商汤-W

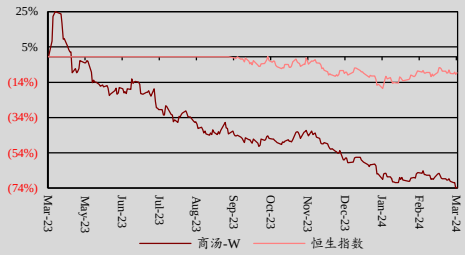
生成式 AI 收入高速增长，日日新 5.0 即将上线

根据公司 2023 年业绩公告，商汤 2023 年营业收入 34.1 亿元，同比-10.57%；GAAP 归母净亏损-64.4 亿元，同比扩大 6.54%；经调整亏损净额-54.1 亿元，同比扩大 14.31%。我们预期公司将继续聚焦生成式 AI 核心业务，保持算力、算法、大模型领域优势，持续推动业务增长，有效管理开支，推动核心业务盈利。维持买入评级。

买入

原评级：买入
市场价格:港币 0.71
板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(38.8)	(21.1)	(38.3)	(73.5)
相对恒生指数	(37.3)	(21.1)	(35.3)	(48.5)

发行股数 (百万)	33,468.93
流通股 (百万)	25,948.81
总市值 (港币 百万)	23,762.94
3 个月日均交易额 (港币 百万)	205.75
主要股东	
Amind Inc.	20.63

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2024 年 3 月 28 日收市价为标准

相关研究报告
《商汤-W》20240130

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机：软件开发

支撑评级的要点

- **生成式 AI 收入高速增长，日日新 5.0 即将上线。**在 2023 年的业务重组中，商汤业务板块改组为生成式 AI、传统 AI 和智能汽车三大板块，后续生成式 AI 业务将成为公司重点发展方向，该业务主要商业模式有公有云模式、私有化部署模式以及定制化开发模式。2023 生成式 AI 业务收入 11.8 亿元，同比+199.9%。主要来源于市场对生成式 AI 模型在训练、微调以及推理方面的需求爆发式增长。2023 年，商汤大装置总算力规模达 12000 petaFLOPS，运营 GPU 数量达 45000 卡，我们预计 2024 年商汤整体算力规模翻番。在商汤人工智能“大装置+大模型”体系支持下，日日新 5.0 版本将于四月上线，将全面对标 GPT-4 Turbo，并支持百万字无损上下文，多模态能力也将全面对标 GPT-4V，相关应用场景将逐步商业化。
- **战略转向生成式 AI，主动收缩智慧城市业务。**经过业务重组，商汤将智慧城市、智慧商业与智慧生活中的非生成式 AI 业务合并为传统 AI 业务板块。2023 年传统 AI 业务收入 18.4 亿元，同比+25.6%。由于公司战略转向生成式 AI，因此主动收缩智慧城市业务，该业务收入占比从 30%下降至少于 10%。
- **核心业务持续增长，先进驾驶辅助系统相关收入大幅上升。**2023 年智慧汽车业务收入 3.8 亿元，同比+31.1%。智能驾驶和智能座舱两大核心领域均实现了持续增长。商汤 ADAS 相关收入大幅上升，但为某 OEM 制造商提供研发服务收入下滑，后续预期合作重点将转至前装产品。
- **客户需求引起毛利率下滑，各项费率基本稳定。**2023 年商汤整体毛利率 44.07%，同比-22.69 ppts，主要由于客户需求，硬件及 AIDC 相关成本占比上升；2023 年公司销售/行政/研发费用率分别为 24.04% /44.36% / 101.76%，同比+0.39 /+3.20 /-3.64 ppts，基本保持稳定。

估值

- 我们预期公司将继续聚焦生成式 AI 核心业务，保持算力、算法、大模型领域优势，推动业务增长，并有效管理开支，推动核心业务盈利。2023 年商汤业务板块改组并后续将以生成式 AI 为重点发展方向，考虑到该部分业务为新兴产业，需较长时间的发展探索，我们下调商汤 2024/25/26 营业收入分别为 44.87 /56.36 /73.33 亿元，对应 PS 为 4.80/3.82/2.94 倍，维持**“买入”**评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济增长放缓；模型性能低于预期；政策监管趋严；用户粘性下降。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币 百万)	3809	3406	4487	5636	7333
变动 (%)	(18.97)	(10.57)	31.73	25.61	30.12
P/S(倍)	5.66	6.33	4.80	3.82	2.94
归母净利润 (人民币 百万)	(6045)	(6440)	(4058)	(3461)	(2188)
变动 (%)	64.73	(6.54)	36.99	14.70	36.78
每股收益 (人民币)	(0.18)	(0.19)	(0.12)	(0.10)	(0.07)
前次每股收益 (人民币)	/	/	(0.08)	(0.05)	/
调整幅度（%）	/	/	(44.36)	(100.59)	/

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 公司财务数据对比

（人民币 百万）	2022A	2023A	同比变化（%）
营业收入	**3,809**	**3,406**	**(10.57)**
生成式 AI	395	1,184	199.90
传统 AI	3,121	1,838	(41.10)
智慧汽车	293	384	31.09
毛利润	**2,542**	**1,501**	**(40.97)**
毛利率(%)	66.8	44.1	(22.69)
销售费用率(%)	23.7	24.0	0.39
管理费用率(%)	41.2	44.4	3.20
研发费用率(%)	105.4	101.8	(3.64)
归母净利润	**(6,045)**	**(6,440)**	**(6.54)**

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3809	3406	4487	5636	7333
其他收入	447	292	500	500	500
营业成本	1266	1905	2452	3169	4083
销售费用	901	819	842	911	947
管理费用	1568	1511	1560	1631	1698
研发费用	4014	3466	3027	3074	2824
财务费用	(205)	(195)	(177)	(55)	48
除税前溢利	(6333)	(6504)	(4225)	(3604)	(2279)
所得税	(240)	(9)	(127)	(108)	(68)
净利润	(6093)	(6495)	(4099)	(3496)	(2211)
少数股东损益	(48)	(55)	(41)	(35)	(22)
归属母公司净利润	(6045)	(6440)	(4058)	(3461)	(2188)
EBIT	(3493)	(4003)	(2893)	(2650)	(1719)
EBITDA	(2526)	(3503)	(2441)	(2202)	(1287)
EPS	(0.18)	(0.19)	(0.12)	(0.10)	(0.07)

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	**21,524**	**16,940**	**15,417**	**14,285**	**14,476**
现金	7,963	9,423	6,641	4,144	2,245
应收账款及票据	5,218	3,721	4,437	5,140	6,506
存货	617	506	851	796	1,197
其他	7,726	3,290	3,488	4,205	4,528
非流动资产	**15,903**	**15,948**	**15,105**	**14,338**	**13,586**
固定资产	6,999	7,379	7,497	7,220	6,956
无形资产	648	675	674	654	636
其他	8,256	7,894	6,934	6,464	5,994
资产总计	**37,427**	**32,888**	**30,522**	**28,622**	**28,062**
流动负债	**3,323**	**3,287**	**4,020**	**5,117**	**6,267**
短期借款	321	194	234	264	294
应付账款及票据	2,473	2,262	2,642	3,697	4,469
其他	529	831	1,144	1,155	1,503
非流动负债	**5,090**	**6,445**	**7,445**	**7,945**	**8,445**
长期债务	2,907	4,279	5,279	5,779	6,279
其他	2,183	2,167	2,167	2,167	2,167
负债合计	**8,413**	**9,733**	**11,466**	**13,062**	**14,712**
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	25,055	19,032	14,975	11,513	9,325
归属母公司股东权益	**28,970**	**23,159**	**19,102**	**15,640**	**13,452**
少数股东权益	44	(4)	(45)	(80)	(102)
股东权益合计	**29,014**	**23,155**	**19,057**	**15,560**	**13,350**
负债和股东权益	**37,427**	**32,888**	**30,522**	**28,622**	**28,062**

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(3,084)	(3,234)	(1,851)	(1,460)	(1,344)
净利润	(6,093)	(6,495)	(4,099)	(3,496)	(2,211)
少数股东权益	(48)	(55)	(41)	(35)	(22)
折旧摊销	968	500	452	447	431
营运资金变动及其他	2,089	2,815	1,836	1,624	457
投资活动现金流	(9,298)	3,458	(1,819)	(1,390)	(892)
资本支出	(5,167)	(5,167)	(570)	(150)	(150)
其他投资	(4,131)	8,626	(1,249)	(1,240)	(742)
筹资活动现金流	3,329	1,084	887	353	337
借款增加	2,889	1,245	1,040	530	530
普通股增加	710	31	0	0	0
已付股利	0	0	0	0	0
其他	(270)	(192)	(153)	(177)	(193)
现金净增加额	(8,567)	1,461	(2,783)	(2,497)	(1,899)

资料来源：公司公告，中银证券预测

注：2023 年折旧摊销与营运资金变动及其他两项未公布具体数值，暂以预测值代替

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增速(%)	(18.97)	(10.57)	31.73	25.61	30.12
归母净利增速(%)	64.73	(6.54)	36.99	14.70	36.78
获利能力					
毛利率(%)	66.75	44.07	45.35	43.76	44.32
归母净利率(%)	(158.72)	(189.09	(90.44)	(61.42)	(29.84)
ROE(%)	(20.87)	(27.81)	(21.24)	(22.13)	(16.27)
ROIC(%)	(10.42)	(14.47)	(11.42)	(11.90)	(8.37)
偿债能力					
资产负债率	0.22	0.30	0.38	0.46	0.52
净负债比率	(0.16)	(0.21)	(0.06)	0.12	0.32
流动比率	6.48	5.15	3.83	2.79	2.31
速动比率	6.28	4.93	3.61	2.63	2.11
营运能力					
总资产周转率	0.10	0.10	0.14	0.19	0.26
应收账款周转率	0.73	0.76	1.10	1.18	1.26
应付账款周转率	0.53	0.80	1.00	1.00	1.00
每股指标（元）					
每股收益	(0.18)	(0.19)	(0.12)	(0.10)	(0.07)
每股经营现金流	(0.09)	(0.10)	(0.06)	(0.04)	(0.04)
每股净资产	0.87	0.69	0.57	0.47	0.40
估值比率					
P/E	(3.56)	(3.34)	(5.31)	(6.22)	(9.84)
P/B	0.74	0.93	1.13	1.38	1.60
P/S	5.66	6.33	4.80	3.82	2.94
EV/EBITDA	(6.65)	(4.74)	(8.36)	(10.64)	(20.10)

资料来源：公司公告，中银证券预测