

2025 中报点评：“一基两翼”加速渗透，日日新大模型 V6.5 发布

核心观点

2025H1 商汤实现营收 23.58 亿元，同比增长 35.6%，实现毛利润 9.08 亿元，对应毛利率 38.50%，实现 Non-IFRS 净亏损 11.62 亿元，对应亏损率 49.3%，同比大幅收窄 84.43pct。上半年公司生成式 AI 收入达 18.16 亿元，同比增长 72.70%，占集团总收入的比例提升至 76.99%，成为集团主导性业务；X 创新业务营收达 1.07 亿元，占集团总收入的 4.52%，视觉 AI 业务收入 4.36 亿元，占总收入比重下降至 18.49%。公司的大模型应用保持“一基两翼”加速渗透，围绕生产力工具和交互工具两大场景提升渗透率和客户粘性。公司聚焦生成式 AI，推动 X 创新业务的综合发展。

事件

2025 上半年商汤实现营收 23.58 亿元，同比增长 35.6%，实现毛利润 9.08 亿元，对应毛利率 38.50%，实现 Non-IFRS 净亏损 11.62 亿元，对应亏损率 49.3%，同比大幅收窄 84.43pct。

简评

“一基两翼”加速渗透，日日新大模型 V6.5 发布。2025 上半年商汤实现营收 23.58 亿元，同比增长 35.6%。其中，生成式 AI 收入达 18.16 亿元，同比增长 72.70%，在集团业务中逐渐占据核心地位。上半年，公司从单点应用走向复杂任务的协同执行，以“算力基础设施—大模型研发—大模型应用”的三位一体闭环，把技术能力转化为持续增长的商业飞轮。7 月 27 日，公司发布日日新大模型 V6.5，性能比肩 Gemini 2.5 Pro、Claude 4-Sonnet。截至 2025 年 8 月，公司保持总算力规模稳步增长至约 2.5 万 PetaFLOPS，当前资源组合中算力效能比相比去年提升 20%。公司的大模型应用保持“一基两翼”加速渗透，围绕生产力工具和交互工具两大场景提升渗透率和客户粘性。2025 上半年公司 X 创新业务营收达 1.07 亿元，同比下降 39.55%，占集团总收入的 4.52%。智驾方面，基于 J6M 芯片的智驾解决方案已成功量产，首批落地广汽传祺车型，并预计年内量产首批基于 Thor 平台的端到端车型；智慧医疗方面，公司上半年与上海新华医院联合发布“AI 儿童全科医生”；家用机器人方面，元萝卜联动迪士尼经典动画电影《疯狂动物城》发布新品。

商汤-W (0020. HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 08 月 29 日

当前股价：2.14 港元

目标价格 6 个月：2.66 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
19.43/20.96	50.36/43.44	77.12/37.26
12 月最高/最低价 (港元)		2.33/1.03
总股本 (万股)		3,867,403.80
流通 H 股 (万股)		3,867,403.80
总市值 (亿港元)		703.14
流通市值 (亿港元)		773.45
近 3 月日均成交量 (万)		60216.11
主要股东		
Amind Inc.		18.66%

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】商汤-W(0020)2024 年报点评：“大装置-大模型-应用”深度协同，驱动生成式 AI 业务高速增长

25.03.28

亏损率继续收窄，研发费用增加。2025 上半年公司实现毛利润 9.08 亿元，对应毛利率 38.50%。期间费用方面，2025 上半年公司三费总额同比基本持平，费用率同比大幅下降，公司研发费用率/管理费用率/销售费用率分别为 90%/25%/12%，同比下降 18.93pct/16.93pct/7.37pct。受益于期间费用率显著优化，公司亏损率显著收窄，上半年公司实现经营亏损 14.53 亿元，OPM 达到-61.62%，亏损率收窄 94.81pct；实现 Non-IFRS 净亏损 11.62 亿元，对应亏损率 49.28%，同比大幅收窄 84.43pct，盈利能力持续改善。

盈利预测与估值：我们预计商汤 2025-2026 年营业收入分别为 48.28 亿元和 60.35 亿元，同比增速为 28%和 25%，其中生成式 AI 收入分别为 31.97 亿元和 41.57 亿元，视觉 AI 收入分别为 11.27 亿元和 11.61 亿元，X 创新业务收入分别为 5.04 亿元和 7.18 亿元。维持“买入”评级，给予目标价 2.66 港元，对应 2026 年 15 倍 PS。

风险提示：（1）竞争风险：人工智能领域充满了激烈的竞争。商汤科技面临来自全球范围内其他技术公司的竞争，这可能会对其市场份额和盈利能力产生不利影响。（2）技术落地不及预期，AI 技术具有高度不确定性，核心算法迭代、算力基础设施适配性、行业场景复杂性等因素可能导致技术商业化进程滞后。（3）地缘政治风险：中国与其他国家之间的地缘政治紧张关系可能会对商汤科技的业务产生影响。这包括芯片出口管制和国际市场准入限制等问题（4）财务风险：商汤科技存在现金流和持续难盈利风险。（5）无形资产摊销风险，应收账款回款低预期。

表 1:商汤盈利预测 (单位: 人民币百万元)

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	利润表	2023	2024	2025E	2026E
总流动资产	16,940	18,227	17,303	17,281	营业收入	3,406	3,772	4,828	6,035
总非流动资产	15,948	16,373	16,024	16,177	营业成本	-1,905	-2,152	-2,994	-3,742
总资产	32,888	34,600	33,328	33,457	毛利	1,501	1,620	1,835	2,293
总流动负债	3,287	4,754	3,866	3,966	销售费用	-819	-655	-579	-724
总非流动负债	6,445	6,204	6,760	6,845	管理费用	-1,511	-1,464	-1,207	-1,207
总负债	9,733	10,958	10,626	10,811	研发费用	-3,466	-4,132	-3,863	-1,207
普通股股本	0	0	0	0	金融资产减值	-1,835	-781	0	0
储备	19,032	19,157	18,240	18,187	其他收入-其他	292	343	266	302
其他综合性收益	4,127	4,303	4,303	4,303	其他经营净收益	-808	539	641	0
归属母公司股东权益	23,159	23,461	22,543	22,491	营业利润	-6,647	-4,529	-3,051	-543
少数股东权益	-4	181	158	156	利息收入	342	449	257	257
股东权益合计	23,155	23,642	22,701	22,646	利息支出	-147	-180	-180	-72
总权益及负债	32,888	34,600	33,328	33,457	分占按权益法入账的投资	-21	-4	-13	0
					亏损				
					优先股交易负债公允价值	-32	-35	-19	0
					变动				
					EBT	-6,504	-4,300	-3,006	-358
					所得税	9	-7	-40	2
现金流量表					净利润(含少数股东权益)	-6,495	-4,307	-3,046	-356
经营活动所得现金净额	-3,234	-3,927	-1,920	-344	少数股东损益	-55	-28	-23	-2
投资活动所得现金净额	3,458	-2,796	316	-1,208	净利润(不含少数股东权益)	-6,440	-4,278	-3,023	-354
融资活动所得现金净额	1,084	6,260	-711	33	non IFRS 净利润	-5,414	-4,253	-2,558	6
汇率变动	153	-72	0	0	关键比率				
现金及现金等价物增加/减少净额	1,308	-463	-2,315	-1,519	营业收入 YOY	-10.57%	10.75%	28.00%	25.00%
年初的现金及现金等价物	7,963	9,424	8,888	6,573	OPM	-195%	-120%	-63%	-9%
年末的现金及现金等价物	9,424	8,888	6,573	5,054	Non-IFRS 净利率	-158.97%	-112.74%	-52.98%	0.10%

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

于伯韬

海外研究分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020 年加入中信建投海外研究团队，2018-2020 年就职于长江证券研究所海外团队，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk