

核心业务持续向好，大模型生态逐步建立

核心观点

事件：公司发布 24 年半年报，24 年实现营业收入 93.25 亿元（+18.91%），归母净利润-4.01 亿元（-644.59%），扣非净利润-4.83 亿元（-58.86%）。

- 公司加大投入影响利润端表现，为长期竞争优势奠定基础。**24 年上半年公司实现扣非归母净利润-4.83 亿元，同比下降 58.86%。主要原因系公司在核心技术研发方面坚定投入，努力更新迭代公司产品，新增投入超过 6.5 亿元。除此之外去年同期的投资收益相对较高，24H1 的投资收益和其他收益有所减少，导致利润端有所承压。尽管上述投入一定程度上影响了当期利润，但公司在核心技术自主可控方面所构建的核心能力，包括模型的普适化，为公司在大模型的产业竞争中持续保持优势奠定了坚实的基础。
- 星火大模型推陈出新，综合能力领跑全国。**2024 年 6 月 27 日，“讯飞星火”V4.0 在 V3.5 推出 2 个月 after 正式发布，作为国内唯一基于国产算力训练、完全自主可控的全民开放大模型，七大核心能力提升，全面赶超 GPT-4 Turbo。在国内外 12 项中英文主流测试集，星火 V4.0 在 8 项测试集中排名第一。“讯飞星火”语音大模型再突破，发布 74 个语种/方言免切换对话，破解强干扰下语音识别难题，发布极复杂语音转写技术。
- 完善讯飞开放平台，推动各行业 AI 生态落地。**2024 年 1 月 30 日，“讯飞星火”推出推出首个开源大模型——星火开源-13B，加速第一开发者生态共建，助力学术合作与产业探索。公司还与各行业头部企业联合打造各个领域的行业大模型应用标杆，加速产业升级。2024 年上半年，教育产品和服务实现营收 28.60 亿元，同比增长 25.14%；医疗业务实现营收 2.28 亿元，同比增长 18.80%；而在开放平台、智能硬件和汽车业务实现营收同比增长分别达到了 47.92%、56.61%、65.49%。截至 6 月 30 日，新增讯飞开放平台开发者数量超百万，海外累计大模型开发者超 50 万。

盈利预测与投资建议

根据公司 2024 年中报，上调研发费用率和减值损失，下调销售费用率、财务费用率和其他收益，我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.16/0.35/0.42 元（原预测为 0.32/0.41/0.49 元），采用 PS 估值法，参考可比公司给予 24 年 4 倍市销率，对应目标价为 40.23 元，维持买入评级。

风险提示

业务拓展不及预期，研发投入超预期影响业绩风险，估值水平波动风险，其他收益下降风险，减值损失上升风险，杠杆率提升风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,820	19,650	23,251	27,407	31,267
同比增长(%)	2.8%	4.4%	18.3%	17.9%	14.1%
营业利润(百万元)	296	429	328	765	1,002
同比增长(%)	-79.8%	45.2%	-23.5%	133.0%	31.0%
归属母公司净利润(百万元)	561	657	372	810	968
同比增长(%)	-63.9%	17.1%	-43.3%	117.5%	19.5%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.16	0.35	0.42
毛利率(%)	40.8%	42.7%	42.5%	42.5%	42.5%
净利率(%)	3.0%	3.3%	1.6%	3.0%	3.1%
净资产收益率(%)	3.4%	3.9%	2.1%	4.4%	5.1%
市盈率	139.8	119.3	210.6	96.8	81.1
市净率	4.8	4.6	4.3	4.2	4.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月23日）	33.93 元
目标价格	40.23 元
52 周最高价/最低价	56.68/32.95 元
总股本/流通 A 股（万股）	231,173/218,449
A 股市值（百万元）	78,437
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2024 年 08 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.54	-12.05	-20.25	-37.21
相对表现%	-0.99	-8.77	-11.61	-27.22
沪深 300%	-0.55	-3.28	-8.64	-9.99



证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002
覃俊宁	qinjunning@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080002

联系人

宋鑫宇	songxinyu@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

表 1: 可比公司估值 (货币单位为人民币)

公司	代码	最新价格 (元)	营业收入 (百万元)				市销率			
			2024/8/23	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E
中科创达	300496	38.47	5,242	6,211	7,464	9,082	3.37	2.84	2.37	1.95
第四范式	6682.HK	35.90	4,207	5,198	6,273	7,460	3.98	3.22	2.67	2.24
广联达	002410	9.68	6,563	6,885	7,454	8,194	2.44	2.32	2.15	1.95
虹软科技	688088	24.16	670	824	1,006	1,203	14.46	11.77	9.64	8.06
格灵深瞳	688207	10.26	262	401	586	863	10.13	6.63	4.53	3.08
	最大值						14.46	11.77	9.64	8.06
	最小值						2.44	2.32	2.15	1.95
	平均数						6.87	5.36	4.27	3.46
	调整后平均						5.83	4.23	3.19	2.42

数据来源: wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,346	3,563	2,790	2,193	1,563	营业收入	18,820	19,650	23,251	27,407	31,267
应收票据、账款及款项融资	10,362	12,610	14,921	17,588	20,064	营业成本	11,136	11,267	13,373	15,755	17,993
预付账款	261	396	468	552	630	销售费用	3,164	3,584	4,019	4,589	5,155
存货	2,729	2,459	2,919	3,439	3,927	管理费用	1,227	1,370	1,546	1,786	2,045
其他	2,059	2,173	2,402	2,666	2,911	研发费用	3,111	3,481	4,163	4,854	5,546
流动资产合计	19,757	21,200	23,499	26,436	29,095	财务费用	(79)	15	234	261	275
长期股权投资	934	1,437	1,437	1,437	1,437	资产、信用减值损失	699	762	670	625	585
固定资产	2,571	4,394	5,179	5,455	5,433	公允价值变动收益	(251)	80	80	80	80
在建工程	689	1,241	555	320	219	投资净收益	27	205	5	5	5
无形资产	2,765	3,117	3,435	3,439	3,283	其他	958	974	997	1,141	1,248
其他	6,142	6,443	6,418	6,393	6,368	营业利润	296	429	328	765	1,002
非流动资产合计	13,102	16,631	17,024	17,044	16,740	营业外收入	48	34	37	40	43
资产总计	32,859	37,831	40,524	43,480	45,835	营业外支出	96	43	48	53	58
短期借款	364	243	857	1,281	1,226	利润总额	248	420	317	751	987
应付票据及应付账款	7,493	7,877	8,692	10,241	11,695	所得税	(251)	(193)	(63)	(75)	0
其他	4,226	4,788	5,005	5,312	5,604	净利润	499	613	380	827	987
流动负债合计	12,082	12,908	14,554	16,833	18,525	少数股东损益	(63)	(44)	8	17	20
长期借款	1,714	4,555	4,555	4,555	4,555	归属于母公司净利润	561	657	372	810	968
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.24	0.28	0.16	0.35	0.42
其他	2,216	2,637	2,637	2,637	2,637						
非流动负债合计	3,930	7,192	7,192	7,192	7,192	主要财务比率					
负债合计	16,012	20,099	21,746	24,025	25,717		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	447	700	707	724	744	成长能力					
实收资本(或股本)	2,324	2,315	2,312	2,312	2,312	营业收入	2.8%	4.4%	18.3%	17.9%	14.1%
资本公积	8,648	8,861	9,763	9,763	9,763	营业利润	-79.8%	45.2%	-23.5%	133.0%	31.0%
留存收益	5,427	5,855	5,996	6,657	7,300	归属于母公司净利润	-63.9%	17.1%	-43.3%	117.5%	19.5%
其他	1	1	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	16,847	17,732	18,778	19,455	20,119	毛利率	40.8%	42.7%	42.5%	42.5%	42.5%
负债和股东权益总计	32,859	37,831	40,524	43,480	45,835	净利率	3.0%	3.3%	1.6%	3.0%	3.1%
						ROE	3.4%	3.9%	2.1%	4.4%	5.1%
						ROIC	2.3%	3.0%	2.8%	4.4%	4.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	48.7%	53.1%	53.7%	55.3%	56.1%
净利润	499	613	380	827	987	净负债率	0.0%	12.3%	19.0%	23.6%	25.6%
折旧摊销	1,552	1,762	977	1,151	1,274	流动比率	1.64	1.64	1.61	1.57	1.57
财务费用	(79)	15	234	261	275	速动比率	1.41	1.45	1.41	1.36	1.36
投资损失	(27)	(205)	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(2,622)	(2,504)	(2,472)	(2,240)	(2,062)	应收账款周转率	1.9	1.5	1.5	1.5	1.4
其它	1,308	669	405	481	441	存货周转率	4.2	4.3	4.9	4.9	4.8
经营活动现金流	631	350	(479)	474	910	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(1,099)	(3,044)	(1,371)	(1,171)	(971)	每股指标(元)					
长期投资	(211)	(500)	0	0	0	每股收益	0.24	0.28	0.16	0.35	0.42
其他	(393)	(434)	85	85	85	每股经营现金流	0.27	0.15	-0.21	0.21	0.39
投资活动现金流	(1,704)	(3,979)	(1,286)	(1,086)	(886)	每股净资产	7.09	7.37	7.82	8.10	8.38
债权融资	1,659	3,363	(54)	0	0	估值比率					
股权融资	(711)	205	898	0	0	市盈率	139.8	119.3	210.6	96.8	81.1
其他	(1,266)	(738)	148	14	(654)	市净率	4.8	4.6	4.3	4.2	4.0
筹资活动现金流	(318)	2,830	992	14	(654)	EV/EBITDA	47.1	37.7	54.1	38.2	32.6
汇率变动影响	20	9	-0	-0	-0	EV/EBIT	383.5	187.3	147.9	81.1	65.2
现金净增加额	(1,371)	(790)	(772)	(598)	(629)						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。