


2024 年 04 月 24 日

商汤-W (00020.HK)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

应用软件 (HS)

# 实现“云端边”全栈 AI 布局，赋能客户获广泛认可

■ **事件：**4 月 23 日公司召开 2024 年技术交流日，并发布日日新大模型 5.0 版本。

■ **日日新大模型 5.0 能力再升级，完善端侧能力布局。**公司此次技术能力迭代主要体现在：1) 推出日日新大模型 5.0 版本，采用混合专家架构，推理时上下文窗口达到 200K 左右，在数学、推理及代码能力上全面对标 GPT4-turbo；2) 发布面向终端设备的“商汤端侧大模型”，以及面向金融、代码、医疗、政务等多个领域的边缘产品“商汤企业级大模型一体机”。至此，公司已经完成了大模型在“云端边”全栈布局，形成了全面的产品体系。

■ **拥有稀缺 AI 全栈能力，具备较强市场竞争力。**公司在 AI 领域深耕多年，已形成深厚积累：1) 是国内最纯正的 AI 公司之一，对于前沿算法能力迭代具备更快的反应速度，更强的学习能力；2) 可控算力达到 12000P，持有 4.5 万张 GPU，已经实现万卡互联集群训练能力，保持 90% 的加速效率，工程化能力领先；3) 曾赋能政府、金融、医疗、互联网、汽车等多个领域的头部客户，具备丰富的客户服务经验。以上积累既保证了公司领先的技术能力，同时其商业化落地速度有望更快。

■ **生成式 AI 收入快速增长，拥抱变化并完成业务重组。**2023 年公司生成式 AI 业务快速增长，实现收入为 11.84 亿，同比增长 199.9%，收入占比由 2022 年的 10.4% 提升至 34.8%。公司以生成式 AI 为战略方向，在 2023 年实施业务重组，将原有智慧城市、智慧生活、智慧商业中非生成式 AI 业务划分至传统 AI 板块，业务版图调整为传统 AI、生成式 AI、智能汽车三大方向。面向新技术浪潮，公司能够快速完成组织调整，为后续的发展打下了扎实的基础。

■ **赋能客户获广泛认可，业绩增长可期。**在此轮生成式 AI 技术应用落地过程中，公司已经赋能金山办公、海通证券、小米、阅文集团等客户业务迭代升级，并取得广泛认可。得益于成功案例的口碑传播，公司有望率先获得新增客户订单，充分受益市场需求释放带来的增长红利，从而推动业绩快速增长。

■ **投资建议：**生成式 AI 逐步从技术走向应用落地，推动商业化订单需求增长，公司基于技术能力、客户口碑有望获得一定市场份额，推动业绩增长，预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 45.21/57.10/70.77 亿。给予公司 2024 年 7 倍 PS，对应 6 个月目

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6 个月目标价	1.02 港元
股价 (2024-04-23)	0.61 港元

## 交易数据

总市值(百万元)	20,416.04
流通市值(百万元)	15,828.77
总股本(百万股)	33,468.93
流通股本(百万股)	25,948.81
12 个月价格区间	0.58/2.6 元

## 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-22.7	-41.5	-61.7
绝对收益	-23.8	-33.0	-74.8

焦娟 分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

王利慧 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523120002

wanglh3@essence.com.cn

## 相关报告

生成式 AI 业务高速增长，持续夯实 AI 基座能力	2023-08-30
商汤：大模型+大算力+多场景，厚积终待发	2023-04-11
商汤：SenseCore AI 云正式上线，算法与算力构筑竞争壁垒	2023-02-26

标价为 1.02 港元（人民币兑港币汇率为 1:1.08），维持“买入-A”评级。

**风险提示：**客户预算增长不及预期、竞争格局恶化、研发投入的增长高于预期、技术迭代过快风险。

商汤科技：夯实 AI 底层基建 2022-03-27  
构筑壁垒，四大业务获客能力与变现效率提升

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	3,808.5	3,405.8	4,520.8	5,710.1	7,077.4
净利润	-6,044.8	-6,440.2	-4,510.9	-3,550.2	-2,474.3
每股收益(元)	-0.18	-0.19	-0.13	-0.11	-0.07
每股净资产(元)	0.87	0.69	0.44	0.33	0.26

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-3.4	-3.2	-4.5	-5.8	-8.3
市净率(倍)	0.7	0.9	1.4	1.8	2.4
净利润率	-158.7%	-189.1%	-99.8%	-62.2%	-35.0%
净资产收益率	-20.9%	-27.8%	-30.4%	-31.9%	-28.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-130.1%	-75.0%	-56.9%	-51.8%	-25.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3,808.5	3,405.8	4,520.8	5,710.1	7,077.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,266.2	1,905.1	2,622.1	3,311.9	4,104.9	营业收入增长率	-19.0%	-10.6%	32.7%	26.3%	23.9%
营业税费	-	-	-	-	-	营业利润增长率	76.8%	2.0%	-30.9%	-21.6%	-29.8%
销售费用	900.8	818.7	777.8	700.0	595.0	净利润增长率	-64.7%	6.5%	-30.0%	-21.3%	-30.3%
管理费用	1,567.7	1,510.9	1,435.3	1,291.8	1,162.6	EBITDA 增长率	75.0%	1.8%	-37.6%	-23.0%	-32.8%
研发费用	4,014.3	3,465.8	3,119.2	2,807.3	2,526.5	EBIT 增长率	75.0%	1.8%	-30.1%	-20.6%	-28.4%
财务费用	-205.1	-195.3	-184.8	-195.1	-191.7	NOPLAT 增长率	-63.7%	6.3%	-29.7%	-20.2%	-28.8%
资产减值损失	1,667.7	1,835.2	813.6	839.0	832.5	投资资本增长率	84.5%	-7.3%	-12.3%	46.1%	-16.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-9.3%	-20.2%	-36.0%	-25.0%	-22.3%
投资和汇兑收益	-920.1	-516.7	-398.0	-450.2	-499.3	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	-6,323.2	-6,451.2	-4,460.3	-3,495.0	-2,451.8	毛利率	66.8%	44.1%	42.0%	42.0%	42.0%
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	营业利润率	-166.0%	-189.4%	-98.7%	-61.2%	-34.6%
<b>利润总额</b>	-6,332.8	-6,504.2	-4,460.3	-3,495.0	-2,451.8	净利润率	-158.7%	-189.1%	-99.8%	-62.2%	-35.0%
减:所得税	-239.8	-9.5	55.4	60.3	25.4	EBITDA/营业收入	-171.4%	-195.2%	-91.7%	-55.9%	-30.3%
<b>净利润</b>	-6,044.8	-6,440.2	-4,510.9	-3,550.2	-2,474.3	EBIT/营业收入	-171.4%	-195.2%	-102.7%	-64.6%	-37.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	468	760	569	421	316
货币资金	14,176.0	10,733.5	361.7	456.8	566.2	流动营业资本周转天数	341	333	186	252	270
交易性金融资产	632.1	521.8	475.5	543.1	513.5	流动资产周转天数	2,345	2,033	1,076	694	682
应收帐款	6,071.7	5,159.3	7,849.4	9,825.1	12,045.0	应收帐款周转天数	560	594	518	557	556
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	53	59	74	76	70
预付帐款	27.2	19.8	45.4	49.6	57.4	总资产周转天数	3,515	3,716	2,339	1,670	1,441
存货	617.1	506.1	1,346.7	1,054.9	1,710.9	投资资本周转天数	650	908	618	562	495
其他流动资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	6,676.5	6,527.5	6,838.3	6,680.8	6,682.2	ROE	-20.9%	-27.8%	-30.4%	-31.9%	-28.6%
持有至到期投资	271.4	154.0	141.8	189.1	161.6	ROA	-16.3%	-19.7%	-17.5%	-13.1%	-8.4%
长期股权投资	54.2	135.2	135.2	135.2	135.2	ROIC	-130.1%	-75.0%	-56.9%	-51.8%	-25.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	6,999.0	7,378.7	6,912.1	6,445.5	5,978.9	销售费用率	23.7%	24.0%	17.2%	12.3%	8.4%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	41.2%	44.4%	31.7%	22.6%	16.4%
无形资产	332.9	325.7	293.1	260.5	228.0	研发费用率	105.4%	101.8%	69.0%	49.2%	35.7%
其他非流动资产	1,210.8	1,339.2	1,210.5	1,253.5	1,267.7	财务费用率	-5.4%	-5.7%	-4.1%	-3.4%	-2.7%
<b>资产总额</b>	37,427.0	32,888.0	25,860.4	27,126.2	29,536.6	四费/营业收入	164.8%	164.4%	113.9%	80.6%	57.8%
短期债务	321.5	194.4	1,701.7	1,664.2	1,471.0	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	2,472.6	2,262.1	6,511.3	4,078.6	8,275.7	资产负债率	22.5%	29.6%	42.7%	59.0%	70.8%
应付票据	-	-	94.0	19.8	45.6	负债权益比	29.0%	42.0%	74.5%	144.1%	242.1%
其他流动负债	529.0	830.8	555.2	910.9	791.6	流动比率	6.48	5.15	1.14	1.79	1.41
长期借款	2,907.2	4,278.7	-	7,167.3	8,145.9	速动比率	6.29	5.00	0.99	1.63	1.25
其他非流动负债	2,183.0	2,166.6	2,174.8	2,174.8	2,172.0	利息保障倍数	31.83	34.03	25.14	18.92	13.79
<b>负债总额</b>	8,413.1	9,732.6	11,036.9	16,015.6	20,901.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	43.6	-4.0	-8.8	-13.9	-16.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	25,054.9	19,032.3	14,832.2	11,124.5	8,651.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	29,013.9	23,155.5	14,823.4	11,110.6	8,634.8						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	-0.18	-0.19	-0.13	-0.11	-0.07
净利润	-	-	-4,510.9	-3,550.2	-2,474.3	BVPS(元)	0.87	0.69	0.44	0.33	0.26
加:折旧和摊销	-	-	499.2	499.2	499.2	PE(X)	-3.4	-3.2	-4.5	-5.8	-8.3
资产减值准备	-	-	-	-	-	PB(X)	0.7	0.9	1.4	1.8	2.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-2.8	-4.5	-3.3	85.3	743.3
财务费用	-	-	-184.8	-195.1	-191.7	P/S	5.4	6.0	4.5	3.6	2.9
投资收益	-	-	21.1	14.8	18.9	EV/EBITDA	3.1	2.2	1.8	0.2	-0.1
少数股东损益	-48.2	-54.5	-4.9	-5.1	-3.0	GAGR(%)	-16.4%	-27.5%	-35.9%	-16.4%	-27.5%
营运资金的变动	220.1	98.6	648.3	-3,882.3	1,202.8	PEG	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	-	-	-3,532.0	-7,118.7	-948.0	ROIC/WACC	-13.4	-7.7	-5.9	-5.3	-2.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-	-	-436.9	46.6	78.8	REP	0.2	0.2	0.2	-	-
<b>融资活动产生现金流量</b>	-	-	-6,402.9	7,167.3	978.6						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于恒生指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034