

Q1 收入增长良好，持续发力应用落地

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年度报告及2024年一季度报告。2023年实现收入196.5亿元，同比增长4.4%，实现归母净利润6.6亿元，同比增长17.1%，实现扣非归母净利润1.2亿元，同比下滑71.7%。2024年Q1，公司实现收入36.5亿元，同比增长26.3%，实现归母净利润-3.0亿元，同比下滑419.0%，实现扣非归母净利润-4.4亿元，同比下滑30.3%。
- B端业务增长良好，开放平台与消费者业务表现亮眼。** 2023年，公司G端业务有所承压，智慧城市业务实现收入公司B端业务保持稳健增长态势，其中智慧汽车实现收入7.0亿元，同比增长49.7%，音效、座舱、智驾等产品均取得定点突破；智慧医疗实现收入5.4亿元，同比增长15.4%；智慧金融实现收入2.9亿元，同比增长23.0%。受益于星火大模型的赋能，公司开放平台及消费者业务表现亮眼，其中开放平台业务实现收入39.4亿元，同比增长41.6%，收入占比超30%，自2023年5月6日讯飞星火发布至2023年底，开放平台新增167.6万开发者团队，同比增长229%，其中大模型开发者超35万；智能硬件实现收入15.2亿元，同比增长22.4%，办公本、录音笔等GMV同比增长达到84%。
- 坚定投入短期影响利润，Q1收入增势延续。** 2023年，公司销售、管理、研发费用率分别为18.2% (+1.43pp)、7.0% (+0.45pp)、17.7% (+1.19pp)，致使利润短期承压。2024年Q1，公司在大模型研发、产业落地拓展，及核心技术自主可控等方面新增投入3亿元，总体研发费用达到8.4亿元，同比增长17.7%。坚定投入下，公司在大模型的产业竞争中持续巩固优势，Q1汽车、医疗、消费者及开放平台、教育C端硬件等收入继续保持高速增长，同时经营活动现金流净额同比增长17.0%。
- “星火”大模型持续迭代，持续发力应用落地。** “星火”大模型自发布近一年来持续迭代，2024年1月更新的V3.5版本在逻辑推理、语言理解、文本生成、数学答题、代码、多模态等各项能力方面进一步逼近GPT-4 Turbo的最新水平。当前，基于与华为合作的万卡国产算力平台，更大参数规模的星火大模型训练项目正在有序推进中，预计将于上半年推出。伴随基座模型能力的提升，公司将更多投入至应用生态及产业落地方向，进一步打开潜在成长空间。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.36元、0.49元、0.68元。公司作为国内AI领军企业，在算力、算法、数据等方面积累深厚，同时掌握GBC多个落地场景入口，后续成长空间广阔，业绩拐点有望来临，维持“买入”评级
- 风险提示:** 核心技术研发进度不及预期、大模型应用成熟度不及预期、公允价值变动风险、行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19650.33	22572.90	26403.58	31149.72
增长率	4.41%	14.87%	16.97%	17.98%
归属母公司净利润(百万元)	657.31	826.12	1139.02	1574.62
增长率	17.12%	25.68%	37.87%	38.24%
每股收益EPS(元)	0.28	0.36	0.49	0.68
净资产收益率ROE	3.46%	4.19%	5.51%	7.16%
PE	153	122	88	64
PB	5.90	5.67	5.38	5.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 邓文鑫
执业证号: S1250523070002
电话: 15123996370
邮箱: dwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.15
流通A股(亿股)	21.84
52周内股价区间(元)	38.28-80.8
总市值(亿元)	1,005.34
总资产(亿元)	371.82
每股净资产(元)	7.23

相关研究

- 科大讯飞(002230): Q1业绩短期承压, 星火大模型有望燎原 (2023-04-21)

盈利预测与估值

关键假设：

1) 教育领域业务：公司教育业务卡位 G/B/C 下游，随着大模型能力的迭代，搭载星火大模型的 C 端学习机、个册等产品力进一步加强，有望优化营收结构，熨平下游客观因素的影响，预计该业务 2024-2026 年收入增速分别为 10%、14.8%、14.8%。

2) 开放平台业务：星火大模型赋能开放平台并取得显著成果，公司于 2024 年 1 月 30 日推出首个开源大模型——星火开源 13B，提供全栈自主可控且免费的星火优化套件，有望吸引开发者数量快速提升，逐步完善的平台能力亦有望持续提升单个开发者的 ARPU，预计 2024-2026 年收入增速分别为 30%、25%、25%。

3) 消费者业务：星火大模型赋能下，录音笔、办公本等 C 端产品更新会议纪要、语篇规整、一键成稿等相关功能，帮助消费者大幅提升办公效率，产品力迈入新台阶，同时公司大力提升渠道销售能力，预计智能硬件业务 2024-2026 年收入增速分别为 20%、20%、20%。

4) 智能汽车：公司基于星火大模型全线升级智能汽车产品解决方案，智能音效、智能座舱产品开始逐步放量，智能驾驶产品亦取得首家车厂定点突破，预计 2024-2026 年收入增速分别为 40%、40%、35%。

5) 智慧城市、医疗、金融等：“星火”大模型自发布近一年来持续迭代，V3.5 版本在逻辑推理、语言理解、文本生成、数学答题、代码、多模态等各项能力方面进一步逼近 GPT-4 Turbo 的最新水平，当前更大参数规模的星火大模型训练项目正在有序推进中，预计将于上半年推出。伴随基座模型能力的提升，智慧城市、医疗、金融等各行业的底座逻辑有望在未来一两年内被大模型技术重写，进一步打开潜在成长空间。

6) 伴随后续核心软件业务的技术沉淀及规模化应用，预计毛利率将逐步恢复；伴随公司后续着重加强人效提升方面的管理，费用率整体维持下降趋势。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

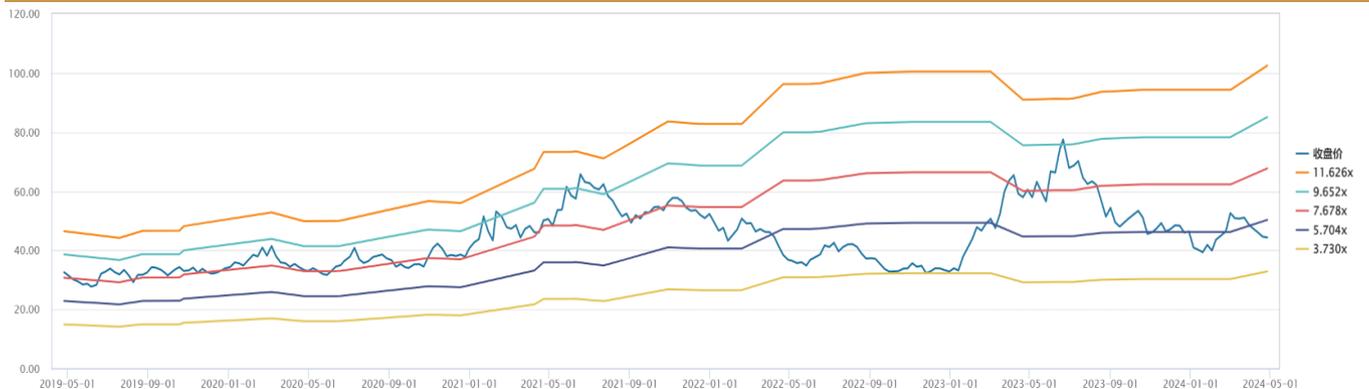
表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
教育领域	收入小计	5851.3	6436.4	7386.1	8476.6
	增速	-8.9%	10.0%	14.8%	14.8%
	其中：教育产品和服务	5563.7	6120.1	7038.1	8093.8
	增速	-9.7%	10.0%	15.0%	15.0%
	其中：教学业务	287.6	316.3	348.0	382.8
	增速	11.1%	10.0%	10.0%	10.0%
智慧城市	收入小计	3933.4	4211.8	4645.0	5261.2
	增速	-11.5%	7.1%	10.3%	13.3%
	其中：信息工程	1886.1	1886.1	1980.4	2178.4
	增速	-28.8%	0.0%	5.0%	10.0%
	其中：数字政府	1319.1	1582.9	1899.5	2279.4
	增速	22.8%	20.0%	20.0%	20.0%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	其中：智慧政法	728.2	742.8	765.1	803.3
	增速	0.6%	2.0%	3.0%	5.0%
开放平台 及消费者业务	收入小计	6184.8	7815.5	9634.6	11881.5
	增速	33.3%	26.4%	23.3%	23.3%
	其中：开放平台	3938.2	5119.6	6399.5	7999.4
	增速	41.6%	30.0%	25.0%	25.0%
	其中：智能硬件	1617.3	1940.8	2328.9	2794.7
	增速	22.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	其中：移动互联网产品	629.3	755.1	906.2	1,087.4
	增速	17.1%	20.0%	20.0%	20.0%
运营商	收入小计	2,096.3	2096.3	2159.2	2267.1
	增速	0.0%	0.0%	3.0%	5.0%
智慧汽车	收入小计	695.5	973.8	1363.3	1840.4
	增速	49.7%	40.0%	40.0%	35.0%
智慧医疗	收入小计	539.5	620.5	713.6	820.6
	增速	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
智慧金融	收入小计	288.8	346.5	415.8	499.0
	增速	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其他行业方案	收入小计	7.7	8.4	9.7	11.6
	增速	-7.4%	10.0%	15.0%	20.0%
其他业务	收入小计	53.1	63.7	76.4	91.7
	增速	26.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入小计	19650.3	22572.9	26403.6	31149.7
	增速	4.4%	14.9%	17.0%	18.0%
	毛利率	42.7%	43.5%	44.3%	45.0%

数据来源：Wind, 西南证券

图 1：公司 PS 处于 5 年来较低水平



资料来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19650.33	22572.90	26403.58	31149.72	净利润	613.15	770.62	1062.48	1468.81
营业成本	11266.55	12753.69	14706.80	17132.34	折旧与摊销	1795.35	1866.16	2158.64	2448.00
营业税金及附加	126.45	142.32	166.09	196.84	财务费用	15.35	4.51	5.28	6.23
销售费用	3584.04	4085.70	4726.24	5513.50	资产减值损失	-84.94	500.00	500.00	500.00
管理费用	1370.35	5575.51	6468.88	7538.23	经营营运资本变动	-2333.21	-15.13	-1931.90	-1973.17
财务费用	15.35	4.51	5.28	6.23	其他	344.06	-867.65	-286.10	-253.61
资产减值损失	-84.94	-500.00	-500.00	-500.00	经营活动现金流净额	349.76	2258.50	1508.40	2196.26
投资收益	204.89	200.00	200.00	200.00	资本支出	-3935.19	-2400.00	-2600.00	-2700.00
公允价值变动损益	79.98	100.00	100.00	100.00	其他	-43.54	244.23	-261.30	-293.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3978.73	-2155.77	-2861.30	-2993.20
营业利润	429.26	-188.83	130.30	562.57	短期借款	-121.29	57.28	751.66	1098.67
其他非经营损益	-9.49	1000.00	1000.00	1000.00	长期借款	2840.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	419.77	811.17	1130.30	1562.57	股权融资	-185.47	0.00	0.00	0.00
所得税	-193.38	40.56	67.82	93.75	支付股利	-229.71	-131.46	-165.22	-227.80
净利润	613.15	770.62	1062.48	1468.81	其他	525.58	-573.76	389.40	400.68
少数股东损益	-44.17	-55.51	-76.53	-105.80	筹资活动现金流净额	2829.70	-647.94	975.83	1271.55
归属母公司股东净利润	657.31	826.12	1139.02	1574.62	现金流量净额	-789.94	-545.21	-377.07	474.61
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3562.64	3017.42	2640.36	3114.97	成长能力				
应收和预付款项	13342.31	13817.59	16622.19	19669.32	销售收入增长率	4.41%	14.87%	16.97%	17.98%
存货	2458.97	2759.96	3207.82	3730.34	营业利润增长率	45.18%	-143.99%	169.01%	331.74%
其他流动资产	1836.01	470.31	550.12	649.01	净利润增长率	22.97%	25.68%	37.87%	38.24%
长期股权投资	1437.18	1437.18	1437.18	1437.18	EBITDA 增长率	22.56%	-24.92%	36.41%	31.50%
投资性房地产	178.49	178.49	178.49	178.49	获利能力				
固定资产和在建工程	5634.88	5790.81	5972.51	6183.10	毛利率	42.66%	43.50%	44.30%	45.00%
无形资产和开发支出	4949.91	5340.38	5612.61	5666.58	三费率	25.29%	42.82%	42.42%	41.92%
其他非流动资产	4430.74	4988.34	5537.08	6117.72	净利率	3.12%	3.41%	4.02%	4.72%
资产总计	37831.12	37800.49	41758.36	46746.70	ROE	3.46%	4.19%	5.51%	7.16%
短期借款	242.72	300.00	1051.66	2150.33	ROA	1.62%	2.04%	2.54%	3.14%
应付和预收款项	9059.46	9858.99	11512.12	13429.57	ROIC	4.85%	-1.11%	0.75%	2.86%
长期借款	4554.69	4554.69	4554.69	4554.69	EBITDA/销售收入	11.40%	7.45%	8.69%	9.68%
其他负债	6242.22	4716.43	5372.25	6103.47	营运能力				
负债合计	20099.09	19430.12	22490.73	26238.06	总资产周转率	0.56	0.60	0.66	0.70
股本	2315.38	2315.38	2315.38	2315.38	固定资产周转率	5.64	4.90	5.33	6.00
资本公积	9855.00	9855.00	9855.00	9855.00	应收账款周转率	1.50	1.53	1.61	1.59
留存收益	5854.80	6549.46	7523.25	8870.06	存货周转率	4.30	4.87	4.91	4.93
归属母公司股东权益	17032.28	17726.13	18699.92	20046.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.87%	—	—	—
少数股东权益	699.75	644.24	567.71	461.90	资本结构				
股东权益合计	17732.03	18370.37	19267.63	20508.64	资产负债率	53.13%	51.40%	53.86%	56.13%
负债和股东权益合计	37831.12	37800.49	41758.36	46746.70	带息债务/总负债	23.87%	24.99%	24.93%	25.55%
					流动比率	1.64	1.69	1.58	1.52
					速动比率	1.45	1.46	1.36	1.31
					股利支付率	34.95%	15.91%	14.51%	14.47%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	2239.96	1681.85	2294.22	3016.80	每股收益	0.28	0.36	0.49	0.68
PE	152.95	121.69	88.26	63.85	每股净资产	7.36	7.66	8.08	8.66
PB	5.90	5.67	5.38	5.01	每股经营现金	0.15	0.98	0.65	0.95
PS	5.12	4.45	3.81	3.23	每股股利	0.10	0.06	0.07	0.10
EV/EBITDA	43.69	57.65	42.51	32.34					
股息率	0.23%	0.13%	0.16%	0.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
