



商汤-W (00020.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

利润与现金流改善，生成式 AI 持续高增

业绩简评

2025 年 8 月 28 日，公司披露 2025 年度中期业绩：公司 2025 年上半年实现营收 23.6 亿元，同比增长 35.6%；毛利润为 9.1 亿元，同比增长 18.4%；净利润为-14.9 亿元，亏损同比缩窄 39.9%。2025 年上半年公司经营活动现金流量净额为-6.4 亿元，较上年同期流出缺口缩窄 81.9%。

经营分析

分业务而言，2025 年上半年生成式 AI 营收为 18.2 亿元，同比增长 72.7%；公司持续优化 GPU 芯片组合，当前资源中算力效能比相较上年提升 20%，临港 AIDC 二期稳步推进，且多地节点资源闲置率维持低位。公司视觉 AI 板块营收为 4.4 亿元，同比下滑 14.8%，但海外商机与订单同比显著增长，随着战略聚焦与组织精简完成，板块盈利能力与现金流均有所改善。

公司上半年亏损收窄除了受益于公司毛利润增长之外，还受益于：1) 报告期内公司提质增效，员工数量同比下滑 31.4%。报告期内公司人均毛利为 26.1 万元，同比增长 72.5%；2) 报告期末公司 2~3 年的贸易应收款项减少 7.4 亿元，因而 2025 年上半年金融资产减值亏损缩窄；3) 出售附属公司获得 9.4 亿元。

盈利预测、估值与评级

根据 2025 年中报，我们预计 2025~2027 年营业收入分别为 50.4/64.1/79.4 亿元，同比增长 33.7%/27.1%/23.8%；归母净利润分别为 -32.1/-24.5/-20.7 亿元，亏损同比缩窄 25.0%/23.6%/15.5%，对应 14.1/14.7/11.6 倍 P/S，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；未能探索出稳定持续的盈利模式；国际关系风险。

计算机组

分析师：王倩雯 (执业 S1130525070010)

wang_qianwen@gjzq.com.cn

分析师：李忠宇 (执业 S1130524100002)

lizhongyu01@gjzq.com.cn

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (港币)：2.090 元

相关报告：

1. 《商汤-W 港股公司点评：生成式 AI 高增，大模型升级在即》，2025.3.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,408	3,772	5,044	6,411	7,937
营业收入增长率	-10.52%	10.68%	33.73%	27.10%	23.80%
归母净利润 (百万元)	-6,440	-4,278	-3,207	-2,450	-2,070
归母净利润增长率	-6.54%	33.57%	25.04%	23.61%	15.52%
摊薄每股收益 (元)	-0.17	-0.11	-0.08	-0.06	-0.05
每股经营性现金流净额	-0.10	-0.11	-0.08	-0.08	-0.06
ROE (归属母公司) (摊薄)	-27.81%	-18.24%	-15.79%	-13.67%	-13.00%
P/S	20.74	12.11	14.05	14.74	11.60
P/B	1.54	2.16	3.66	4.15	4.67

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	3,408	3,772	5,044	6,411	7,937
增长率	-19.0%	-10.5%	10.7%	33.7%	27.1%	23.8%
主营业务成本	1,266	1,905	2,152	3,027	3,847	4,762
%销售收入	33.2%	55.9%	57.1%	60.0%	60.0%	60.0%
毛利	2,542	1,501	1,620	2,018	2,565	3,175
%销售收入	66.8%	44.0%	42.9%	40.0%	40.0%	40.0%
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	555	577	635
%销售收入	23.7%	24.0%	17.4%	11.0%	9.0%	8.0%
管理费用	1,568	1,511	1,464	1,211	1,154	1,191
%销售收入	41.2%	44.3%	38.8%	24.0%	18.0%	15.0%
研发费用	4,014	3,466	4,132	4,036	3,847	3,969
%销售收入	105.4%	101.7%	109.5%	80.0%	60.0%	50.0%
息税前利润 (EBIT)	-6,538	-6,699	-4,569	-3,233	-2,477	-2,097
%销售收入	-171.7%	-196.6%	-121.1%	-64.1%	-38.6%	-26.4%
财务费用	-205	-195	-269	-32	-32	-32
%销售收入	-5.4%	-5.7%	-7.1%	-0.6%	-0.5%	-0.4%
投资收益	-2	-21	-4	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-3,942	-4,292	-4,630	-3,481	-2,629	-2,143
营业利润率	-103.5%	-126.0%	-122.8%	-69.0%	-41.0%	-27.0%
营业外收支						
税前利润	-6,333	-6,504	-4,300	-3,201	-2,445	-2,066
利润率	-166.3%	-190.8%	-114.0%	-63.5%	-38.1%	-26.0%
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	-3,207	-2,450	-2,070
少数股东损益	-48	-55	-28	0	0	0
归属于母公司的净利润	-6,045	-6,440	-4,278	-3,207	-2,450	-2,070
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	-3,207	-2,450	-2,070
少数股东损益	-48	-55	-28	0	0	0
非现金支出	2,291	2,656	243	-173	-100	-17
非经营收益						
营运资金变动	-299	-700	-1,317	155	-355	-344
经营活动现金净流	-3,084	-3,234	-3,927	-3,225	-2,905	-2,431
资本开支	-5,167	-1,518	-1,129	-1	-1	0
投资	-890	5,187	-1,179	0	0	0
其他	-3,241	-211	-488	309	100	17
投资活动现金净流	-9,298	3,458	-2,796	308	99	17
股权募资	710	31	4,382	0	0	0
债权募资	2,478	985	1,319	0	0	0
其他	141	68	560	0	0	0
筹资活动现金净流	3,329	1,084	6,260	0	0	0
现金净流量	-8,567	1,461	-536	-2,855	-2,744	-2,352

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	6,033	3,289	937
应收款项	6,072	5,159	5,068	5,129	5,931	6,615
存货	617	506	452	589	641	794
其他流动资产	6,873	1,852	3,819	3,873	3,928	3,989
流动资产	21,524	16,940	18,227	15,623	13,788	12,334
%总资产	57.5%	51.5%	52.7%	49.0%	45.9%	43.1%
长期投资	54	135	702	702	702	702
固定资产	6,999	7,379	7,277	7,279	7,280	7,280
%总资产	18.7%	22.4%	21.0%	22.8%	24.2%	25.4%
无形资产	583	612	416	416	416	416
非流动资产	15,903	15,948	16,373	16,274	16,275	16,275
%总资产	42.5%	48.5%	47.3%	51.0%	54.1%	56.9%
资产总计	37,427	32,888	34,600	31,897	30,064	28,609
短期借款	321	194	1,240	1,240	1,240	1,240
应付款项	849	842	472	546	641	728
其他流动负债	2,153	2,251	3,042	3,374	3,834	4,301
流动负债	3,323	3,287	4,754	5,161	5,715	6,269
长期贷款	2,907	4,279	4,681	4,681	4,681	4,681
其他长期负债	2,183	2,167	1,522	1,558	1,558	1,558
负债	8,413	9,733	10,958	11,400	11,955	12,508
普通股股东权益	28,970	23,159	23,461	20,316	17,928	15,921
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	25,055	19,032	19,157	16,012	13,625	11,617
少数股东权益	44	-4	181	181	181	181
负债股东权益合计	37,427	32,888	34,600	31,897	30,064	28,609

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.19	-0.20	-0.13	-0.08	-0.06	-0.05
每股净资产	0.87	0.69	0.63	0.53	0.46	0.41
每股经营现金净流	-0.09	-0.10	-0.11	-0.08	-0.08	-0.06
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%	-15.79%	-13.67%	-13.00%
总资产收益率	-16.15%	-19.58%	-12.37%	-10.05%	-8.15%	-7.23%
投入资本收益率	-19.51%	-24.21%	-15.48%	-12.26%	-10.33%	-9.54%
增长率						
主营业务收入增长率	-18.97%	-10.52%	10.68%	33.73%	27.10%	23.80%
EBIT 增长率	62.20%	-2.47%	31.80%	29.25%	23.38%	15.32%
净利润增长率	64.73%	-6.54%	33.57%	25.04%	23.61%	15.52%
总资产增长率	1.31%	-12.13%	5.20%	-7.81%	-5.75%	-4.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	493.0	474.5	293.3	161.1	126.5	114.5
存货周转天数	158.3	106.1	80.2	61.9	57.5	54.2
应付账款周转天数	187.5	159.7	109.8	60.6	55.6	51.7
固定资产周转天数	468.3	759.4	699.4	519.4	408.7	330.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.97%	-14.28%	-9.07%	3.64%	19.27%	36.28%
EBIT 利息保障倍数	-117.9	-45.7	-25.4	—	—	—
资产负债率	22.48%	29.59%	31.67%	35.74%	39.76%	43.72%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	11
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.50	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-29	买入		N/A
2	2024-03-27	买入		N/A
3	2024-08-28	买入		N/A
4	2025-03-27	买入		N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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。

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：北京市东城区建国门内大街 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