

商汤科技 (20 HK)

投资者交流日纪要 - 持续发展人工智能即服务模式

商汤科技于 12 月 2 日举办了年度投资者交流日。会上管理层重点介绍了智能汽车、智慧生活以及 AIDC 业务的商业化进展，同时对于美国禁止高端 GPU 出口新规，管理层表示短期内对产业影响可控，因限制的算力精度标称值高于现有的商用化 AI 应用。我们继续看好公司发展人工智能即服务的商业模式，有机会增加公司的经常性收入。另外，公司创始团队于 11 月 30 日做出自愿禁售承诺，预计对股价有一定利好作用。

- **AI 商业化持续落地，四条业务线有序推进。** 1) **智能汽车**：智能车舱商业化持续推进，2022 年交付车型数累计达到 20 种以上，交付量同比提升 170%，智能驾驶与重点客户合作车型不断拓展，2023 年将有至少 3 款智能驾驶合作新车量产，带来更广阔的数据回流。2) **智慧生活**：AIISP 于 11 月份成功流片，预计 23 年量产面市，带来增量收入。元宇宙商业化继续推进，SenseMARS 平台初步实现了 SDK 模式转向 SaaS 化，截至目前已有 3 家头部客户的 SaaS 服务上线，预期 40% SenseMARS 收入将转化为可持续的平台服务收入。3) **智慧城市**：2022 年前三季度新增地方专项债 3.54 万亿元人民币，重点支持新型基础设施，公司针对智慧城市、智慧交通、智慧园区等专项债重点领域积极进行布局。4) **智慧商业**：聚焦新兴战略行业及龙头企业，在电网巡检、锂电质检等项目实现落地，过去 11 个月在龙头锂电企业实现的订单额超 6,000 万元人民币。
- **AIDC 需求端向好，带来云服务收入提升。** 截至 11 月底，商汤 AIDC 客户数和月均收入相比 3 个月前分别增长了 182% 和 233%。公司预计到今年年底 AIDC 客户数量达 30 家，算力使用率达 90% 以上。展望中长期，公司预计 AIDC 产生的云服务收入占比持续提升，到 2025 年占总收入比重达 15%。
- **积极加大技术储备，应对中美科技战升温。** 针对投资者关心的美国限制高端 GPU 出口中国事件，管理层在会上做出了如下答复：该禁令针对的是中国超算，限制的算力精度标称值高于现有的商用化 AI 应用，短期内对产业影响可控。同时管理层也明确，美国对中国 AI 产业的限制具有长期趋势性，商汤为此已有多方面储备，包括成立国产训练芯片生态联盟，以及加强 AIDC 对国产芯片的适配。目前临港 AIDC 已有 200 PFlops 规模的算力集群在多种异构芯片的混合支持下提供服务，约占临港 AIDC 总上架算力的 10%。
- **看好平台化业务模式带来经常性服务收入。** 我们看好商汤发展收入确定性更高的人工智能即服务 (AlaaS) 模式。同时，我们认为管理层自愿延长所持股份禁售期对投资者信心有一定提振作用。维持买入评级，目标价评估中。主要风险包括美国限制的收紧，以及政府或企业的 AI 相关开支恢复速度不及预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入 (百万元人民币)	3,446	4,700	4,907	6,026	7,750
同比增长 (%)	14%	36%	4%	23%	29%
营业利润 (百万元人民币)	(2,148)	(3,316)	(4,179)	(4,066)	(3,706)
同比增长 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净利润 (百万元人民币)	(12,158)	(17,140)	(4,563)	(4,656)	(4,330)
同比增长 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
经调整净利润 (百万元人民币)	(878)	(1,381)	(3,957)	(4,106)	(3,730)
同比增长 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV / Sales (倍)	11.3	7.3	10.0	8.6	7.0
自由现金流利润率 (%)	-74%	-80%	-303%	-42%	-27%
权益收益率 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	-9%

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博 (搜索代码: RESP CMBR <GO>) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多研究报告

买入 (维持)

目标价	HK\$2.10
(此前目标价)	HK\$2.10)
潜在升幅	5%
当前股价	HK\$2.01

中国软件及 IT 服务行业

颜宇翔

(852) 3916 3719
marleyngan@cmbi.com.hk

李博文

(852) 3761 8957
libowen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	67,336
3 月平均流通量 (百万港元)	390.20
52 周内股价高/低 (港元)	9.70/ 1.11
总股本 (百万)	25,973

资料来源：彭博

股东结构

Softbank	18.4%
ESOP	14.9%
Alibaba	8.7%

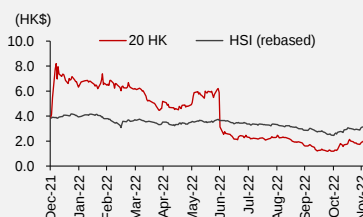
资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	51.6%	25.0%
3-月	-18.8%	-15.1%
6-月	-65.2%	-60.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

相关研报：

- China AI – Public security demand remained weak in 3Q22, limited near term impact from new US export rules - 20 Oct 2022
- China AI – U.S. may broaden AI chips export restrictions - 14 Sep 2022

财务分析

利润表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	3,446	4,700	4,907	6,026	7,750
销售成本	(1,014)	(1,423)	(1,732)	(2,216)	(2,853)
毛利	2,432	3,278	3,175	3,810	4,897
销售及营销开支	(537)	(682)	(952)	(1,034)	(1,126)
行政开支	(1,590)	(2,298)	(1,971)	(2,011)	(2,213)
研发开支	(2,454)	(3,614)	(4,431)	(4,830)	(5,265)
经营(亏损)/收入	(2,148)	(3,316)	(4,179)	(4,066)	(3,706)
财务收入	175	188	187	121	93
财务支出	(113)	(34)	(23)	(271)	(259)
其他(亏损)/收入	(10,234)	(13,979)	(983)	(749)	(696)
税前(亏损)/利润	(12,319)	(17,142)	(4,998)	(4,964)	(4,568)
所得税(开支)/抵免	161	(36)	425	298	228
税后(亏损)/利润	(12,158)	(17,177)	(4,573)	(4,666)	(4,340)
少数股东权益	(0)	(37)	(10)	(10)	(9)
净利润	(12,158)	(17,140)	(4,563)	(4,656)	(4,330)
经调整净利润	(878)	(1,381)	(3,957)	(4,106)	(3,730)

现金流量表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
净利润	(12,319)	(17,142)	(4,998)	(4,964)	(4,568)
折旧和摊销	570	658	850	1,278	1,393
营运资金变动	(1,290)	(2,026)	(3,456)	1,788	2,000
其他	11,810	16,024	261	447	394
经营活动所得现金净额	(1,229)	(2,485)	(7,342)	(1,451)	(781)
资本开支	(1,306)	(1,266)	(7,511)	(1,053)	(1,316)
其他	(5,765)	(283)	187	121	93
投资活动所得现金净额	(7,070)	(1,548)	(7,324)	(932)	(1,223)
股份发行	-	4,643	-	-	-
净借贷	13,327	4,769	7,822	(209)	1,403
股息	-	-	-	-	-
其他	(141)	(34)	(23)	(271)	(259)
融资活动所得现金净额	13,186	9,378	7,798	(479)	1,145
现金增加净额	4,886	5,345	(6,868)	(2,862)	(859)
年初现金及现金等价物	6,673	11,428	16,530	9,661	6,800
年末现金及现金等价物	11,428	16,530	9,661	6,800	5,941

资产负债表

年结: 12 月 31 日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流动资产	6,753	8,860	15,521	15,296	15,218
物业、厂房及设备	1,906	2,909	9,501	9,223	9,100
无形资产	108	225	294	347	392
使用权资产	336	432	432	432	432
其他	4,402	5,294	5,294	5,294	5,294
流动资产	31,726	28,084	25,854	21,777	20,736
现金及现金等价物	11,428	16,530	9,661	6,800	5,941
应收贸易款项	4,584	5,776	10,172	8,751	8,298
存货	716	496	737	944	1,215
金融资产	-	273	273	273	273
合约资产	22	19	19	19	19
其他	14,977	4,991	4,991	4,991	4,991
流动负债	9,822	2,795	4,674	5,301	7,259
应付贸易账款	1,724	2,290	3,463	3,986	5,727
合约负债	244	172	180	221	284
租赁负债	110	155	155	155	155
其他	7,744	177	876	939	1,093
非流动负债	49,589	2,162	8,214	7,952	9,214
租赁负债	184	229	229	229	229
递延所得税负债	8	43	43	43	43
合约负债	9	38	39	48	62
其他	49,388	1,852	7,903	7,631	8,880
股本	0	0	0	0	0
其他储备	(433)	70,078	71,150	71,150	71,150
未分配利润	(21,713)	(40,149)	(44,713)	(49,369)	(53,699)
其他	1,214	2,059	2,049	2,039	2,029
总权益	(20,933)	31,987	28,486	23,820	19,481

主要比率

年结: 12 月 31 日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合 (%)					
智慧商业	43%	42%	43%	40%	37%
智慧城市	40%	46%	39%	38%	35%
智智慧生活	13%	9%	14%	16%	19%
机智能汽车	5%	4%	5%	6%	8%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
增长率 (%)					
收入	14%	36%	4%	23%	29%
毛利	41%	35%	-3%	20%	29%
经营利润	52%	54%	26%	-3%	-9%
净利润	145%	41%	-73%	2%	-7%
经调整净利润	-24%	57%	186%	4%	-9%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	71%	70%	65%	63%	63%
经营利润率	-62%	-71%	-85%	-67%	-48%
净利润率	-353%	-365%	-93%	-77%	-56%
经调整净利润率	-25%	-29%	-81%	-68%	-48%
资产负债比率					
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	-9%
流动比率 (x)	3.2	10.0	5.5	4.1	2.9
回报率 (%)					
权益回报率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
资本回报率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
每股数据					
每股盈利(人民币)	(1.33)	(1.74)	(0.14)	(0.14)	(0.13)
每股股息(人民币)	(2.29)	0.95	0.85	0.71	0.58

资料来源: 公司, 招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去 12 个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。