



商汤-W (00020.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

生成式 AI 高增，大模型升级在即

业绩简评

2025年3月26日公司披露年报，24年实现营收37.7亿元，同比增长10.8%，其中生成式AI收入24.0亿元，同比增长103.1%。经调整亏损净额为42.5亿元，较上年同期-54.1亿元有所收窄。

经营分析

公司持续推进“大装置—大模型—应用”三位一体深度协同

- 大装置：运营总算力规模超过2.3万P，yoy+92%；推理吞吐性能比业界头部厂商高15%+；支持国产芯片集群规模化商用，异构训练效率达同构训练的95%。
- 大模型：4月将升级日日新大模型6.0，综合性能和多模态推理能力对标国际一流水平，交互时延低至0.5s，视频记忆达10min以上。
- 应用：1) 生产力工具：企业助手用户数突破150万，日处理35+亿token；金融领域提供数据分析、风险管理、数字营销等AI工具；政务助手落地近10个项目。2) 交互工具：提供拟人陪伴模型，布局机器人、智能眼镜、智能座舱等硬件交互，月均用户使用量同比增长8倍。

AI视觉及智驾业务持续聚焦，收入分别同比下降39.5%/33.2%。AI视觉客户复购率同比提升31pct，拓展东南亚及中东市场；绝影新增交付167万辆，同比增长9.2%，新增顶点车型41款，新增定点车辆1,100万辆；合作东风智驾方案预计25年量产。

成本费用增速低于收入增速，其中销售/管理/研发费用率分别为17.4%/38.8%，分别同比减少6.7pct/5.6pct，主要系员工人数减少17.1%所致；研发费用率为109.5%，同比增长7.8pct。

盈利预测、估值与评级

根据公司年报，我们预计2025-2027年公司实现营收50.69/69.20/95.38亿元，同比增长34.38%/36.51%/37.84%；预计归母净利润-37.83/-29.98/-23.35亿元，同比增长11.57%/20.74%/22.14%，对应11.61/8.50/6.17倍PS，维持“买入”评级。

风险提示

AI算法研发不及预期；港股市场流动性收紧；大股东减持；国际关系风险。

计算机组

分析师：孟灿 (执业S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

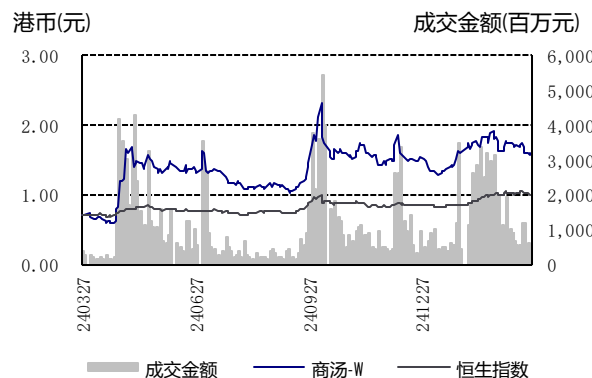
联系人：赵彤

zhaotong3@gjzq.com.cn

市价(港币)：1.590元

相关报告：

- 《商汤-W 港股公司点评：生成式AI快速增长，亏损同比缩窄》，2024.8.28
- 《商汤-W 公司点评：聚焦生成式AI，优化运营效率》，2024.3.27



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,406	3,772	5,069	6,920	9,538
营业收入增长率	-10.57%	10.75%	34.38%	36.51%	37.84%
归母净利润(百万元)	-6,440	-4,278	-3,783	-2,998	-2,335
归母净利润增长率	-6.54%	33.57%	11.57%	20.74%	22.14%
摊薄每股收益(元)	-0.17	-0.12	-0.10	-0.08	-0.06
每股经营性现金流净额	-0.10	-0.11	-0.09	-0.05	0.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	-27.81%	-18.24%	-19.30%	-18.13%	-16.52%
P/S	11.40	14.62	11.61	8.50	6.17
P/B	1.68	2.35	3.00	3.56	4.16

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,809	3,406	3,772	5,069	6,920	9,538
增长率	-19.0%	-10.6%	10.8%	34.4%	36.5%	37.8%
主营业务成本	1,266	1,905	2,152	2,889	3,806	5,151
%销售收入	33.2%	55.9%	57.1%	57.0%	55.0%	54.0%
毛利	2,542	1,501	1,620	2,180	3,114	4,388
%销售收入	66.8%	44.1%	42.9%	43.0%	45.0%	46.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	901	819	655	760	830	954
%销售收入	23.7%	24.0%	17.4%	15.0%	12.0%	10.0%
管理费用	1,568	1,511	1,464	1,774	1,938	1,908
%销售收入	41.2%	44.4%	38.8%	35.0%	28.0%	20.0%
研发费用	4,014	3,466	4,132	4,055	3,806	3,815
%销售收入	105.4%	101.8%	109.5%	80.0%	55.0%	40.0%
息税前利润(EBIT)	-6,538	-6,699	-4,569	-4,392	-3,386	-2,137
%销售收入	-171.7%	-196.7%	-121.1%	-86.6%	-48.9%	-22.4%
财务费用	-205	-195	-269	-572	-359	220
%销售收入	-5.4%	-5.7%	-7.1%	-11.3%	-5.2%	2.3%
投资收益	-2	-21	-4	-5	-5	-5
%税前利润	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
营业利润	-3,942	-4,292	-4,630	-4,410	-3,460	-2,289
营业利润率	-103.5%	-126.0%	-122.8%	-87.0%	-50.0%	-24.0%
营业外收支						
税前利润	-6,333	-6,504	-4,300	-3,819	-3,027	-2,357
利润率	-166.3%	-191.0%	-114.0%	-75.4%	-43.7%	-24.7%
所得税	-240	-9	7	-6	-5	-4
所得税率	3.8%	0.1%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
净利润	-6,093	-6,495	-4,307	-3,814	-3,023	-2,353
少数股东损益	-48	-55	-28	-31	-24	-19
归属于母公司的净利润	-6,045	-6,440	-4,278	-3,783	-2,998	-2,335
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-6,045	-6,440	-4,278	-3,783	-2,998	-2,335
少数股东损益	-48	-55	-28	-31	-24	-19
非现金支出	2,291	2,656	352	228	259	266
非经营收益						
营运资金变动	-299	-700	0	-93	444	2,378
经营活动现金净流	-3,084	-3,234	-3,927	-3,298	-1,963	625
资本开支	-5,167	-1,518	-1,129	-220	-220	-220
投资	-890	5,187	-1,179	-1,190	-970	-860
其他	-3,241	-211	-488	18	74	152
投资活动现金净流	-9,298	3,458	-2,796	-1,392	-1,116	-928
股权募资	710	31	4,382	0	0	0
债权募资	2,478	985	1,319	2,000	2,000	2,000
其他	141	68	560	-277	-357	-437
筹资活动现金净流	3,329	1,084	6,260	1,723	1,643	1,563
现金净流量	-8,567	1,461	-536	-3,039	-1,508	1,188

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,963	9,423	8,888	5,849	4,341	5,529
应收款项	6,072	5,159	5,068	5,773	6,228	5,352
存货	617	506	452	602	740	715
其他流动资产	6,873	1,852	3,819	5,054	6,088	7,043
流动资产	21,524	16,940	18,227	17,279	17,397	18,640
%总资产	57.5%	51.5%	52.7%	51.5%	51.9%	53.7%
长期投资	54	135	702	732	762	792
固定资产	6,999	7,379	7,277	7,127	6,994	6,878
%总资产	18.7%	22.4%	21.0%	21.3%	20.8%	19.8%
无形资产	583	612	478	498	518	538
非流动资产	15,903	15,948	16,373	16,252	16,149	16,063
%总资产	42.5%	48.5%	47.3%	48.5%	48.1%	46.3%
资产总计	37,427	32,888	34,600	33,531	33,547	34,703
短期借款	321	194	1,240	1,240	1,240	1,240
应付款项	849	842	472	642	846	1,145
其他流动负债	2,153	2,251	3,042	3,689	4,596	5,879
流动负债	3,323	3,287	4,754	5,571	6,682	8,264
长期贷款	2,907	4,279	4,681	6,681	8,681	10,681
其他长期负债	2,183	2,167	1,522	1,522	1,522	1,522
负债	8,413	9,733	10,958	13,775	16,886	20,468
普通股股东权益	28,970	23,159	23,461	19,605	16,535	14,128
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	25,055	19,032	19,157	15,302	12,231	9,825
少数股东权益	44	-4	181	150	126	107
负债股东权益合计	37,427	32,888	34,600	33,531	33,547	34,703

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.19	-0.20	-0.13	-0.10	-0.08	-0.06
每股净资产	0.87	0.69	0.63	0.53	0.45	0.38
每股经营现金净流	-0.09	-0.10	-0.11	-0.09	-0.05	0.02
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-20.87%	-27.81%	-18.24%	-19.30%	-18.13%	-16.52%
总资产收益率	-16.15%	-19.58%	-12.37%	-11.28%	-8.94%	-6.73%
投入资本收益率	-19.51%	-24.21%	-15.48%	-15.84%	-12.72%	-8.16%
增长率						
主营业务收入增长率	-18.97%	-10.57%	10.75%	34.38%	36.51%	37.84%
EBIT增长率	62.20%	-2.47%	31.80%	3.87%	22.90%	36.89%
净利润增长率	64.73%	-6.54%	33.57%	11.57%	20.74%	22.14%
总资产增长率	1.31%	-12.13%	5.20%	-3.09%	0.05%	3.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	493.0	474.8	293.3	200.7	174.2	130.3
存货周转天数	158.3	106.1	80.2	65.7	63.5	50.9
应付账款周转天数	187.5	159.7	109.8	69.4	70.4	69.6
固定资产周转天数	468.3	759.9	699.4	511.5	367.3	261.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.97%	-14.28%	-9.07%	13.74%	36.38%	47.23%
EBIT利息保障倍数	-117.9	-45.7	-25.4	-15.9	-9.5	-4.9
资产负债率	22.48%	29.59%	31.67%	41.08%	50.34%	58.98%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究