

## 计算机

2025年03月12日

# 商汤-W (00020)

——AI2.0 前沿探索者，三位一体布局生成式 AI

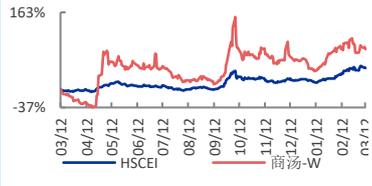
报告原因：首次覆盖

## 买入 (首次评级)

市场数据：2025年03月12日

收盘价 (港币)	1.71
恒生中国企业指数	8682.13
52周最高/最低 (港币)	2.35/0.58
H股市值 (亿港元)	632.83
流通H股 (百万股)	36,393.34
汇率 (人民币/港币)	1.0838

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

### 证券分析师

洪依真 A0230519060003  
hongyz@swsresearch.com  
刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com

### 研究支持

陈晴华 A0230123090010  
chenqh@swsresearch.com

### 联系人

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



申万宏源研究微信服务号

- **孵化于香港中文大学，全球人脸识别技术的领先者。**公司成立于2014年，创始团队孵化于香港中文大学多媒体实验室，在计算机视觉领域世界领先。前瞻性部署从底层基础设施、算法模型到上层应用全生态，实现从AI1.0向AI2.0生成式AI通用平台转型。
- **战略性调整业务结构，生成式AI带动盈利水平向上。**2024H1公司营收实现17.40亿元，同比提升21.39%，其中生成式AI收入10.51亿元，同比提升255.70%。公司明确聚焦生成式AI (AIDC+大模型+AI应用)，战略性收缩智慧城市等传统业务。**优化运营支出同时保持高研发投入**，2024H1销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为18.92%/42.24%/108.77%，费用率同比变化-10.24/-13.33/-15.66pct。**净亏损缩窄**，利润端2024H1净亏损24.57亿元，较2023H1缩窄6.66亿元。
- **大装置+大模型协同形成壁垒，为公司核心优势：1) 大装置：**公司AIDC截止24H1，运营总算力规模突破2万PetaFLOPS，上线GPU达5.4万张。**DeepSeek成功验证AI Infra重要性**，商汤大装置逻辑一致，在理解应用基础上通过底层基础设施和模型算法协同**优化创新将综合实力发挥至优**。据统计，2023H2-2024H1 GenAI IaaS 服务市场份额排名中公司排第三名。**2) 大模型和应用：**日日新大模型迭代迅速，产品体系全面。**原生融合多模态技术突破为公司重点研究领域**，并非简单的语言模型扩展，而是从数据层、模型架构层**全流程融合**，为未来AI自动驾驶、具身智能等方向的重要技术。大模型应用端产品簇丰富，B端行广阔，截止24H1，企业用户超3000家，日日新整体调用量实现400%增长。
- **X布局孵化未来潜力AI应用。**公司1+X重组架构核心业务聚焦生成式AI，X板块独立融资布局生态，一级融资进展验证X板块AI应用未来价值。**1) 智能汽车绝影具备国内领先的端到端自动驾驶技术**，座舱AI软件市场份额连续5年第一，端到端自驾实现量产，自动驾驶小巴多地开通运行路线。**2) 智慧医疗助力医院智慧化转型，完成Pre-A轮融资**，医疗垂类大模型结合公司AI影像、辅诊长期积累赋能全科室临床应用。**3) 元萝卜机器人切入C端市场**，以下棋机器人为主，连续两年拿下天猫、京东双11智能机器人品类销冠。**4) 智慧零售产品出海，完成A轮融资**，商汤善惠聚焦零售领域商品识别算法和智能运营提效，产品智能无人零售柜已完成东南亚等多国家落地。
- 考虑到1) GenAI IaaS 服务需求持续高增，公司AIDC领先优势预估带来持续增长，未来AI应用需求增长能够带动公司大模型服务收入增长。2) 公司聚焦生成式AI，传统AI业务预计持续缩减。3) 绝影座舱AI市场份额优势以及自动驾驶领先技术带动智慧汽车板块增长，我们预计公司2024-2026年收入为45.6、61.1、81.5亿元，归母净利润为-42.0、-34.0、-19.9亿元。**目标市值794.9亿港元 (12x2025年PS, 人民币/港币1.0838)，首次覆盖给予“买入”评级。**
- **核心假设风险：**AI技术发展不及预期；技术迭代迅速，行业竞争加剧；技术人员需求可能加剧；宏观经济回暖不及预期。

### 财务数据及盈利预测 (币种：人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,809	3,406	4,559	6,112	8,153
同比增长率 (%)	-19	-11	34	34	33
归母净利润 (百万元)	-6,045	-6,440	-4,199	-3,403	-1,990
同比增长率 (%)	-	-	-	-	-
每股收益 (元/股)	-0.19	-0.20	-0.11	-0.09	-0.05
毛利率 (%)	-	-	-	-	-
市盈率	-	-	-	-	-
市销率	15	17	13	10	7

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以已发行普通股。

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026：1) 生成式 AI 业务持续快速增长，AIDC 需求景气和大模型服务打开未来业绩空间；2) 传统 AI 业务预计继续收缩，公司主要聚焦生成式 AI；3) 1+X 的布局模式有望提升盈利水平，同时协同发展布局全面的 AI 生态。预计 2024-2026 年营业收入为 45.6、61.1、81.5 亿元，对应增长分别为 33.9%/34.1%/33.4%。预计 2024-2026 年净亏损逐渐收窄，为-42.0/-34.0/-19.9 亿元。

### 关键假设点

收入增速（24-26 年）：生成式 AI 分别为 23.7/37.9/56.8 亿元，同比分别为 100.0%/60.0%/50.0%；传统 AI 分别为 16.5/15.7/14.9 亿元，同比分别为 -10.0%/-5.0%/-5.0%；智慧汽车收入分别为 5.4/7.5/9.8 亿元，同比分别为 40.0%/40.0%/30.0%。

期间费用率和毛利率（24-26 年）：2024-2026 销售费用率分别为 18.0%/15.0%/10.0%，管理费用率分别为 40.0%/35.0%/30.0%，研发费用率分别为 90.0%/70.0%/50.0%。毛利率分别为 45.1%/45.6%/45.6%。

### 有别于大众的认识

市场认为公司技术领先但落地较难，担心公司盈利性。我们认为：1) 在当下 GenAI 智算需求爆发式增长的情况下，公司通过大装置+大模型+应用三位一体模式协同发展，能够更大发挥软硬件性能。DeepSeek 验证工程化重要性，公司模式类似，在理解应用的基础上通过工程化和算法协同优化创新才能在低成本下将模型性能发挥极致。2) 大模型技术保持世界领先，公司聚焦原生多模态技术突破，在数据语料层和模型架构层重新设计实现真正的多模融合，该技术是未来包括端侧、自动驾驶和机器人等方向的重要技术，未来 AI 应用爆发后有望为公司带来空间。3) 公司在行业落地具备 10 年积累储备，拥有行业 know-how 和数据积累，在 AI2.0 时代能够更快满足行业真实需求。

市场认为公司过去 AI 各行业应用较分散，难以找到强壁垒领域。我们认为：生成式 AI 是未来主要趋势，公司聚焦方向明确且生成式 AI 收入高增已有体现，三位一体协同能够构建壁垒。此外，X 板块孵化潜力 AI 应用，医疗、零售等板块获一级融资验证价值。

### 股价表现的催化剂

生成式 AI 板块营收继续爆发式增长；公司大模型技术突破性进展；X 板块独立融资进展等。

### 核心假设风险

AI 技术发展不及预期；技术迭代迅速，行业竞争加剧；技术人员需求可能加剧；宏观经济回暖不及预期。

## 目录

<b>1. AI 独角兽领军，AI2.0 时代的前沿探索者</b>	<b>6</b>
1.1 AI1.0 到 AI2.0 的领跑者	6
1.2 战略性调整业务结构，生成式 AI 增长迅速	7
1.3 创始团队较高决策权，布局 1+X 企业矩阵	9
<b>2. 核心优势：大装置+大模型协同形成壁垒</b>	<b>10</b>
2.1 SenseCore 大装置：新一代 AI 基础设施	10
2.2 全国领先的自建 AIDC	12
2.3 大模型能力升级，商业化快速推进	13
<b>3. X 布局孵化未来潜力 AI 应用</b>	<b>17</b>
3.1 智能汽车绝影：国内领先的端到端自动驾驶技术	17
3.2 智慧医疗 SenseCare：助力医院智慧化转型	19
3.3 SenseRobot 元萝卜：切入 C 端市场	20
3.4 智慧零售商汤善惠：助力传统零售降本增效	21
<b>4. 盈利预测</b>	<b>22</b>
<b>5. 附录</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 商汤科技发展历程.....	6
图 2: 商汤营收和同比增速 (单位: 百万元) .....	7
图 3: 商汤归母净利润 (单位: 百万元) .....	7
图 4: 商汤业务结构调整后生成式 AI 增长迅速 (单位: 百万元) .....	7
图 5: 商汤业务转型前各板块占比 .....	8
图 6: 商汤业务转型后各板块占比 .....	8
图 7: 商汤期间费用率 .....	8
图 8: 商汤毛利率 .....	8
图 9: 商汤在职员工人数和人均薪酬变动.....	9
图 10: 商汤股权架构.....	9
图 11: AI2.0 时期基础设施结构 .....	10
图 12: 2024H1 智算集成和 GenAI IaaS 贡献增量, Other AI IaaS 同比减少 (单位: 亿元) .....	11
图 13: 商汤 SenseCore AI 原生云基础设施.....	11
图 14: 商汤 Capex 投入 (单位: 百万元) .....	12
图 15: 2023H2 GenAI IaaS 服务商汤为第三名 .....	13
图 16: 2024H1 GenAI IaaS 服务商汤为第三名 .....	13
图 17: 商汤研发费用显著高于其他厂商 (单位: 亿元) .....	13
图 18: AI 综合服务能力提升毛利率.....	13
图 19: 日日新 5.5 核心指标提升 vs. 日日新 5.0 .....	14
图 20: 日日新 5.5 多模态核心指标 vs. GPT-4o .....	14
图 21: 日日新 5o 实时分析场景进行交互 .....	14
图 22: 日日新 5o 实时理解文字图像进行交互 .....	14
图 23: 商汤日日新大模型基座模型体系和应用体系.....	15
图 24: SocioMind: 人格、记忆、自主生成.....	16
图 25: MoMat-MoGen: 动作匹配、动作生成.....	16
图 26: 自动驾驶算法框架设计比较, UniAD 提出 c.3 以规划为导向的端到端技术18	
图 27: 避让行人场景, 规划模块自注意力掩码给予关键物体更多关注度 .....	18
图 : 两帧画面中未检测到的静止让行汽车同样能被规划器注意到 .....	

图 29: 商汤智慧医疗 SenseCare 综合解决方案 .....	19
图 30: 善惠无人零售柜解决方案 .....	21
表 1: 商汤大模型迭代时间线 .....	14
表 2: 绝影智能汽车主要产品体系 .....	18
表 3: SenseCare 智慧医疗产品矩阵 .....	20
表 4: 元萝卜机器人系列产品 .....	20
表 5: 商汤科技收入及毛利率预测 (百万元) .....	22
表 6: 商汤科技 2024-2026 期间费用率预测 (百万元) .....	23
表 7: 商汤可比公司估值 .....	24
表 8: 利润表 (单位: 百万元) .....	25
表 9: 资产负债表 (单位: 百万元) .....	25
表 10: 现金流量表 (单位: 百万元) .....	26

# 1. AI 独角兽领军，AI2.0 时代的前沿探索者

## 1.1 AI1.0 到 AI2.0 的领跑者

**孵化于香港中文大学，全球人脸识别技术的领先者。**商汤科技成立于 2014 年，创始团队孵化于香港中文大学多媒体实验室。创始人汤晓鸥教授是香港中文大学信息工程系教授，为计算机视觉领域权威学者，2014 年 3 月，汤晓鸥教授研究团队发表了 GaussianFace 人脸识别算法，是世界上第一个在国际权威人脸识别基准集上超过人眼识别能力的计算机算法，2014 年 6 月推出 DeepID 系列人脸识别算法将准确率提升至 98.52%，突破工业化应用红线。

**前瞻性布局 AI 基础设施，应用端赋能百业。**2015 年公司开发自研深度学习训练框架 SenseParrots，为国内最早自主研发的深度学习框架之一，作为核心引擎支撑公司的综合 AI 基础设施 SenseCore，整合算力、平台和算法。2020 年公司开始上海临港 AIDC 建设，截止 24H1，运营总算力规模突破 2 万 PetaFLOPS，上线 GPU 达 5.4 万张，根据 IDC 报告，截止 2024H1，国内 GenAI IaaS 服务市场份额中商汤排名第三。应用端拓展至智慧商业、智慧城市、智慧生活、智能汽车各领域，客户包括京东、小米、金山办公、三大电信运营商、吉利、清华等。

**从 AI1.0 的专用工具阶段向 AI2.0 生成式 AI 通用平台转型。**2022-2023 年公司战略调整，重点聚焦生成式 AI，2023 年发布日日新大模型为国内首批通过《生成式 AI 服务管理暂行办法》备案的 8 家大模型之一，推出对话工具商量、代码助手小浣熊、文生图秒画等系列产品以及行业垂类大模型。2024 年 WAIC 日日新 5.5，为国内首个具备流式原生多模态交互能力大模型，对标 GPT-4o。根据《IDC 首发大模型平台及应用市场份额报告》，商汤科技大模型平台及应用市占率排名第二。

图 1：商汤科技发展历程



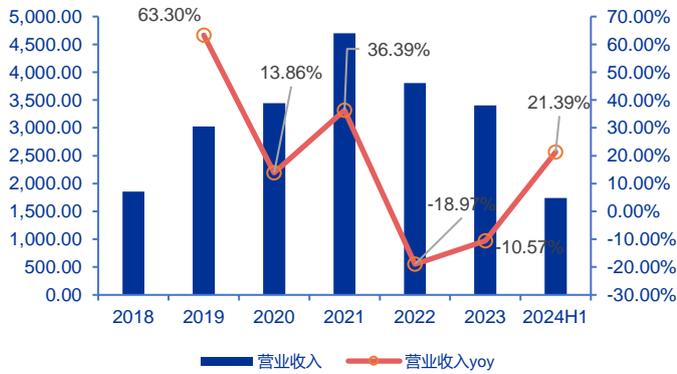
资料来源：公司招股书，公司官网，申万宏源研究

## 1.2 战略性调整业务结构，生成式 AI 增长迅速

**2022-2023 年为业务调整期。**2022、2023 年公司营收分别同比下降 18.97%、10.57%，主要由于受宏观形势影响主动收缩智慧城市等传统 AI 业务。**2023 年公司业务板块跟随战略调整变化，由智慧商业、智慧生活、智慧城市、智能汽车 4 板块变更为生成式 AI、传统 AI 和智能汽车 3 大板块。**

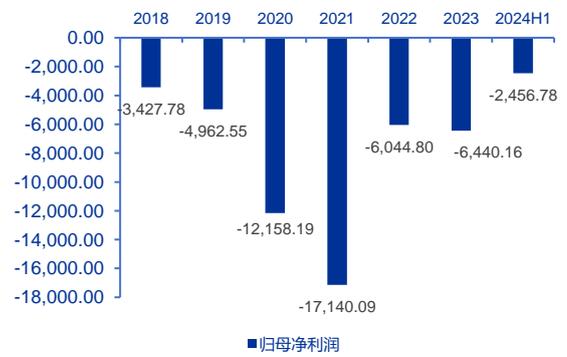
**生成式 AI 带动整体收入向上。**2024H1 公司营收实现 17.40 亿元，同比提升 21.39%，其中生成式 AI 收入 10.51 亿元，同比提升 255.70%，传统 AI 收入 5.20 亿元，同比下降 50.60%，智能汽车收入 1.68 亿元，同比提升 100.40%。利润端 2024H1 净亏损 24.57 亿元，较 2023H1 缩窄 6.66 亿元。

图 2：商汤营收和同比增速（单位：百万元）



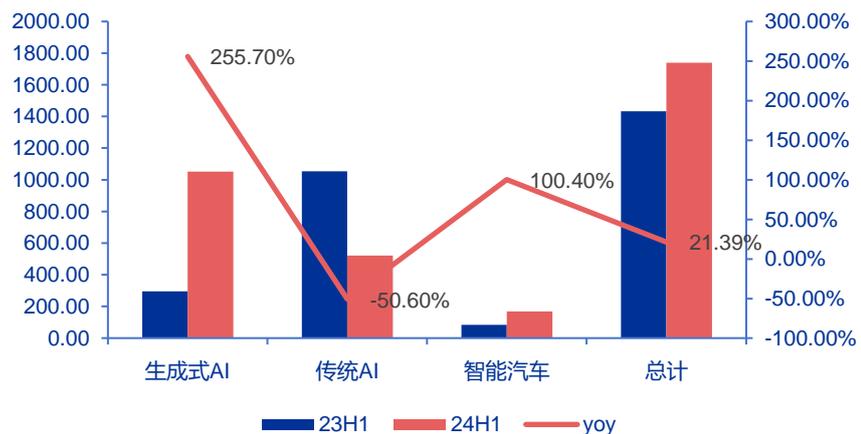
资料来源：wind，申万宏源研究

图 3：商汤归母净利润（单位：百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 4：商汤业务结构调整后生成式 AI 增长迅速（单位：百万元）

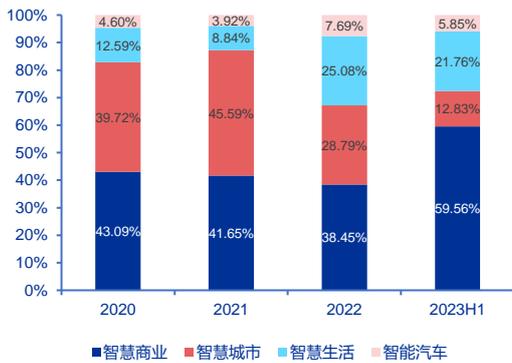


资料来源：公司财报，申万宏源研究

**转型见成效，生成式 AI 收入占比大幅提升。**2024H1 传统 AI 板块收入占比由 2023H1 的 73.51% 收缩至 29.91%，其中智慧城市业务占比下降至不足 10%，生成式 AI 收入占比由 2023H1 的 20.62% 提升至 60.42%，体现出公司的业务转型较为成功。

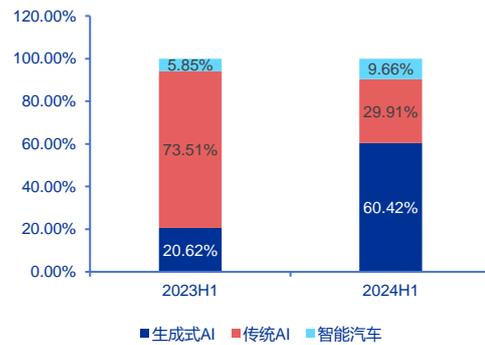
- 1) **生成式 AI 包括 AIDC 基础设施和大模型服务**，公司具备千卡到万卡集群设计、建设、灵活调度运营的成熟能力，能够支持 2 万亿参数的 MoE 多模态模型稳定高效训练和推理，推理场景在相同算力及电力成本下 QPS 提升 4 倍，实现推理服务弹性按需伸缩，优化大规模 AI 推理成本。日日新大模型的商业应用涵盖金融、医疗、企业 Copilot 助手、拟人交互及智能终端领域，**2024 上半年整体调用量实现 400% 增长。2024H1 生成式 AI 营收 10.51 亿元，占比提升 39.80pct。**
- 2) **传统 AI 业务**包括智慧城市、智慧商业与智慧生活中的非生成式 AI 业务。公司主动收缩智慧城市业务，2023 年末智慧城市占传统 AI 业务的比例已小于 10%。**2024H1 传统 AI 营收为 5.20 亿元，占比下降 43.62pct。**
- 3) **智能汽车业务**主要为绝影智能汽车平台 SenseAuto，包括智能座舱、智能驾驶等。截至 2024H1，智能汽车业务累计交付车辆数达到 260 万辆，覆盖 104 个车型。**2024 年 H1 智能汽车业务营收为 1.68 亿元，占比上升 3.8pct。**

图 5：商汤业务转型前各板块占比



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 6：商汤业务转型后各板块占比



资料来源：公司财报，申万宏源研究

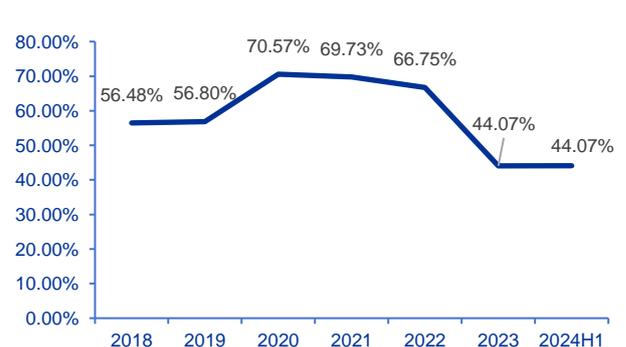
**优化运营支出同时保持高研发投入，毛利率由于业务结构调整微降。**公司加大大模型相关研发投入同时优化运营支出减少亏损，2024H1 销售费用/管理费用/研发费用分别为 3.29/7.35/18.92 亿元，同比变化分别为 -21.25%/-7.73%/6.11%，三者费用率分别为 18.92%/42.24%/108.77%，费用率同比变化 -10.24/-13.33/-15.66pct，期间费用率显著优化。2024H1 毛利率为 44.07%，与上年同期相比下降 1.19pct，主要由于 2023 年客户需求推动硬件及 AIDC 相关成本占收入比重上升所致。

图 7：商汤期间费用率



资料来源：wind，申万宏源研究

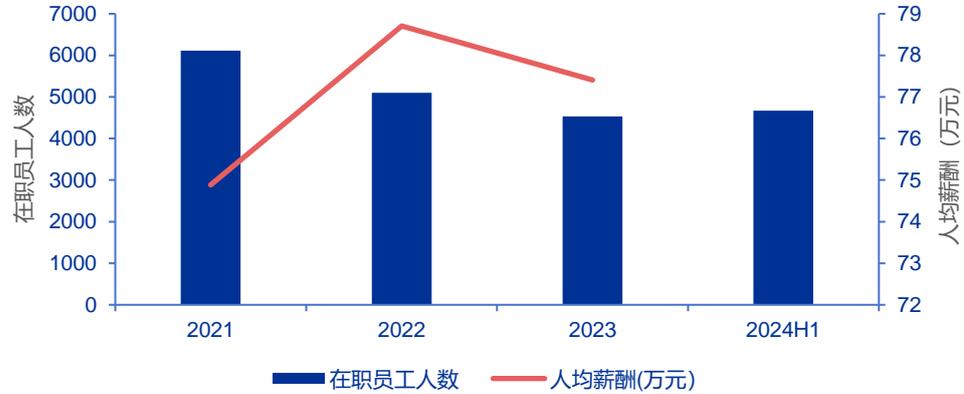
图 8：商汤毛利率



资料来源：wind，申万宏源研究

人员跟随业务调整缩减，人均薪酬保持较高水平。公司 2022-2023 年在职工根据业务调整缩减，2024H1 增加至 4672 人，预估根据生成式 AI 业务需求所增。人均薪酬保持在 75-78 万元左右。

图 9：商汤在职工人数和人均薪酬变动



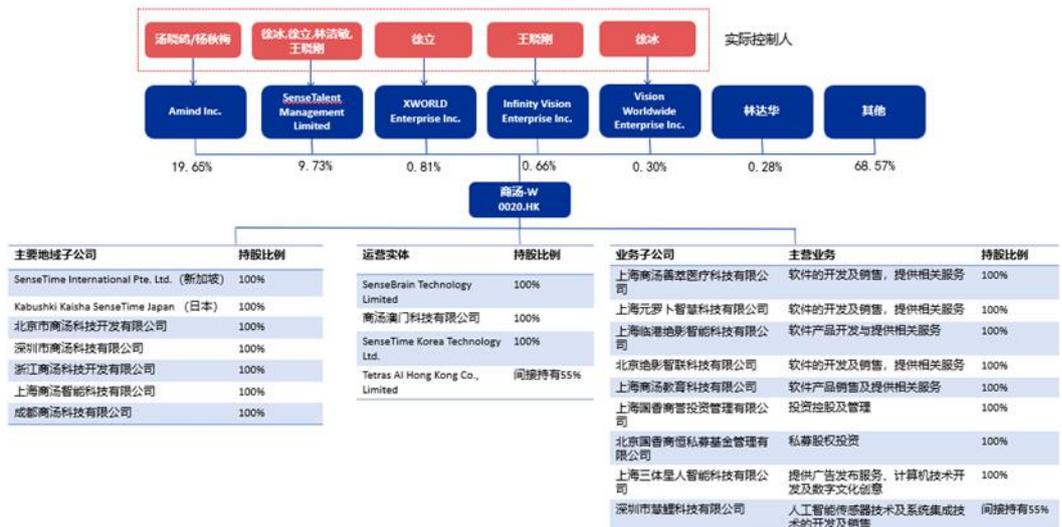
资料来源：ifind，申万宏源研究

### 1.3 创始团队较高决策权，布局 1+X 企业矩阵

采用 AB 股权架构保持创始团队较高决策权。公司股本由 A 类股份及 B 类股份组成，A 类股份的持有人有权就每股份投 10 票，B 类股份的持有人有权就每股份投 1 票。创始人汤晓鸥教授通过 Amind 持有公司股份的 19.65% A 类股份，其全部股份已由妻子杨秋梅继承，持有的 69.06 亿 A 类普通股已按 1:1 转换为 B 类普通股。联合创始人徐立、王晓刚、徐冰分别持有公司 0.81%/0.66%/0.30%A 类股份，并与高管林洁敏通过 SenseTalent 共同持有公司 9.73%B 类股份。

1+X 战略重组打造生态企业矩阵。公司完成战略组织架构重组，集团核心业务聚焦 AI 云，通过 AIDC、基础模型和 AI 应用提供服务。X 板块包括智慧医疗、智能汽车、元萝卜等，各自独立设立 CEO 发展，能够获得更灵活的激励机制和融资通道。

图 10：商汤股权架构



资料来源: ifind, 申万宏源研究

## 2. 核心优势: 大装置+大模型协同形成壁垒

### 2.1 SenseCore 大装置: 新一代 AI 基础设施

商汤前瞻布局 SenseCore 大装置, 实现高效率、低成本和规模化 AI 基础设施。2021 年公司即提出“大装置”概念, 为国内首个提出新一代 AI 基础设施思考并实践的厂商, 旨在解决三大核心问题: 1) 工业级高性能 AI 模型生产面临成本高昂、长尾问题数据量低等挑战; 2) 特定行业率先涌现规模化 AI 基础设施需求; 3) 数据量及模型的指数型增长对算力提出高要求。2022 年公司 AI 基础设施的重要载体人工智能计算中心 AIDC 正式投入运营。

**AI2.0 时期的基础设施需要精细化设计和重构, 而非简单服务器或 GPU 堆砌。**新一代 AI 基础设施需要以大模型能力输出为核心平台, 集成算力资源、数据服务和云服务, 需要能够最大限度提升大模型和生成式 AI 服务的表现。

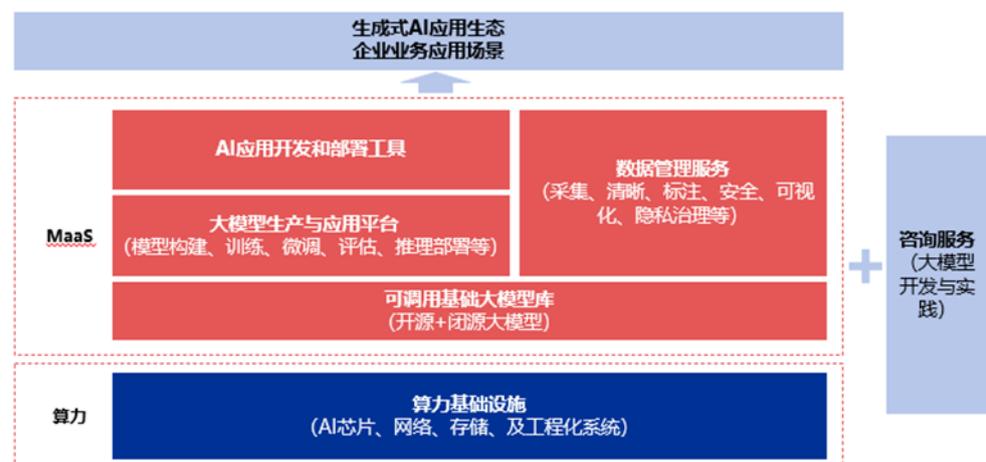
**主要构成为算力、MaaS、相关工具和咨询服务。**

**算力:** 1) 高性能异构集群为底座, 具备计算网络、文件存储和 AI 算力资源; 2) 软硬件系统协同, 构建集群过程中融合大模型分布式训练对计算、网络、存储的需求特点; 3) 具备强线性扩展能力, 将 GPU 等 AI 算力资源容器化和资环池化实现灵活调度、远程共享等等。

**MaaS:** 1) 预构建基础大模型及 API 提供; 2) 一站式大模型开发工具及服务; 3) AI 原生应用开发工具提供; 4) 预构建高质量数据集及 AI 数据管理服务。

**咨询服务:** 落地实践中厂商基于自身经验积累为用户提供围绕大模型开发实践的资讯类服务。

图 11: AI2.0 时期基础设施结构

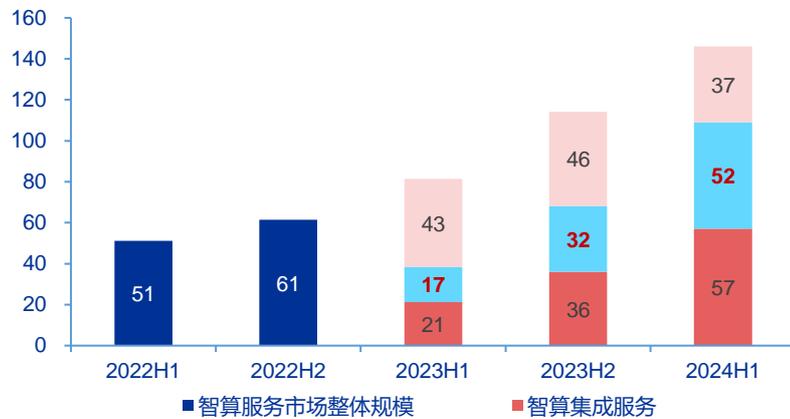


资料来源: 商汤 SenseCore 白皮书, 申万宏源研究

**GenAI IaaS 高速增长，GenAI 推理未来将成为主阵地。**根据 IDC（国际数据公司），2024H1 中国 GenAI IaaS 同比增长 204%，达到 52 亿元；GenAI 在互联网行业的音视频、游戏、教育等领域加速落地，GenAI IaaS 推理算力支出快速增长，客户在 GenAI IaaS 的推理支出占比从 2023 年 5% 上升至 2024H1 的 23%。

**推理端重要性大幅上升，算力服务行业迎来重要拐点。**2024H2，OpenAI 发布 o1 模型标志着大模型迭代重心从 Pre-training 转向 Post-training 和 Test-time Compute。随着 DeepSeek 实现国产开源大模型低成本、高性能推理，应用落地将快速拉动推理需求。根据 IDC（国际数据公司），推理算力最终将占算力支出的 6-7 成，我们认为，算力服务行业即将迎来高速增长的拐点。

**图 12：2024H1 智算集成和 GenAI IaaS 贡献增量，Other AI IaaS 同比减少（单位：亿元）**



资料来源：IDC（国际数据公司），申万宏源研究

**商汤大装置 SenseCore 分为 AIDC、MaaS、AI 应用三层，以 AI 大模型开发、生成、应用为核心，打造一站式自主研发 AI 云、AI 平台、AI 服务解决方案，基于全国范围的算力中心和节点，面向大模型、生成式 AI 场景构建产品。**

**DeepSeek 验证 AI Infra 重要性，商汤大装置逻辑一致。**相较于仅做模型，DeepSeek 的成功验证底层级别工程化优化加上算法创新能够展现成本端和模型性能端优势，商汤大装置的布局逻辑相同，在理解应用的基础上通过底层基础设施和模型算法的协同优化创新，能够将综合实力发挥至优。

**图 13：商汤 SenseCore AI 原生云基础设施**



资料来源：商汤 SenseCore 白皮书，申万宏源研究

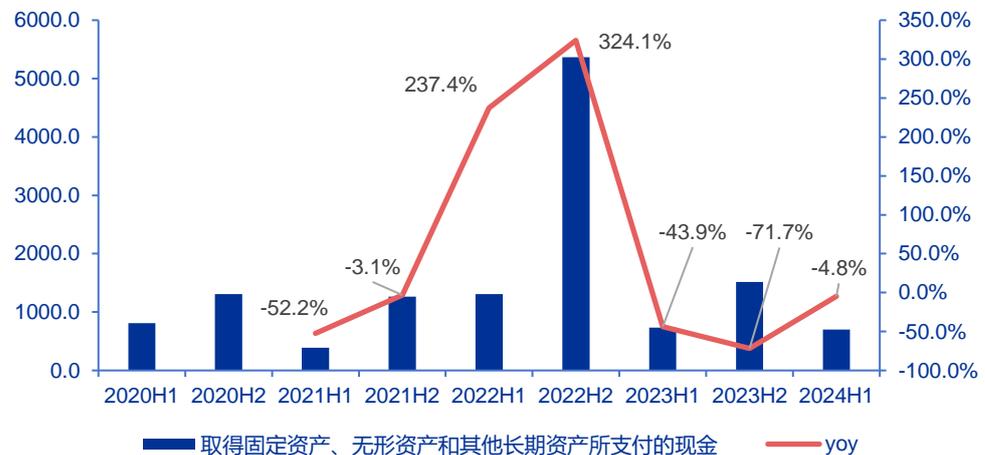
## 2.2 全国领先的自建 AIDC

截止 2024H1，公司运营总算力规模突破 2 万 PetaFLOPS，上线 GPU 达 5.4 万张，在自建 AIDC 厂商中处于领先地位。公司具备从千 GPU 集群到万 GPU 集群的设计、建设和灵活调度运营的成熟能力，能够支持 2 万亿参数的 MoE 多模态模型的稳定高效训练和推理。

**从计算、存储、网络和管理平台几方面全面优化：**1) 打造高稳定性算力池：实现千卡并行训练线性加速比超 90%，30 天长时间训练不间断，分钟级异常检测和断点续训；2) 优化存储系统：实现 IOPS 缓存系统高于 500 万，存储处理达千亿级别，应对视觉、多模态数据管理需求；3) 高性能无损训练网络：单节点训练网达 1.6T 的带宽并向 3.2T 发展；4) 提供云管理平台：实现公有、专有、私有、混合等多云部署模式。

**Capex 投入上转变为轻重结合模式。**截至 24 年 7 月，商汤总算力规模 2 万 PetaFLOPS 中上海临港 AIDC 占 1 万 4 PetaFLOPS，预估其余采用轻资产运营模式经营，即由合作伙伴提供 GPU 等硬件设施，商汤提供集群构建能力和运营管理。轻资产运营模式能够带来 2 大优点：1) 规避供应链风险：在硬件设施迭代迅速的环境下，重资产投入易有更新换代频繁的风险，轻资产模式能够规避；2) 现金流优化：公司在 Capex 投入上同比环比下降，相对轻资产模式会带来一定的毛利率下降，但对于现金损耗会减少，提升抗风险能力。

图 14：商汤 Capex 投入 (单位：百万元)



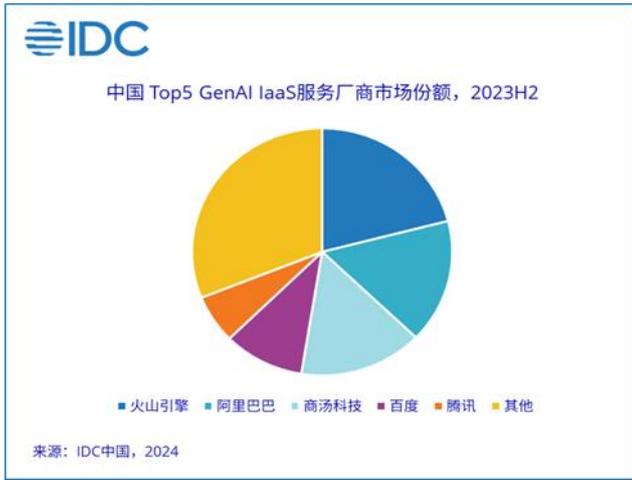
资料来源：ifind，申万宏源研究

**竞争格局看云计算巨头领先，商汤在“新势力”中一枝独秀。**根据算力服务商的发展路径和技术禀赋，我们将市场上的 AI 算力服务商分为三类：

- 1) **互联网大厂：**百度、阿里、腾讯、字节跳动；
- 2) **三大运营商：**中国移动、中国电信、中国联通；
- 3) **中型云服务商：**商汤科技、金山云、优刻得、青云、首都在线。

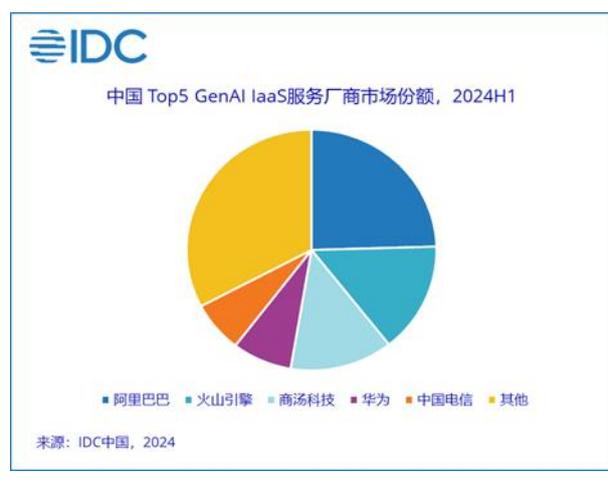
前五大厂商中，云计算巨头占比最高，商汤为布局自建算力中心的 AI 原生企业领先者。

图 15: 2023H2 GenAI IaaS 服务商汤为第三名



资料来源: IDC (国际数据公司), 申万宏源研究

图 16: 2024H1 GenAI IaaS 服务商汤为第三名

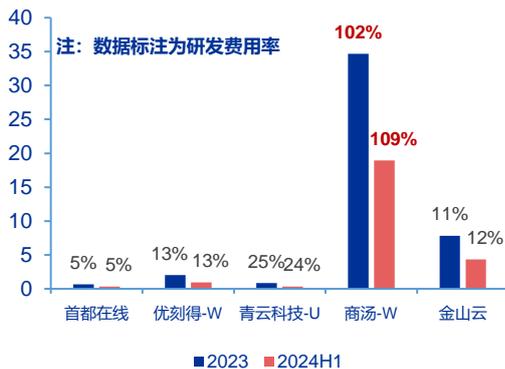


资料来源: IDC (国际数据公司), 申万宏源研究

**AI 算力服务发展初期, 研发投入奠定长期优势。** 2023 年是生成式 AI 发展元年, 相关算力服务出现不足 2 年, 参考云计算时代云大厂的发展路径, 现阶段仍处于研发投入和固定资产投资快速上升的发展初期, 通过研发投入积累模型服务能力。

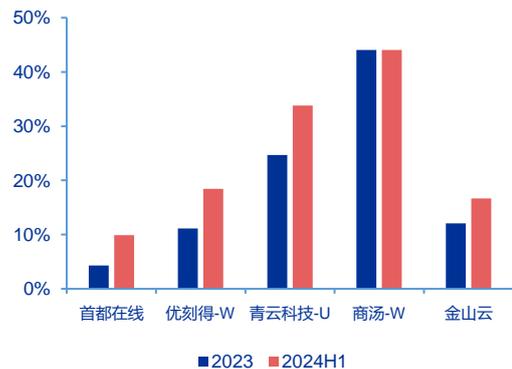
**商汤规模化研发投入带来领先的综合服务能力。** 商汤在中型云厂商中收入体量最大, 在大规模的研发投入下, 商汤形成了与互联网大厂的类似的 AI 发展路径, 采用算力服务 (SenseCore 商汤大装置) + 基础大模型 (日日新) 双轮驱动, 通过基础大模型的研发和应用层的发力, 商汤在模型训练、应用开发落地等高附加值领域领先其它中型云厂商, 获得“服务溢价”。

图 17: 商汤研发费用显著高于其他厂商 (单位: 亿元)



资料来源: Choice, 申万宏源研究

图 18: AI 综合服务能力提升毛利率



资料来源: Choice, 申万宏源研究

## 2.3 大模型能力升级, 商业化快速推进

**大装置算力加持下日日新大模型迭代迅速, 产品体系全面。**

**基模型迭代迅速,** 2023 年 4 月公司首次推出商汤日日新 SenseNova 大模型体系, 至 2024 年 7 月完成 5 大版本迭代。2024 年 4 月发布升级版日日新大模型 5.0 体系, 完成云、端、边全栈布局, 大模型综合能力全面对标 GPT-4 Turbo, 聚焦数学、推理、编程和多模态能力上的提升, 主流客观测评上达到或超越 GPT- Turbo。年 月发布的日日新

5.5 版本在多模态能力上提升，为国内首个对标 GPT-4o 的多模态实时交互大模型，实现语音、视频和语言模型的原生融合。

**表 1：商汤大模型迭代时间线**

时间	事件
2023.4	推出“商汤日日新 SenseNova”大模型系列
2023.6	联合发布千亿级参数大语言模型“书生·浦语” (InternLM)
2023.7	日日新大模型全面升级 2.0 与上海 AI 实验室发布“书生通用大模型体系”
2023.8	AI Chatbot 商量全面开放
2023.9	AI 生图秒画全面开放
2023.10	发布升级医疗健康大语言模型大医
2023.12	AI 代码助手小浣熊全面开放
2024.1	联合发布新一代大语言模型“书生·浦语 2.0” (InternLM2)
2024.2	日日新 4.0 发布，全面升级，发布数据分析工具“办公小浣熊”
2024.3	与金山办公达成合作，接入日日新大模型
2024.4	发布升级版日日新大模型 5.0，采用 MOE 架构，全面对标 GPT-4 Turbo 联合海通证券发布多模态全栈大模型
2024.7	发布日日新大模型 5.5，6000 亿参数模型性能全面提升，对标 GPT-4o 推出国内首个流式多模态交互模型日日新 5o

资料来源：公司官网，申万宏源研究

**持续探索知识-推理-执行的三层大模型能力架构。**模型架构上：采用了 GPT4 等万亿参数模型试用的 MoE 机制。数据上：超 10TB tokens 中英文预训练数据结合数千亿 tokens 逻辑型合成数据，解决大模型对客观知识和世界初级认知的基础上提升高阶知识推理能力。

**基础模型能力升级：**6000 亿参数基模型性能全面提升，日日新 5.5 综合性能较 5.0 平均提升 30%，大量使用合成高阶思维链数据提升推理思维能力，在数学推理、英文能力和指令跟随等能力明显增强，交互效果和多项核心指标实现对标 GPT-4o。

**图 19：日日新 5.5 核心指标提升 vs. 日日新 5.0**



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**图 20：日日新 5.5 多模态核心指标 vs. GPT-4o**

	Avg. Score	MMB v1.1	MMStar	MMMU	MathVista	HallusionBench Avg.	Ai2D	OCRBench	MMVet
日日新 5.5	69.9	83.0	65.4	54.6	67.2	51.9	86.9	83.8	66.2
GPT4o-0513	69.9	82.2	63.9	69.2	61.3	55.0	84.6	73.6	69.1
Claude 3.5-Sonnet	67.9	78.5	62.2	65.9	61.6	49.9	80.2	78.8	66.0
Gemini 1.5 Pro	64.4	73.9	59.1	60.6	57.7	45.6	79.1	75.4	64.0
GPT4v-0409	63.5	79.8	56.0	61.7	54.7	43.9	78.6	65.6	67.5
GLM-4v	60.8	78.6	53.2	45.6	45.6	44.9	76.1	81.4	60.7
Step-IV	59.5	78.0	50.0	49.9	44.8	48.4	79.2	62.5	63.3
Qwen-VL-Max	58.3	74.6	49.5	52.0	43.4	41.2	75.7	68.4	61.8
GPT4v-1106	57.1	73.8	49.7	53.8	48.7	46.5	75.9	51.6	56.8

资料来源：公司官网，申万宏源研究

**国内首个流式交互模型日日新 5o。**通过整合跨模态信息，基于声音、文本、图像和视频等多种形式，在与大模型交互中实现类人交流，从场景理解分析、物体信息描述、书籍图文总结，甚至粗糙简笔画、面部情绪都能够精准实时处理交互。

**日日新** ○ 实时分析场景进行交互

**图：**日日新 ○ 实时理解文字图像进行交互



资料来源：商汤科技公众号，申万宏源研究

资料来源：商汤科技公众号，申万宏源研究

**云、端、边全栈大模型布局。**商汤端侧大模型能够用于手机、车载等终端设备，端侧大语言模型推理速度在中端平台能够实现 18.3 字/秒的平均生成速度，旗舰平台能够实现 78.3 字/秒；扩散模型推理速度现场演示小于 1.5 秒，支持输出 1200 万像素及以上的高清图片。**边缘产品则推出垂类领域的商汤企业级大模型一体机**，支持企业级千亿模型加速和知识检索硬件加速。

**应用端产品簇丰富，B 端行业应用广阔。**公司 AIGC 产品包含对话助手商量（普通版）和商量（拟人）、秒画文生图、vimi 视频生成、小浣熊代码助手、如影数字人、琼宇/格物 3D 生成、明眸数据标注平台等，基本覆盖市场上现有大模型主流应用产品体系。行业端应用于金融、医疗、地产、能源、传媒、工业制造、教育等，**企业用户超 3000 家，24H1 报告期内日日新整体调用量实现 400% 增长，应用案例如下：**

- 1) 金融：**以中国银行、招商银行、宁波银行、上海银行、海通证券为代表的企业客户使用日日新大模型能力构建金融垂类场景应用，覆盖员工助手、合规风控、编程助手、数字人、营销等业务场景。
- 2) 医疗：**上海瑞金医院、上海新华医院、郑州大学第一附属医院等大型医院采用商汤“大医”医疗大模型，实现智能导诊、预问诊、用药咨询、诊后随访、多模态数据治理等功能。
- 3) Colipot 助手：**公司代码助手、办公助手产品小浣熊成为国内增长最快的 Copilot 产品之一，中国电信、金山办公等大型企业用户，以及数十万个人用户和开发者已成为小浣熊用户。
- 4) 拟人交互：**支持微博、阅文筑梦岛、爱奇艺、想法流等互联网应用，用户粘性和活跃用户数量持续保持行业前列，日调用量在半年内上涨近 22 倍。
- 5) 智能终端：**端侧小模型在推理速度及模型能力保持领先，在手机、汽车、个人电脑、智能音箱等多种 IoT 设备带来全新用户交互体验，服务小米、Oppo 等客户。

图 23：商汤日日新大模型基座模型体系和应用体系



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**原生融合多模态技术突破为公司重点研究领域。** 目前行业内视觉语言基础模型尚未跟上大语言模型的发展步伐，许多需要综合处理视觉和语言信息的场景无法充分发挥潜力，公司认为大语言模型结合多模态技术能够更准确地模拟并理解人类的复杂行为和思维方式，推动 AI 在自动驾驶、智能助手、医疗诊断等各行的应用。**多模态模型并非简单的把不同模态内容转变为语言 token 输入，而是从数据层、模型架构层全流程进行融合，从感知、思考到输出，**该技术是公司的重点突破方向。

**2024 年全球 CVPR 的 2719 篇接受论文中商汤入选 50 篇，研究成果重点聚焦视觉语言基础模型，涉及自动驾驶、机器人等前沿方向。**

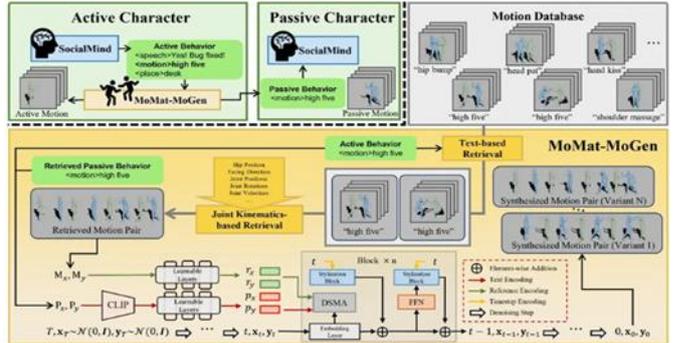
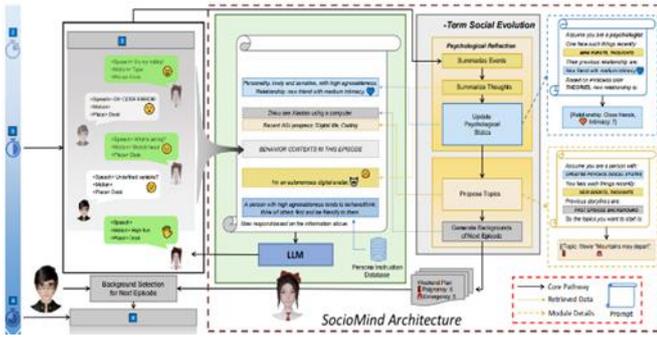
例如：

**1) 视觉语言模型能力：**商汤、上海 AI 实验室联合设计的大规模视觉语言模型 InternVL1，首次将大规模视觉编码器扩展到 60 亿参数，与 LLM 对齐，在准确性、速度和稳定性之间取得平衡。

**2) 智能体的社会化交互：**公司与联合实验室提出数字生命计划，通过 AI 技术和动作合成技术创造能够在数字环境中模拟交互的自主 3D 虚拟角色。其中包括模拟人类思想及判断的数字大脑 SocioMind 和控制角色身体动作的 3D 系统 MoMat-MoGen，二者结合能够创造出复杂社交互动行为的 3D 虚拟角色。数字大脑的探索使智能体变得更具有灵性，结合 3D 场景的理解和交互，向让机器人和具身智能应用靠近。

图 24: SocioMind: 人格、记忆、自主生成

图 25: MoMat-MoGen: 动作匹配、动作生成



资料来源：公司官网，申万宏源研究

资料来源：公司官网，申万宏源研究

综上，我们认为公司较为前瞻的布局了 AI2.0 时期的硬件基础设施和应用部分，通过底层和上层的协同优化构筑壁垒。基础设施端：自建 AIDC 和规模化研发服务的协同优化能够保证公司从传统基础设施厂商和 AI 原生公司中脱颖而出；应用端：拥有全栈体系 AI 应用，覆盖行业广阔。技术端：拥有全球领先的技术实力，大模型聚焦原生融合多模态发展，预估后续发布能够继续保持世界领先性。

### 3. X 布局孵化未来潜力 AI 应用

#### 3.1 智能汽车绝影：国内领先的端到端自动驾驶技术

商汤绝影 SenseAuto 是公司 2021 年 7 月推出的智能汽车解决方案品牌，定位智能汽车时代的 AI 核心供应商，以 Tier1 身份切入智能汽车市场。背靠公司大装置的算力储备、原生汽车垂类大模型、领先的软硬件架构和全栈数据生产管线 4 大技术基座，公司构建“驾-舱-云”三位一体生态。

大装置协同，完成智能座舱和智能驾驶 2 大完整方案库。公司以大装置为驱动打造 SenseAuto Empower 绝影赋能引擎，实现百万级量产项目数据处理需求的应对，同时实现自动化数据标注和产品检测形成完整数据闭环。完成了智能座舱和智能驾驶两套完整方案库，截止 24H1，绝影实现收入 1.68 亿元，yoy+100.4%，量产交付新增 70.5 万辆，同比增长 80.0%，累计交付车辆达 260 万辆，覆盖 104 个车型，上半年新增定点车型 15 个，新增定点车辆数约 600 万辆：

- 1) **智能座舱**：座舱 AI 软件市场份额连续 5 年第一，根据 24H1 财报公布，公司基于日日新多模态大模型、文生图模型等能力，与奥迪、富士华根、本田、宝马、小米、上汽智己、吉利等 10+ 海内外车厂建立车舱大模型合作。
- 2) **智能驾驶**：引领端到端自驾量产研发，24 年北京车展上 UniAD 实车展示，在无高精地图下依靠纯视觉感知完成复杂实况道路测试。24H1 绝影智驾定点车型一汽红旗 EH7 实现量产，实现将高速领航功能交付广汽、合众、一汽 3 家车企 5 款车型。
- 3) **智能网联**：深圳前海、江苏无锡、陕西西咸新区、上海临港等多地城市开通绝影自动驾驶小巴运行路线，绝影自动驾驶小巴行驶总里程累计突破 万公里。

表 2：绝影智能汽车主要产品体系

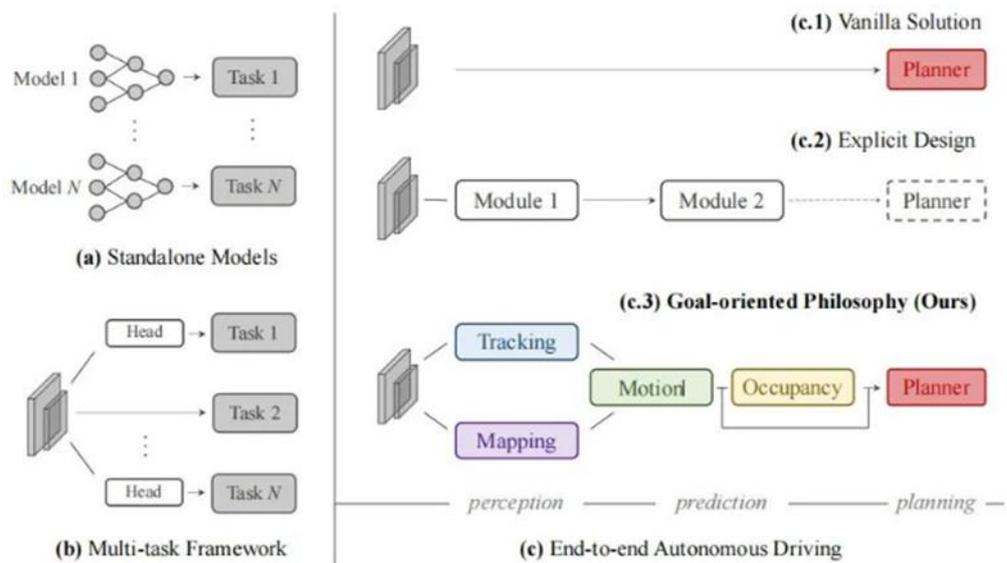
	主要产品	产品情况
智能座舱	以 DMS、OMS 为拳头产品的一站式座舱解决方案 敏锐洞察、深度思考、高效执行的多模态场景大脑为核心	座舱 AI 软件市场份额连续 5 年位列第一
智能驾驶	覆盖高速领航、城区领航、泊车辅助等 面向量产的端到端自动驾驶解决方案 UniAD 推出首个基于多模态大模型的智驾大模型 DriveAGI	与广汽、哪吒等 3 加车企深度合作，支持近 10 款车型的自动驾驶解决方案交付
AI 云	面向智能汽车领域的 AI 云服务 大装置为驱动打通云端数据业务中台及多模仿真中台，实现数据闭环	自动驾驶算法积累超 100 万场景及亿级数据

资料来源：公司官网，申万宏源研究

**业内首个一段时端到端方案提出者。**商汤和上海人工智能实验室合作论文 UniAD 获得 2023CVPR 最佳论文奖，也是业界首个具备全栈关键任务的端到端自动驾驶模型研究。

**规避传统自动驾驶方案缺点。**自驾主流架构方案是以工程师人为定义的手写规则为基础，依靠感知、决策、规划等不同模块配合实现，每个独立模块之间数据逐级传递，造成信息丢失和误差，且前模块误差会传递影响，造成多模块的信息误差累积放大。**UniAD 将感知、决策、规划等模块整合到一个全栈 Transformer 端到端模型实现感知决策一体化。**不同于特斯拉 FSD V12 一体化端到端的基于不可解耦的模型打造方式，UniAD 是将多个模块整合到一个端到端模型架构下，仍可对各模块进行分别监测和优化，具备强可解释性、安全性和持续迭代行。

图 26：自动驾驶算法框架设计比较，UniAD 提出 c.3 以规划为导向的端到端技术

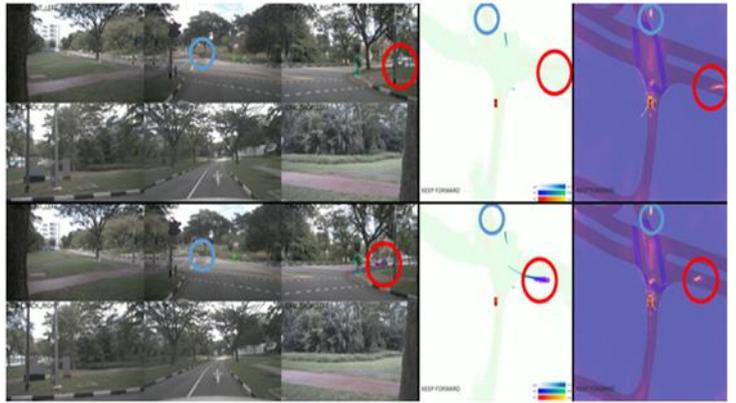
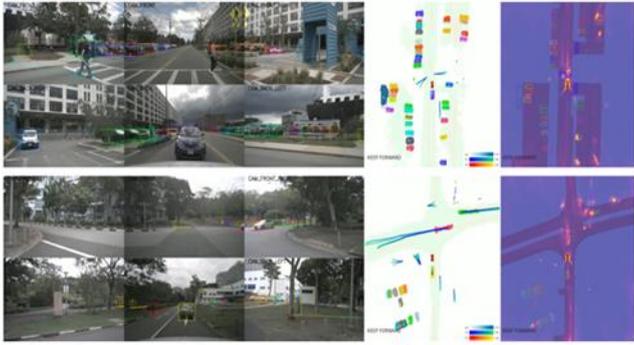


资料来源：《Planning-oriented Autonomous Driving》，申万宏源研究

**解决复杂道路环境需要多传感器融合感知且大量投入资源解决长尾问题痛点。**UniAD 仅凭摄像头视觉感知，无需高精地图，通过数据学习和驱动来类人观察理解外部环境，进行思考和做出决策，能够流畅进行无保护左转、快速通行人车混行红绿灯路口，自主解决各种高难度城市复杂驾驶场景。

避让行人场景，规划模块自注意力掩码给予

图：两帧画面中未检测到的静止让行汽车同样能被规划

**关键物体更多关注度**
**器注意到**


资料来源：《Planning-oriented Autonomous Driving》，  
申万宏源研究

资料来源：《Planning-oriented Autonomous Driving》，申万  
宏源研究

### 3.2 智慧医疗 SenseCare：助力医院智慧化转型

**五位一体的全栈式未来智慧医院服务。**公司 SenseCare 智慧医院围绕智慧诊疗、智慧就医、智慧管理、智慧医学科研、智慧医疗云五大场景，为医院和医联体提供全栈智慧化服务。**平台优势包括：**1) **诊断治疗智能辅助：**赋能诊、疗、愈全流程提升诊疗质效；2) **患者就医一键导航：**优化患者就医体验，助力服务型未来医院升级；3) **全面系统统筹管理：**面向院端构建全方位监管防控体系；4) **前瞻科研助力：**提供智能化科研管理工具；5) **信息壁垒打通：**打造多院区、医联体、健共体互联互通。

**图 29：商汤智慧医疗 SenseCare 综合解决方案**



资料来源：商汤科技公众号，申万宏源研究

**大语言模型结合公司长期影像 AI 积累，赋能医院全科室临床应用。** SenseCare 基于商汤大语言模型商量为基础打造医疗垂类大模型：1) 预设智能自诊、用药咨询、诊后随访管理等 13 个细分医疗健康场景。2) 支持调整提示工程引导 LLM 根据用户自定义需求回复内容。3) 对自有高质量数据用户，提供搭建专属知识库服务确保数据隐私安全，同时针对长病程患者，支持接入外部记忆模块插件补充存储空间，增强长病程管理能力。**公司在 AI 影像、辅助诊疗等方向具备长期积累，**截止 2022 年底，SenseCare 智慧诊疗平台已获国

内 NMPA 三类、二类医疗器械注册证，欧盟 CE、新加坡、沙特、阿联酋等国内外医疗器械认证共计 22 项。

**表 3: SenseCare 智慧医疗产品矩阵**

主要产品矩阵	产品描述
大医医疗垂类大模型	以千亿参数规模大语言模型商量为基础，通过 300 亿+token 的高质量医学知识数据训练而成，覆盖 20+ 细分医疗场景，具备检索增强框架、长程记忆存取、智能工具调用等。在电子病历生成、线上问诊、导诊、随访、辅助诊断决策等多项医疗任务重表现超 GPT-4。
智慧诊疗	集 AI 算法和影像后处理技术，提供一站式智能影像分析，覆盖多部位、多病种、多模态数据 AI 辅助。平台已搭载 20+AI 模块，针对肺、心脏冠脉、头颈血管、肝脏、骨科、病理、放疗等 10+ 临床方向应用。
智慧就医	实现导诊、预问诊、诊前检验、院内导航、识别通行等门诊环节全流程智能化。
智慧医学科研	整合患者临床数据，多模态检验检查数据、生物信息数据、提供多模数据存储管理、多维数据组合筛选、多任务全程闭环管控，从图像数据半自动标注到可视化 AI 模型训练实现全维度科研数据分析及挖掘。
智慧医疗云	智慧影像综合服务平台，搭建私有 IDC 集群或公有云服务，为卫健委、各级医疗机构、区域医联体、第三方医学影像中心提供影像数据互联互通、移动阅片、5G+ 远程诊疗、AI 影像质控、AI 智能诊疗、影像科研教学、影像数据监控分析、患者云影像健康档案等多解决方案。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

**完成 Pre-A 轮融资，多医院落地案例验证。** 商汤医疗完成首轮过亿元融资，由盈峰控股、人民卫生出版社旗下投资平台人卫科技发展公司联合领头。公司大医医疗大模型落地上海瑞金医院、上海新华医院、郑州大学第一附属医院等头部三甲医院，2025 年广东省重点建设项目和祐医院引入 SenseCare 智慧诊疗平台，上线 15 款 AI 辅助诊疗应用，为各类复杂疾病诊断提供支持，对疾病早筛、诊疗防治起到关键作用，平台上线后已服务上千人次。

### 3.3 SenseRobot 元萝卜：切入 C 端市场

**“元萝卜 SenseRobot” 系列是商汤智能家居的主要产品**，主要包括元萝卜 AI 中国象棋机器人、AI 专业版围棋机器人、AI 国际象棋专业机器人、四合一启蒙版 AI 下棋机器人以及 AI 光翼灯。2024 年 10 月新发布元萝卜 AI 下棋机器人四合一启蒙版，启蒙版与早期发布的专业版的区别在于，启蒙版主要面向 3 至 12 岁儿童，通过启蒙教学形式调动儿童学习兴趣，占用面积缩小 52%，专业版与启蒙版能够实现覆盖各水平用户。价格方面，四合一启蒙版售价为 2999 元，更利于产品市场下沉。

**元萝卜连续两年拿下天猫、京东双 11 “智能机器人” 品类销冠**，主要受益于其“视觉、听觉、触觉”三位一体的拟人化教学体验，用户与机器人实现拟人化互动。目前，元萝卜以中国市场为主，未来有希望将元萝卜打造为人形机器人。

**表 4: 元萝卜机器人系列产品**

产品名称	产品优势
元萝卜 AI 下棋机器人——中国象棋版	中国象棋协会首个合作的家庭机器人产品，授权官方专业课程，认定为指定的象棋等级测试平台。
元萝卜 AI 下棋机器人——围棋专业版	覆盖从入门到执业九段等级关卡；学习高手行棋思路；支持远程对弈，能够和全国数百万围棋玩家在线对弈；支持复盘攻守漏洞。
元萝卜 AI 下棋机器人——国际象棋专业版	全新视觉感知算法，精准识别手眼协同更安全；可识别立体形状棋子，机械臂+机械爪执行达毫米级操控精度。

元萝卜 AI 下棋机器人——四合一启蒙版

通过一个机械臂即可完成象棋、围棋、国际象棋、五子棋四种棋的对弈，可实现 1mm 的控制精度精准放子，专为 3-12 岁孩子设计，定位科普玩伴。

元萝卜光翼灯

全光谱护眼；AI 坐姿提醒，视觉识别坐姿更精准；视觉分析视线落点提升学习专注力；AI 光随书动。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

### 3.4 智慧零售商汤善惠：助力传统零售降本增效

**聚焦零售领域的商品识别算法和智能运营提效。**公司推出无人零售智能柜解决方案，与传统自动贩卖机相比，具备成本优势和增收优势。商汤善惠拥有多项视觉商品识别 AI 核心发明专利，利用大模型能力在真实落地场景中做到准确率、算法覆盖率、时效性等方面的领先。实现更贴合真实运营场景的算法落地，例如针对商品上新、补货策略等无人零售供应链优化方向提供高度差异化算法。

图 30：善惠无人零售柜解决方案



资料来源：公司官网，申万宏源研究

**完成 A 轮融资，产品出海。**商汤善惠已完成 A 轮融资，由金沙江创投数千万元领头，微木资本、嘉实基金、金弘基金等跟投。融资重点投向零售 AI 算法研发创新和海外市场拓

展。海外市场自动贩卖机已形成规模达 1500 万台的存量市场，国内 2024 年无人零售设备采购中智能柜占比突破 80%，智能无人零售柜成为主流，公司已完成东南亚等多国家落地，率先出海。

综上，公司集团聚焦 AIDC 和大模型协同发展，通过底层到上层的系统优化创新构筑技术壁垒；X 板块已设立子公司进行独立融资孵化未来重点 AI 应用方向，一级融资进展验证 X 板块 AI 应用的未来价值。公司 1+X 的布局模式有望提升盈利水平，同时协同发展布局全面的 AI 生态。

## 4. 盈利预测

综上对商汤科技收入、净利润进行预测。

**收入端：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 45.6/61.1/81.5 亿元，同比增长分别为 33.9%/34.1%/33.4%。各板块假设如下：

**生成式 AI：**2024-2026 年收入分别为 23.7/37.9/56.8 亿元，同比分别为 100.0%/60.0%/50.0%。AI2.0 时期推动国内 GenAI IaaS 高速增长，根据 IDC（国际数据公司）预测，2024 年中国智算服务市场整体规模达 50 亿美元，2023-2028 年 5 年 CAGR 为 57.3%，其中 GenAI IaaS 算力服务是主要增量市场，5 年 CAGR 达到 79.8%。商汤 AIDC 的领先优势预估能够在 AI2.0 算力需求浪潮中持续爆发式增长，且未来 AI 应用需求增长后能够带动公司大模型服务的收入增长。

**传统 AI：**2024-2026 年收入分别为 16.5/15.7/14.9 亿元，同比分别为 -10.0%/-5.0%/-5.0%。我们预估公司未来继续聚焦生成式 AI 业务，传统 AI 在未来呈持续缩减态势。

**智慧汽车：**2024-2026 年收入分别为 5.4/7.5/9.8 亿元，同比分别为 40.0%/40.0%/30.0%。绝影座舱 AI 市场份额连续 5 年位列第一，自动驾驶方面实现量产研发。考虑到绝影自动驾驶技术的领先性、大装置协同赋能，我们预估后续将带来持续的收入增长。

**毛利率：**2023 年客户需求推动硬件及 AIDC 相关成本占收入比重上升导致毛利率从 2022 年 66.8%下降至 2023 年 44.1%，我们预计后续 AIDC 需求占比仍维持较高水平，公司底层级别优化能够小幅提升毛利率水平，预计 2024-2026 年毛利率分别为 45.1%/45.6%/45.6%。

**表 5：商汤科技收入及毛利率预测（百万元）**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4700.3	3808.5	3405.8	4559.1	6111.7	8152.7
yoy	36.4%	-19.0%	-10.6%	33.9%	34.1%	33.4%
毛利率	69.7%	66.8%	44.1%	45.1%	45.6%	45.6%
生成式 AI	-	394.7	1183.7	2367.4	3787.8	5681.8
yoy	-	-	199.9%	100.0%	60.0%	50.0%
传统 AI	-	3121.2	1838.4	1654.6	1571.8	1493.2

yoy	-	-	-41.1%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
智慧汽车	184.2	292.7	383.7	537.2	752.1	977.7
yoy	16.3%	58.9%	31.1%	40.0%	40.0%	30.0%

资料来源: wind, 申万宏源研究

**销售、研发、管理费用预测: 公司 2023 年精细化控费, 三费同比下降, 我们预估后续随着公司营收规模扩大, 费用率呈现持续下降趋势:**

2024H1 公司研发开支由 2023H1 的 17.3 亿元增加 6.1%至 18.9 亿元, 主要由于增加投资于训练及微调基础模型, 以及开发生成式 AI 应用产生的折旧及摊销和服务器运营及云服务费所致, 但生成式 AI 带动公司收入快速增长, 研发费用率下降 15.7pct。我们预计 2024-2026 以下几大因素带来研发费用率的持续下降: 1) 战略调整推动资源集中, 公司开启组织人员调整降本增效; 2) 公司全员信提到 AI2.0 时代主要成本不再是研发人员投入, 预估未来缩减研发人员投入为趋势; 3) 收入的持续快速增长, 考虑以上因素, 我们预估研发费用率保持大幅下降趋势, 2024-2026 研发费用率分别为 90.0%/70.0%/50.0%。

2024H1 公司销售开支由 2023H1 的 4.2 亿元减少 21.2%至 3.3 亿元, 主要由于雇员福利开支减少, 销售费用率下降 10.2pct。我们预计 2024-2026 随着公司营收快速增长, 销售费用率保持下降趋势, 2024-2026 销售费用率分别为 18.0%/15.0%/10.0%。

2024H1 公司行政开支由 2023H1 的 8.0 亿元减少 7.7%至 7.3 亿元, 主要由于雇员福利开支减少, 管理费用率下降 13.3pct。我们预计 2024-2026 随着公司营收快速增长, 管理费用率保持下降趋势, 2024-2026 管理费用率分别为 40%/35%/30%。

**表 6: 商汤科技 2024-2026 期间费用率预测 (百万元)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用	681.6	900.8	818.7	820.6	916.8	815.3
yoy	27.0%	32.2%	-9.1%	0.2%	11.7%	-11.1%
销售费用率	14.5%	23.7%	24.0%	18.0%	15.0%	10.0%
管理费用	2298.4	1567.7	1510.9	1823.7	2139.1	2445.8
yoy	44.6%	-31.8%	-3.6%	20.7%	17.3%	14.3%
管理费用率	48.9%	41.2%	44.4%	40.0%	35.0%	30.0%
研发费用	3614.1	4014.3	3465.8	4103.2	4278.2	4076.3
yoy	47.3%	11.1%	-13.7%	18.4%	4.3%	-4.7%
研发费用率	76.9%	105.4%	101.8%	90.0%	70.0%	50.0%

资料来源: wind, 申万宏源研究

**基于, 我们预计 2024-2026 年归母净利润逐渐收窄, 分别为-42.0/-34.0/-19.9 亿元。**

**选择业务类型有可比性的部分公司:** 商汤科技涉及业务包括 AI 视觉、AI 大模型、AIDC、行业 AI 应用, 选取类似业务公司: 云从科技、虹软科技、第四范式、科大讯飞、润泽科技。

- 1) 云从科技: 计算机视觉技术起家, 自研从容大模型, 同样聚焦多模态大模型发展, 通过大模型加入人机协同操作系统赋能行业应用, 聚焦智慧金融、智慧治理、智慧商业、智慧出行、泛 AI 等, 与商汤从技术、AI 应用角度类似。
- 2) 虹软科技: 自研视觉大模型 ArcMuse, 聚焦 AI 视觉应用, 包括手机端、智能驾驶、AI 商拍、AI 眼镜等, 在视觉技术和智能驾驶业务与商汤业务可比。

- 3) 科大讯飞：自研星火大模型，提供 B 端智慧教育、智慧汽车、智慧医疗等行业应用以及 C 端学习机、办公本等产品，行业应用部分与商汤业务类似。
- 4) 第四范式：聚焦行业解决方案落地，与商汤行业 AI 应用类似。
- 5) 润泽科技：包括 AIDC 和传统 IDC 业务，2024 年 AIDC 业务迅速扩张，与商汤 AIDC 业务类似。

以上公司在运用的技术和布局的业务上与商汤科技类似可比。根据 Wind 一致预期，2024-2026 年平均 PS 为 20、12、10。商汤科技估值相对较低，仍有空间。

表 7：商汤可比公司估值

证券代码	公司名称	2025/3/12 总市值 (亿元, 人民币)	wind 一致预期收入 (亿元, 人民币)			PS		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688327.SH	云从科技	201	4.0	10.3	14.1	51	20	14
688088.SH	虹软科技	214	8.2	10.1	12.5	26	21	17
6682.HK	第四范式	225	51.8	62.3	73.7	4	4	3
002230.SZ	科大讯飞	1,197	231.1	276.3	330.1	5	4	4
300442.SZ	润泽科技	1,147	72.7	91.1	111.7	16	13	10
					平均 PS	20	12	10
0020.HK	商汤	584	45.6	61.1	81.5	13	10	7

资料来源：wind，申万宏源研究

\*股价为 2025 年 3 月 12 日收盘价，商汤收入为本文最新预测，其他公司为 wind 一致预期。人民币/港股汇率为 1.0838。

**考虑到商汤科技的技术领先性，在 AI2.0 时代的布局前瞻性，后续公司业绩增速有望高于行业：**1) 商汤 AIDC 通过模型训练、应用开发落地等高附加值领域获得“服务溢价”，能够从传统基础设施厂商和 AI 原生公司中脱颖而出；2) 大模型技术持续迭代，保持与世界领先技术持平；3) 公司 1+X 的布局模式有望提升盈利水平，同时协同发展布局全面的 AI 生态；4) 可比公司角度我们认为公司和云从科技从技术起源到商业模式更为类似，可以给予类似水平估值，但考虑到 A 股和 H 股不同市场因素给予保守考虑对标行业平均水平。**综合以上因素，我们给予 2025 年 PS 为 12x，目标市值 794.9 亿港元，首次覆盖给予“买入”评级。**

#### 核心假设风险：

**AI 技术发展不及预期。**大模型技术中美仍存在差异，部分技术尚处于早期实验室阶段，存在落地风险，实体清单等可能对训练硬件产生影响。

**技术迭代迅速，行业竞争加剧。**公司所处行业属于技术更迭迅速领域，新技术迭代需要继续大量研发投入，且行业竞争剧烈。

**技术人员需求可能加剧。**若行业发展和竞争激进，可能需要进一步扩充技术人员储备，且 AI 行业对核心技术人员需求大，可能造成人员流失风险，影响盈利增长。

**宏观经济环境回暖不及预期。**外部环境原因影响公司早先依赖的政府端项目，回暖不及预期可能导致公司进一步缩减该板块业务以及回款账期变长。

## 5. 附录

表 8: 利润表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3809	3406	4559	6112	8153
营业成本	-1266	-1905	-2504	-3327	-4438
毛利	5075	5311	7064	9438	12590
销售费用	-901	-819	-821	-917	-815
管理费用	-1568	-1511	-1824	-2139	-2446
研发费用	-4014	-3466	-4103	-4278	-4076
金融及合同资产减值亏损净额	0	0	0	0	0
金融资产减值	-1668	-1835	-585	-811	-917
其他收入-其他	447	292	684	917	1223
其他经营净收益	-1367	-808	-151	177	13
营业利润	-6528	-6647	-4745	-4266	-3304
财务收入净额	205	195	514	823	1280
分占按权益法入账的投资亏损	-2	-21	-21	-15	-19
优先股交易负债公允价值变动	-7	-32	0	0	0
优先股公允价值变动计入损益	0	0	0	0	0
税前利润	-6333	-6504	-4252	-3458	-2043
所得税费用	240	9	6	5	3
净利润	-6093	-6495	-4246	-3453	-2040
归属于母公司股东的净利润	-6045	-6440	-4199	-3403	-1990
少数股东损益	-48	-55	-47	-50	-50

资料来源: wind, 申万宏源研

表 9: 资产负债表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	21524	16940	13964	12456	13227
存货	617	506	862	1140	1386
合约资产-流动资产	27	20	20	27	35
应收账款,其他应收账款及预付款项	6072	5159	2159	5674	2825
按公允价值计入损益的金融资产	632	522	522	522	522
其他应收股东款项-流动资产	0	0	0	0	0
受限制现金	0	210	70	94	125
定期存款	6213	1100	1100	1100	1100
货币资金	7963	9423	9232	3900	7234
非流动资产合计	15903	15948	16680	16854	16468
固定资产-物业,厂房及设备	6999	7379	7979	8097	7746
有使用权资产-非流动资产	315	350	366	351	353
无形资产	333	326	364	350	263
合约资产-非流动资产	23	11	33	26	53
权益法核算的投资	54	135	135	135	135
递延所得税资产-非流动资产	690	725	725	725	725
按公允价值计入损益的金融资产-非流动资产	6677	6527	6527	6527	6527
长期应收款					

定期存款-非流动资产	0	0	0	0	0
受限制现金-非流动资产	271	154	142	189	162
其他非流动资产	183	253	253	253	253
资产合计	37427	32888	30644	29310	29694
流动负债合计	3323	3287	4008	4932	6046
短期借款	321	194	215	269	235
应付账款及其它应付款项	2473	2262	2941	3823	4970
应付优先股股东款项-流动负债	0	0	0	0	0
租赁-流动负债	183	146	146	146	146
合同负债-流动负债	208	266	266	266	266
递延收入-流动负债	121	113	135	123	124
应交所得税-流动负债	18	22	22	22	22
优先股认股权证负债-流动负债	0	0	0	0	0
其他金融负债-流动负债	0	283	283	283	283
非流动负债合计	5090	6445	7330	8201	9187
长期借款	2907	4279	4982	5826	6839
租赁-非流动负债	105	145	145	145	145
递延所得税负债-非流动	10	10	10	10	10
合同负债-非流动负债	75	25	46	48	39
递延收入-非流动负债	308	306	251	288	282
可转换优先股负债-非流动负债	1396	1675	1675	1675	1675
长期应付款	12	5	5	5	5
其他金融负债-非流动负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	279	0	215	202	190
负债合计	8413	9733	11338	13133	15233
归属于母公司股东权益合计	28970	23159	19356	16277	14612
股本	0	0	0	0	0
其他储备	71249	71666	71990	72314	72638
汇兑储备	3915	4127	4199	4199	4199
留存收益	-46194	-52634	-56833	-60237	-62226
少数股东权益	44	-4	-51	-100	-151
所有者权益合计	29014	23155	19306	16177	14461

资料来源：wind，申万宏源研究

**表 10：现金流量表（单位：百万元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	-6333	-6504	-4252	-3458	-2043
折旧摊销	968	1250	1428	1983	2529
经营资金变动	-299	-700	3376	-3000	3646
经营活动产生的其他现金流	2579	2720	409	423	433
经营活动提供之现金流量净额	-3074	-3212	954	-4058	4562
资本支出	-5167	-1518	-2084	-2071	-2092
投资活动产生的其他现金流	-4131	4976	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-9298	3458	-2084	-2071	-2092
债务净变动	2951	1115	645	805	873
融资活动产生的其他现金流量		-		-	-

融资活动使用之现金流量净额	3329	1084	860	792	861
现金及现金等价物增加净额	-9054	1308	-263	-5332	3333
期初现金及现金等价物	16530	7963	9423	9232	3900
汇率变动对现金及现金等价物的影响额	487	153	72	0	0
年终现金及现金等价物	7963	9423	9232	3900	7234

资料来源：wind，申万宏源研究

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.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，如果您对行业的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

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。