

公司研究

25H1 亏损大幅收窄，大模型+算力+AI 应用构筑生态壁垒

——商汤（0020.HK）2025 年中期业绩点评

要点

业绩亮点：生成式 AI 驱动营收加速增长。25H1 商汤实现营收 23.6 亿元，同比增长 35.6%（24H1 同比增长 21.4%）；由于生成式 AI 收入占比提升，公司整体毛利率 38.5%，相比 24H1 的 44.1%有所下降。

运营效率优化，亏损大幅收窄，经营现金流改善。25H1 公司经调整净亏损 11.6 亿元，亏损同比缩窄 50%；经调整 EBITDA -5.2 亿元，亏损同比缩窄 72.5%；销售费用率、行政费用率、研发费用率分别为 11.6%、25.3%、89.8%，同比下降 7.4pcts、16.9pcts、18.9pcts；经营现金净流出 6.4 亿元，同比收窄 81.9%。

公司调整财报披露口径：1) 生成式 AI：披露口径不变，25H1 收入 18.2 亿元，同比增长 60.4%，占公司总营收的比例从 24H1 的 60.4%提升至 25H1 的 77.0%；**2) 视觉 AI：**加入原智能汽车业务中的智能座舱相关业务，25H1 营收 4.36 亿元，同比增长 29.4%；**3) X 创新业务：**包含绝影汽车、智慧医疗、家用机器人、智慧零售等，25H1 营收 1.07 亿元，同比增长 10.2%。

业务亮点：大模型+算力+AI 应用协同发展，1+X 架构推动资源聚焦。

大模型：日日新多模态模型推理性能国内领先，对标 OpenAI o1，数据分析能力大幅领先 GPT-4o。日日新 V6.5 性能对标海外顶尖模型 Gemini 2.5 Pro 和 Claude 4 Sonnet，智能体客户场景综合测试达到 Claude 4 Opus 水平。

算力：截至 25M8 总算力规模增长至 2.5 万 PetaFLOPS，算力/功耗同比提升 20%，国产芯片异构混调实现 5000 卡规模稳定运行，集群利用率约 80%。软件平台 SenseCore 2.0 线上推理性能提升 15%。

AI 应用：1) 生产力工具：全场景办公产品“小浣熊”用户数突破 300 万，每日处理 tokens 数约 100 亿，提供金融版、教育版、政务版三大细分行业版本。**2) 交互工具：**日日新 V6.5 结合智能硬件机器人、AI 教育、AI 文旅等场景，咔皮相机、咔皮记账用户破千万，DAU 年内增长 400%。**3) 视觉 AI：**服务国内外客户 660 余家，长期复购比例 57%；方舟产品服务城市管理、楼宇景区管理、智能手机、智能座舱、智能门禁等场景。

X 创新业务：智能驾驶绝影基于 J6M 芯片的智驾解决方案已成功量产，智慧医疗善萃、家用机器人元萝卜、智慧零售善惠商业化落地持续推进。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司调整部门披露口径，突出生成式 AI 与视觉 AI 的成长性，调整 25-27 年收入预测至 48.6/62.1/78.5 亿元，相比上次预测 -0.3%/-0.4%/+0.1%；考虑到公司持续优化运营效率，费用率下降超预期，调整 25-27 年 Non-GAAP 净利润预测至 -21.4/-2.3/1.7 亿元，上次预测 -27.3/-6.6/1.4 亿元。大模型+算力+AI 应用协同发展构筑生态壁垒，各行业解决方案有望形成数据与产品的飞轮效应，维持“买入”评级。

风险分析：产品研发不及预期、商业化进展不及预期、行业竞争加剧风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,405.8	3,772.1	4,862.6	6,213.3	7,854.0
营业收入增长率	-10.6%	10.8%	28.9%	27.8%	26.4%
Non-GAAP 净利润（百万元）	-6,363.7	-3,419.5	-2,136.8	-226.5	169.7
Non-GAAP EPS（元）	-0.184	-0.099	-0.062	-0.007	0.005
P/S	22.2	20.1	15.6	12.2	9.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2025-8-29，1 港币=0.9149 人民币

买入（维持）

当前价：2.14 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：王贇

执业证书编号：S0930522120001

021-52523862

yunwang@ebscn.com

联系人：宾特丽亚

021-52523681

binteliya@ebscn.com

市场数据

总股本（百万股）：38674.04

总市值（亿港元）：827.62

一年最低/最高（港元）：1.00/2.35

近 3 月换手率：6.65%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	28.7	40.1	17.1
绝对	31.4	49.3	80.2

资料来源：Wind

相关研报

商汤 24 年亏损收窄，多模态技术有望维持领先，垂类行业 AI 应用持续落地——商汤-W（0020.HK）2024 年报点评

大装置+大模型”深度协同，生成式 AI 收入高速增长——商汤-W（0020.HK）2024 年中报点评（2024-8-28）

“日日新 SenseNova”大模型能力超预期，有望承接 B 端需求赋能百业——商汤-W（0020.HK）2023 年中报点评（2023-04-11）

财务报表与盈利预测 (单位: 百万人民币)

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,406	3,772	4,863	6,213	7,854
营业成本	1,905	2,152	2,820	3,604	4,555
折旧和摊销	1,250	1,071	1,624	1,940	2,255
销售费用	819	655	584	373	353
管理费用	4,977	5,595	3,550	2,485	2,631
财务费用	-195	-269	231	276	303
资产减值损失	1,835	781	317	200	439
营业利润	-5,987	-5,182	-2,641	-727	-430
利润总额	-6,504	-4,300	-2,141	-227	170
所得税	-9	7	-4	0	0
净利润	-6,495	-4,307	-2,137	-226	170
少数股东损益	-55	-28	-17	-2	1
归属母公司净利润	-6,440	-4,278	-2,120	-225	168
EPS (元)	-0.187	-0.124	-0.061	-0.007	0.005
Non-GAAP 净利润	-6,364	-3,420	-2,137	-226	170

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测;

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	32,888	34,600	41,465	51,144	61,991
流动资产	16,940	18,227	24,445	33,655	44,524
货币资金	10,733	12,000	17,019	22,989	31,416
交易型金融资产	522	701	0	0	0
应收帐款	3,721	2,392	4,863	6,151	8,011
应收票据	13	21	29	32	44
其他应收款	167	422	311	497	628
存货	506	452	642	1,967	1,807
非流动资产	15,948	16,373	17,020	17,489	17,467
可供出售投资	6,527	6,363	6,363	6,363	6,363
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	135	702	701	700	699
固定资产	7,379	7,277	7,754	7,915	7,762
无形资产	326	239	238	237	236
总负债	8,421	10,958	20,869	30,775	41,452
无息负债	5,320	5,036	11,993	20,331	30,415
有息负债	3,102	5,922	8,876	10,444	11,038
股东权益	29,014	23,642	20,596	20,369	20,539
股本	0	0	0	0	0
公积金	71,249	76,070	76,070	76,070	76,070
未分配利润	-46,194	-56,913	-59,032	-59,257	-59,089
少数股东权益	44	181	164	162	163
归属母公司权益	28,970	23,461	20,432	20,207	20,376

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-3,234	-3,927	-847	26	2,034
净利润	-6,440	-4,278	-2,120	-225	168
折旧摊销	1,250	1,071	1,624	1,940	2,255
净营运资金增加	-2,552	746	4,209	7,625	8,990
其他	4,508	-1,465	-4,561	-9,314	-9,379
投资活动产生现金流	3,458	-2,796	-1,400	-2,101	-2,101
净资本支出	-2,150	-770	-2,100	-2,100	-2,100
长期投资变化	-81	-567	1	1	1
其他资产变化	5,690	-1,460	699	-2	-2
融资活动现金流	1,084	6,260	7,267	8,045	8,494
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,441	2,820	2,955	1,567	594
无息负债变化	473	-284	6,957	8,339	10,084
净现金流	1,308	-463	5,019	5,970	8,427

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP