

分析师：唐月
登记编码：S0730512030001
tangyue@ccnew.com 021-50586737

在国产化趋势下，公司自主可控大模型的先发优势突显

——科大讯飞(002230)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

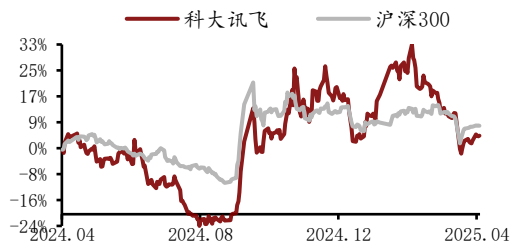
市场数据(2025-04-24)

收盘价(元)	45.19
一年内最高/最低(元)	57.45/33.08
沪深 300 指数	3,784.36
市净率(倍)	5.85
流通市值(亿元)	989.27

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	7.73
每股经营现金流(元)	-0.31
毛利率(%)	40.18
净资产收益率_摊薄(%)	-1.08
资产负债率(%)	54.63
总股本/流通股(万股)	231,169.26/218,914.38
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

公司发布 2024 年报：全年实现收入 233.43 亿元，同比增长 18.79%；归母净利润 5.60 亿元，同比下滑 14.78%；扣非后归母净利润 1.88 亿元，同比增长 59.36%；每股收益 0.24 元。

- 公司在教育和 AI 行业应用领域取得了较好的增长。作为公司业务的基石，占比 31% 的智慧教育业务在经过 2 年增速放缓后，2024 年同比增长 29.94%，同时取得了 54.94% 的毛利率，较上年下降了 1.65 PCT，将持续受益于 AI 的发展和专项债的支持；开放平台业务同比增长 31.33%，继续保持较快增长，但是下半年整体业务毛利率下滑明显，从上半年 41.16% 下滑到了 -0.40%，面临了较大的盈利压力；智能硬件业务同比增长 25.07%，较上年提升了 2.72 PCT；其他有亮点的业务包括汽车智能网联、医疗、企业 AI 分别增长了 42.16%、28.18%、122.56%，集中在行业端应用领域；在运营商（-9.31%）和政府端（信息工程-10.80%、数字政府行业应用-9.36%、智慧政法 1.45%），业务景气度相对较弱。
- 公司实现了对前沿大模型 AI 能力的对标。公司承建了我国唯一的认知智能全国重点实验室和语音及语言信息处理国家工程研究中心，2023 年 5 月发布了讯飞星火大模型，2025 年 1 月发布推理模型讯飞星火 X1，X1 在 2025 年 3 月实现数学能力对标 DeepSeek R1 和 OpenAI o1，在 2025 年 4 月综合能力对标，同时 X1 参数 70B，较 DeepSeek R1（671B）的成本优势更加明显。
- 由于在全国算力平台实现训练，公司大模型在当前局势下优势更加突出。公司 2 次被列入美国实体清单，并较早走上了国产算力建设的道路，在 2023 年 10 月启用了首个万卡国产算力平台“飞星一号”，在 2024 年 10 月启动了万 P 国产超大规模智算平台“飞星二号”并在 2025 年初投产，成为了最早实现用国产算力进行大模型训练的厂商，也和华为昇腾生态建立了深入的合作关系。随着美国对 H20 供应和服务器厂商制裁政策的出台，国内算力将进一步加快国产化转移，而公司在国产算力适配和国产化芯片的大模型训练方面积累的优势也将进一步凸显出来。
- 公司在 AI 行业落地中形成较为明显的优势。公司在 AI 领域实现了“1 个底座大模型+N 个行业大模型”的整体布局，布局在教育、医疗、汽车、企业 AI 解决方案、智慧城市、智能硬件等行业领域。2024 年，公司取得了央国企大模型第一的落地成绩，在中标项目数量和金额都实现了断层领先。相比于友商而言，公司实

现了大模型底座到行业大模型的布局，通过行业数据强化模型的专业领域能力，同时较 DeepSeek 等开源模型，提升行业场景的精准度，实现更好的幻觉控制，同时减少安全漏洞，因而更贴近于实际行业落地的需要。

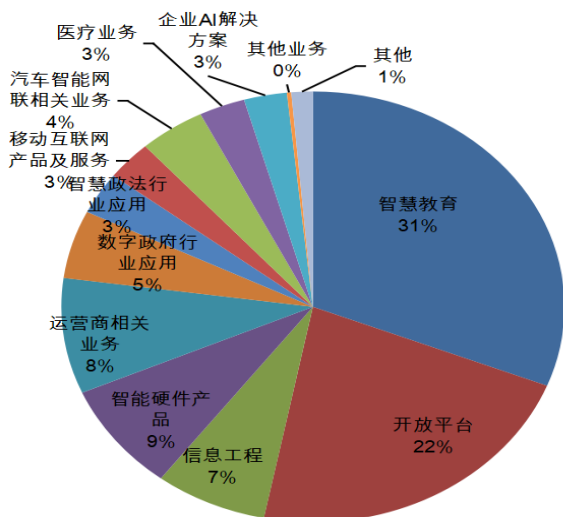
- **2025 年 1 季度**，公司实现收入 **46.58 亿元**，增长 **27.74%**，较 Q4 提升了 **7.03 PCT**，商机 **50%** 以上的增长，这预示着在 AI 应用需求快速增长的过程中，公司也呈现出加速发展趋势。根据大单网统计，2025Q1 公司在全中国范围内中标 39 个大模型相关应用项目，合同总金额 4.2 亿元。此外，公司还中标了山东省肥城市算力项目，金额 1.59 亿元。
- **2024 年公司经营性现金流 24.95 亿元**，创历史新高，现金流量改善效果明显。公司成立专业部门进行了回款的管控，主动放弃了部分现金流不佳的客户。2024 年末公司应收款 146.66 亿元，主要来自政府部门，在中央要求的政府化债的背景下，未来有改善趋势。
- 2024 年公司研发投入 45.80 亿元，同比增长 19.37%，保持了研发投入 19.62% 的占比。公司的高研发投入虽然拖累了短期的盈利，但是由于目前还处于大模型研发的关键期，为了在产品端保持竞争优势，还需要持续进行较高强度的投入。
- 2024 年公司销售费用、管理费用、研发费用同比分别增长 13.93%、6.21%、11.79%。**2024 年公司员工总计 15551 人**，较上年增长 8%，表现出对后续业务景气度较为积极的预期。
- 首次覆盖，并给与公司“增持”的投资评级。公司在保持大模型研发投入的同时，实现了国产算力的大模型与主流大模型能力的对标，有望在后续的国产算力替代的趋势下占据先机。预计 25-27 年公司 EPS 分别为 0.55 元、0.91 元、1.29 元，按 4 月 24 日收盘价 45.19 元计算，对应 PE 为 82.14 倍、49.92 倍、35.03 倍。

风险提示：AI 能力提升不及预期，上游客户需求和行业景气度不及预期，应收账款回款压力。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	19,650	23,343	28,095	33,396	38,898
增长比率（%）	4.41	18.79	20.36	18.87	16.47
净利润（百万元）	657	560	1,272	2,093	2,982
增长比率（%）	17.12	-14.78	127.04	64.54	42.52
每股收益(元)	0.28	0.24	0.55	0.91	1.29
市盈率(倍)	158.93	186.49	82.14	49.92	35.03

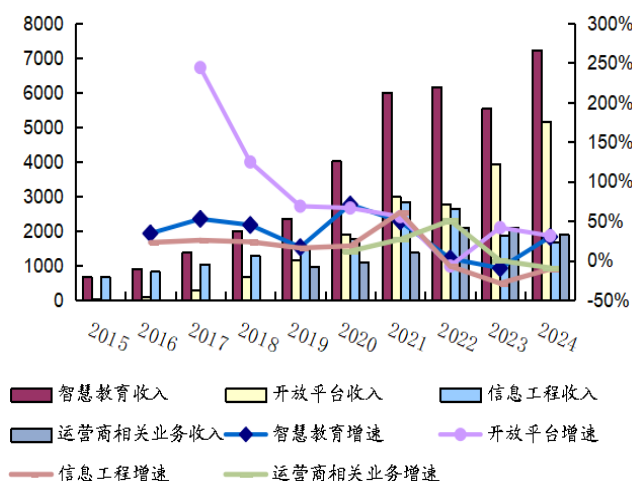
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：2024 年公司分业务收入结构



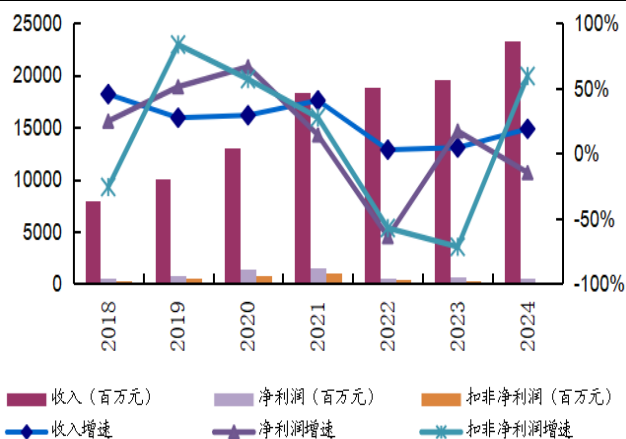
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 2：2015-2024 年公司分业务收入及增速（百万元）



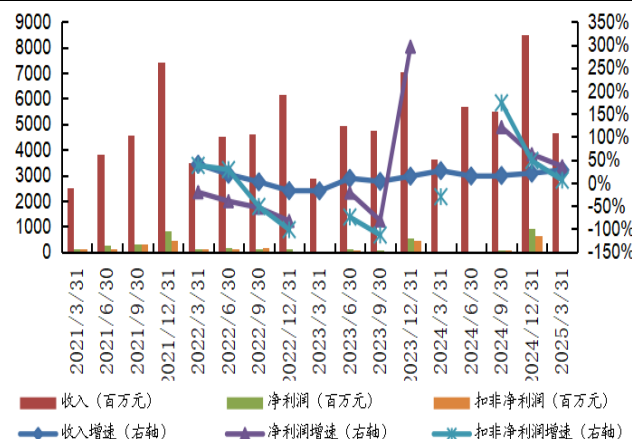
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 3：2018-2024 年公司收入、净利润及增速



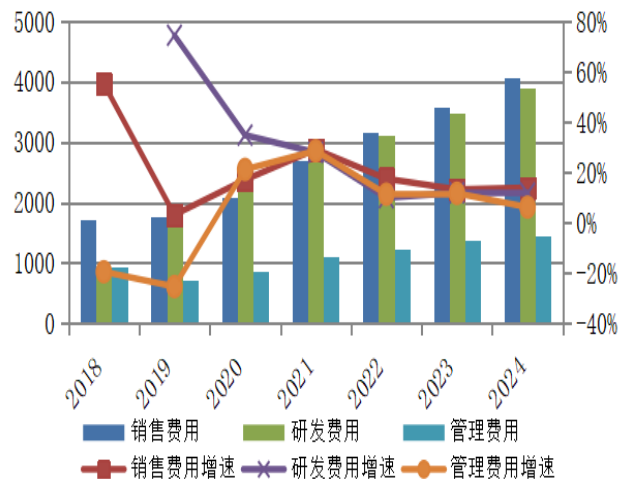
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 4：2021Q1-2025Q1 公司收入、净利润及增速



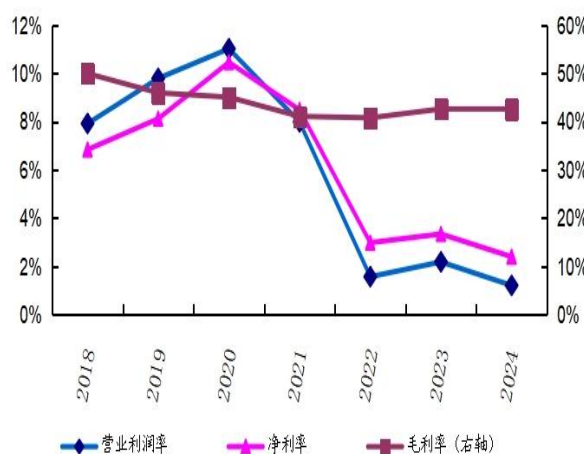
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 5：2018-2024 年公司三大费用（百万元）及增速



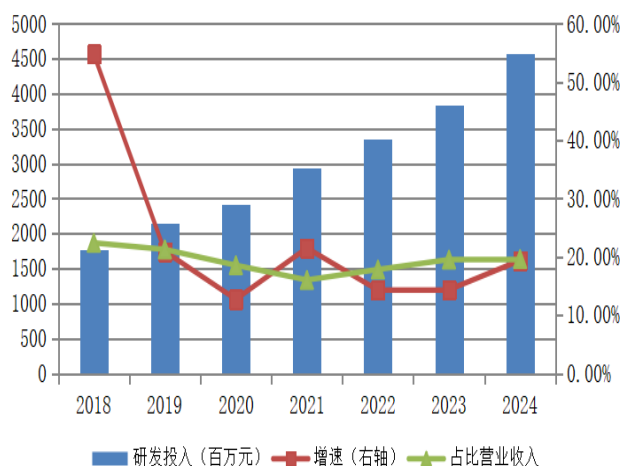
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 6：2018-2024 年公司盈利能力



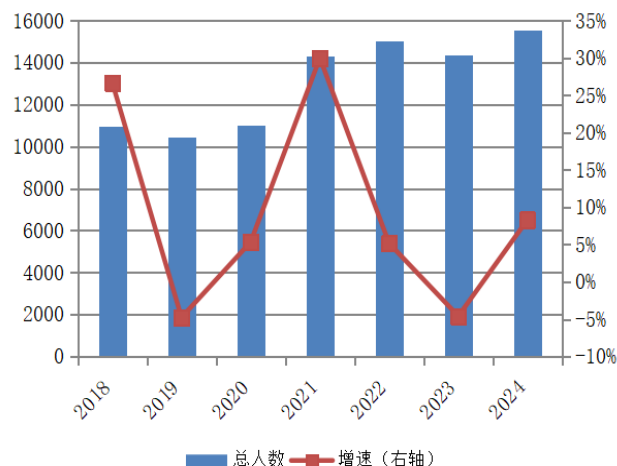
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 7：2018-2024 年公司研发投入及增速



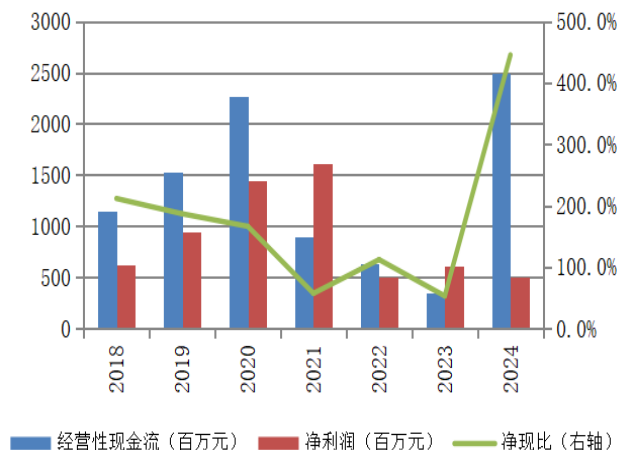
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 8：2018-2024 年公司员工数量（人）



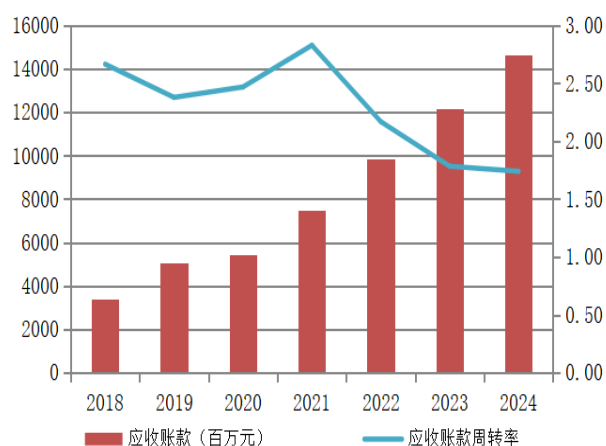
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 9：2018-2024 年公司经营性现金流



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 10：2018-2024 年公司应收账款



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 11：公司基于昇腾 910B 的大模型性能提升情况



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 12：2024 年通用大模型厂商中标排行榜

2024 年 TOP 6 通用大模型厂商 中标排行榜			
智能超参数根据公开招投标信息整理统计			
排行	厂商	中标项目数量	披露金额 (万元)
01	科大讯飞	91	84780.8
02	百度	69	37295.3
03	智谱	32	12917.5
04	火山引擎	24	5709.6
05	阿里云	20	9186.8
06	腾讯云	19	14803.6

资料来源：公司公告，智能超参数，中原证券研究所

图 13：公司 AI 客户



资料来源：公司公告，中原证券

图 14：公司业务全景示意图



资料来源：公司公告，中原证券

表 1：公司大模型产品更新进度

时间	模型	简介
2023.5.6	讯飞星火	正式发布讯飞星火认知大模型。
2023.6.9	讯飞星火 V1.5	升级开放式问答、多轮对话与数学能力，星火 APP 同步上线，并成为首个迅速全面覆盖五端的大模型
2023.8.15	讯飞星火 V2.0	代码能力和多模态能力升级
2023.10.24	讯飞星火 V3.0	七大能力持续提升，全面对标 GPT-3.5，中文能力客观评测超越 GPT-3.5，英文能力对标 GPT-3.5 的 48 项任务结果相当 宣布首个支撑 万亿参数 大模型训练的 万卡 国产算力平台“ 飞星一号 ”正式启用
2024.1.30	讯飞星火 V3.5	语言理解、数学能力、语音交互能力超过 GPT-4 Turbo，代码达到 GPT-4 Turbo 96%，多模态理解达到 GPT-4V 91%。

		中国首个基于全国产算力平台训练的全民开放大模型，是基于“飞星一号”全国产算力平台训练出的千亿参数模型，验证了“飞星一号”的可靠性 首次发布讯飞星火语音大模型
2024.1.30	星火开源-13B	公司首个开源大模型
2024.4.26	讯飞星火 V3.5 升级	支持长文本、长图文、长语音，首发星火图文识别大模型、多情感超拟人合成和一句话语音复刻
2024.6.27	讯飞星火 V4.0	七大核心能力全面提升，全面对标 GPT-4 Turbo 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
2024.10.24	讯飞星火 V4.0 Turbo	七大核心能力全面超过 GPT-4 Turbo，数学和代码能力超越 GPT-4o，国内外中英文 14 项主流测试集中实现了 9 项第一。 宣布由科大讯飞、华为、合肥市大数据资产运营有限公司三方联合打造的国产超大规模智算平台“飞星二号”正式启动，实现智算集群规模的再次跃迁 首次发布了超拟人数字人、星火多语言大模型、讯飞星火医学影像大模型、汽车端侧星火大模型等
2025.1.15	讯飞星火 X1 讯飞星火 V4.0 Turbo 升级	首个基于全国产算力训练的星火深度推理模型，130 亿参数，对标 OpenAI o1-preview 首发了星火语音同传大模型
2025.3.3	讯飞星火 X1 升级	星火 X1 再次升级，数学能力全面对标 DeepSeek R1 和 OpenAI o1 讯飞晓医、星火教师助手、讯飞 AI 学习机等应用与产品同步实现升级，基于星火 X1 首发星火医疗大模型 X1，联合华为升级星火一体机，正式发布首款“星火 X1+DeepSeek”双引擎 AI 学习机
2025.4.20	讯飞星火 X1 升级	在数学、代码、逻辑推理、文本生成、语言理解、知识问答等通用任务上效果显著提升，70B 参数，整体效果对标 OpenAI o1 和 DeepSeek R1，是当前业界唯一的基于全国产算力训练的深度推理大模型

资料来源：公司公告，新浪财经，中原证券研究所

表 2: OpenAI 大模型产品竞品推出情况

对标模型	时间	说明	厂商	产品	推出时间	备注
GPT-4o	2024.5.14	多模态交互模型	谷歌	Project Astra	2024.5.15	
				Gemini Live	2024.8.14	
				Gemini 2.0 Pro	2025.2.5	
GPT-4.5	2025.2.28	较 4o 有更高情商	Anthropic	Claude 3.5 Sonnet	2024.6.21	
			xAI	Grok-2	2024.8.14	
				Grok-3	2025.2.18	
			智谱	GLM-4-Plus	2024.8.29	
			阿里	Qwen-Max 升级版	2024.9.19	
				Qwen2.5-Max	2025.1.29	
			字节	豆包通用模型 pro	2024.12.18	价格为 GPT-4o 的 1/8
			幻方	DeepSeek-V3	2024.12.26	开源
				DeepSeek-V3-0324	2025.3.24	开源
o1	2024.9.13	推理模型	Anthropic	Hunyuan-TurboS	2025.2.27	
				Llama 4 Maverick	2025.4.5	开源
				升级版 Claude 3.5 Sonnet	2024.10.23	
				Claude 3.7 Sonnet	2025.2.24	首款混合推理模型

o3-mini	2025.1.31	o1 的下一代产品	谷歌	Gemini 2.0 Flash Thinking	2024.12.20	
			幻方	DeepSeek-R1-Lite-Preview	2024.11.21	对标 o1-preview
				DeepSeek-R1	2025.1.20	开源
			阿里	QwQ-32B-Preview	2024.11.28	对标 o1-mini 和 o1-preview 开源
				QwQ-32B	2025.3.6	开源
O3	2025.4.17	实现用图像思考	智谱	GLM-Zero-Preview	2024.12.31	对标 o1-preview
			科大讯飞	讯飞星火 X1	2025.1.15	130B, 对标 o1-preview
				讯飞星火 X1 升级	2025.4.20	70B
			xAI	Grok-3 Reasoning Beta	2025.2.18	
				Grok-3 mini Reasoning	2025.2.18	

资料来源：OpenAI，界面新闻，机器之心 Pro，腾讯科技，中原证券研究所

表 3：公司智能硬件类产品

产品类别	新品	2024销售成绩
学习机	T30 Ultra	连续 3 年高端学习机销售额第一
智能办公本	智能办公本 Air2，青少年阅读本 S2，智能办公本 Air2 国际版	2024 年墨水屏品类市场线上及线下出货量排名第一，线下市占率超 80%。2025Q1 收入增速 50%
翻译机	讯飞翻译机 4.0 星火版，讯飞多语种 AI 透明屏，讯飞双屏翻译机 2.0	销量同比增长 30%，国内份额第一，海外销量增长 200%
录音笔	讯飞 AI 录音笔 S8 离线版	连续 7 年在在 618、双 11 斩获京东、天猫双平台录音笔品类销售额第一。海外销量同比增长 100%
助听器	星系列，高端智能耳背式助听器 Pro 皓月/盈月系列	京东、天猫中品牌 TOP3,618 天猫第一、京东第二，双十一京东天猫第二，截止 2024 年底累计销量 14 万台

资料来源：公司公告，新浪财经，中原证券研究所

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21,200	24,062	27,953	32,308	37,314
现金	3,563	3,387	4,586	5,003	6,344
应收票据及应收账款	12,610	15,307	16,386	19,501	22,089
其他应收款	337	321	463	527	597
预付账款	396	606	730	803	984
存货	2,459	2,847	3,516	3,930	4,460
其他流动资产	1,836	1,595	2,270	2,543	2,840
非流动资产	16,631	17,417	17,590	17,616	17,397
长期投资	1,437	1,539	1,649	1,749	1,849
固定资产	4,394	5,037	4,598	4,316	3,809
无形资产	3,117	2,917	2,951	2,929	2,997
其他非流动资产	7,684	7,924	8,392	8,622	8,742
资产总计	37,831	41,479	45,543	49,923	54,710
流动负债	12,908	15,359	18,664	21,710	24,740
短期借款	243	310	390	510	670
应付票据及应付账款	7,877	9,067	11,024	13,170	15,213
其他流动负债	4,788	5,982	7,250	8,031	8,858
非流动负债	7,192	7,405	7,533	7,813	8,083
长期借款	4,555	4,673	4,883	5,163	5,433
其他非流动负债	2,637	2,732	2,650	2,650	2,650
负债合计	20,099	22,764	26,197	29,523	32,824
少数股东权益	700	921	805	628	358
股本	2,315	2,312	2,312	2,312	2,312
资本公积	9,855	10,056	10,056	10,056	10,056
留存收益	5,855	6,186	6,935	8,167	9,923
归属母公司股东权益	17,032	17,793	18,540	19,772	21,528
负债和股东权益	37,831	41,479	45,543	49,923	54,710

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	350	2,495	3,452	2,985	3,936
净利润	613	507	1,155	1,915	2,713
折旧摊销	1,930	2,385	1,865	1,974	1,919
财务费用	62	73	251	266	281
投资损失	-205	-93	-149	-219	-255
营运资金变动	-2,469	-1,170	-768	-2,038	-1,820
其他经营现金流	418	793	1,097	1,087	1,098
投资活动现金流	-3,979	-3,305	-1,974	-1,841	-1,517
资本支出	-4,060	-3,215	-1,952	-1,961	-1,673
长期投资	40	-163	-110	-100	-100
其他投资现金流	41	72	88	219	255
筹资活动现金流	2,830	539	-279	-726	-1,077
短期借款	-121	67	80	120	160
长期借款	2,841	118	210	280	270
普通股增加	-8	-4	0	0	0
资本公积增加	-177	201	0	0	0
其他筹资现金流	296	156	-569	-1,126	-1,507
现金净增加额	-790	-272	1,199	417	1,341

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,650	23,343	28,095	33,396	38,898
营业成本	11,267	13,391	16,140	19,186	22,300
营业税金及附加	126	144	174	209	241
营业费用	3,584	4,083	4,859	5,734	6,594
管理费用	1,370	1,455	1,528	1,605	1,685
研发费用	3,481	3,892	4,670	5,557	6,502
财务费用	15	135	201	197	206
资产减值损失	-85	-107	-120	-146	-155
其他收益	1,087	1,033	1,243	1,478	1,721
公允价值变动收益	80	-22	0	0	0
投资净收益	205	93	149	219	255
资产处置收益	13	8	12	16	16
营业利润	429	282	886	1,595	2,337
营业外收入	34	39	47	56	66
营业外支出	43	93	112	133	155
利润总额	420	229	822	1,518	2,248
所得税	-193	-278	-334	-397	-464
净利润	613	507	1,155	1,915	2,713
少数股东损益	-44	-53	-116	-177	-270
归属母公司净利润	657	560	1,272	2,093	2,982
EBITDA	2,147	2,772	2,888	3,690	4,374
EPS (元)	0.28	0.24	0.55	0.91	1.29

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	4.41	18.79	20.36	18.87	16.47
营业利润 (%)	45.18	-34.22	213.75	80.00	46.56
归属母公司净利润 (%)	17.12	-14.78	127.04	64.54	42.52
获利能力					
毛利率 (%)	42.66	42.63	42.55	42.55	42.67
净利率 (%)	3.35	2.40	4.53	6.27	7.67
ROE (%)	3.86	3.15	6.86	10.58	13.85
ROIC (%)	1.33	3.34	5.36	7.65	9.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.13	54.88	57.52	59.14	60.00
净负债比率 (%)	113.35	121.64	135.42	144.72	149.97
流动比率	1.64	1.57	1.50	1.49	1.51
速动比率	1.28	1.24	1.15	1.15	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.59	0.65	0.70	0.74
应收账款周转率	1.78	1.74	1.85	1.95	1.96
应付账款周转率	2.17	2.38	2.37	2.36	2.34
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.24	0.55	0.91	1.29
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.15	1.08	1.49	1.29	1.70
每股净资产 (最新摊薄)	7.37	7.70	8.02	8.55	9.31
估值比率					
P/E	158.93	186.49	82.14	49.92	35.03
P/B	6.13	5.87	5.63	5.28	4.85
EV/EBITDA	51.15	41.57	37.18	29.09	24.33

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；
减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。