。

■ **盈利预测和投资评级：**公司作为大模型国家队，兼具规模化AI算力基础设施，星火大模型或将在2024年实现技术、生态和市场的进一步提升。由于受到宏观环境、国产化投入等影响，我们调整2023-2025年归母净利润预期为7.00/13.62/20.11亿元，EPS分别为0.30/0.59/0.87元/股，2023-2025年对应PE分别为138.92/71.41/48.36X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济影响下游需求；大模型迭代不及预期；大模型应用不及预期；市场竞争加剧；国际局势风险。

| 预测指标       | 2022A  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 18820  | 20272  | 25767 | 33613 |
| 增长率(%)     | 2.8    | 7.7    | 27.1  | 30.4  |
| 归母净利润（百万元） | 561    | 700    | 1362  | 2011  |
| 增长率(%)     | -64    | 25     | 95    | 48    |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.24   | 0.30   | 0.59  | 0.87  |
| ROE(%)     | 3      | 4      | 8     | 10    |
| P/E        | 136.79 | 138.92 | 71.41 | 48.36 |
| P/B        | 4.65   | 5.84   | 5.40  | 4.86  |
| P/S        | 4.05   | 4.80   | 3.77  | 2.89  |
| EV/EBITDA  | 33.50  | 42.37  | 31.32 | 25.50 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：科大讯飞盈利预测表

| 证券代码:              | 002230       |              |              |              | 股价:                | 42.00        | 投资评级:        | 买入           | 日期:          | 2024/02/07 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标               | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 每股指标与估值            | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |            |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              | <b>每股指标</b>        |              |              |              |              |            |
| ROE                | 3%           | 4%           | 8%           | 10%          | EPS                | 0.24         | 0.30         | 0.59         | 0.87         |            |
| 毛利率                | 41%          | 42%          | 41%          | 41%          | BVPS               | 7.06         | 7.19         | 7.78         | 8.65         |            |
| 期间费率               | 23%          | 24%          | 22%          | 23%          | <b>估值</b>          |              |              |              |              |            |
| 销售净利率              | 3%           | 3%           | 5%           | 6%           | P/E                | 136.79       | 138.92       | 71.41        | 48.36        |            |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              | P/B                | 4.65         | 5.84         | 5.40         | 4.86         |            |
| 收入增长率              | 3%           | 8%           | 27%          | 30%          | P/S                | 4.05         | 4.80         | 3.77         | 2.89         |            |
| 利润增长率              | -64%         | 25%          | 95%          | 48%          |                    |              |              |              |              |            |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |            |
| 总资产周转率             | 0.57         | 0.58         | 0.62         | 0.71         | 营业收入               | 18820        | 20272        | 25767        | 33613        |            |
| 应收账款周转率            | 1.91         | 2.06         | 2.36         | 2.52         | 营业成本               | 11136        | 11844        | 15245        | 19689        |            |
| 存货周转率              | 6.90         | 7.60         | 6.15         | 7.23         | 营业税金及附加            | 112          | 122          | 155          | 202          |            |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              | 销售费用               | 3164         | 3452         | 4123         | 5714         |            |
| 资产负债率              | 49%          | 51%          | 56%          | 57%          | 管理费用               | 1227         | 1358         | 1623         | 2084         |            |
| 流动比                | 1.64         | 1.61         | 1.49         | 1.49         | 财务费用               | -79          | -45          | -50          | -84          |            |
| 速动比                | 1.25         | 1.24         | 1.12         | 1.12         | 其他费用/(-收入)         | 3111         | 3852         | 4638         | 5714         |            |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营业利润               | 296          | 730          | 1429         | 2122         |            |
| 现金及现金等价物           | 4346         | 5027         | 7305         | 8225         | 营业外净收支             | -48          | 1            | -5           | -17          |            |
| 应收款项               | 10362        | 10229        | 11720        | 14065        | 利润总额               | 248          | 731          | 1424         | 2105         |            |
| 存货净额               | 2729         | 2667         | 4191         | 4652         | 所得税费用              | -251         | 7            | 14           | 21           |            |
| 其他流动资产             | 2320         | 2475         | 2922         | 3698         | 净利润                | 499          | 724          | 1410         | 2084         |            |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>19757</b> | <b>20398</b> | <b>26138</b> | <b>30640</b> | 少数股东损益             | -63          | 24           | 48           | 73           |            |
| 固定资产               | 2571         | 2825         | 2909         | 3023         | 归属于母公司净利润          | 561          | 700          | 1362         | 2011         |            |
| 在建工程               | 689          | 900          | 1206         | 1465         | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |            |
| 无形资产及其他            | 8907         | 9679         | 10191        | 10767        | 经营活动现金流            | 631          | 2854         | 4338         | 3357         |            |
| 长期股权投资             | 934          | 1118         | 1318         | 1509         | 净利润                | 561          | 700          | 1362         | 2011         |            |
| <b>资产总计</b>        | <b>32859</b> | <b>34920</b> | <b>41763</b> | <b>47405</b> | 少数股东损益             | -63          | 24           | 48           | 73           |            |
| 短期借款               | 364          | 514          | 624          | 524          | 折旧摊销               | 1742         | 1627         | 1677         | 1706         |            |
| 应付款项               | 7493         | 7278         | 11188        | 12739        | 公允价值变动             | 251          | 0            | 0            | 0            |            |
| 预收帐款               | 0            | 0            | 0            | 0            | 营运资金变动             | -2214        | 521          | 1250         | -429         |            |
| 其他流动负债             | 4226         | 4915         | 5728         | 7336         | 投资活动现金流            | -1704        | -3015        | -2744        | -2812        |            |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>12082</b> | <b>12707</b> | <b>17540</b> | <b>20598</b> | 资本支出               | -2265        | -2727        | -2568        | -2662        |            |
| 长期借款及应付债券          | 1714         | 2908         | 3508         | 4008         | 长期投资               | 470          | -334         | -213         | -199         |            |
| 其他长期负债             | 2216         | 2181         | 2181         | 2181         | 其他                 | 91           | 46           | 37           | 49           |            |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>3930</b>  | <b>5088</b>  | <b>5688</b>  | <b>6188</b>  | 筹资活动现金流            | -318         | 842          | 684          | 374          |            |
| <b>负债合计</b>        | <b>16012</b> | <b>17795</b> | <b>23228</b> | <b>26787</b> | 债务融资               | 1363         | 1309         | 710          | 400          |            |
| 股本                 | 2324         | 2316         | 2316         | 2316         | 权益融资               | 40           | -217         | 0            | 0            |            |
| 股东权益               | 16847        | 17124        | 18534        | 20619        | 其它                 | -1721        | -249         | -26          | -26          |            |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>32859</b> | <b>34920</b> | <b>41763</b> | <b>47405</b> | 现金净增加额             | -1371        | 681          | 2278         | 919          |            |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

## 【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。