

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

收入结构改善，教育、C 端、海外业务亮点突出

——科大讯飞(002230)三季报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

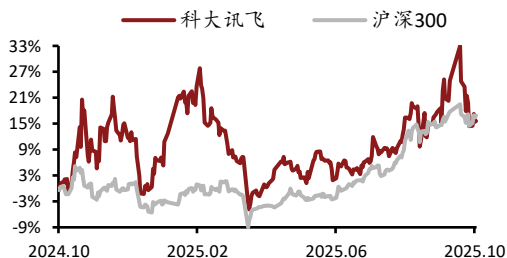
市场数据(2025-10-23)

收盘价(元)	51.85
一年内最高/最低(元)	59.64/42.79
沪深 300 指数	4,606.34
市净率(倍)	6.73
流通市值(亿元)	1,135.05

基础数据(2025-09-30)

每股净资产(元)	7.70
每股经营现金流(元)	0.05
毛利率(%)	40.28
净资产收益率_摊薄(%)	-0.37
资产负债率(%)	56.41
总股本/流通股(万股)	231,169.26/218,909.55
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

《科大讯飞(002230)年报点评：在国产化趋势下，公司自主可控大模型的先发优势突显》
2025-04-25

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：

公司公布了 2025 年三季报：2025 前 3 季度公司收入 169.89 亿元，同比增长 14.41%；净利润-0.67 亿元，减亏 2.77 亿元；扣非后净利润-3.38 亿元，较上年同期减亏 1.30 亿元。2025Q3，公司收入 60.78 亿元，同比增长 10.02%，净利润 1.72 亿元，同比增长 202.40%，扣非净利润 0.26 亿元，同比增长 76.50%。

- 2025Q3 公司收入增速放缓，但是盈利能力和收款情况都继续呈现改善趋势。

(1) 收入方面：Q3 增速较 Q2 下滑了 0.10 PCT，略有下滑。由于整体宏观经济形势的影响，公司出于对 G 端业务回款能力的考虑，对 G 端业务进行了甄别，导致智慧城市、数字政府业务出现下滑。但是在教育、医疗、大模型、C 端等方向上都表现突出，其中教育增长 30%，C 端业务也增长了 40%，带动整体业务结构的改善和收入质量的提升。

(2) 费用方面：Q3 公司销售费用、管理费用、研发费用分别增长了 23.06%、-1.36% 和 1.43%，2025 年公司在积极地进行销售推广，重点头像 C 端和海外业务，有望在优势业务上获得更好的收入增长。

(3) 现金流方面：前 3 季度销售商品提供劳务收到的现金 174.38 亿元，高于收入水平，同比增长 16.26%；经营性现金流 1.23 亿元，较去年同期增长 9.44 亿元；截至 9 月底应收账款 159.13 亿元，较年初增长 12.47 亿元，仍然处于较高水平。

- 公司作为国内唯一的国产算力底座大模型，在当前美国出口管控和国产算力切换的大背景下，安全优势明显。1-9 月，科大讯飞大模型相关项目的中标数量和金额在行业中均排名第一，Q3 中标金额 5.45 亿元，是第二至第五名总和的 1.88 倍。对比开源大模型来看，公司作为深耕行业需求的企业，在行业数据经验积累和模型幻觉控制方面优势明显。随着星火大模型在央国企成果逐步落地，前三季度星火军团收入同比增长 200% 以上。7 月公司的“讯飞星火 X1”升级版上线，在小一个数量级的情况下，实现 o3 能力的对标，11 月 6 日公司还将进行大模型升级发布。
- 在星火教育大模型的加持下，公司学习机业务实现高增长。公司 AI 学习机已经连续 4 年成为国内高端学习机销量和销售额第一，2025 前三季度公司学习机业务实现 80% 的增长。考虑到当前学习

机 6-7% 的渗透率，后续随着大模型能力的持续提升，学习机作为个性化能力提升的重要手段，仍有较大的需求释放空间。

- **2025 年公司海外业务持续发力，取得了关键性进展。**2025 年上半年，公司海外收入同比增长 212%，2025Q3 继续实现 2.7 倍的收入增长。这其中，办公本、翻译机、录音笔、词典笔等硬件产品都取得了快速增长，在中东、东南亚、日韩等地销售势头良好。公司海外开发者达到 54.5 万，同比增长 25%。同时，公司还在积极加大海外市场费用投入（2025 年前三季度从去年的 5000 万增长到 1.4 亿元），为 2026 年海外业务增长蓄能。
- **公司开启新一轮融资，持续发力 AI 产业。**2025 年 8 月开始，公司开启新一轮融资，拟募资 40 亿元，其中 8 亿元用户“星火教育大模型及典型产品”，24 亿用于“算力平台”，8 亿用于补充流动资金。本次定增中实控人控制的言知科技将认购 2.5-3.5 亿元，彰显了实控人对于公司发展的信心。
- **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 0.42 元、0.56 元、0.78 元，按 10 月 23 日收盘价 51.85 元计算，对应 PE 为 123.84 倍、92.32 倍、66.44 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
营业收入（百万元）	19,650	23,343	27,038	31,708	36,914
增长比率（%）	4.41	18.79	15.83	17.27	16.42
净利润（百万元）	657	560	968	1,298	1,804
增长比率（%）	17.12	-14.78	72.78	34.15	38.96
每股收益(元)	0.28	0.24	0.42	0.56	0.78
市盈率(倍)	182.35	213.98	123.84	92.32	66.44

资料来源：中原证券研究所，聚源

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化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声音复刻
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
2025. 7. 25	讯飞星火 X1 升级	实现了对 OpenAI o3 的对标，在数学、翻译、推理、文本生成等方面持续进步并保持业界领先

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	26,735	30,648	35,058
现金	3,563	3,387	4,313	4,783	5,787
应收票据及应收账款	12,610	15,307	15,735	18,384	20,746
其他应收款	337	321	445	501	566
预付账款	396	606	703	777	953
存货	2,459	2,847	3,380	3,794	4,308
其他流动资产	1,836	1,595	2,158	2,409	2,698
非流动资产	16,631	17,417	18,340	18,366	18,147
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	9,142	9,372	9,492
资产总计	37,831	41,479	45,075	49,014	53,205
流动负债	12,908	15,359	17,992	20,975	23,923
短期借款	243	310	390	510	670
应付票据及应付账款	7,877	9,067	10,609	12,743	14,739
其他流动负债	4,788	5,982	6,993	7,722	8,515
非流动负债	7,192	7,405	7,864	8,144	8,414
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	2,981	2,981	2,981
负债合计	20,099	22,764	25,856	29,119	32,337
少数股东权益	700	921	858	770	679
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	6,756	7,520	8,583
归属母公司股东权益	17,032	17,793	18,361	19,126	20,188
负债和股东权益	37,831	41,479	45,075	49,014	53,205

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	3,247	2,719	3,124
净利润	613	507	904	1,211	1,714
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	-143	-208	-242
营运资金变动	-2,469	-1,170	-476	-1,647	-1,682
其他经营现金流	418	793	845	1,124	1,134
投资活动现金流	-3,979	-3,305	-2,415	-1,849	-1,527
资本支出	-4,060	-3,215	-2,531	-1,958	-1,669
长期投资	40	-163	-110	-100	-100
其他投资现金流	41	72	226	208	242
筹资活动现金流	2,830	539	93	-400	-593
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	-197	-800	-1,023
现金净增加额	-790	-272	926	470	1,004

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	27,038	31,708	36,914
营业成本	11,267	13,391	15,533	18,565	21,606
营业税金及附加	126	144	167	199	229
营业费用	3,584	4,083	5,023	5,927	6,934
管理费用	1,370	1,455	1,441	1,513	1,589
研发费用	3,481	3,892	4,164	4,747	5,554
财务费用	15	135	201	201	209
资产减值损失	-85	-107	-120	-146	-155
其他收益	1,087	1,033	1,196	1,403	1,633
公允价值变动收益	80	-22	0	0	0
投资净收益	205	93	143	208	242
资产处置收益	13	8	11	15	15
营业利润	429	282	820	1,117	1,619
营业外收入	34	39	46	54	62
营业外支出	43	93	107	126	147
利润总额	420	229	758	1,044	1,535
所得税	-193	-278	-146	-166	-179
净利润	613	507	904	1,211	1,714
少数股东损益	-44	-53	-64	-88	-90
归属母公司净利润	657	560	968	1,298	1,804
EBITDA	2,147	2,772	2,824	3,220	3,663
EPS (元)	0.28	0.24	0.42	0.56	0.78

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	15.83	17.27	16.42
营业利润 (%)	45.18	-34.22	190.32	36.22	44.97
归属母公司净利润 (%)	17.12	-14.78	72.78	34.15	38.96
获利能力					
毛利率 (%)	42.66	42.63	42.55	41.45	41.47
净利率 (%)	3.35	2.40	3.58	4.09	4.89
ROE (%)	3.86	3.15	5.27	6.79	8.94
ROIC (%)	1.33	3.34	4.29	5.21	6.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.13	54.88	57.36	59.41	60.78
净负债比率 (%)	113.35	121.64	134.53	146.36	154.97
流动比率	1.64	1.57	1.49	1.46	1.47
速动比率	1.28	1.24	1.14	1.13	1.13
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.59	0.62	0.67	0.72
应收账款周转率	1.78	1.74	1.82	1.94	1.98
应付账款周转率	2.17	2.38	2.33	2.37	2.34
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.24	0.42	0.56	0.78
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.15	1.08	1.40	1.18	1.35
每股净资产 (最新摊薄)	7.37	7.70	7.94	8.27	8.73
估值比率					
P/E	182.35	213.98	123.84	92.32	66.44
P/B	7.04	6.74	6.53	6.27	5.94
EV/EBITDA	51.15	41.57	43.54	38.16	33.38

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。