

投资评级 优于大市 维持

讯飞星火大模型的三个重要时间点

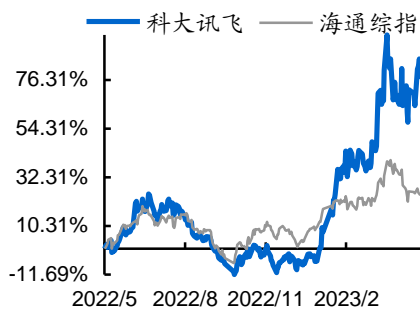
股票数据

05月12日收盘价(元)	63.24
52周股价波动(元)	29.74-70.10
总股本/流通A股(百万股)	2323/2128
总市值/流通市值(百万元)	146912/134566

相关研究

《重点赛道营收持续高速增长》2022.09.06
《拟回购5亿-10亿元用于激励》2022.07.04
《营收持续高增长》2022.05.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.4	32.8	32.0
相对涨幅(%)	6.3	33.5	36.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@haitong.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021) 23154174

Email: yl11036@haitong.com

证书: S0850517080008

联系人: 杨昊翊

Tel: (021) 23185620

Email: yhy15080@haitong.com

联系人: 夏思寒

Email: xsh15310@haitong.com

投资要点:

- **受内外部环境因素影响, 22年业绩承压。**公司2022年全年实现营业收入188.20亿元, 同比增长2.77%, 其中教育产品和服务实现收入61.61亿元(占总营收32.74%), 同比增长2.56%, 毛利率降低2.27pct; 开放平台实现收入27.81亿元(占总营收14.78%), 同比降低6.92%, 毛利率提升7.02pct; 信息工程实现收入26.47亿元(占总营收14.07%), 同比降低7.15%, 毛利率提升2.57pct; 运营商相关业务实现收入20.97亿元(占总营收11.14%), 同比增长50.53%, 毛利率降低8.12pct。2022年公司营业收入仅小幅增长, 未达预期的主要原因包括: 1) 社会经济的特殊环境较大程度上延缓了公司相关项目的实施、交付、验收等相关工作的进度, 尤其2022年第四季度超过20个项目、超过30亿元合同延期(但相关项目并未取消); 2) 公司在2019年被列入美国实体清单后, 2022年10月7日被再次极限施压, 从供应链到相关的合同签署需要调整的过程, 也影响了当期订单签订的节奏。2022年归母净利润为5.61亿元, 同比降低63.94%; 扣非归母净利润为4.18亿元, 同比降低57.31%, 主要原因是公司在教育、医疗等持续运营型根据地业务的合作平台拓展投入、新产品研发以及核心技术自主可控和国产化适配等方向新增投入约8亿元, 其他影响因素还包括公司持股的三人行、寒武纪、商汤等金融资产因股价波动导致公允价值变动收益金额较2021年减少5.82亿元; 经营性净现金流为6.31亿元, 同比降低29.37%; 销售毛利率为40.83%, 同比增长0.3pct。2022年销售费用率为16.81%, 同比提升2.11pct; 管理费用率为6.52%, 同比提升0.5pct; 研发费用率为16.53%, 同比提升1.08pct。

- **公司预计从23Q2开始实现收入和毛利正向增长。**公司23Q1实现营业收入28.88亿元, 同比下滑17.64%; 归母净利润-0.58亿元, 同比下滑152.26%; 扣非归母净利润-3.38亿元, 同比下滑331.82%, 主要原因包括: 1) 由于2022年12月和2023年1月特殊的社会经济客观环境以及随后的春节假期, 较多大项目在23Q1的签单、实施、交付、验收等工作进程出现了延迟, 影响了收入的实现进度, 23Q1的社会经济环境冲击属于短期冲击, 不影响公司长期经营基本面; 2) 由于美方的施压, 从供应链到相关的合同签署需要调整的过程, 主要调整已基本完成; 3) 公司于2022年12月15日启动了“1+N认知智能大模型专项攻关”, 于2023年5月6日正式发布讯飞星火大模型, 该项目的新增投入一定程度上影响了23Q1的利润。经营现金流-16.68亿元, 同比降低41.13%; 合同负债10.86亿元, 比2022年12月31日增加0.34亿元。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18314	18820	25447	33160	41709
(+/-)YoY(%)	40.6%	2.8%	35.2%	30.3%	25.8%
净利润(百万元)	1556	561	1744	2563	3466
(+/-)YoY(%)	14.1%	-63.9%	210.7%	47.0%	35.2%
全面摊薄EPS(元)	0.67	0.24	0.75	1.10	1.49
毛利率(%)	41.1%	40.8%	40.1%	40.2%	40.2%
净资产收益率(%)	9.3%	3.4%	9.6%	12.4%	14.3%

 资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 深度参与互联网产业格局重塑，攻关“讯飞星火大模型”筑牢技术底座优势。**2022年12月，科大讯飞启动了“1+N 认知智能大模型技术及应用”专项攻关，其中“1”指的是通用认知智能大模型算法研发及高效训练方案底座平台，“N”指的是将认知智能大模型技术应用在教育、医疗、人机交互、办公、翻译等多个行业领域。科大讯飞有信心在中文认知领域形成独特优势，同时在教育、医疗等多个行业领域形成业界领先的深度创新应用。公司在2023年5月6日举办了“讯飞星火认知大模型”成果发布会，除了发布“讯飞星火认知大模型”之外，还有星火认知大模型在公司现有产品上的商业应用成果：大模型+AI学习机：AI像老师一样批改作文，像口语老师一样实景对话；大模型+讯飞听见：录音一键成稿，一分钟输出流畅会议文案；大模型+智能办公本：根据手写要点自动生成会议纪要；大模型+智慧驾舱：车内跨业务，跨场景人车自由交流；大模型+数字员工：基于自然语言生成业务流程和RPA（RPA即机器人流程自动化），帮助企业员工完成大量重复性工作；大模型+开放平台：联合各行业合作伙伴共建大模型生态，首批接入来自36个行业的3000余家开发者。
- “星火大模型”的三个重要时间点。**公司董事长在发布会上表示，2023年6月9日科大讯飞24周年庆时，“星火”会通过类搜索插件突破开放式问答，即实时问答，多轮对话能力、数学能力也将升级。8月15日，“星火”的多模态能力、代码能力会上升一个“大台阶”，并将开放给客户。10月24日，“星火”大模型将能够在通用大模型能力上对标ChatGPT，“在中文上要超越ChatGPT，英文上达到相当的水平。”
- 盈利预测与投资建议。**公司坚持“顶天立地”的发展战略，稳中求进，持续加强根据地建设和系统性创新，核心技术底座自主可控，为未来夯实了可持续发展的基本面。同时，在人工智能应用布局成果与示范验证效果持续显现的强力支撑下，公司经营在经济下行等严峻形势下经受住考验。我们预计，公司2023-2025营收分别为254.47/331.60/417.09亿元，归母净利润分别为17.44、25.63、34.66亿元，对应EPS分别为0.75、1.10、1.49元。综合考虑，给予公司2023年动态PS 7-8倍，6个月合理市值区间为1781.31-2035.79亿元，公司当前股本为23.23亿股，对应6个月合理价值区间为76.68-87.63元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**大模型落地或商业价值不及预期；订单增长不及预期；AI技术研发不及预期，商业化应用落地进程缓慢；市场竞争加剧等。

表1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价(元)	市值(亿元)	收入(亿元)			PS(倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
四维图新	002405.SZ	11.30	269.0	33.47	45.28	59.38	8.0	5.9	4.5
用友网络	600588.SH	20.19	693.1	92.62	115.63	142.60	7.5	6.0	4.9
广联达	002410.SZ	52.44	624.8	65.91	83.83	104.83	9.5	7.5	6.0
中科创达	300496.SZ	89.63	410.0	54.45	71.33	93.48	7.5	5.7	4.4
平均							8.1	6.3	4.9
科大讯飞	002230.SZ	63.24	1469.1	188.20	254.47	331.60	7.8	5.8	4.4

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：科大讯飞采用海通证券盈利预测，其他公司采用Wind一致预期，股价为2023年5月12日收盘价。

表 2 公司业务分拆 (百万元)

		2022	2023E	2024E	2025E
教育领域	营收	6419.90	8923.18	11995.70	15559.30
	同比 (%)	3.02	38.99	34.43	29.71
	毛利率 (%)	47.96	47.80	47.70	47.60
智慧城市	营收	4445.59	5706.84	7046.65	8435.99
	同比 (%)	-10.62	28.37	23.48	19.72
	毛利率 (%)	32.51	32.00	31.00	30.00
开放平台及消费者业务	营收	4640.35	6137.77	7823.67	9597.92
	同比 (%)	-1.00	32.27	27.47	22.68
	毛利率 (%)	36.78	36.50	36.60	36.70
总营收	营收	18820.23	25447.33	33160.16	41708.51
	同比 (%)	2.77	35.21	30.31	25.78
	毛利率 (%)	40.83	40.14	40.15	40.18

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	18820	25447	33160	41709
每股收益	0.24	0.75	1.10	1.49	营业成本	11136	15234	19845	24949
每股净资产	7.06	7.80	8.91	10.40	毛利率%	40.8%	40.1%	40.2%	40.2%
每股经营现金流	0.27	1.82	1.21	1.11	营业税金及附加	112	160	203	259
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	3164	4072	5272	6465
P/E	261.78	84.26	57.33	42.39	营业费用率%	16.8%	16.0%	15.9%	15.5%
P/B	8.96	8.10	7.10	6.08	管理费用	1227	1595	2120	2640
P/S	7.81	5.77	4.43	3.52	管理费用率%	6.5%	6.3%	6.4%	6.3%
EV/EBITDA	33.50	48.70	39.04	31.51	EBIT	490	1481	2062	2902
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-79	-78	-122	-129
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.3%
毛利率	40.8%	40.1%	40.2%	40.2%	资产减值损失	-81	0	0	0
净利润率	3.0%	6.9%	7.7%	8.3%	投资收益	27	13	33	31
净资产收益率	3.4%	9.6%	12.4%	14.3%	营业利润	296	1576	2223	3069
资产回报率	1.7%	4.5%	5.6%	6.6%	营业外收支	-48	108	185	283
投资回报率	5.0%	6.9%	8.6%	10.6%	利润总额	248	1684	2408	3352
盈利增长 (%)					EBITDA	2232	2942	3662	4523
营业收入增长率	2.8%	35.2%	30.3%	25.8%	所得税	-251	17	48	101
EBIT 增长率	-58.2%	202.1%	39.2%	40.7%	有效所得税率%	-101.3%	1.0%	2.0%	3.0%
净利润增长率	-63.9%	210.7%	47.0%	35.2%	少数股东损益	-63	-77	-202	-214
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	561	1744	2563	3466
资产负债率	48.7%	52.5%	54.4%	54.4%					
流动比率	1.64	1.52	1.47	1.49	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.25	1.12	1.10	1.09	货币资金	4346	6324	6516	6837
现金比率	0.36	0.38	0.31	0.27	应收账款及应收票据	10362	11479	15847	19237
经营效率指标					存货	2729	4203	4913	6494
应收账款周转天数	165.99	146.66	140.00	143.33	其它流动资产	2320	3050	3517	4506
存货周转天数	83.45	81.91	82.68	82.29	流动资产合计	19757	25056	30793	37073
总资产周转率	0.59	0.71	0.78	0.85	长期股权投资	934	1105	1284	1473
固定资产周转率	7.39	9.72	12.05	14.60	固定资产	2571	2666	2840	2874
					在建工程	689	792	966	1193
					无形资产	2765	3003	3368	3693
					非流动资产合计	13102	13856	14938	15830
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	32859	38912	45731	52903
净利润	561	1744	2563	3466	短期借款	364	225	74	0
少数股东损益	-63	-77	-202	-214	应付票据及应付账款	7493	10200	13683	15817
非现金支出	2440	1460	1599	1621	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-94	-115	-219	-320	其它流动负债	4226	6059	7184	9045
营运资金变动	-2214	1219	-935	-1965	流动负债合计	12082	16483	20942	24863
经营活动现金流	631	4231	2805	2588	长期借款	1714	1714	1714	1714
资产	-2265	-1913	-2304	-2018	其它长期负债	2216	2216	2216	2216
投资	470	-190	-187	-206	非流动负债合计	3930	3930	3930	3930
其他	91	13	33	31	负债总计	16012	20413	24871	28793
投资活动现金流	-1704	-2090	-2458	-2193	实收资本	2324	2323	2323	2323
债权募资	1363	-139	-150	-74	归属于母公司所有者权益	16400	18128	20691	24157
股权募资	40	-15	0	0	少数股东权益	447	370	168	-46
其他	-1721	-9	-4	-1	负债和所有者权益合计	32859	38912	45731	52903
融资活动现金流	-318	-163	-155	-75					
现金净流量	-1371	1977	192	320					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 12 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
杨林 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 利亚德,歌尔股份,新开普,顺络电子,中颖电子,闻泰科技,创业慧康,芯海科技,航天宏图,宇瞳光学,敏芯股份,传音控股,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,商汤-W,思维列控,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,拉卡拉,瑞芯微,税友股份,炬光科技,万物云,荣旗科技,汉得信息,中科曙光

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。