

2025 年 10 月 21 日

科大讯飞 (002230)

——利润超预期，大模型招标保持业内领先

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2025Q3 业绩，收入符合预期，利润超预期。**25Q3 实现收入 60.8 亿元 (+10.02%)；实现归母净利润 1.7 亿元 (+202.40%)，实现扣非归母净利润 0.3 亿元 (+76.50%)。收入符合预期，此前预期同比增长 10%-12% 左右，利润端超预期，此前预期 50% 左右。25Q1-Q3 整体收入 169.9 亿元 (+14.41%)，归母净利润为 -0.7 亿元 (去年同期为 -3.4 亿元)，扣非归母净利润为 -3.4 亿元 (去年同期为 -4.7 亿元)，经营性净现金流为 1.2 亿元 (+114.94%)。**25Q3 净利润、现金流均实现转正，从历史趋势上来看公司主要业绩集中于 Q4，全年预期向好。**
- **毛利率稳定、预计利润超预期来自现金流入-成本剪刀差。**25Q3 毛利率 40.38% (同比 -0.52pct，环比 +0.12pct)，基本稳定。25Q3 销售商品、提供劳务收到的现金 +18.2%，支付给职工及为职工支付的现金 +14.3%，收入成本剪刀差延续。
- **持续研发投入强度，定强化教育和 AI 算力平台。**开发支出较年初增长 44.04%，系研发投入增加。25Q1-Q3 销售/管理/研发费用率分别为 19.0%/5.4%/18.8%，同比分别为 +1.8/-0.7/-1.7pct。公司发布定增，拟募集资金 40 亿，8 亿用于星火教育大模型及产品，24 亿元用于算力平台，剩余用于补充流动资金。
- **星火大模型持续升级。**25 年 7 月 25 日公司发布讯飞星火 X1，在小参数量级、全国产算力情况下对标 OpenAI o3，数据、翻译、推理、文本生成等保持领先，幻觉治理上领先业内主流模型，在教育、医疗等行业具备优势。
- **大模型中标金额和数量保持领先、开发者数量快速增长。**25Q1-Q3，公司大模型相关中标数量和金额排名第一，Q3 中标金额 5.45 亿。25Q1-Q3 新增开发者数量超 122 万，其中大模型开发者新增 69 万，产业生态持续加强。
- **维持增持评级。**维持 25-27 年收入预测，分别为 278.80、333.37、396.02 亿元。考虑到在大模型加速迭代浪潮下为保持领先地位需持续高研发投入，小幅下调 25-27 年归母净利润预测，分别为 8.77、12.10、15.87 亿元，原预测为 9.69、12.12、16.64 亿元。考虑到公司全栈国产自研大模型能力领先有望在后续国际竞争加剧情况下体现优势，教育、开放平台等核心业务板块增长较快，维持“增持”评级。对应 2025 年 139 倍 PE。
- **风险提示：**大模型和 AI 市场竞争加剧；大模型商业化落地效果不及预期；toG 项目延期风险；应收账款回收风险。

市场数据：2025 年 10 月 21 日

收盘价 (元)	52.60
一年内最高/最低 (元)	60.99/41.20
市净率	6.8
股息率% (分红/股价)	0.19
流通 A 股市值 (百万元)	115,146
上证指数/深证成指	3,916.33/13,077.32

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	7.70
资产负债率%	56.41
总股本/流通 A 股 (百万)	2,312/2,189
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
陈晴华 A0230525100001
chenqh@swsresearch.com

研究支持

陈晴华 A0230525100001
chenqh@swsresearch.com

联系人

陈晴华
(8621)23297818x
chenqh@swsresearch.com



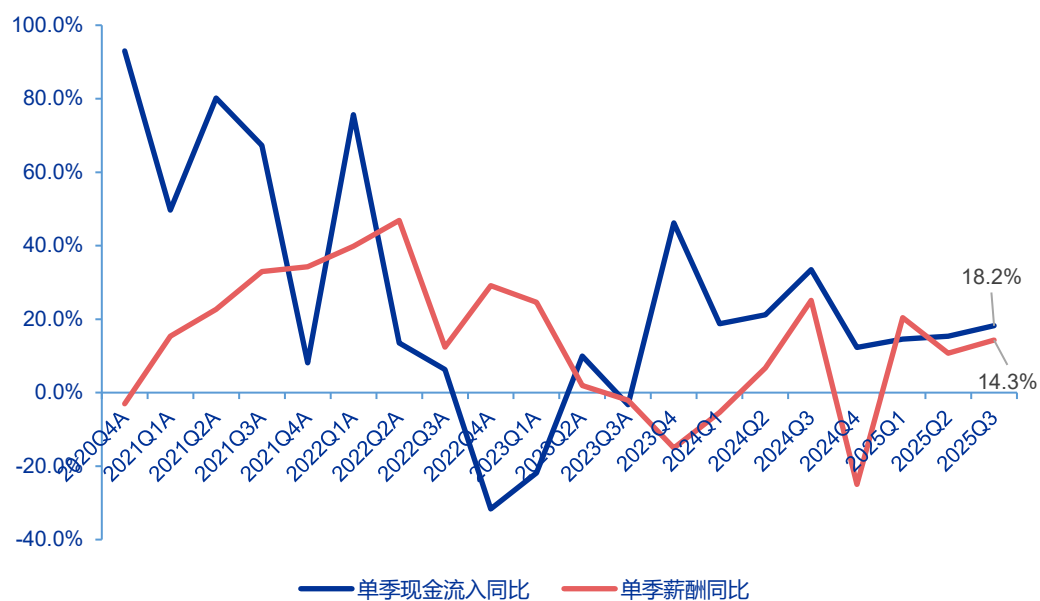
申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	23,343	16,989	27,880	33,337	39,602
同比增长率 (%)	18.8	14.4	19.4	19.6	18.8
归母净利润 (百万元)	560	-67	877	1,210	1,587
同比增长率 (%)	-14.8	-	56.5	38.0	31.2
每股收益 (元/股)	0.24	-0.03	0.38	0.52	0.69
毛利率 (%)	42.6	40.3	41.4	41.8	42.1
ROE (%)	3.1	-0.4	4.7	6.2	7.6
市盈率	217		139	101	77

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1 科大讯飞现金流口径收入-成本错配



资料来源: wind, 申万宏源研究

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	19,650	23,343	27,880	33,337	39,602
其中：营业收入	19,650	23,343	27,880	33,337	39,602
减：营业成本	11,267	13,391	16,342	19,404	22,948
减：税金及附加	126	144	172	206	244
主营业务利润	8,257	9,808	11,366	13,727	16,410
减：销售费用	3,584	4,083	4,823	5,334	6,138
减：管理费用	1,370	1,455	1,506	1,734	1,980
减：研发费用	3,481	3,892	4,600	5,334	6,138
减：财务费用	15	135	122	138	218
经营性利润	-193	243	315	1,187	1,936
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-677	-965	-712	-1,179	-1,438
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-85	-107	-46	-73	-117
加：投资收益及其他	1,292	1,126	1,126	1,126	1,126
营业利润	429	282	691	1,069	1,514
加：营业外净收入	-9	-53	-37	-33	-41
利润总额	420	229	654	1,036	1,473
减：所得税	-193	-278	-241	-237	-252
净利润	613	507	895	1,273	1,725
少数股东损益	-44	-53	18	64	138
归属于母公司所有者的净利润	657	560	877	1,210	1,587

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。