

商汤-W(0020.HK)

互联网行业

评级：暂不评级

市场价格：6.18 港元

分析师：韩筱辰

执业证书编号：S0740521110002

电话：15618770927

Email: hanxc@zts.com.cn

联系人：李奇

电话：13905742736

Email: liqi04@zts.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	335
流通股本(亿股)	260
市价(港元)	6.02
市值(亿港元)	2017
流通市值(亿港元)	1564

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3446	4700	6470	8628	11264
增长率 yoy%	14%	36%	38%	33%	31%
净利润(百万元)	-12163	-17644	-3629	-2925	415
增长率 yoy%	-145%	-45%	79%	19%	—
每股收益(元)	-0.36	-0.53	-0.11	-0.09	0.01

报告摘要

- 核心观点：**
- “智慧城市”和“智慧商业”两者驱动营收高增，未来四轮（智慧城市、智慧商业、智慧生活、智慧汽车）多引擎带动高质量增长：**现阶段，“智慧商业”和“智慧城市”仍然是营收增长的主要驱动力，收入2021年分别同比增长32%和57%，客户数量2021年分别同比增长9%和49%，对应ARPU2021年同比增长21%和5%。对智慧商业来说，数字经济的浪潮给商汤带来了行业红利（典型客户包括国家电网、中国电信、软银集团、阿里巴巴等行业龙头），未来的增长来源于多行业渗透及单客户收入提升；智慧城市本年度的表现最为亮眼，约占总收入的46%，截止2021年年底，累计已有140个城市部署智慧城市的方案。随着商汤科技对各城市的覆盖面拓宽及渗透率提高、更多应用场景的开放使得商汤生产迭代出更多的长尾应用；智慧生活和智慧汽车业务是商汤未来能够持续高增速向前的保障。元宇宙的发展带来了AI技术更广泛的需求，智慧生活将享受元宇宙概念持续发酵带来的行业机遇。智能汽车及无人驾驶则是箭在弦上的产业变革，对AI算力供给需求有着潜在超预期的可能性。
- 增收不增利，商汤集团仍然处于AI发展的初期。**2021年商汤实现营收47亿元，同比增长36%，但盈利能力仍处于筑底阶段，亏损并未有收窄的迹象，亏损从2020年的122亿进一步亏大至172亿，同比增加41%。经调整后，亏损净额从2020年的9亿进一步亏大至14亿，同比增加62%。公司的四块业务均处于跑马圈地的发展期，尽管毛利保持较高水平，并随着AI模型生产的规模效益有着向上的趋势，但我们预计销售、研发及行政费用在短中期并没有大幅下降的迹象，所以我们估算公司还需要3年左右的时间来达到盈亏平衡。
- 多年的高额营业费用（销售、研发、行政费用）或是甩开竞争对手且保持长期竞争力的重要手段：**2021年商汤科技的研发费用率达76.9%（YoY +5.8%），销售费用率达14.5%（YoY -1.1%），行政费用率达48.9%（YoY +2.8%），Opex总和占营收的总占比140.3%（YoY +7.6%）；研发投入仍然是商汤科技的核心，截止2021年，商汤科技的研发人员约占7成，研发的重点为新型智能基础设施SenseCore，通过提供超强算力来规模化量产针对场景的AI模型，来大幅降低AI模型的生产成本。截止2021年年底，研发人员人均生产的商用模型提升至5.94个（YoY +3.45个），相较于2019年的0.44个提升了13倍；由于商汤将继续在人工智能领域推广产品，追求更高的市场份额，我们预计销售费用在扩张期将进一步扩大，但是比率由于规模效应有向下的趋势；行政费用方面，人才是AI领域的核心竞争力，风口之下，AI企业对于相关人才的费用激增，短期人才稀缺是行政费用难以下降的主要原因。在三方面的高投入有望使得商汤保持已有的领先地位、在行业早期建立起长期的竞争力。
- 盈利预测及投资建议：**我们看好公司长远发展和后续业绩的增长。我们预测 2022 年-2024 年的公司收入分别为 64.70/86.28/112.64 亿元，净利润分别为-36.29/-29.25/4.15 亿元，EPS 为-0.11/-0.09/0.01 元。
- 风险提示：**人工智能人才需求旺盛，培养周期长，准入门槛远高于其他行业导致技术性人才短缺。外部环境复杂多变，中国及其他国家有关隐私及数据保护的法律法规普遍复杂且不断演变，公司面临法律监管的风险。公司客户的集中度不断提升，CR5 的占比从 2018 年的 28.4%提升至 2021 年上半年的 59.3%。商汤科技研发投入大，巨额的研发投入并不一定保证转化为先进的研发成果。公司现阶段处于亏损状态，具有较大的盈利压力，研报使用的信息数据更新不及时等。

内容目录

一、公司基本情况	- 4 -
二、公司分业务梳理	- 5 -
1、智慧商业领域	- 5 -
2、智慧城市领域	- 5 -
3、智慧生活领域	- 6 -
4、自动驾驶领域	- 7 -
三、行业分析	- 9 -
AI 量产时代已至，人类少有的技术型突破正逐步释放生产力	- 9 -
四、财务数据分析	- 13 -
1、业绩总览	- 13 -
2、分业务收入	- 13 -
3、主要费率情况	- 15 -
4、利润率情况	- 15 -
5、经营数据情况	- 16 -
五、盈利预测及估值逻辑	- 17 -
六、风险提示	- 17 -

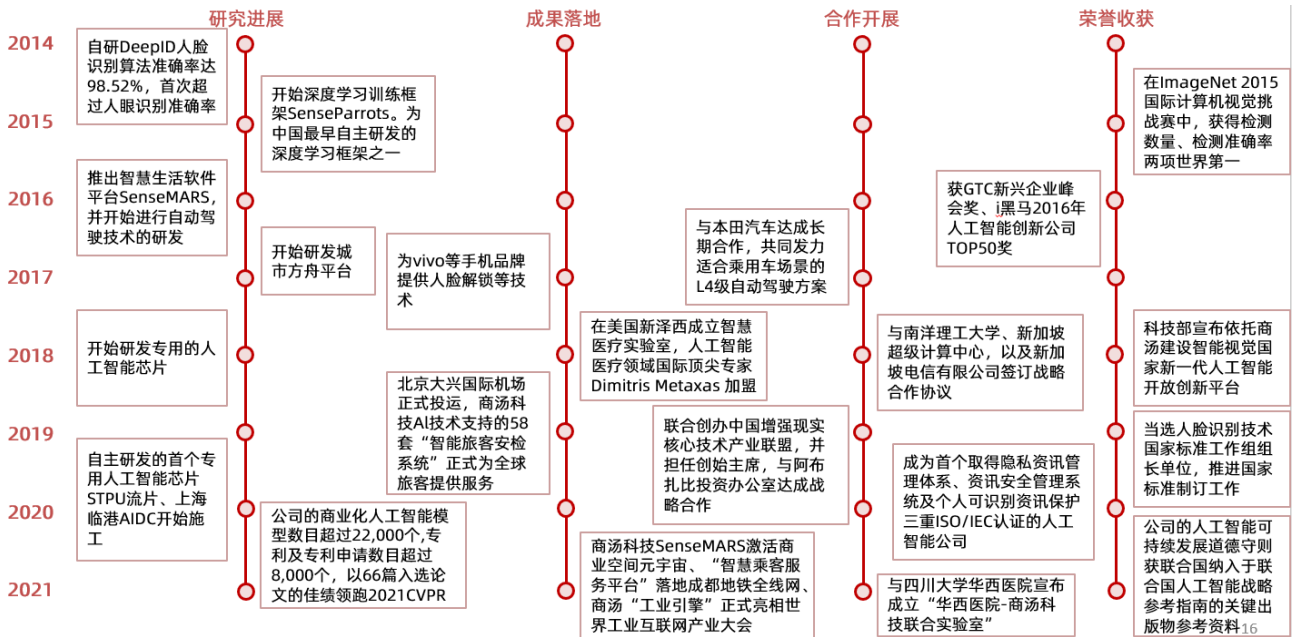
图表目录

图表 1 : 发展历程: 研究不断转化为成果, 商汤科技引领人工智能潮流.....	- 4 -
图表 2 : 2020 中国计算机视觉软件提供商的市场份额 (%)	- 4 -
图表 3 : 公司企业方舟客户数量.....	- 5 -
图表 4 : 城市方舟平台应用类别.....	- 6 -
图表 5 : 公司城市方舟的客户数量.....	- 6 -
图表 6 : 2020 中国面向消费者的计算机视觉软件提供商的市场份额 (%)	- 6 -
图表 7 : 2020 中国面向消费者应用的计算机视觉软件提供商的市场份额 (%)	- 6 -
图表 8 : 自动驾驶所用以人工智能为中心的软件的中国市场规模 (单位: 亿元)	- 8 -
图表 9 : 中国面向汽车应用的计算机视觉软件市场规模 (单位: 亿元)	- 8 -
图表 10 : 中国面向自动驾驶应用的计算机视觉软件市场规模.....	- 8 -
图表 11 : 人工智能企业盈亏状况的三种路线.....	- 9 -
图表 12 : 人工智能发展历程	- 10 -
图表 13 : 人工智能在各领域的企业数占比	- 10 -
图表 14 : 行业各类碎片化场景与发生频次	- 10 -
图表 15 : AlaaS (AI as a service) 模式.....	- 12 -
图表 16 : 中国计算机视觉软件市场的市场规模.....	- 12 -
图表 17 : 中国按类别划分的人工智能软件 (%)	- 12 -
图表 18 : 商汤科技(0020.HK) 2021 年业绩 · 实际 vs 一致预期.....	- 13 -
图表 19 : 20H1-21H2 公司分半年度营收 (亿元)	- 13 -
图表 20 : 2019-2021 公司分年营收 (亿元)	- 13 -
图表 21 : 20H1-21H2 公司分半年度智慧商业营收 (亿元)	- 14 -
图表 22 : 2019-2021 公司分年智慧商业营收 (亿元)	- 14 -
图表 23 : 20H1-21H2 公司分半年度智慧城市营收 (亿元)	- 14 -
图表 24 : 2019-2021 公司分年智慧城市营收 (亿元)	- 14 -
图表 25 : 20H1-21H2 公司分半年度智慧生活营收 (亿元)	- 14 -
图表 26 : 2019-2021 公司分年智慧生活营收 (亿元)	- 14 -
图表 27 : 20H1-21H2 公司分半年度智能汽车营收 (亿元)	- 15 -
图表 28 : 2019-2021 公司分年智能汽车营收 (亿元)	- 15 -
图表 29 : 20H1-21H2 公司分半年度主要费用 (%)	- 15 -
图表 30 : 2019-2021 公司分年主要费用 (%)	- 15 -
图表 31 : 20H1-21H2 公司分半年度毛利润 (亿元)	- 16 -
图表 32 : 2019-2021 公司分年毛利润 (亿元)	- 16 -
图表 33 : 2020-2021 公司各版块服务的客户数量.....	- 16 -

一、公司基本情况

- 商汤科技是将研究不断转化为成果的行业领先的人工智能软件公司。公司在计算机视觉领域处于领头羊地位，在技术创新&基础算力&人才招募三个领域具有强竞争壁垒。

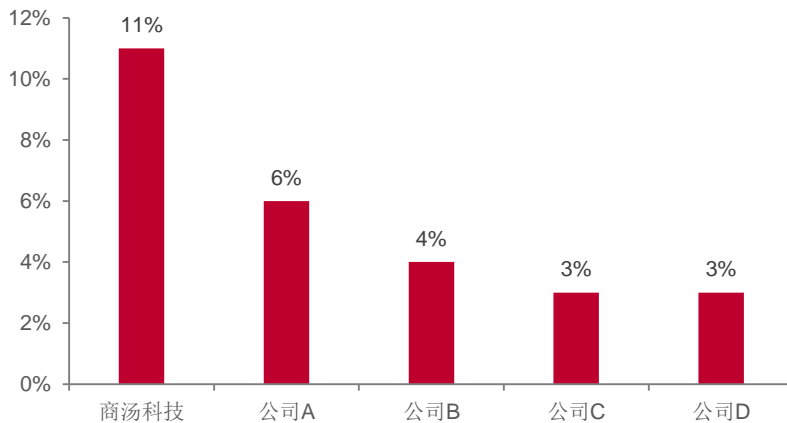
图表 1: 发展历程: 研究不断转化为成果, 商汤科技引领人工智能潮流



来源: 亿欧智库, 中泰证券研究所

- 商汤科技在计算机视觉领域处于领头羊地位。2020年按收入计，商汤科技为亚洲最大的人工智能软件供应商及中国最大的计算机视觉软件供应商。中国计算机视觉软件提供商市场较为分散，CR5的市场份额不足3成。

图表 2: 2020 中国计算机视觉软件提供商的市场份额 (%)



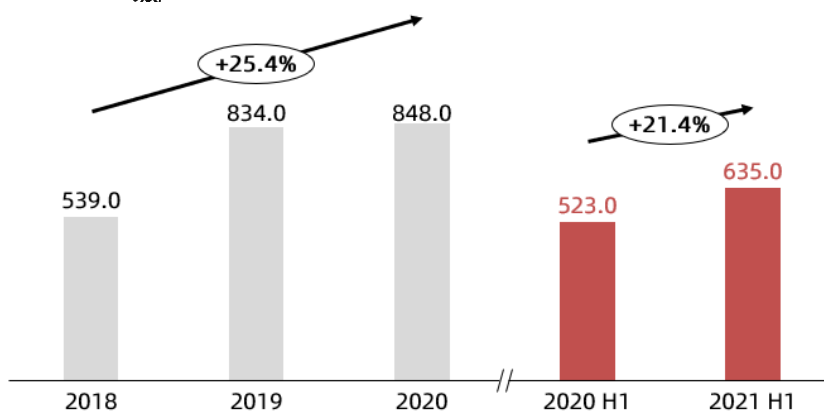
来源: 公司公告, 沙利文, 中泰证券研究所

二、公司分业务梳理

1、智慧商业领域

- **企业方舟平台为多方面赋能企业数字化转型提供强力支持。**公司的企业方舟平台拥有感知智能、决策智能、对物联网设备的高适配性、与企业IT基础设施的高兼容性、全面的数据安全及隐私保护等特点。企业方舟的应用场景覆盖商业空间、住宅物业、展览空间及工业监控基础设施四个场景，在出入管理、VR视图、AI巡检等多个方面赋能企业，推动企业数字化转型。截至2021年6月30日，公司已经在约6,000个客户站点部署企业方舟，并已连接超过250万个物联网设备。截至同期，公司有总计超过180个智慧商业的客户为《财富》500强企业或上市公司。

2、智慧城市
图表 3: 公司企业方舟客户数量

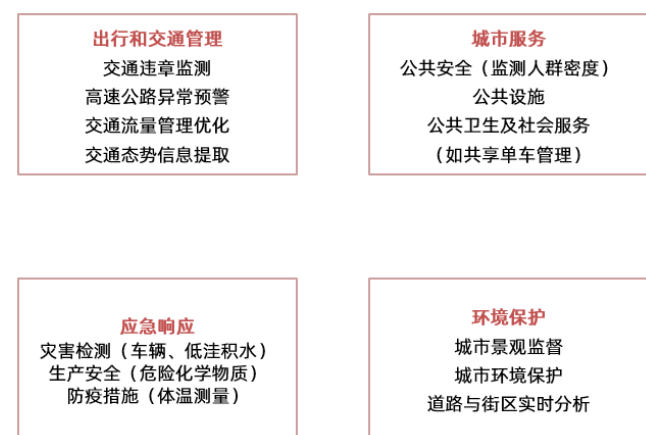


来源：公司公告，中泰证券研究所

可靠性

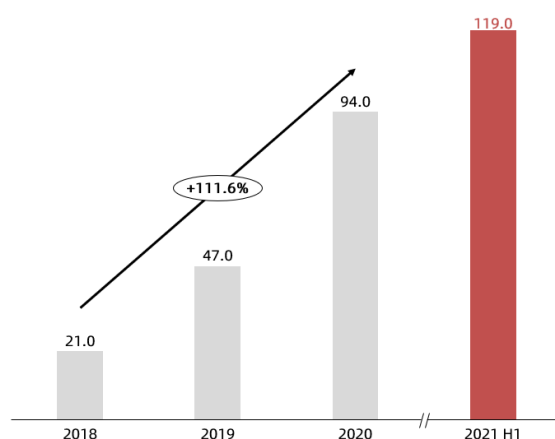
和及时性与城市管理极其适配：城市管理难度高，随着城镇化加速，预计未来10年将有7成人口生活在城市，单体城市规模将突破5000万-8000万，庞大的体量带来基础设施和管理的挑战，而这个体量又与劳动力缺乏与预算限制强冲突，资源有限的前提下人工智能将成为城市治理的有效抓手。同时城市管理的及时性需求增加。实时数据、图像的处理与分析帮助城市管理者解决及时性的管理需求。同时，人工智能提供追踪轨迹及大规模的数据沉淀，有力提升事后评估的科学性与全面性。

图表 4: 城市方舟平台应用类别



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 公司城市方舟的客户数量



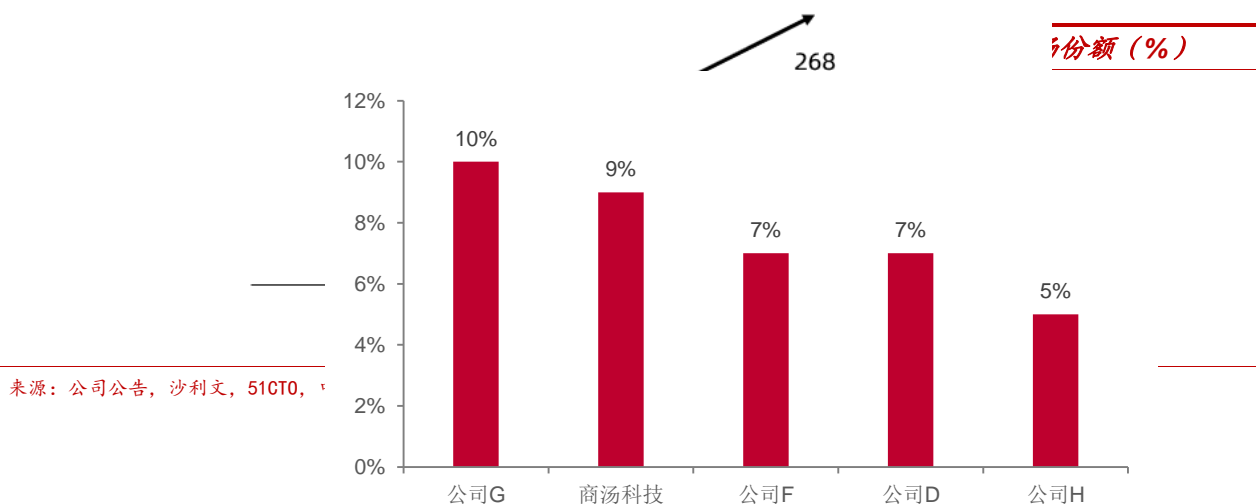
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

3、智慧生活领域

■ 体验的提升及应用场景的扩充驱动挖掘 AI 在消费者端的增量需求。

1) **IoT 设备激增**。数据显示, 尽管受到芯片短缺和新冠疫情对供应链的影响, 2021 年全球联网的 IoT 设备的数量同比增长 9%, 达到 123 亿个活跃终端, 预计 2025 年该数量超 270 亿个, IoT 设备生成的大量数据需要 AI 模型的嵌入来提升性能和功能, 从而驱动 AI 在消费者端应用的蓬勃发展。2) **用户体验驱动的需求增长**。人工智能技术的创新体验使得消费者在旅行、社交网络、在线购物、及游戏领域的需求不断增加。此外, 元宇宙有潜力成为消费者的增量需求。3) **人工智能在医疗行业的应用增加**。人工智能技术的“硬实力”赋能医疗行业, 精准的诊断及治疗有潜力广泛应用于包括临床在内的诸多医疗场景。

图表 6: 2020 中国面向消费者的计算机视觉软件提供商的市场份额 (%)

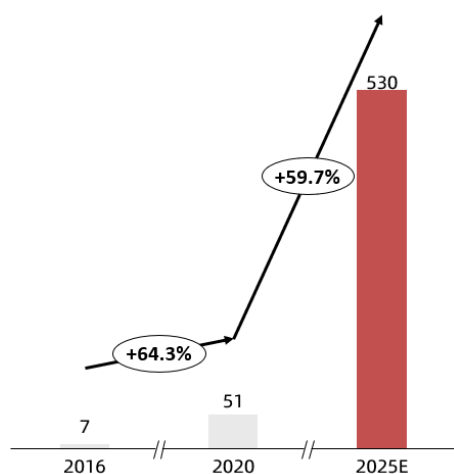


来源: 公司公告, 沙利文, 51CTO, ...

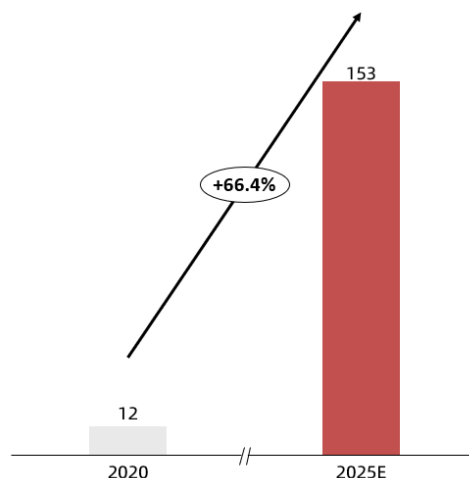
来源：4公司公告，中泰证券研究所

、 自动驾驶领域

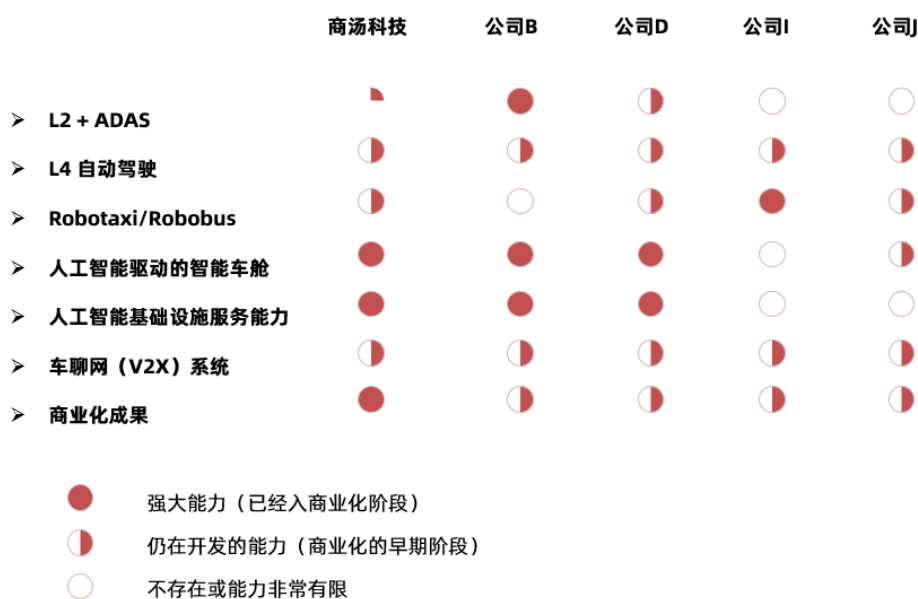
- 在自动驾驶技术和布局方面厚积薄发，搭上智能驾驶行业发展的快车。中国已经是全球汽车市场份额占比最大的国家，汽车的智能化及油车向电车的转型使得全球自动驾驶科技市场在未来处于增长的快车道。因此，中国自动驾驶所用的人工智能为中心的软件将迎来革命性发展。商汤的 L2+ADAS 高级自动驾驶辅助产品目前已经具备落地能力，将会运用在传统和新能源车企上。搭载 L2 +ADAS 产品的车型即将在 2022 年实现量产。L4 作为 L2 自动驾驶技术的迭代，商汤也积极进行研发布局，并在 2019 年投资了国内领先的 L4 级自动驾驶企业文远知行。
- 竞争格局方面来看，博世、采埃孚、Mobileye 等国际大厂过去在 ADAS 行业拥有主导地位，但面对中国路况的复杂性稍显劣势。国内厂商德赛西威，东软睿驰，华为，百度等均在自动驾驶层面多领域布局。商汤 2021 年推出的 SenseAuto 包含智能驾驶、智能座舱、路云感知、赋能引擎以及 AI 底座在内完整架构的人工智能汽车解决方案，具备精准高效的人工智能感知能力。商汤凭借自身在计算机视觉领域的深厚积淀正式打响与国际国内自动驾驶供应商竞争的号角。目前商汤已与 30 余家车企展开了合作，2000 万台车实现了定点，其中包括 2021 年新量产的长城 WEY 系列，奇瑞旗下捷途等品牌的车型都搭载 SenseAuto 的技术和解决方案。

图表 8: 自动驾驶所用以人工智能为中心的软件的中国的市场规模 (单位: 亿元)


来源: 公司公告, 沙利文, 中泰证券研究所, 假设美元与人民币的汇率为 1USD : 6.4RMB

图表 9: 中国面向汽车应用的计算机视觉软件市场规模 (单位: 亿元)


来源: 公司公告, 沙利文, 知乎, 36Kr, 中泰证券研究所, 假设美元与人民币的汇率为 1USD : 6.4RMB

图表 10: 中国面向自动驾驶应用的计算机视觉软件市场规模


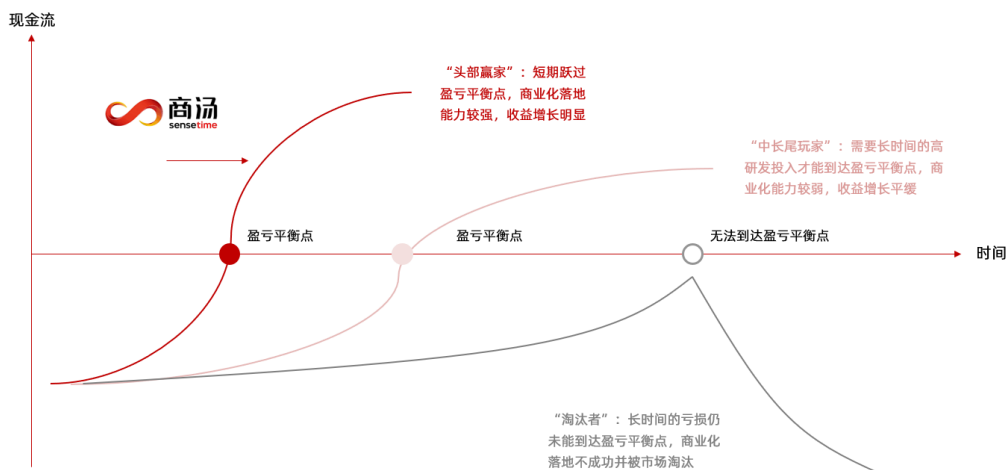
来源: 招股说明书, 高工智能汽车研究所, 艾瑞咨询, 车云网, 中泰证券研究所

三、行业分析

AI 量产时代已至，人类少有的技术型突破正逐步释放生产力

- 前期高投入是人工智能企业不可避免的问题，商汤科技作为头部赢家的边际成本低，商业化落地能力强。

图表 11: 人工智能企业盈亏状况的三种路线



来源：亿欧智库，中泰证券研究所

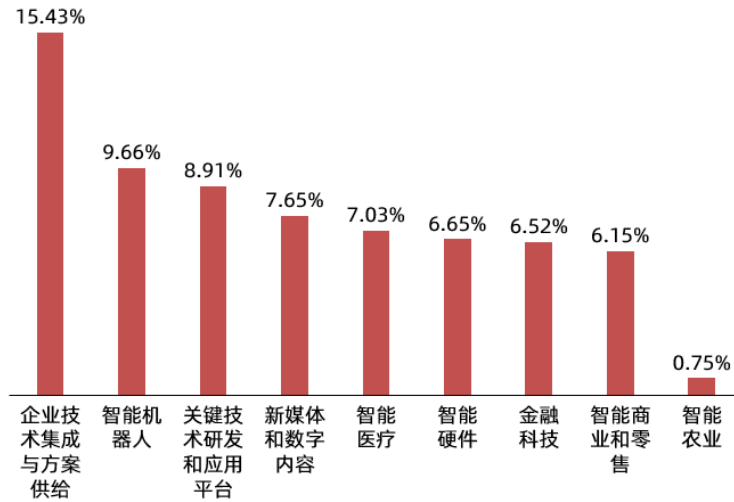
- 我国人工智能产业处于与产业步入融合的新阶段，逐步从单点应用走向真正的产业化应用。当前我国处于“弱人工智能”到“强人工智能”的过渡期，单一的技术闭环已经无法满足各种复杂场景下的智能化需求，根据光明日报在 2020 年发布的《中国新一代人工智能科技产业发展报告·2020》中指出，我国的人工智能科技开始步入融合产业部门主导的新发展阶段。企业技术集成与方案供给占比排名第一，说明人工智能与实体经济的融合发展中，人工智能对于企业的赋能效果明显（与商汤科技智慧商业业务的高增速符合），而智能机器人企业数排名第二则说明制造业的智能化是人工智能的迫切需求。过渡期 AI 逐步向纵向和横向延伸：① AI 的纵向延伸：融合专家能力和机器能力，通过数据来训练，逐步提升 AI 模型的准确性。② AI 的横向延伸：以开放平台为载体，驱动各种创新性的 AI 行业应用，提升社会对 AI 技术的认知，从而真正的产业化应用。

图表 12: 人工智能发展历程



来源: 亿欧智库, 光明日报, 中泰证券研究所

图表 13: 人工智能在各领域的企业数占比



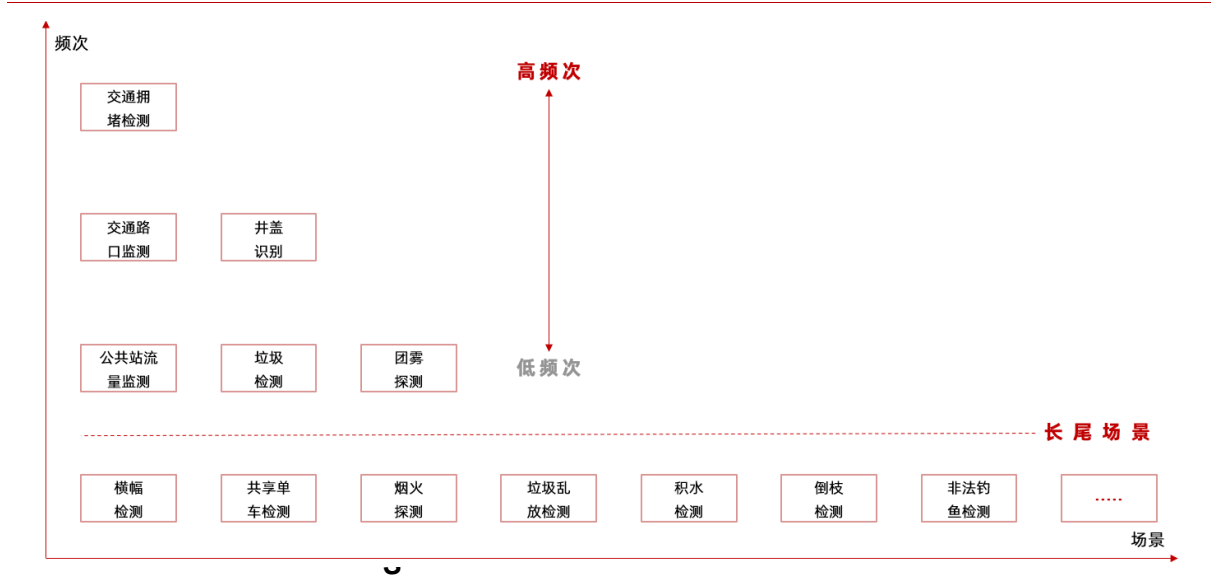
来源: 亿欧智库, 光明日报, 中泰证券研究所

1) 碎片化需求数量大, 长尾场景普遍存在。任何一个行业在全面数字化升级过程中, 都存在大量碎片化的需求和碎片化的场景, 如在城市管理中, 不仅包括交通拥堵等头部应用场景, 还存在车辆起火、高空抛物等长尾场景。这些长尾场景的 AI 模型开发成本很高, 也需要消耗数据、算力, 虽然发生频次低, 但却十分重要, 需要 AI 技术及时发现、响应。

2) 解决长尾场景覆盖问题, 是 AI 应用可以大规模落地商用的关键。如果长尾场景的需求不能被满足, 则需要人工介入处理, 无法形成真正的价值闭环。解决长尾场景覆盖问题, 要求人工智能技术具有通用性。

3) 商汤科技打造 SenseCore AI 大装置, 实现规模效应。商汤的核心技术优势, 是打造了 AI 模型生产专用的基础设施—SenseCore AI 大装置, 实现工业化 AI 模型集中量产, 大幅提高了模型生产的效率, 降低了成本, 实现了规模效应, 进而可以针对大量长尾场景生产模型, 解决长尾场景覆盖成本高的难题。

图表 14: 行业各类碎片化场景与发生频次

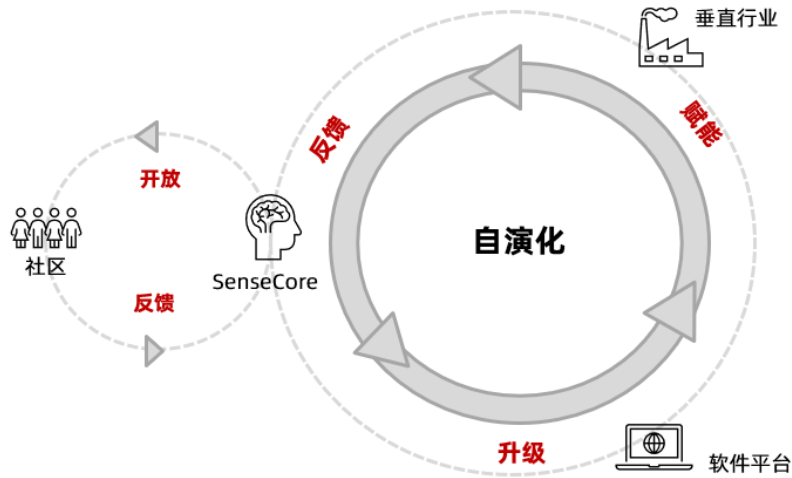


来源：公司公告，中泰证券研究所

S

eCore 提供的 AlaaS (AI as a service) - 极具成本效应和可扩展性，赋能更多行业和客户。商汤可以通过 SenseCore 建立新兴商业模式，响应市场对于定制化算法的开发需求：SenseCore 作为 AI 基础设施，可以满足客户针对自己的场景来做自己的模型开发的需求。商汤科技以 AI-as-a-Service 的方式，向客户开放 SenseCore 基础设施的能力，客户可以通过云端订阅的模式，调用 SenseCore 平台上的算力、大模型、以及算法设计服务，来使用其自有数据做模型开发。AlaaS 具备直接向用户开放 SenseCore 基础设施的能力，客户可以通过云端订阅的模式，通过 API 直接调用 SenseCore 平台上的算力、大模型、以及算法设计服务，使用其自有数据进行定制化 AI 模型开发。同时快速部署可以让客户避免投入大量时间金钱在人工智能基础设施的建造。平台通过标准接口与客户的 IT 基础设施进行交互操作，客户可以进行持续的模型训练和升级，并持续获得的算法迭代和功能扩展支持，客户可以随着需求提升灵活扩展 AI 服务规模。通过频繁输入原有人工智能模型处理的在线数据结果及管理操作产生的信息，能够自动升级现有人工智能模型，并生成更高精度的新模型，能够利用有限的的数据实现各种案例场景应用。另外当 SenseCore 随着技术突破而升级，针对不同领域垂直行业的软件平台都会同步升级，功能和性能方面也会得到明显改善，而众多垂直行业也能够为 SenseCore 提供了更加丰富的场景及反馈，可以促进 SenseCore 的持续演进。

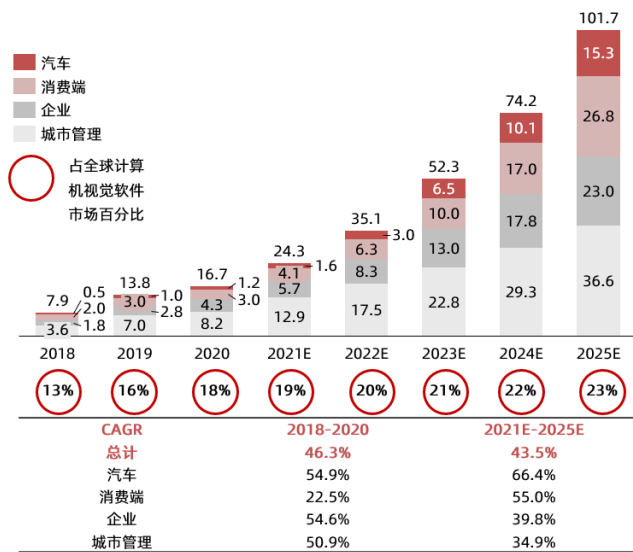
图表 15: AlaaS (AI as a service) 模式



来源：公司公告，中泰证券研究所

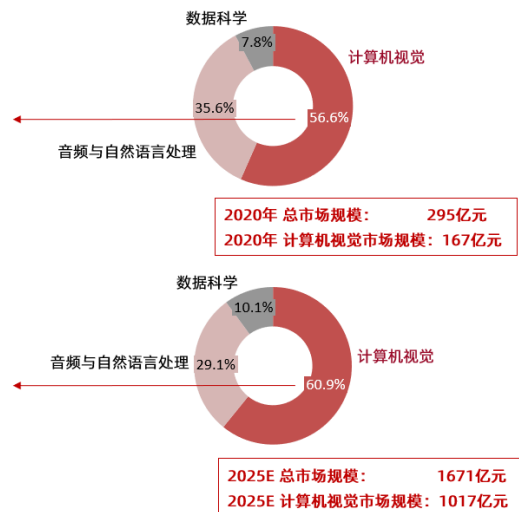
- 中国计算机视觉软件市场 2025 年预计达 1017 亿元, 占人工智能软件市场 61% 的市场份额。

图表 16: 中国计算机视觉软件市场的市场规模 (单位: 十亿元, 2018-2025 (预计))



来源：公司公告，沙利文，中泰证券研究所

图表 17: 中国按类别划分的人工智能软件 (%)



来源：公司公告，沙利文，中泰证券研究所

四、财务数据分析

1、业绩总览

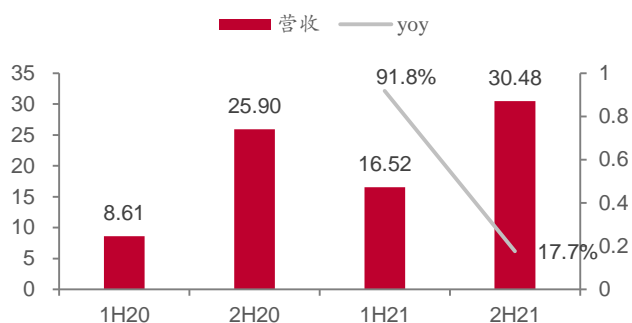
- 公司 2021H2 实现营业收入 30.48 亿元(环比 +84.6%, 同比 +17.7%), 毛利 20.73 亿元(环比 +72.0%, 同比 +14.1%)。
- 公司 2021 年全年, 实现营业收入 47 亿元(同比 +36.2%), 毛利 32.78 亿元(同比 +34.5%)。

图表 18: 商汤科技(0020.HK) 2021 年业绩 · 实际 vs 一致预期

商汤-W (0020.HK) 2021 全年业绩 · 实际 vs 一致预期						
(人民币亿元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2021 一致预测	实际 VS 一致预测
营业收入	18.5	30.3	34.5	47.0	46.9	0.2%
YoY		63%	14%	36%		
营业成本	8.1	13.1	10.1	14.2	14.4	-1.1%
毛利润	10.5	17.2	24.4	32.8	32.5	0.8%
YoY		64%	42%	34%		
毛利率	56%	57%	71%	70%	69%	0.4%
经营盈利	-3.4	-16.1	-18.1	-37.3	-50.0	25.4%
YoY		-374%	-13%	-106%		
净利润	-1.5	-11.6	-8.8	-14.2	-60.7	76.6%
YoY		-670%	24%	-61%		
净利润率	-8%	-38%	-25%	-30%	-129%	99.2%
经调整 EBITDA	-9.0	-11.0	-5.3	-8.8	-24.1	63.5%

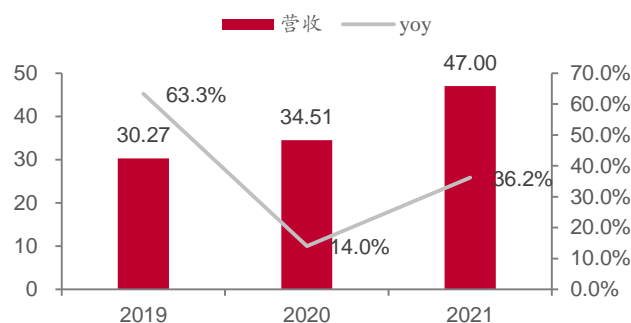
来源: 公司公告, Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 19: 20H1-21H2 公司分半年度营收 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 20: 2019-2021 公司分年度营收 (亿元)



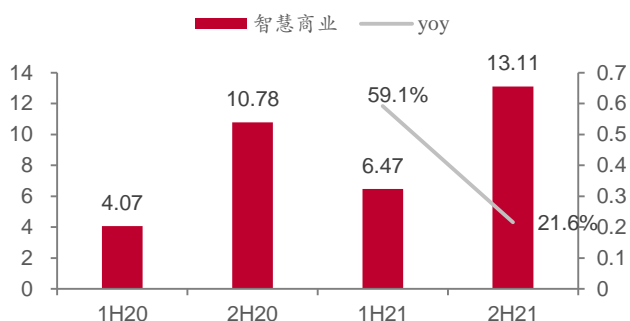
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2、分业务收入

- 2021H2 公司智慧商业实现收入 13.11 亿元(环比 +102.6%, 同比 +21.6%), 智慧城市收入 13.57 亿元(环比 72.5%, 同比 +19.2%), 智慧生活收入 2.68 亿元(环比 +81.1%, 同比 -3.8%), 智能汽车收入 1.14 亿元(环比 +60.9%, 同比 +25.0%)。
- 2021 年全年公司智慧商业实现收入 19.58 亿元(同比 +31.8%), 智

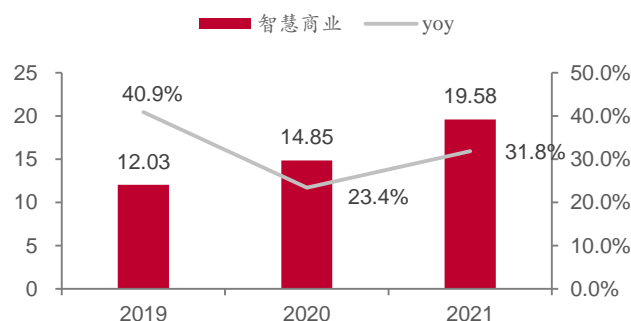
慧城市收入 21.43 亿元(同比 +56.5%),智慧生活收入 4.15 亿元(同比 -4.3%), 智能汽车收入 1.84 亿元(同比 +16.3%)。

图表 21: 20H1-21H2 公司分半年度智慧商业营收(亿元)



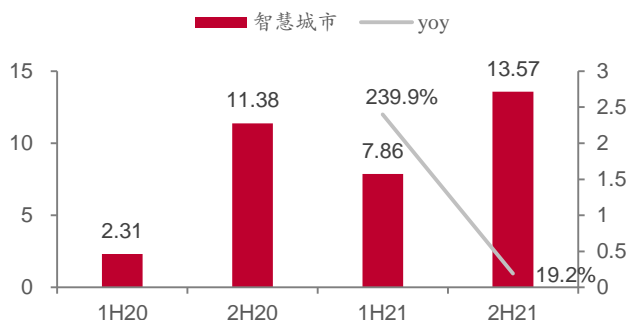
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 22: 2019-2021 公司分年智慧商业营收(亿元)



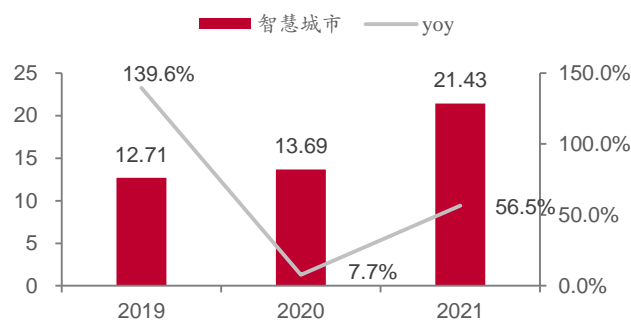
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 23: 20H1-21H2 公司分半年度智慧城市营收(亿元)



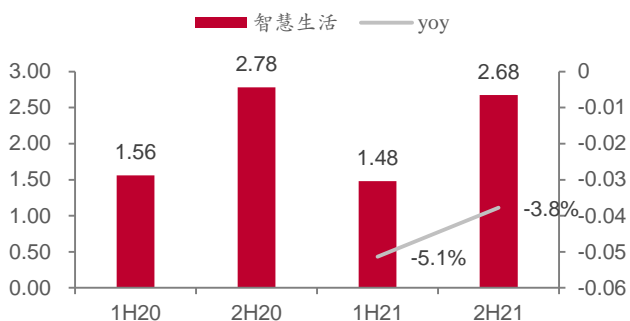
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 24: 2019-2021 公司分年智慧城市营收(亿元)



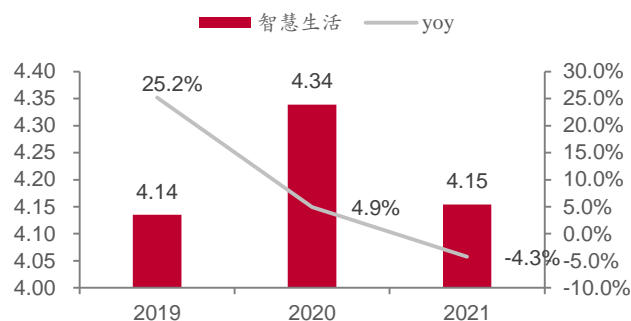
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25: 20H1-21H2 公司分半年度智慧生活营收(亿元)

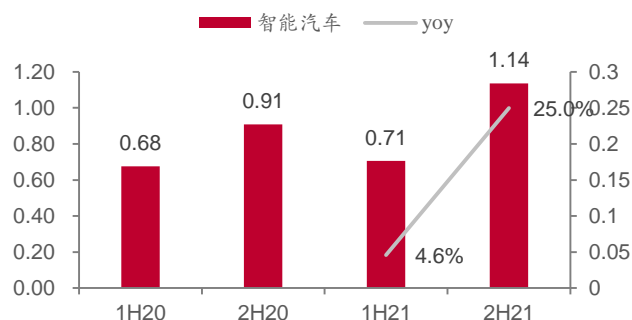


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

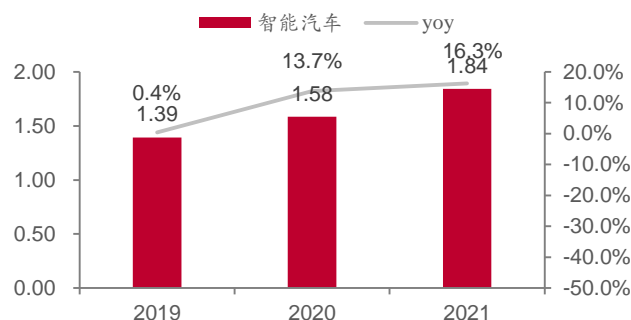
图表 26: 2019-2021 公司分年智慧生活营收(亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 27: 20H1-21H2 公司分半年度智能汽车营收(亿元)


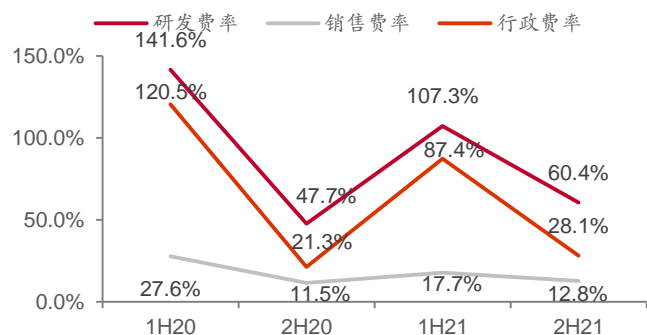
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 28: 2019-2021 公司分年智能汽车营收(亿元)


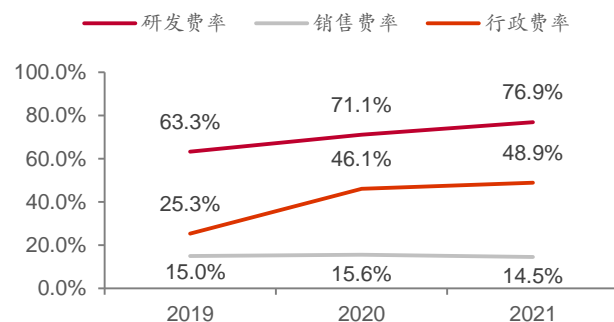
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

3、主要费率情况

- 21H2 公司销售费用率 12.8% (同比 +1.2pct, 环比 -4.9pct), 主要与人员相关支出增加有关; 行政费用率 28.1%(同比 +6.7pct, 环比 59.3pct), 主要是由于雇员福利开支, 折旧及摊销开支和专业服务和其他咨询费增加所致; 研发费用率 60.4% (同比 +12.8pct, 环比 -46.8pct)。
- 2021 年全年, 公司销售费用率 14.5% (同比 -1.1pct), 行政费用率 48.9%(同比 +2.8pct), 研发费用率 76.9% (同比 +5.8pct)。

图表 29: 20H1-21H2 公司分半年度主要费用 (%)


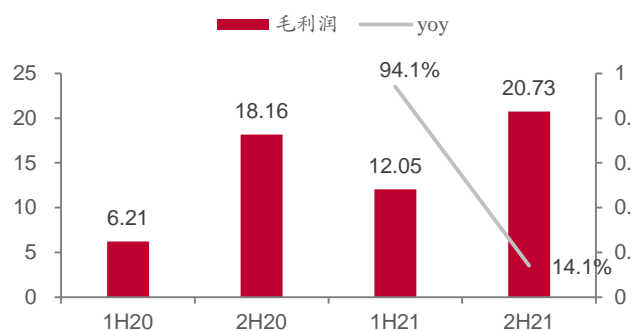
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 30: 2019-2021 公司分年主要费用 (%)


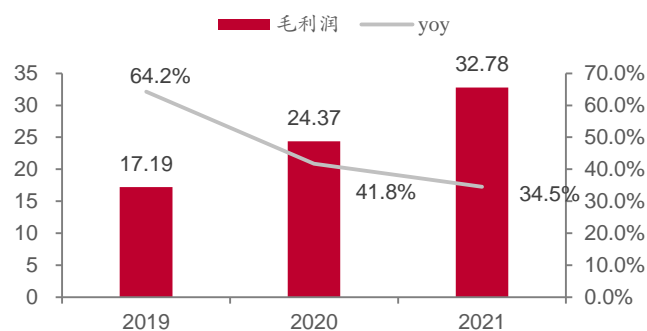
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

4、利润率情况

- 利润率情况: 2021H2 公司毛利 20.73 亿元 (环比 +72%, 同比 +14.1%), 毛利率为 68%。
- 2021 年全年, 公司毛利 32.78 亿元 (同比 +34.5%), 毛利率为 70%, 经营性损益为 -37.30 亿元 (同比 -106%), GAAP 净利润为 -171.77 亿元, Non-GAAP 净利润为 -14.18 亿元。

图表 31: 20H1-21H2 公司分半年度毛利润 (亿元)


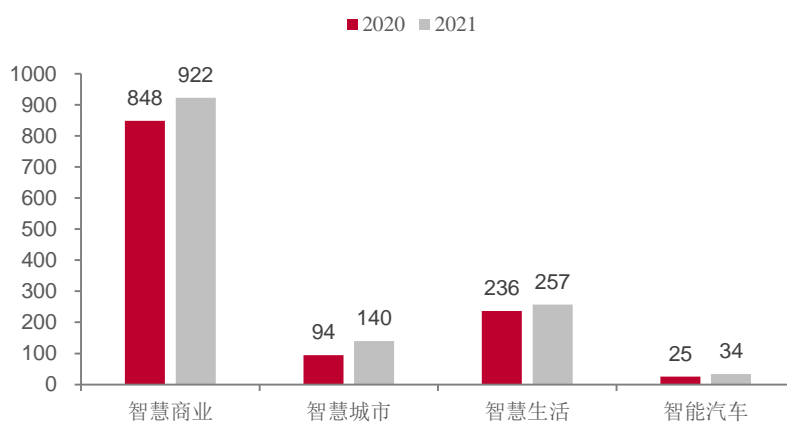
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 32: 2019-2021 公司分年毛利润 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

5、经营数据情况

- 商汤各版块服务的客户数量:** 21 年度商汤于智慧商业板块服务的客户数量为 922 (同比 +8.7%); 于智慧城市板块服务的城市数量为 140 (同比 +48.7%); 于智慧生活板块服务的客户数量为 257 (同比 +8.9%); 于智能汽车板块服务的客户数量为 34 (同比 +36.0%)。

图表 33: 2020-2021 公司各版块服务的客户数量


来源: 公司公告, Bloomberg, 中泰证券研究所

五、盈利预测及估值逻辑

- 我们持续看好公司长远发展和后续业绩的增长。我们预测分项收入方面，“智慧商业”和“智慧城市”将保持高速增长，两者仍然是营收增长的主要驱动力，2022年-2024年收入分别为26.24/33.32/41.32亿元和28.07/35.93/44.91亿元，“智能生活”和“智能汽车”是商汤未来能够持续高增速向前的保障。元宇宙的发展带来了对AI技术更广泛的需求，智慧生活将享受元宇宙概念持续发酵带来的行业机遇。智能汽车及无人驾驶则是箭在弦上的产业变革，对AI算力供给需求有着潜在超预期的可能性，2022年-2024年收入分别为5.61/8.41/12.62亿元和4.79/8.62/13.79亿元。2022年-2024年的公司收入合计分别为64.70/86.28/112.64亿元，毛利率由于规模效应预计将逐年提升，2022年-2024年分别达70.1%/72.4%/75.0%。研发投入仍然是商汤的核心，费用率预计绝对值继续保持上升趋势但百分比会逐年有所下降，2022年-2024年分别达70.0%/65.0%/40.0%。销售费用率及行政费用率随着业务的成熟将逐年下降，2022年-2024年分别达14.3%/13.7%/12.2%和40.0%/25.0%/18.0%，净利润分别为-36.29/-29.25/4.15亿元，EPS为-0.11/-0.09/0.01元。

六、风险提示

- 1) 人工智能人才需求旺盛，培养周期长，准入门槛远高于其他行业导致技术性人才短缺。
- 2) 外部环境复杂多变，中国及其他国家有关隐私及数据保护的法律法规普遍复杂且不断演变，公司面临法律监管的风险。
- 3) 公司客户的集中度不断提升，CR5的占比从2018年的28.4%提升至2021年上半年的59.3%。
- 4) 商汤科技研发投入大，巨额的研发投入并不一定保证转化为先进的研发成果。
- 5) 公司现阶段处于亏损状态，具有较大的盈利压力。
- 6) 研报使用的信息数据更新不及时等。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	16530	5938	1299	1225	营业收入	4700	6470	8628	11264
应收账款	5084	6470	7844	8046	营业成本	1423	1935	2381	2816
存货	496	792	892	844	经营费用	6598	8043	8947	7907
其他流动资产	19	39	52	68	销售费用	682	925	1182	1374
流动资产总计	28084	13334	14868	15096	一般及行政开支	2298	2588	2157	2028
固定资产	2909	1928	1949	1969	研发开支	3614	4529	5608	4506
无形资产	657	358	340	323	息税折旧前利润	-3223	-3410	-2604	638
其他非流动资产	956	1052	1157	1273	折旧及摊销	0.00	97.10	97.02	96.96
非流动资产合计	8860	7214	7322	7441	经营利润	-3223	-3507	-2701	541
总资产	36944	20548	22190	22537	净利息收入/(费用)	153.96	-118.74	-221.15	-21.15
应付账款	470	940	1062	1153	税前利润	-17646	-3626	-2922	520
短期债务	0.38	0.00	0.00	0.00	所得税	35.51	7.25	5.84	103.90
其他流动负债	2319	2265	2157	2028	净利润	-17644	-3629	-2925	415
流动负债总计	2795	42685	47055	46765	少数股东损益	-36.96	-3.80	-3.06	0.43
长期借款	340	423	423	423	归母净利润	-17644	-3629	-2925	415
其他长期负债	1822	2005	2205	2426	每股收益(人民币)	-0.53	-0.11	-0.09	0.01
储备	29928	-25775	-28700	-28285	收入增长(%)	36.39%	87.76%	33.35%	30.55%
股东权益	31987	-24565	-27493	-27077	息税前利润增长(%)	54.59%	63.28%	-22.99%	-120.02%
少数股东权益	94.57	131.89	128.83	129.26	息税折旧前利润增	104.23	116.06%	-23.64%	-124.49%
总负债及权益	36944	20548	22190	22537	净利润增长(%)	45.37%	-70.13%	-19.41%	-114.20%
每股净资产(RMB)	95.46	-73.31	-82.05	-80.81	归母净利润增长(%)	45.07%	-70.16%	-19.41%	-114.20%
每股有形资产(RMB)	8.68	5.75	5.82	5.88					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百					息税折旧				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024
税前利润	-17644	-3629	-2925	415	盈利能力				
折旧与摊销	0.00	97.10			96.96	-68.57%	-52.70%	-30.18%	5.66%
净利息费用	-153.96	118.74	221.15	21.15	息税前利润率(%)	-68.57%	-54.20%	-31.30%	4.80%
运营资本变动	0.00	2845.90	-1516.7	-262.99	税前利润率(%)	-375.42%	-56.04%	-33.86%	4.61%
其他经营现金流	14655	29	18	22	净利率(%)	-375.39%	-56.09%	-33.90%	3.69%
经营活动产生的现金	-2990	-657	-4326	271	流动性				
投资减少/增加	837	0	0	0	流动比率(倍)	10.05	0.31	0.32	0.32
其他投资现金流	-1128	-4733	-213	-245	利息覆盖率(倍)	-20.94	29.53	12.21	-25.56
投资活动产生的现金	-1548	-4833	-313	-345	净权益负债率(%)	-50.61%	22.45%	3.19%	2.96%
净增股本	14973	0.00	0.00	0.00	速动比率(倍)	986.96%	29.38%	29.70%	30.47%
净增债务	-310	0.00	0.00	0.00	周转率				
支付股息	0.00	33.02	21.15	21.15	存货周转天数	125.55	147.35	134.85	107.94
其他融资现金流	-5285	33.02	21.15	21.15	应收账款周转天数	389.37	360.00	327.27	257.14
融资活动产生的现金	9378	0	0	0	应付账款周转天数	119.04	174.88	160.55	147.44
现金变动	4597	-5490	-4639	-74	回报率				
期初现金	11428	11428	5938	1299	净资产收益率(%)	-55.32%	14.69%	10.59%	-1.53%
公司自由现金流	-6233	-7816	-10649	-3373	资产收益率(%)	-47.76%	-17.66%	-13.18%	1.84%
权益自由现金流	-6543	-7816	-10649	-3373	已运用资本收益率	-9.44%	15.84%	10.86%	-2.23%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。