商汤 - H

基础设施是核心，部署与多模态将提供上行空间；首次覆盖，给予“增持”评级

首次覆盖

增持

0020.HK, 20 HK

股价（2026 年 9 月 23 日）： 1.25 港元

目标价（2027 年 12 月）： 2.00 港元

我们首次覆盖商汤，给予“增持”评级，目标价为 2.0 港元，基于 15 倍的 2028 年预期企业价值倍数（EV/EBITDA）。商汤已经从一家计算机视觉公司转型为集基础设施、模型和应用于一体的 AI 平台。**我们认为，商汤目前最大的稀缺性在于其将大规模异构计算转化为可靠的生产智能。**SenseCore 将计算能力与调度、跨芯片适配、推理优化和生产交付相结合，使商汤成为中国基础设施瓶颈转向算力利用率和智能产出过程中的受益者。**其长达十年的企业人工智能经验加强了客户关系和实施能力，随着人工智能采用从实验探索转向生产落地，这些经验将更为重要。**SenseNova 通过原生多模态能力、空间智能和物理世界工作负载提供长期期权价值，而商汤的传统计算机视觉能力提供了一个更具差异性的起点。不断改善的经常性收入、毛利增长和亏损收窄是这一转变正在转化为财务质量改善的证据。我们预计 2026-2028 年收入将实现 28%的年复合增长率，并预计 2028 年收入/利润将比市场一致预期高 3%/148%。

- **基础设施仍然是核心稀缺性和盈利池。**中国的异构加速器环境提升了调度、适配和推理服务效率的价值。商汤通过 SenseCore 和 token 工厂将大规模基础设施与优化和生产交付相结合，同时服务于 SenseNova 和外部基础模型。我们认为关键上行空间在于 token 输出量和毛利的增速能否快于生产它们所需算力和资本的增速。
- **企业部署和经常性需求扩大了商汤存量客户基础的价值。**10 多年的 B2B 人工智能部署给公司提供了客户关系、实施经验和接触生产环境的机会。随着人工智能部署越来越复杂，一些企业料会不断比较内部建造与使用综合性外部平台的完全成本。商汤可以利用其集基础设施、模型和部署于一体的能力来满足这一需求。视觉 AI 恢复增长、海外最新势头和经常性收入快速增长预示着以往的客户基础仍然具有商业意义。
- **原生多模态提供了更长期的期权价值。**对于 SenseNova 目前在通用人工智能领域的持久稀缺性，我们目前看到的证据有限。其差异化机会在于综合性多模态理解与生成、空间智能和物理世界工作负载。商汤以往在视觉、出行和真实世界部署方面的能力使这一方向具有战略相关性。我们将此视为核心基础设施主题的上行空间。

证券研究报告

互联网

证券分析师: 徐文韬 AC
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com
登记编号: S1730525060001

证券分析师: 姚橙
(86 21) 6106 6505
alex.yao@jpmorgan.com
登记编号: S1730523020001

摩根大通证券（中国）有限公司

半年预测（财年12月份结束）

调整后的每股收益 (元)

	2025A	2026E	2027E
H1	(0.03)	(0.01)A	(0.00)
H2	(0.02)	(0.00)	0.01
FY	(0.05)	(0.01)	0.00

风格敞口

	当前排名	历史排名,百分位 (1表示排名第1)			
量化因子	(百分位)	6个月	1年	3年	5年
价值	96	97	100	100	95
成长	35	37	18	25	95
动量	77	37	26	96	
质量	90	97	97	90	
低波动性	64	77	99	99	

资料来源：风格敞口数据源自摩根大通全球市场策略团队；其他所有图表中的数据均为公司数据或摩根大通估算

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

股价表现



	年内迄今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-43.4%	-17.8%	-10.4%	-53.4%
相对	-33.2%	-14.7%	-15.0%	-39.3%

公司数据

已发行股票数（百万）	37,091
52 周股价区间（港元）	2.94-1.18
总市值（百万美元）	5,887
汇率	7.84
自由流通股比例	73.5%
三个月日均成交量（百万）	492.34
三个月日均成交额（百万美元）	88.4
波动性（90 天）	56
指数	MXCNX
彭博 买入|持有|卖出	12|2|0

重要指标（财年12月份结束）

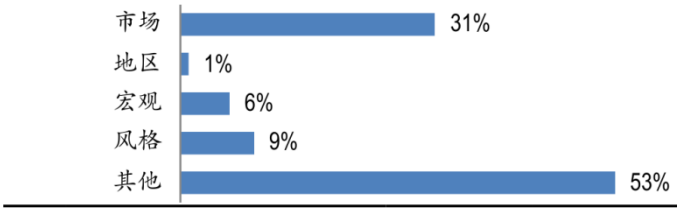
单位：百万元，每股数据单位：元	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
财务预测				
收入	5,015	6,325	8,087	10,387
调整后的息税前利润	(1,159)	1,264	784	1,945
调整后的息税折旧摊销前利润	(471)	1,966	1,764	3,851
调整后的净利润	(1,956)	(437)	179	1,113
调整后的每股收益	(0.05)	(0.01)	0.00	0.03
彭博一致预期每股收益	(0.07)	(0.01)	(0.01)	0.01
经营活动现金流	2,966	5,074	7,273	8,895
公司自由现金流	(1,042)	477	2,072	3,281
利润率和增长率				
收入增长率	32.9%	26.1%	27.9%	28.4%
息税前利润率	(23.1%)	20.0%	9.7%	18.7%
息税前利润增长率	(73.4%)	(209.0%)	(38.0%)	148.1%
息税折旧摊销前利润率	(9.4%)	31.1%	21.8%	37.1%
息税折旧摊销前利润增长率	(85.0%)	(517.2%)	(10.3%)	118.3%
净利润率	(39.0%)	(6.9%)	2.2%	10.7%
调整后的每股收益增长率	(58.9%)	(79.6%)	(140.1%)	522.2%
财务比率				
调整后的有效税率	(7.4%)	4.0%	(20.0%)	20.0%
利息覆盖倍数	8.3	NM	NM	NM
净债务/净资产	NM	NM	NM	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	5.7	NM	NM	NM
净资产收益率	(6.8%)	(1.4%)	0.5%	3.0%
估值				
公司自由现金流收益率	(2.6%)	1.1%	4.7%	7.4%
股息率	-	-	-	-
企业价值/收入	7.5	5.9	4.4	3.1
企业价值倍数	NM	19.0	20.1	8.4
调整后的市盈率	NM	NM	246.9	39.7

投资理据和估值概要

我们给予商汤“增持”评级，因为公司拥有人工智能基础设施、模型和应用方面的差异化敞口，其 SenseCore 提供最清晰的价值捕获路径。随着 AI 需求从产能建设转向利用率和智能输出，我们认为商汤优化异构算力、模型推理服务和生产工作负载的能力可能越来越有价值。除基础设施外，其模型和智能体能力提供了额外的变现机会。现在需要的关键证据是财务方面：外部利用率提高、经常性收入增加、毛利率改善、以及潜在亏损持续收窄将表明其广泛的技术堆栈正在转化为规模可扩展的经济效益。这与本报告的观点一致，即 SenseCore 将产能与生产环境 AI 工作负载相连接，但外部采用是关键测试。

我们截至 2027 年 12 月的目标价 2.0 港元基于 15 倍的 2028 年预期企业价值倍数（EV/EBITDA）得出。我们采用 EV/EBITDA 是考虑到了商汤资产相对密集的基础设施业务敞口、以及与其算力基础相关的大额折旧。我们的 15 倍目标估值倍数反映了对成熟基础设施业务的估值溢价，因为商汤收入增长速度达到约 20%、并拥有人工智能业务敞口；但低于软件类公司的估值倍数，原因是公司资产密集度更高，现金流状况仍在逐步改善。

股价表现驱动因素



因子	6个月相关性	1年相关性
市场：MSCI 亚洲 不含日本	0.67	0.55
地区：香港	0.31	0.13
宏观:		
CO1指数	−0.35	−0.29
JPM全球股票市场情绪指数	0.16	0.19
10年期美国国债收益率指数	0.29	0.17
量化风格:		
规模	−0.60	−0.27
价值	0.31	−0.17
股息收益	0.39	−0.12

资料来源：股价表现驱动因素数据源自摩根大通全球市场策略团队；所有其他图表中的数据均源自公司数据、Bloomberg Finance L.P.和摩根大通估算。注：历史股价可能不完整或不准确

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

行业：智能消费增加了机遇，同时基础设施稀缺性正在向优化转移

商汤最大的行业敞口集中在从原始算力向高效生产智能的转型。随着硬件可用性的提高，基础设施差异化越来越依赖于调度、异构优化、模型感知推理服务、以及最终的每单位算力和资本的智能产出。

中国创造了一个额外的机会，因为英伟达日益与昇腾、海光和寒武纪和其他国产加速器共存。软件堆栈、互连和模型适配的差异意味着名义算力可能会与可用生产算力大不相同。商汤的基础设施于 2026 年上半年达到 48,000 P，而每日 token 推理量增至约 2.4 万亿。外部工作负载约占算力使用量的 70%，这对不依赖于 SenseNova 获取模型份额的基础设施投资主题构成了支撑。

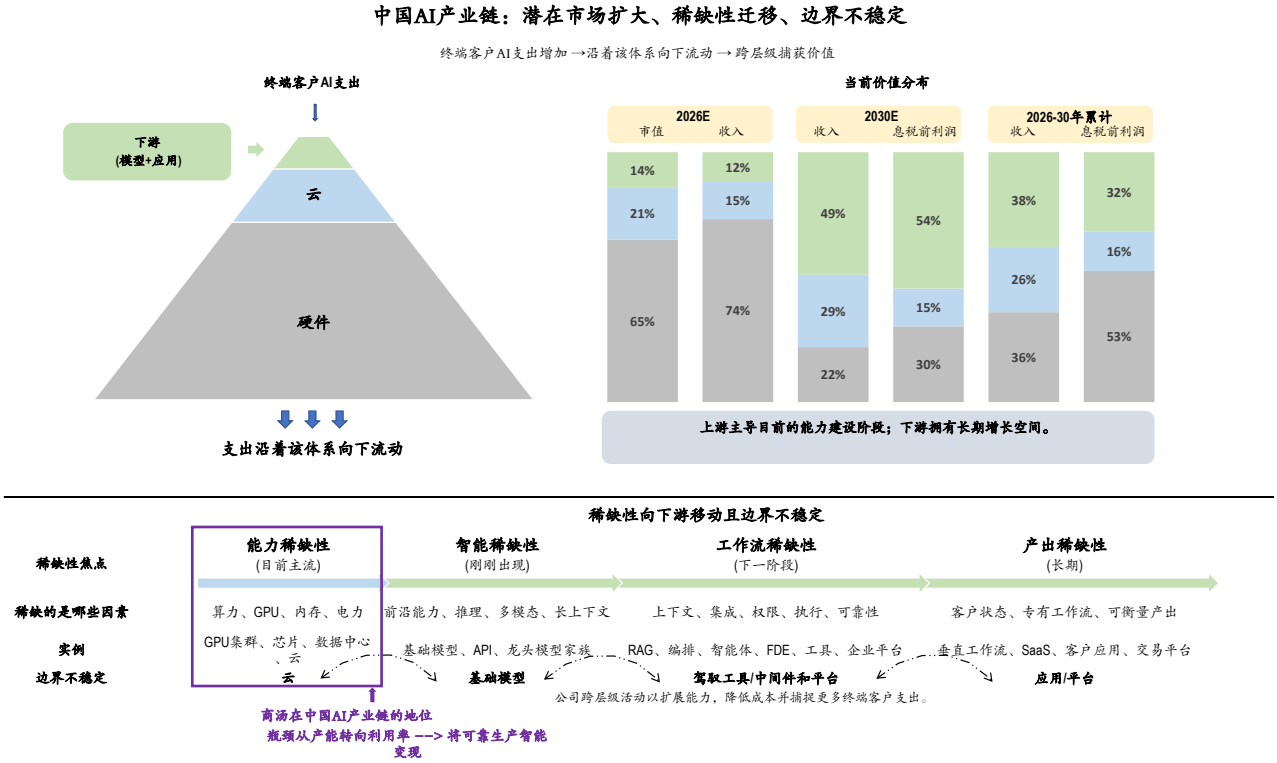
企业 AI 部署提供了第二个行业利好因素。早期采用者经常采用自建模式，而生产系统要求在基础设施、模型、数据、安全、评估和工作流集成方面拥有广泛的能力。这提升了能够降低部署复杂性和总运营成本的供应商的价值。商汤的全栈能力和企业历史为其参与这一转型创造了条件。

多模态和物理世界工作负载提供了额外的长期需求。视频、空间理解、世界模型和具身 AI 是推理密集型任务，与商汤以往的计算机视觉专长自然匹配。

有关更广泛的行业讨论，请参阅我们行业报告：***中国 AI 价值链：不断扩容的蛋糕和对价值的追逐：扩大覆盖面***。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 1：商汤在中国 AI 产业链的定位



资料来源：摩根大通估算，Bloomberg Finance L.P.（日期截至 2026 年 9 月 11 日）。

公司和商业模式：从计算机视觉项目转变为以基础设施为引领的 AI生产平台

商汤的商业模式经历了两次重大转型。第一次是转向 SenseCore，最初是作为内部 AI 基础设施开发，随后对外商业化。第二次是从提供计算资源转为提供智能。Token 工厂集基础设施能力与调度、异构芯片适配和推理优化于一体，将变现与 token 产出进一步挂钩。

这些基础设施赋予商汤对以下几个对 AI 生产经济性日益重要的变量的控制权。SenseNova 提供内部工作负载，推理服务可以据此进行优化，而第三方模型有助于其基础设施业务随着行业需求的扩大而扩大规模。外部使用约占 70%的算力，这为 SenseCore 除支持专有模型外还具有其他价值提供了重要证据。

商汤还拥有悠久的企业部署历史。十多年的计算机视觉项目建立了其与政府、大型企业、出行行业和海外市场的关系，且公司还具有将人工智能集成到客户系统的经验。过往模型承担了大量的定制化和实施成本。今天的机会在于在更大的客户群上重复利用基础设施、模型和智能体能力，并实现更好的经济效益。

随着企业 AI 进入生产阶段，客户可以根据其需求购买商汤堆栈的不同部分：基础设施和 token 工厂（如果客户拥有自己的模型）、SenseNova（如果专有模

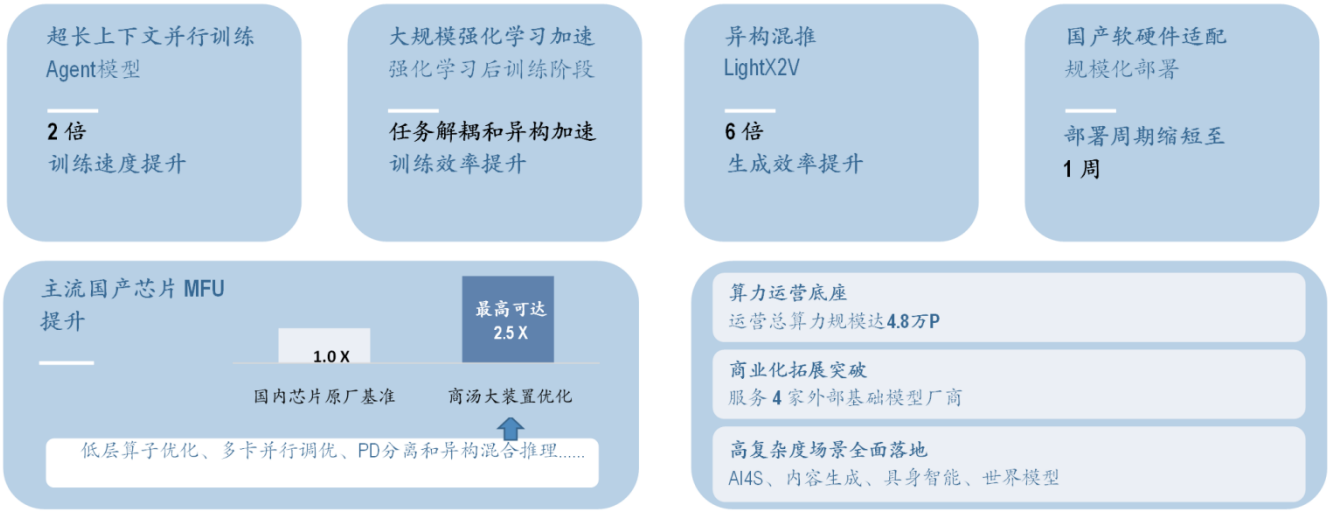
型具有相关性）、以及智能体管控系统（Agent Harness）（如果客户需要更加综合性的解决方案）。这种灵活性可以提升客户渗透率和交叉销售。

作为一个分销渠道，视觉 AI 仍然具有相关性。2026 年上半年收入同比增幅回升至 13.9%，海外收入增长 127%，现有客户占视觉 AI 收入的 67%。这些关系可以作为推出生成式 AI、多模态模型和智能体的切入点。

经常性收入是该业务对项目依赖性降低的又一个证据。2026 年上半年经常性收入达到 11 亿元，同比增长 124.4%，占集团收入的 39.3%，而 6 月的年度经常性收入（ARR）达到 25 亿元。收入可能来自基础设施使用、模型服务、软件和持续部署，因此，其经济效益可能有所不同。即便如此，不断增加的经常性收入提高了可预见性，并表明存量客户拥有实质性的重复需求。

SenseNova 和 Agent Harness 将变现进一步沿堆栈下移。专有模型创造了直接的模型收入并帮助基础设施根据实际工作负载进行优化。Agent Harness 和基于任务的定价提供了从算力到 token 再到任务的潜在推进，助力商汤更多地直接参与由部署深度支持的客户成果实现过程。

图 2：商汤的 token 工厂



资料来源：公司 2026 年上半年业绩演示材料。（截至 2026 年 8 月 26 日），MFU 是指模型浮点运算利用率，PD 是指预填充/解码。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

稀缺性：基础设施优化和生产交付是核心；企业部署和多模态提供相邻的稀缺性

我们看到证据水平不同的三个稀缺性池。**基础设施优化和生产交付的稀缺性最强。**硬件供应正在改善，而稀缺能力越来越多地在于以具有吸引力的经济性将分散能力转变可靠的智能。商汤将已部署的算力与调度、异构芯片适配、推理优化和生产环境服务相结合，且其基础设施已适配 10 多个国内加速器平台。

生产交付之所以重要，是因为有效的人工智能能力取决于吞吐量、延迟、可靠性和利用率。因此，经济单位从名义算力转向智能产出。商汤要想保持可持续的稀缺性，就需要使其 token/P 和毛利/P 改善速度快于行业价格下降速度。

关键竞争问题是商汤能否保留部分效率收益。芯片供应商可以改进软件堆栈，云服务商可以构建可比优化能力，客户也会受益于较低的推理成本。当商汤的优化转化为利用率、毛利和资本回报率的结构性提升时，公司就会创造价值。

企业部署提供了一个相邻的稀缺性来源。生产级 AI 需要基础设施、模型适配、企业数据、权限、评估和操作一同工作。商汤的 B2B 历史提供了实施经验和客户环境接入，而其完整堆栈助力其构建了由基础设施、模型和部署支持组成的差异化组合。

经济性测试就是再利用。如果通用基础设施、模型和智能体能力可以在降低定制化程度的情况下为不同的客户部署，生成式 AI 的机会就会增加。经常性收入和回头客增加、部署速度加快、交叉销售和毛利率改善将意味着商汤正在将交付经验转变为规模可扩展的经济效益。

原生多模态和物理世界智能提供了较长期的稀缺性潜力。商汤过往的计算机视觉专长为其提供了技术能力和物理世界应用场景敞口。其目前的模型方向是在统一架构中集成多模态理解、推理和生成，并可能在视频、空间智能、出行、机器人和其他物理 AI 工作负载中应用。

我们给予其的战略权重大于通用文本基准，因为它更直接地与商汤累积的资产相关联。商业方面的证据仍处于早期阶段，所以，我们今天赋予其期权价值，并且将随着外部使用和变现的演变而提升其重要性。

防御性和价值捕获：优化已有证据；企业分销可以扩大变现规模

商汤与云服务提供商、芯片供应商、基础模型公司和企业软件提供商展开竞争。当基础设施、模型和部署之间的交互提升了能力、降低了客户成本或扩大了变现规模时，垂直整合就可以创造价值。

在基础设施层，最清晰的防御性测试就是单位算力的智能产出。商汤支持专有模型和第三方模型，并产生了有利的不对称性：更强大的 SenseNova 能改善专有模型的经济效益，而更强大的外部模型仍可增加 token 需求。因此，我们将重点关注利用率、token/P、毛利/P 和增量投入资本回报率。

企业分销提供了另一条获取价值的途径。商汤已通过其过往的计算机视觉业务与大型企业和海外客户建立了关系。这些关系为其提供了进入采购渠道和生产环境的通道，可以降低其推出生成式 AI 基础设施、模型和智能体的成本。

经常性收入是重复变现的早期财务指标。其收入占比增加至 39.3%提高了可预见性，尽管可产生经常性收入的基础设施和 token 使用与轻资产软件的经济效益不同。因此，我们希望公司披露关于客户保留率、合同期限和各经常性收入类别毛利率的更多信息。

在模型层，我们设定了更高的标准。SenseNova 需要在智能或性价比方面保持优势来支持通用模型的稀缺性。我们目前认为原生多模态、空间和物理世界工作负载是更加差异化的路径，且没有在我们的基础情景中嵌入通用模型的实质稀缺性。

如果商汤在实际完成工作中的参与度日益提升，Agent Harness 和基于任务的定价可能会延展价值的捕获。经济效益将取决于部署深度和重复使用，因为商汤对记录系统和专有工作流的所有权低于老牌应用公司。

财务质量和现金流：损益表拐点已经显现；增量资本回报率是下一个测试

2026 年上半年经营业绩显著改善。收入同比增长 23.4%至 29 亿元，毛利增长 32.9%至 12 亿元，调整后净亏损收窄 67.3%至 3.9 亿元。管理层预计调整后 EBITDA 将在 2026 年转为正值。

经常性收入达到 11 亿元，收入贡献率由去年同期的 21.6%提高至 39.3%。经常性收入占比提升可以改善收入的可预见性和基础设施利用率，尽管盈利质量将取决于收入构成。

我们认为毛利增长是近期最有用的财务状况变化指标。管理层预计正常化全年和中期毛利率为 30%-40%的中高段，意味着从 2026 年上半年起毛利率逐步正常化。更快的毛利增长仍可证明利用率的提高和业务结构正在改善经济效益。

资本密集度仍很高。物业厂房和设备于上半年增加 27 亿元，于 2026 年上半年末达到 78 亿元。AI 数据中心（AIDC）相关折旧和运营成本达到 5.29 亿元，而硬件和项目分包仍占销售成本的很大部分。管理层预计近期资本支出增速可能随着国内算力投资的增加而超过收入增速。

这使得资本增量回报率成为投资主题的核心。Token 增长表明存在需求；与算力和资本相关的毛利增长决定价值创造。我们将跟踪 token/P、毛利/P、经常性收入构成、毛利/增量投入资本、每股经营性现金流和自由现金流。

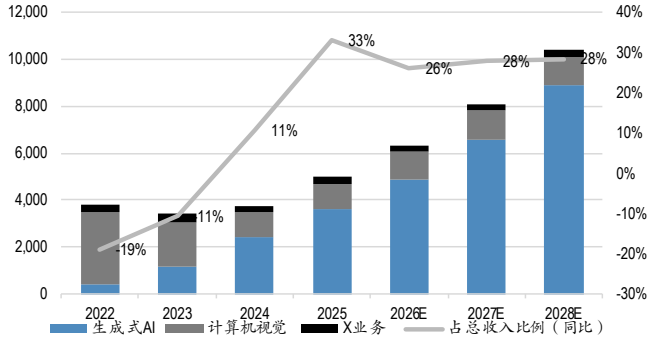
我们预计智能消费、利用率和经常性收入更为强劲的增长将支撑 2026-2028 年收入年复合增长率达到 28%，并促使我们的 2028 年收入预测比市场一致预期高 3%。我们预计 2028 年调整后利润为 11 亿元，比市场一致预期高 148%。如

果资本支出和折旧增长速度与盈利增长速度类似或比其更快，则资本使用效率是关键的预测风险。

商汤的流动性状况提供了继续投资的能力，尽管其外部融资历史使每股自由现金流和每一股增量股份创造的价值成为重要的考量指标。

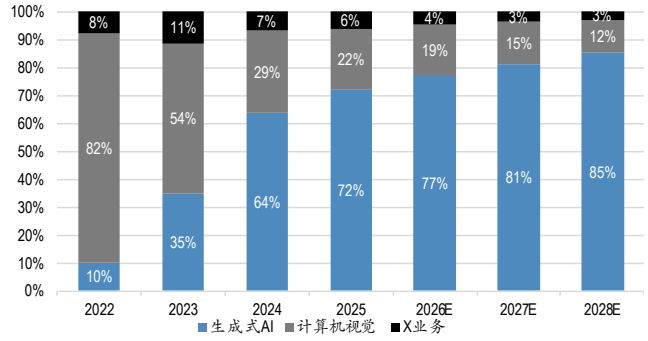
徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

图 3：商汤的收入预测与同比增长（百万元）



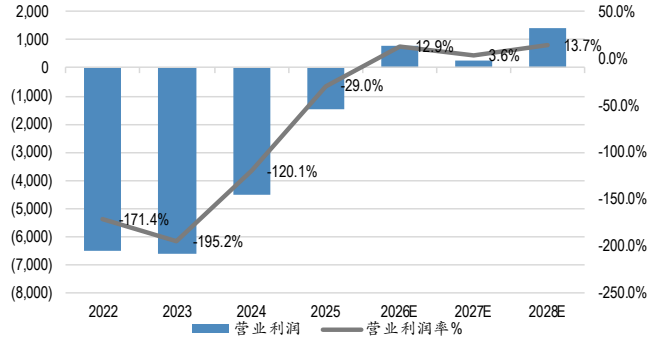
资料来源：公司 2022-2025 年财报，摩根大通估算。

图 4：商汤的收入构成



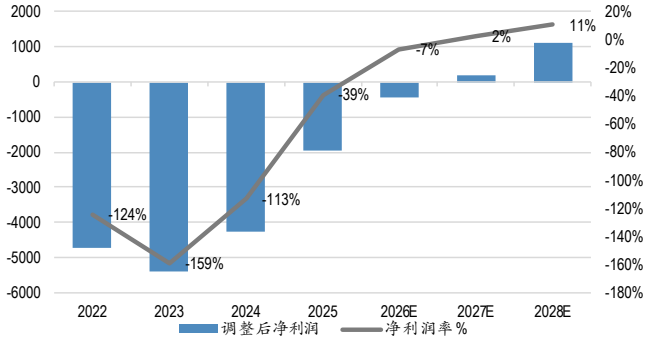
资料来源：公司 2022-2025 年财报，摩根大通估算。

图 5：商汤的营业利润与营业利润率（百万元）



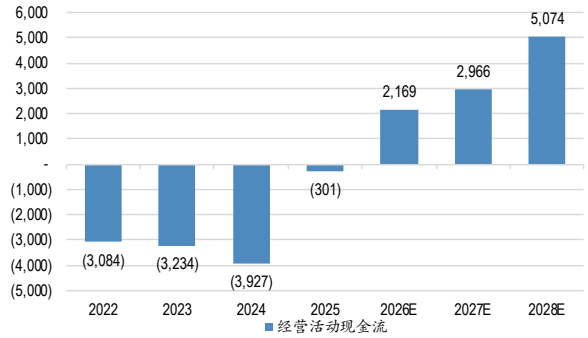
资料来源：公司 2022-2025 年财报，摩根大通估算。

图 6：商汤的调整后净利润与净利润率（百万元）



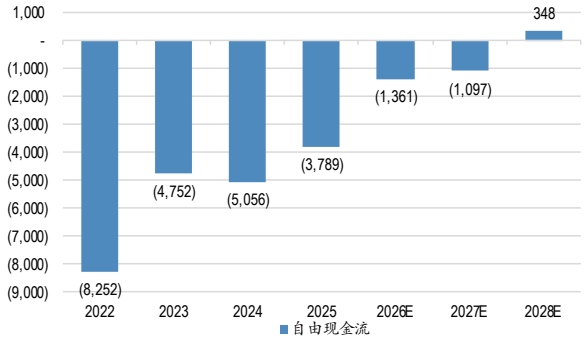
资料来源：公司 2022-2025 年财报，摩根大通估算。

图 7：商汤的经营活动现金流（百万元）



资料来源：公司 2022-2025 年财报，摩根大通估算。

图 8：商汤的自由现金流（百万元）



资料来源：公司 2022-2025 年财报，摩根大通估算。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

表 1：商汤的损益表

百万元	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	**3,809**	**3,406**	**3,772**	**5,015**	**6,325**	**8,087**	**10,387**
同比 %		*-11%*	*11%*	*33%*	*26%*	*28%*	*28%*
主营业务成本	**1,266**	**1,905**	**2,152**	**2,958**	**3,848**	**4,854**	**6,144**
毛利	**2,542**	**1,501**	**1,620**	**2,056**	**2,477**	**3,233**	**4,244**
营业费用							
销售与营销费用	(901)	(819)	(655)	(569)	(553)	(525)	(499)
管理费用	(1,568)	(1,511)	(1,464)	(1,226)	(1,021)	(817)	(776)
研发费用	(4,014)	(3,466)	(4,132)	(3,775)	(3,330)	(2,946)	(2,887)
金融资产减值损失	(1,668)	(1,835)	(781)	(287)	70	77	77
其他收入	447	292	343	432	242	266	266
其他收益 – 净额	(1,367)	(808)	539	1,917	2,927	1,000	1,000
营业费用	(9,071)	(8,147)	(6,149)	(3,508)	(1,664)	(2,945)	(2,819)
（报告）营业利润	**(6,528)**	**(6,647)**	**(4,529)**	**(1,452)**	**813**	**288**	**1,425**
加：股票薪酬费用	465	324	178	293	451	496	521
调整后营业利润	**(6,064)**	**(6,323)**	**(4,352)**	**(1,159)**	**1,264**	**784**	**1,945**
调整后营业利润率 %	*(2)*	*-186%*	*-115%*	*-23%*	*20%*	*10%*	*19%*
营业外项目							
财务收入	261	342	449	258	199	199	199
财务成本	(55)	(147)	(180)	(201)	(163)	(163)	(163)
应占权益法核算投资亏损	(2)	(21)	(4)	(221)	(478)	(478)	(478)
优先股公允价值损失	(7)	(32)	(35)	(43)	(44)	(44)	(44)
其他收入（损失），净额	0	0	0	0	0	0	0
税前利润	**(6,333)**	**(6,504)**	**(4,300)**	**(1,660)**	**327**	**(396)**	**740**
所得税抵免/（费用）	240	9	(7)	(122)	13	79	(148)
净利润	**(6,093)**	**(6,495)**	**(4,307)**	**(1,782)**	**341**	**(317)**	**592**
少数股东损益	(48)	(55)	(28)	(16)	5	(5)	9
归股东净利润	**(6,045)**	**(6,440)**	**(4,278)**	**(1,766)**	**335**	**(312)**	**583**
加：以权益结算的股份支付费用	465	324	178	293	451	496	521
加：优先股公允价值损失	7	32	35	43	20	0	0
加：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的公允价值变动收益	885	724	(163)	(646)	(4,446)	0	0
加：有限合伙人应占投资基金资产净	0	0	(28)	135	3,198	0	0
加：与股权融资相关的专业服务费	0	0	4	2	0	0	0
调整后净利润/亏损	**(4,736)**	**(5,414)**	**(4,281)**	**(1,956)**	**(437)**	**179**	**1,113**
加：净财务收入	(205.1)	(195.3)	(269.1)	(56.8)	(35.9)	(35.9)	(35.9)
加：折旧与摊销	967.7	1,249.9	1,425.7	1,245.1	1,675	2,197	3,147
EBITDA	**(5,570)**	**(5,450)**	**(3,143)**	**(471)**	**1,966**	**1,764**	**3,851**
调整后 EBITDA	**(4,213)**	**(4,369)**	**(3,117)**	**(645)**	**1,188**	**2,260**	**4,372**
每股（元/股）							
加权平均股份数量							
基础	31,932	32,223	33,371	37,091	40,697	41,521	41,521
稀释后	31,932	32,223	33,371	37,091	40,697	41,521	41,521
每股收益（基础）	(0.19)	(0.20)	(0.13)	(0.05)	0.01	(0.008)	0.014
每股收益（稀释后）	(0.19)	(0.20)	(0.13)	(0.05)	0.01	(0.008)	0.014
调整后每股收益（基础）	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	0.004	0.027
调整后每股收益（稀释后）	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	0.004	0.027

资料来源：公司 2022-2025 年财报，摩根大通估算。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

表 2：商汤的资产负债表

百万元	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产							
流动资产：							
银行现金与在手现金	7,963	9,423	8,888	10,887	9,934	9,315	10,252
定期存款	6,213	1,100	2,971	2,283	2,283	2,283	2,283
受限现金	0	210	141	484	466	655	926
衍生金融工具			-	3	3	3	3
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	632	522	701	572	572	572	572
贸易和其他应收账款及预付款项	6,072	5,159	5,068	4,304	5,571	5,698	5,855
合约资产	27	20	6	3	3	3	3
存货	617	506	452	248	509	578	658
流动资产总额	**21,524**	**16,940**	**18,227**	**18,784**	**19,341**	**19,107**	**20,552**
物业厂房与设备	6,999	7,379	7,277	5,883	7,795	9,720	11,166
使用权资产	315	350	239	283	249	236	231
投资物业			-	2,512	2,512	2,512	2,512
无形资产	333	326	239	121	99	54	192
合约资产	23	11	21	16	16	16	16
权益法核算投资	54	135	702	1,427	1,427	1,427	1,427
递延所得税资产	690	725	744	655	655	655	655
受限现金	271	154	51	22	22	22	22
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	6,677	6,527	6,363	7,510	7,510	7,510	7,510
长期应收账款	358	87	35	35	35	35	35
其他非流动资产	183	253	700	1,658	1,658	1,658	1,658
非流动资产总额	**15,903**	**15,948**	**16,373**	**20,122**	**21,978**	**23,844**	**25,423**
总资产	**37,427**	**32,888**	**34,600**	**38,906**	**41,318**	**42,951**	**45,975**
负债与权益							
流动负债：							
借款	321	194	1,240	2,014	2,417	2,901	3,481
贸易及其他应付账款	2,473	2,262	1,789	2,090	2,395	2,603	2,842
租赁负债	183	146	97	62	62	62	62
合约负债	208	266	277	229	279	321	371
递延收入	121	113	142	85	85	85	85
当期所得税负债	18	22	4	27	27	27	27
优先股负债	-	1,145	1,205	1,225	1,225	1,225	1,225
看跌期权负债	-	283.308		-	-	-	-
流动负债总额	**3,323.004**	**4,432.113**	**4,753.941**	**5,733**	**6,491**	**7,224**	**8,093**
借款	2,907	4,279	4,681	3,710	3,710	3,710	3,710
租赁负债	105	145	99	176	176	176	176
递延所得税负债	10	10	17	17	17	17	17
合约负债	75	25	54	39	39	39	39
递延收入	308	306	212	210	210	210	210
其他金融负债	-	530	1,104	1,960	1,960	1,960	1,960
优先股和其他金融负债	1,396	-	-	-	-	-	-
长期应付账款	12	5	36	-	-	-	-
看跌期权负债	279	-	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-	-	-
总负债	**8,413.133**	**9,732.551**	**10,957.806**	**11,845**	**12,603**	**13,336**	**14,205**
股东权益							
股本	0	0	0	0	0	0	0
其他储备	71,249	71,666	76,070	81,472	83,122	84,027	86,172
货币换算储备	3,915	4,127	4,303	3,925	3,925	3,925	3,925
累计亏损	(46,194)	(52,634)	(56,913)	(58,678)	(58,678)	(58,678)	(58,678)
公司权益持有人应占权益	**28,970**	**23,159**	**23,461**	**26,719**	**28,368**	**29,273**	**31,418**
少数股东权益	44	(4)	181	342	347	342	352
权益总额	**29,014**	**23,155**	**23,642**	**27,061**	**28,716**	**29,615**	**31,770**

资料来源：公司 2022-2025 年财报，摩根大通估算。

表 3：商汤的现金流量表

百万元	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动							
净收入	(6,333)	(6,504)	(4,300)	(1,660)	327	(396)	740
调整：							
物业厂房及设备折旧	645	900	1,071	1,017	1,518	2,022	3,116
无形资产摊销	138	185	215	139	123	162	26
使用权资产折旧	185	165	139	89	34	13	5
金融资产与合约资产减值拨备	1,670	1,835	781	287	287	287	287
存货减值拨备	53	27	40	9	9	9	9
应占权益法核算投资亏损	2	21	4	221	478	478	478
股票薪酬费用	464	324	178	292	451	496	521
财务成本	55	147	180	201	163	163	163
财务收益	(261)	(342)	(449)	(258)	(199)	(199)	(199)
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值收益	885	724	(163)	(646)	0	0	0
投资物业公允价值损失			-	(4)	(4)	(4)	(4)
归有限合伙人投资基金净资产值变动	17	10	(28)	135	135	135	135
股息收入	(18)	(13)	(9)	(11)	(11)	(11)	(11)
物业厂房与设备处置损失	1	4	4	36	36	36	36
租赁合约提前终止收益	(3)	2	(1)	(13)	(13)	(13)	(13)
优先股公允价值损失	7	32	35	43	44	44	44
出售联营公司收益	(0)	-	0	(44)	(44)	(44)	(44)
出售子公司收益	-	-	(243)	(1,268)	0	0	0
债务减免	-	-	-	(15)	(15)	(15)	(15)
净汇兑收益	(284)	(31)	(38)	20	20	20	20
营运资本的净变动：	**(299)**	**(700)**	**(1,317)**	**1,139**	**(1,155)**	**(136)**	**(219)**
已付所得税	(11)	(22)	(26)	(10)	(13)	(79)	0
经营活动提供的现金净额	**(3,084)**	**(3,234)**	**(3,927)**	**(301)**	**2,169**	**2,966**	**5,074**
投资活动现金流							
购买物业厂房和设备	(4,890)	(1,356)	(935)	(3,399)	(3,430)	(3,947)	(4,562)
购买无形资产	(277)	(161)	(194)	(89)	(101)	(116)	(164)
出售物业厂房设备与无形资产所得款项	5	12	9	136			
出售子公司的现金流出净额	-	-	(239)	(175)			
以权益法核算的投资金额增加	(32)	(102)	(16)	(55)			
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产获得的股息与利息	18	13	9	11			
收购债务与股权投资	(3,465)	(592)	(484)	(1,131)			
处置债务与股权投资	386	49	850	468			
定期存款投资净减少／（增加）	(891)	5,098	(1,855)	663			
已收银行利息	201	356	216	252			
收购结构性存款	(5,763)	(4,875)	(3,529)	(8,859)			
处置结构性存款	5,425	5,017	3,369	9,020			
用于衍生工具的受限现金增加	-	-	-	(351)			
出售联营公司所得款项	-	-	2	3			
其他	(15)	-	-	-	-	-	-
投资活动使用的现金净额	**(9,298)**	**3,458**	**(2,796)**	**(3,507)**	**(3,531)**	**(4,063)**	**(4,726)**
融资活动现金流							
借款所得款项	2,969	1,645	1,838	2,249	403	483	580
偿还借款	(83)	(402)	(390)	(2,445)			
已付利息	(43)	(131)	(173)	(185)			
租赁付款的本金部分	(151)	(182)	(129)	(96)	-	-	-
租赁付款的利息部分	(17)	(14)	(9)	(10)	-	-	-
购买非控股权益的付款	-	(2)	-	-			
有限合伙人向集团控制的投资基金出资	204	215	414	533			
为取得银行贷款而导致受限现金的增加	(365)						
为取得银行贷款而导致受限现金的减少	108	(76)	164	111			
行使超额配售选择权所得款项	693						
支付上市费用（从权益发行所得款项中扣除）	(3)						
回购普通股	(69)		(14)	-			
非控股股东出资			185	287			
配售普通股所得款项净额			4,369	5,162			
出售限售股份和行使股票期权所得款项	86	31	5	15			
其他融资活动	-	-	-	-	5	(5)	9
融资活动所得现金净额	**3,329**	**1,084**	**6,260**	**5,621**	**408**	**478**	**589**
汇兑收益／损失	487	153	(72)	186			
现金及现金等价物净增加	**(8,567)**	**1,461**	**(536)**	**1,999**	**(953)**	**(619)**	**937**
期初现金及现金等价物	16,530	7,963	9,423	8,888	10,887	9,934	9,315
期末现金及现金等价物	**7,963**	**9,423**	**8,888**	**10,887**	**9,934**	**9,315**	**10,252**

资料来源：公司 2022-2025 年财报，摩根大通估算。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

估值：基础设施盈利质量是估值倍数的支柱；相关能力提供了期权价值

我们采用 15 倍的 2028 年 EV/EBITDA 对商汤科技进行估值，得出目标价 2.0 港元。我们选择 EV/EBITDA 而不是市盈率（P/E），原因是公司相对的重资产业务模式、巨大的人工智能基础设施需求、以及由此带来的折旧负担，这使得短期会计盈利对基础运营经济效益的代表性不足。商汤的模型、推理和 SenseCore 业务料会受益于智能消费的持续增长，由于其拥有基础设施并具备优化能力，因此，其 AI 推理服务经济效益敞口大于纯应用公司。

给予其 15 倍估值倍数是由于公司在结构性扩张的人工智能市场的敞口、及其已部署基础设施利用率的提高，同时认识到其资本密集度和现金回报率仍明显低于轻资产软件公司。因此，**估值的关键驱动因素是基础设施投资转化为经常性收入和息税折旧摊销前利润，而不是近期的市盈率扩张。**利用率的提高、SenseCore 的外部采用率提高、以及 EBITDA 更强劲地转化为现金流将对我们估值倍数的上行空间构成支撑。

表 4：摩根大通预测与市场一致预期

年度止于 12 月 31 日	FY2026			FY2027		
百万元	摩根大通预测-调整后	市场一致预期	差幅 %	摩根大通预测-调整后	市场一致预期	差幅 %
净收入	**6,325**	**6,439**	**-2%**	**8,087**	**8,151**	**-1%**
生成式 AI	4,867	4,908	-1%	6,570	6,497	1%
计算机视觉	1,176	1,204	-2%	1,235	1,314	-6%
X 业务	282	302	-7%	282	305	-8%
毛利	**2,477**	**2,591**	**-4%**	**3,233**	**3,295**	**-2%**
销售与分销费用	(553)			(525)		
研发费用	(3,330)			(2,946)		
管理费用	(1,021)			(817)		
营业利润	**813**	**(1,355)**	**NA**	**288**	**(825)**	**NA**
调整后营业利润	**1,264**			**784**		
税前利润	**327**	**(376)**	**NA**	**(396)**	**(372)**	**-6%**
净利润	**341**	**(393)**	**NA**	**(317)**	**(383)**	**17%**
调整后净利润	**(437)**	**(585)**	**25%**	**179**	**(418)**	**NA**
每股收益（元/股）	**0.0**	**(0.0)**	**NA**	**(0.0)**	**(0.0)**	**41%**
调整后每股收益（元/股）	**(0.0)**	**(0.0)**	**17%**	**0.0**	**(0.0)**	**NA**
利润率分析 (%)						
毛利率	39.2%	40.2%	-1.1%	40.0%	40.4%	-0.4%
营业利润率	12.9%	-21.1%	33.9%	3.6%	-10.1%	13.7%
调整后营业利润率	20.0%			9.7%		
净利润率	5.4%	-6.1%	11.5%	-3.9%	-4.7%	0.8%
调整后净利润率	-6.9%	-9.1%	2.2%	2.2%	-5.1%	7.3%

资料来源：摩根大通估算，Bloomberg Finance L.P.（日期截至 2026 年 9 月 21 日）。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

历史股价分析：市场正在从人工智能稀缺价值转向财务表现

在 2021 年 12 月完成首次公开募股后，商汤最初受益于作为为数不多的中国纯 AI 公司之一的稀缺价值。2022 年锁定期结束造成重大流动性冲击，而智能城市/计算机视觉增长疲软、持续亏损以及随后的宏观压力对股价构成压力。

随着生成式 AI 成为主要增长引擎，SenseCore/SenseNova 恢复了公司的 AI 敞口，公司的叙事在 2024-25 年发生了变化。到 2025-26 年，随着收入增长重新加速、亏损收窄、以及 EBITDA 接近盈亏平衡，盈利证据变得更加重要。

下一阶段的股价表现料会越来越多地由财务表现推动。Token 增长需要转化为毛利和增量投入资本回报率；经常性收入需要提高盈利可预见性；企业关系需要支持生成式 AI 的规模化采用；多模态能力需要在拓展外部使用之后才能体现独立价值。

图 9：历史股价分析



资料来源：摩根大通，Bloomberg Finance L.P.（日期截至 2026 年 9 月 21 日）。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

风险和催化剂

我们给予“增持”评级的主要风险与商汤基础设施优势的持久性和财务回报有关。公司正在大量投资于国内算力、模型推理服务和软件优化，而其长期价值也取决于 SenseNova、多模态智能和智能体变现。主要风险包括基础设施投资回报率下降、算力差异化优势快速削弱、专有模型和应用捕获的价值有限、以及集团持续受到政策限制。传统项目、应收账款和潜在的股权融资进一步增加现金回报的压力。

- **美国的限制会产生持续的技术、资本市场和政策风险，尽管商汤旗下不同的实体面临不同的规定。**2019 年，集团旗下的中国内地运营实体北京商汤科技发展有限公司被美国商务部工业与安全局列入实体清单。这些限制适用于受美国《出口管理条例》约束商品的出口、再出口和转让，因此可能会影响某些与美国相关的技术和设备的获取。该实体不同于在开曼注册的商汤集团股份有限公司（SenseTime Group Inc.）。香港实体商汤集团有限公司（SenseTime Group Limited）于 2021 年被美国财政部海外资产控制办公室单独列入“涉军企业”清单（NS-CMIC）。这一规定主要限制美国人购买或出售被列入清单公司的公开交易证券，而不是广泛禁止商业交易。上市的母公司商汤集团股份有限公司也被美国国防部根据《国防授权法》第 1260 H 条列入 2026 年“中国军事企业”清单。这些措施具有不同的法律效果，但它们共同增加了公司的合规成本，压缩了公司接触一些投资者和交易对手的准入空间，并围绕未来的技术限制产生了不确定性。对于一家基础设施密集型人工智能公司而言，进一步收紧先进算力控制将是最相关的运营风险。

- **随着国内算力生态系统的成熟，商汤的基础设施差异化程度可能会收窄。**公司目前通过将异构加速器与调度、模型适配和推理服务优化相结合来创造价值。这可以增加国产硬件的可用输出，并支持利用率提升。随着芯片供应商改进其软件堆栈、大型云服务商在内部开发类似的优化、以及行业标准使工作负载更容易跨硬件移动，这些功能的稀缺性料会下降。算力价格的下降也可能将部分效率收益转移给客户。因此，token 使用量可能会继续增长，但单位算力收入或毛利将会下降。我们将通过 token/P、毛利/P、利用率和客户保留率来评估这一风险，而不是仅通过 token 增长来评估。

- **大额基础设施投资可能会导致现金回报率低于收入增长所对应的水平。**商汤必须在充分实现利用率和经常性收入之前部署资本。因此，token 的强劲增长只有在新产能达到较高利用率并在其使用期限内产生有吸引力的毛利时，才能创造股东价值。资本支出加快、价格下降、利用率下降或硬件周期缩短可能会压低自由现金流和增量投入资本回报率。随着业务结构偏向人工智能基础设施，这一点尤为重要。我们将日益提高一些指标的权重，包括新产能的现金回报、正的调整后 EBITDA、以及经营性现金流开始为未来基础设施投资提供资金的速度。

- **SenseNova 和下游 AI 产品捕获的价值可能低于相关基础设施。**随着前沿模型的改进以及第三方智能更加便宜，专有模型的经济效益将依赖于 SenseNova 保持竞争力。持续的能力差距可能会降低 API 定价能力以及客户将 SenseNova 作为标准模型的意愿。多模态和空间智能也具有巨大的长期潜力，但商业采用

速度可能慢于模型能力提升速度。智能体管控系统（Agent Harness）和基于任务的定价为变现提供了另一个途径。它们的价值取决于商汤对工作流保持足够的控制。如果客户、云平台或应用供应商掌握接口和企业上下文，则商汤可以提供模型和算力，并获得终端客户支出的较小份额。

- **传统业务敞口和融资仍然对盈利质量构成风险。**与可产生经常性收入的人工智能新业务相比，传统项目业务仍有应收账款且现金转换较弱。即使报告收入有所改善，但较慢的收款速度也会吸收现金。海外扩张增加了本地化、客户获取和监管成本。持续发行股票可以支持基础设施投资，但如果经营性现金流的产生速度不够快，则会稀释现有股东。经常性收入的更快增长和应收账款更好的转换能降低这些风险。

主要上行催化剂是人工智能需求的增长为已部署基础设施带来更强劲回报的证据。我们将关注 token 持续增长、以及利用率提升、单位算力毛利改善和经常性收入占比的不断增加。调整后 EBITDA 持续保持正值和更为强大自由现金流将进一步证明商汤正在从基础设施建设转向经济价值兑现。关于 token/P、毛利/P、利用率和资本支出回报率的更详细披露将会大幅强化这一主题。下游方面，原生多模态和空间模型的更广泛适配、基于任务的收入有实质性的增长、以及更为强劲的海外增长将表明商汤可以在算力层之上捕获更大价值。美国限制的进一步明确或放松将通过降低政策和资本市场折让而提供额外的正面催化剂。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan
摩根大通

投资理据、估值与风险

商汤集团股份有限公司 - H *(增持; 目标价: 2.00港元)*

投资理据

我们给予商汤"增持"评级，因为公司拥有人工智能基础设施、模型和应用方面的差异化敞口，其 SenseCore 提供最清晰的价值捕获路径。随着 AI 需求从产能建设转向利用率和智能输出，我们认为商汤优化异构算力、模型推理服务和生产工作负载的能力可能越来越有价值。除基础设施外，其模型和智能体能力提供了额外的变现机会。现在需要的关键证据是财务方面：外部利用率提高、经常性收入增加、毛利率改善、以及潜在亏损持续收窄将表明其广泛的技术堆栈正在转化为规模可扩展的经济效益。这与本报告的观点一致，即 SenseCore 将产能与生产环境 AI 工作负载相连接，但外部采用是关键测试。

估值

我们截至 2027 年 12 月的目标价 2.0 港元基于 15 倍的 2028 年预期企业价值倍数（EV/EBITDA）得出。我们采用 EV/EBITDA 是考虑到了商汤资产相对密集的基础设施业务敞口、以及与其算力基础相关的大额折旧。我们的 15 倍目标估值倍数反映了对成熟基础设施业务的估值溢价，因为商汤收入增长速度达到约 20%、并拥有人工智能业务敞口；但低于软件类公司的估值倍数，原因是公司资产密集度更高，现金流状况仍在逐步改善。

影响评级与目标价的风险

下行风险包括人工智能基础设施需求或利用率放缓、SenseCore 的外部采用疲软、人工智能云服务和基础模型领域的竞争加剧、以及模型能力的商品化速度加快。高于预期的算力和模型开发支出可能会延迟盈利能力提升和现金产生。智能体和其他应用产品的商业化也取决于客户采用并面临定价不确定性。

徐文韬
(86-21) 6106 6138
olivia.w.xu@jpmorgan.com

J.P.Morgan 摩根大通

商汤 - H: 财务数据概览

损益表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
收入	**3,772**	**5,015**	**6,325**	**8,087**	**10,387**
售出商品成本	(2,152)	(2,958)	(3,848)	(4,854)	(6,144)
毛利润	**1,620**	**2,056**	**2,477**	**3,233**	**4,244**
销售费用、一般性费用及管理费用	(2,118)	(1,795)	(1,574)	(1,342)	(1,275)
调整后的息税折旧摊销前利润	**(3,143)**	**(471)**	**1,966**	**1,764**	**3,851**
折旧和摊销	(1,426)	(1,245)	(1,675)	(2,197)	(3,147)
调整后的息税前利润	**(4,352)**	**(1,159)**	**1,264**	**784**	**1,945**
净利息	269	57	36	36	36
调整后的税前利润	**(4,300)**	**(1,660)**	**327**	**(396)**	**740**
所得税	(7)	(122)	13	79	(148)
少数股东损益	(28)	(16)	5	(5)	9
调整后的净利润	**(4,281)**	**(1,956)**	**(437)**	**179**	**1,113**
报告的每股收益	(0.13)	(0.05)	0.01	(0.01)	0.01
调整后的每股收益	**(0.13)**	**(0.05)**	**(0.01)**	**0.00**	**0.03**
每股股息	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股息支付率	-	-	-	-	-
发行在外股份数	33,371	37,091	40,697	41,521	41,521

资产负债表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	9,934	9,315	10,252	12,869	16,766
应收帐款	5,571	5,698	5,855	5,884	5,664
存货	509	578	658	739	884
其他流动资产	9,407	9,792	10,300	10,763	11,101
流动资产	**19,341**	**19,107**	**20,552**	**23,632**	**27,867**
不动产、厂房、设备	-	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	-
其他非流动资产	21,878	23,790	25,231	26,734	28,236
总资产	**41,318**	**42,951**	**45,975**	**50,523**	**56,246**
短期借款	2,417	2,901	3,481	4,177	5,012
应付帐款	2,395	2,603	2,842	3,035	3,104
其他短期负债	1,679	1,721	1,771	1,819	1,854
流动负债	**6,491**	**7,224**	**8,093**	**9,030**	**9,970**
长期债务	3,710	3,710	3,710	3,710	3,710
其他长期负债	6,112	6,112	6,112	6,112	6,112
总负债	**12,603**	**13,336**	**14,205**	**15,142**	**16,081**
股东权益	28,368	29,273	31,418	34,997	39,730
少数股东权益	347	342	352	383	435
总负债及所有者权益	**41,318**	**42,951**	**45,975**	**50,523**	**56,246**
每股帐面价值	**0.85**	**0.79**	**0.77**	**0.84**	**0.96**
同比增长	*2.5%*	*(7.2%)*	*(2.2%)*	*9.2%*	*13.5%*
净债务/（现金）	(3,806)	(2,704)	(3,061)	(4,982)	(8,044)

现金流量表	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
经营活动现金流	**2,169**	**2,966**	**5,074**	**7,273**	**8,895**
其中：折旧和摊销	10,935	13,657	11,460	8,313	4,397
其中：营运资本变动	(1,155)	(136)	(219)	(222)	(234)
投资活动现金流	**(3,531)**	**(4,063)**	**(4,726)**	**(5,384)**	**(5,885)**
其中：资本支出	(3,430)	(3,947)	(4,562)	(5,158)	(5,585)
占销售收入比重	*90.9%*	*78.7%*	*72.1%*	*63.8%*	*53.8%*
融资活动现金流	**408**	**478**	**589**	**728**	**887**
其中：支付的股息	-	-	-	-	-
其中：发行股份数/(回购数)	0	0	0	0	0
其中：发行的净债务/(偿还额)	403	483	580	696	835
现金变化净额	**(953)**	**(619)**	**937**	**2,617**	**3,897**
调整后的公司自由现金流	**(1,530)**	**(1,042)**	**477**	**2,072**	**3,281**
同比增长	*(60.7%)*	*(31.9%)*	*(145.8%)*	*334.2%*	*58.3%*

财务比率分析	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
毛利润率	42.9%	41.0%	39.2%	40.0%	40.9%
息税折旧摊销前利润率	(83.3%)	(9.4%)	31.1%	21.8%	37.1%
息税前利润率	(115.4%)	(23.1%)	20.0%	9.7%	18.7%
净利润率	(113.5%)	(39.0%)	(6.9%)	2.2%	10.7%
净资产回报率	(15.5%)	(6.8%)	(1.4%)	0.5%	3.0%
资产回报率	(10.7%)	(4.6%)	(1.0%)	0.4%	2.1%
已动用资本回报率	(13.0%)	(3.5%)	3.3%	2.3%	3.4%
销售费用、一般性费用及管理费用/收入	56.2%	35.8%	24.9%	16.6%	12.3%
净债务/净资产	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	1.2	5.7	NM	NM	NM
销售收入/资产（倍）	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
总资产/净资产（倍）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
利息覆盖倍数	11.7	8.3	NM	NM	NM
经营杠杆	(289.9%)	(222.7%)	(799.8%)	(136.3%)	520.8%
税率	(0.2%)	(7.4%)	4.0%	(20.0%)	20.0%
收入同比增长	10.8%	32.9%	26.1%	27.9%	28.4%
息税折旧摊销前利润同比增长	(42.3%)	(85.0%)	(517.2%)	(10.3%)	118.3%
每股收益同比增长	(23.7%)	(58.9%)	(79.6%)	(140.1%)	522.2%

估值	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
市盈率（倍）	NM	NM	NM	246.9	39.7
市净率（倍）	1.3	1.3	1.4	1.3	1.1
企业价值倍数	NM	NM	19.0	20.1	8.4
股息率	-	-	-	-	-

资料来源：公司报告与摩根大通估算
注：单位：百万元（每股数据除外）。财年末为 12 月。

分析师声明（简称"AC"）： 本报告首页所示姓名右上角带有"AC"标识的证券分析师声明（或者，若多名证券分析师共同对本报告负责，则在首页或文本中出现的带有"AC"标识的分析师各自就本报告中该分析师所覆盖的每支证券或发行人而言，声明）：（1）本报告中表达的所有观点均准确反映了分析师个人对所提及证券或发行人的看法; 且（2）任何证券分析师的全部薪酬，无论在过去、现在还是将来均与证券分析师在本报告中所表达的具体建议或观点无直接或间接关系。对于首页所列的所有常驻韩国的证券分析师，如适用，他们还根据韩国金融投资协会（Korea Financial Investment Association，简称"KOFIA"）的要求，确认他们的分析是基于真诚之原则，反映了他们个人的观点，没有受到不当的影响或干预。

除非另有说明，本报告的全体署名作者均为开展独立研究的证券分析师。就欧洲而言，行业专家（销售和交易人员）在本报告中也可能会被列为联系人，但其并不是本报告的作者或研究部成员。

重要披露

- **做市商/流动性提供方（香港）：**摩根大通证券(亚太)有限公司和/或 J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 及/或附属公司是商汤 - H 或相关实体的证券及/或以该等证券为标的资产的权证或期权的做市商及/或流动性提供方，这些证券在香港联合交易所上市或交易。
- **作为受益人持有股比（1%或以上）：**摩根大通作为受益人拥有商汤 - H 或相关实体普通股 1%或以上的股份。
- **债务头寸：**摩根大通可能持有商汤 - H 或相关实体所发行债务证券的头寸。

公司特定披露：摩根大通正在并寻求与其研究报告所覆盖的公司开展业务。因此，投资者应注意公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。投资者仅应将本报告视为作出投资决定时的一个因素。重要披露，包括价格图表和过去的信用观点表格（如适用），可参见概要性报告，关于摩根大通研究覆盖的所有公司及某些未覆盖公司，可访问 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com/research/disclosures，或致电 1-800-477-0406，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 查询。

商汤集团股份有限公司 – H (0020.HK, 20 HK) 股价图



资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。

图表显示了摩根大通对这些股票的持续研究覆盖；目前的分析师可能负责了整个研究覆盖期，也可能没有负责整个覆盖期。
摩根大通评级与评级符号：OW = 增持，N= 中性，UW = 减持，NR =无评级

股票研究评级和符号之阐释及分析师研究覆盖范围：
摩根大通使用以下评级体系：增持（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将超过研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率）；中性（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现将与研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率相一致）；和减持（在本报告所述目标价格期间，我们预计这只股票的表现

将不及研究分析师或研究分析师团队研究覆盖范围内股票的平均总回报率）。无评级（NR）：在此，由于缺乏足够的基本面数据，或基于法律、监管或政策原因，摩根大通已不再对该股票给予评级和目标价格（如适用）。投资者不应再依赖先前的评级和目标价格（如适用）。“无评级”（NR）符号非推荐或评级。覆盖范围内的部分股票有评级，但没有目标价；在这些情况下，我们预计这些股票的表现将优于/持平于/不及研究分析师或研究分析师团队在该地区相应期间的研究覆盖范围内股票的平均总回报率。就亚洲（不含澳大利亚和印度）和英国的小盘股和中盘股的研究而言，每只股票的预期总回报是与基准国家市场指数的预期总回报进行比较，而不是与相应研究分析师研究覆盖范围内股票的回报作比较。如果相关研究分析师的研究覆盖范围未出现在本报告的“重要披露”部分，可访问摩根大通研究部网站 jpmsc.portal.jpmorgan.com 查询。

研究覆盖范围：徐文韬: MiniMax (0100.HK), 智谱 - H (2513.HK)

摩根大通股票研究之评级分布，截至 2026 年 07 月 04 日

	增持 (买入)	中性 (持有)	减持 (卖出)
摩根大通全球股票研究范围*	53%	36%	12%
投资银行客户**	83%	80%	73%
摩根大通证券有限责任公司(JPMS)股票研究范围*	51%	37%	12%
投资银行客户**	95%	92%	87%

*请注意，由于四舍五入的原因，各百分比相加不一定等于 100%。
**“买入”、“持有”、“卖出”各级别内曾在过去 12 个月接受过摩根大通提供的投资银行服务的“主题”公司的占比。
我们的“增持”评级相当于美国金融业监管局（FINRA）评级分布相关条例中所述的“买入”评级，“中性”评级相当于“持有”评级，“减持”评级相当于“卖出”评级。标注“无评级”的股票不包含在上述表格的统计。信息截至最近的自然季度末。

股票估值和风险：与被研究公司或其目标价格相关的估值方法和风险，请访问 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com，参阅最新的对该公司的研究报告，联系报告的主笔分析师或您的摩根大通客服代表，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 垂询。有关所使用的自有模型的重要信息，请参阅公司研究报告中的财务摘要和公司数据集（Company Tearsheets），可从我们客户网站的公司页面下载 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com。本报告还列出了所使用的重要基本假设。

历史投资建议：您可在 https://jpmsc.portal.jpmorgan.com 网站查看过去 12 个月发布的摩根大通投资建议，您也可以在该网站中按分析师姓名、行业或金融工具进行搜索。

分析师薪酬：负责编写本报告的证券分析师其获得的薪酬基于各种因素，包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争因素和公司整体收入。

非美国分析师注册：除非另有说明，本报告首页列出的非美国分析师是摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC）的非美国附属公司的雇员，可能没有根据美国金融业监管局（FINRA）的规定注册为证券分析师，可能不是摩根大通证券有限公司的关联人，还可能不受美国金融业监管局第 2241 条或第 2242 条规定的限制，即关于分析师与被研究公司的通讯、公开露面以及证券分析师帐户持有的交易类证券的相关限制。

其他披露

摩根大通集团及其在全球各地的子公司和附属公司的投资银行业务以“摩根大通”品牌在市场开展业务。

英国 MIFID 规定下 FICC 研究产品单独销售之豁免：有关摩根大通执行 FICC 研究产品独立销售之豁免的详情以及有关 FICC 研究产品类别的指引，英国客户应参考此网页：UK MIFID Research Unbundling exemption。

除非相关法律明确允许，所有提供给客户的研究材料都可以在我们的客户网站 J.P.Morgan Markets 上同时获得。并不是所有的研究内容都会被重新分发、通过电子邮件发送或提供给第三方内容聚合商。有关某一特定股票的所有研究材料，请与您的销售代表联系。

本材料文中所称中国、香港、台湾、澳门，分别指代中国内地、香港特别行政区（中国）、台湾地区（中国）、澳门特别行政区（中国）。

摩根大通研究部门可能会不时撰写涉及受到美国、欧盟、英国或其他相关司法管辖区政府机关实施或执行的经济或金融制裁的发行人或证券（“受制裁证券”）的研究报告。本报告中的任何内容均不得被解读或解释为鼓励、便利、促进或以其他方式赞成对受制裁证券的投资或交易。客户在做出投资决策时应清楚了解自身的法律与合规义务。

本研究报告中讨论的数字资产，亦或称为虚拟或加密资产或加密货币（例如比特币），受到快速变化的监管环境的影响。 相关法律对该等资产的适用可能并未认定，任何数字资产投资的合法性也可能不明确。在就任何数字资产作出任何投资决定之前，投资者应寻求其专属法律建议，并了解关于购买、持有或出售此类投资的任何法律考量因素。有关数字资产（包括比特币和以太币）的相关监管意见，请参见 https://www.jpmorgan.com/disclosures/cryptoasset-disclosure.

本研究报告的作者可能未获得在您的司法管辖区内开展受监管活动的许可牌照，如果其未获得许可的牌照，则不得以此名义开展业务。

交易型开放式指数证券投资基金（以下简称“ETF”）：摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC, 简称 JPMS）是绝大部分美国上市 ETF 的授权参与方。就本报告提及的任何 ETF 而言，JPMS 可能因分销这些 ETF 份额而获得佣金和基于交易的报酬，并可能因提供其他交易相关服务（如向 ETF 份额的卖空方提供证券出借服务）而获得费用收入。JPMS 也可以为 ETF 自身提供服务，包括担任 ETF 的经纪人或交易商。此外，JPMS 的关联方可为 ETF 提供服务，包括信托、托管、管理、出借、指数计算和/或维护及其他服务。

期权和期货相关研究：如果本文所包含的信息涉及期权或期货相关研究，则此类信息仅供已收到适当的期权或期货风险披露文件的人使用。请联系您的摩根大通客服代表或访问 https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf，获取期权清算公司的特征和标准化期权的风险之副本，或访问 https://www.finra.org/sites/default/files/2020-08/Security_Futures_Risk_Disclosure_Statement_2020.pdf 获取证券期货风险披露声明之副本。

银行间同业拆借利率(IBOR)和其他基准利率的变化：某些利率基准现在或将来可能会受到正在进行的国际性的、国家层面的和其他的监管政策、改革或改革建议的影响。欲了解更多信息，请查询：https://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_offered_rates

对证券研究材料制作和分发负责的法律实体：本材料署名证券分析师姓名下方所示法律实体对本研究材料负责。若本材料有多位署名证券分析师，则这些分析师姓名下方的法律实体共同对本研究材料负责。若分析师姓名下方所示法律实体超过一个，则第一个法律实体对本研究材料负责，除非另有说明。来自不同摩根大通子公司的证券分析师可能为制作此材料做出了贡献，但可能未获得在您的司法管辖范围内进行受监管活动的许可（并且不认为自己能够这样做）。除非下方法律实体披露另有说明，否则本材料由负责制作的法律实体分发，或者若分析师姓名下方所示法律实体超过一个，则由第一个法律实体负责分发。如有任何疑问，请联系您所在司法管辖区的相关证券分析师或您所在辖区内分发本研究材料的法律实体。

私人银行客户：当您作为摩根大通集团及其子公司私人银行业务（简称“摩根大通私人银行“）的客户接收到研究报告时，这些研究报告是由摩根大通私人银行提供给您的，而不是由摩根大通的任何其他部门(包括但不限于摩根大通企业与投资银行部及其研究部门)提供给您的。

法律实体披露及国家/地区特定披露：
阿根廷：JPMorgan Chase Bank N.A Sucursal Buenos Aires 受阿根廷中央银行(Banco Central de la República Argentina 即 Central Bank of Argentina，简称 BCRA) 和阿根廷国家证券委员会(Comisión Nacional de Valores 即 Argentinian Securities Commission, 简称 CNV，经纪交易商牌照 ALYC y AN Integral N°51)监管。
澳大利亚: J.P. Morgan Securities Australia Limited (简称 JPMSAL) (澳大利亚公司编号: ABN 61 003 245 234 / 澳大利亚金融服务牌照编号(Australian Financial Services License：238066))受澳大利亚证券和投资委员会(Australian Securities and Investments Commission)监管，是澳大利亚证券交易所股份有限公司(Australian Securities Exchange，简称 ASX Limited)的市场参与者、ASX Clear Pty Limited 的清算及结算参与者以及 ASX Clear (Futures) Pty Limited 的清算参与者。此材料由 JPMSAL 在澳大利亚仅发行及分发给“批发客户 (wholesale clients)” (定义见澳大利亚《2001 年公司法》(Corporations Act 2001) 第 761G 章节之界定)。 关于研究覆盖的所有金融产品之清单，请访问 https://www.jpmm.com/research/disclosures。摩根大通寻求覆盖所有全球行业分类（GIC）项下的所有行业以及一系列市值规模不等的与国内和国际投资者群体息息相关的公司。如适用，在对目标公司进行公开侧尽职调查过程中，分析师团队有时可能会与公司接洽（例如实地考察，与公司代表进行讨论，管理层演示等）开展尽职调查。JPMSAL 发布的研究报告遵照摩根大通澳大利亚的“研究部独立性”政策制作，关于该政策，可访问：J.P. Morgan Australia - Research Independence Policy。
巴西： Banco J.P. Morgan S.A. 受巴西证券交易委员会（Comissao de Valores Mobiliarios，简称 CVM）和巴西央行(Central Bank of Brazil)的监管。摩根大通监察专员: 0800-7700847 / 0800-7700810（供听障人士使用） / ouvidoria.jp.morgan@jpmchase.com.
加拿大： J.P. Morgan Securities Canada Inc.是注册的投资交易商，受加拿大投资监管组织(Canadian Investment Regulatory Organization)和安大略省证券委员会(the Ontario Securities Commission)监管，是加拿大交易所的参与成员。本材料由 J.P.Morgan Securities Canada Inc.或其代表在加拿大分发。

智利：Inversiones J.P. Morgan Limitada 是一家在智利注册的不受监管的实体。**中国**：摩根大通证券（中国）有限公司具有经中国证券 监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格。
哥伦比亚：Banco J.P. Morgan Colombia S.A.受哥伦比亚金融监管局（SFC）监管。本材料中提及的本行以外的哥伦比亚实体在国外提供的任何产品或服务仅作描述之用。此类提及不构成也不应被解释为哥伦比亚境内的促销活动或提供哥伦比亚适用法规所定义的金融产品或服务。
迪拜国际金融中心：美国摩根大通银行迪拜分行(JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch)受迪拜金融服务管理局(Dubai Financial Services Authority, 简称 DFSA) 的监管， 其注册地址是 Dubai International Financial Centre - The Gate, West Wing, Level 3 and 9 PO Box 506551, Dubai, UAE。 本材料已由美国摩根大通银行迪拜分行分发给 DFSA 监管条例所定义的专业客户(professional clients)或市场对手方(market counterparties)。
欧洲经济区（EEA）：除非另有说明，本研究材料由 J.P. Morgan SE （简称 JPM SE）在欧洲经济区分发。JPM SE 由德国联邦金融监管局(简称 BaFin)授权为信用机构，并受 BaFin、德国中央银行（Deutsche Bundesbank）及欧洲中央银行 (简称 ECB)联合监管。JPM SE 总部位于法兰克福，注册地址为 TaunusTurm, Taunustor 1, Frankfurt am Main, 60310, Germany。这些材料已在欧洲经济区分发给被视为专业投资者(或相当于专业投资者)的人士(合称“欧洲经济区专业投资者”)，依据的是 MiFID II 第 4 条第 1 段第 10 款和附件 II 及其在该等人士所属本国司法管辖区的实施情况。非欧洲经济区专业投资者不得依据本材料采取行动，也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向欧洲经济区相关人士，并且只能是欧洲经济区相关人士进行该等活动。
香港：摩根大通证券(亚太)有限公司（J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited）（公司实体编号 AAJ321）受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管，J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 公司（公司实体编号 AAB027）受香港证券及期货事务监察委员会监管。美国摩根大通银行香港分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Hong Kong Branch）（公司实体编号 AAL996）受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管，是依美国法律成立的有限责任公司。如在香港分发本材料属于受监管活动，则该等材料由摩根大通证券(亚太)有限公司(J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited)及/或 J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 公司在香港分发。
印度：J.P. Morgan India Private Limited (公司识别码- U67120MH1992FTC068724)，注册地址为 J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai，邮编 400098， 公司在印度证券交易委员会 (Securities and Exchange Board of India, 简称 SEBI)注册为“证券分析师 (Research Analyst)”，注册编号 INH000001873。J.P. Morgan India Private Limited 同时在 SEBI 注册为印度国家证券交易所有限公司(National Stock Exchange of India Limited)和孟买证券交易所有限公司(Bombay Stock Exchange Limited)（SEBI 注册号：INZ000239730）的成员，以及证券业务参与行(“Merchant Banker”) (SEBI 注册号- MB/INM000002970)。电话：91-22-6157 3000，传真：91-22-6157 3990，网址：http://www.jpmipl.com 。美国摩根大通银行孟买分行(JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch)获印度储备银行(the Reserve Bank of India，简称 RBI)颁发牌照(牌照编号 53/牌照编号 BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL : IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239)，该分行作为印度一家商业银行，该等牌照是其主牌照，使得其能在印度开展银行业务和一家银行分行在印度能获准从事的其他活动。对于非本地研究材料，此材料不是由 J.P. Morgan India Private Limited 在印度分发。合规官： Ashutosh Sharma; ashutosh.j.sharma@jpmchase.com；+912261575002. 申诉专员：Ramprasadh K; jpmipl.research.feedback@jpmorgan.com; +91 22 6157 3000. SEBI 授予的注册和印度国家证券市场学院（简称 NISM）的认证不能保证中介机构的表现或为投资者提供任何回报保证。请参阅条款和条件以及最重要的条款和条件(MITC).年度合规审计报告参见 http://www.jpmipl.com/#research。
印度尼西亚：PT J.P. Morgan Sekuritas Indonesia 是印度尼西亚证券交易所(Indonesia Stock Exchange)的成员，受在 Otoritas Jasa Keuangan (OJK)注册并受其监管。
韩国：摩根大通证券(远东)有限公司首尔分公司(J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch)是韩国交易所 (Korea Exchange, 简称 KRX)的成员。美国摩根大通银行首尔分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul Branch）在韩国注册类别为外国银行分支机构。这两家实体受韩国金融服务委员会(Financial Services Commission，简称 FSC)和韩国金融监管局(Financial Supervisory Service，简称 FSS) 的监管。非宏观研究材料仅由/通过摩根大通证券(远东)有限公司首尔分公司在韩国分发。
日本： JPMorgan Securities Japan Co., Ltd.和美国摩根大通银行东京分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Tokyo Branch)受日本金融厅(Financial Services Agency)的监管。
马来西亚：本材料由 JPMorgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X)在马来西亚发行和分发，该公司是马来西亚股票交易所（Bursa Malaysia Berhad）的参与组织，持有马来西亚证券委员会(Securities Commission) 颁发的资本市场服务许可证(Capital Markets Services License）。
墨西哥：J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V., J.P. Morgan Grupo Financiero 是墨西哥证券交易所(Mexican Stock Exchange)和机构证券交易所(Institutional Stock Exchange)的成员，并获墨西哥国家银行和证券交易委员会(National Banking and Securities Exchange Commission)授权，可担任经纪交易商。
新西兰：本材料由 JPMSAL 在新西兰发行和分发，仅分发给“批发客户(wholesale clients)”(定义见“2013 金融市场行为法案(Financial Markets Conduct Act 2013)”之界定)。 JPMSAL 依据新西兰的 “2008 金融服务提 供商注册与争端解决法案(Financial Service providers (Registration and Dispute Resolution) Act of 2008)” 注册为“金融服务提供商 (Financial Service Provider)”。
菲律宾：J.P. Morgan Securities Philippines Inc 是菲律宾证券交易所 （Philippine Stock Exchange）的交易参与者， 也是菲律宾证券清算公司（Securities Clearing Corporation of the Philippines) 和证券投资者保护基金（Securities Investor Protection Fund) 的成员。 它受菲律宾证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission)的监管。
新加坡：本材料由 J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited（简称 JPMSS）[MDDI (P) 070/08/2026，公司注册编号: 199405335R] 和/或美国摩根大通银行新加坡分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore Branch, 简称 JPMCB Singapore) 在新加坡发行和分发， 亦或是经由这两家 实体在新加坡发行和分发。 JPMSS 是新加坡证券交易所有限公司(Singapore Exchange Securities Trading Limited) 的成员，JPMSS 和 JPMCB Singapore 均受新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore)监管。本材料仅在新加坡发行和分发给合格投资者 (accredited investors)、 专业投资者(expert investors)和机构投资者(institutional investors)， 这些投资者的定义依据新加坡《证券和期货法》(Securities and Futures Act，简

称 SFA) 第 289 章第 4A 部分所界定。本材料无意发行或分发给任何不属于 SFA 第 289 章第 4A 部分所定义的合格投资者、专业投资者和机构投资者类别的散户投资者或任何其他投资者。在新加坡，本材料的收件人须就该材料所引起或与该材料有关的任何事宜联系 JPMSS 或 JPMCB Singapore。

南非：J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited 以及美国摩根大通银行约翰内斯堡分行（JPMorgan Chase Bank, N.A., Johannesburg Branch）是约翰内斯堡证券交易所(Johannesburg Securities Exchange) 的成员， 受南非金融服务行为监管局（Financial Services Conduct Authority，简称 FSCA）的监管。

台湾：摩根大通证券 股份有限公司(J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited) 是台湾证券交易所 (公司类) 的参与者，受台湾金融监督管理委员会证券期货局监管。与股本证券有关的研究材料由摩根大通证券股份有限公司在台湾发行和分发，并受许可证范围和在台湾适用的法律法规的限制。**若摩根大通证券股份有限公司（J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited）就未在台湾证券交易所或证券柜台买卖中心之上市柜的证券（“非台湾上市柜证券”）制作研究材料，则该等材料不应构成台湾法规所称的证券推荐，同时，为免生疑问，摩根大通证券股份有限公司（J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited）不担任非台湾上市柜证券的经纪商。**请注意，根据《证券商推介客户买卖有价证券管理办法》(修订或补充版)第 7-1 条第 2 款和/或其他适用法律法规， 除非 “重要披露”部分另有披露，本材料的 接收方不得从事与本材料相关的可能引起利益冲突的任何活动。

泰国：本材料由 JPMorgan Securities (Thailand) Ltd 在泰国发行和分发， 该公司是泰国证券交易所(Stock Exchange of Thailand）的成员， 受泰国财政部(Ministry of Finance)和泰国证券交易 委员会（Securities and Exchange Commission）的监管，注册地址为 548 One City Center Building, 50th Floor, Ploenchit Road, Lumphini, Pathum Wan, Bangkok, 邮编 10330。

英国：本研究材料由摩根大通证券有限责任公司(J.P. Morgan Securities plc，简称 JPMS plc)或摩根大通市场有限责任公司(J.P. Morgan Markets Limited，简称 JPMML Ltd)在英国制作。摩根大通证券有限责任公司是伦敦证券交易所(London Stock Exchange)成员，获英国审慎监管局(Prudential Regulation Authority)授权，受金融行为监管局(Financial Conduct Authority)和审慎监管局监管。摩根大通市场有限责任公司获金融行为监管局授权并由其监管。除非另有说明，本研究材料由摩根大通证券有限责任公司在英国分发并在英国仅发予：(a) “2000 年金融服务及市场法 2005 年（金融推广）法令（Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005，简称 FPO)” 第 19(5)条所述的拥有与投资相关事项专业经验的人士; (b) FPO 第 49 条所述的人士(高净值公司、未注册的协会或合伙企业、高价值信托的受托人等)；或(c)以其他方式可合法接收本通讯的任何人；所有此三类人士均称为 “英国相关人士”。非英国相关人士不得依据本材料采取行动，也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向英国相关人士，并且只能是英国相关人士进行该等活动。对 J.P. Morgan EMEA 预防和避免与研究制作相关的利益冲突之政策的介绍可点击以下链接获取：J.P. Morgan EMEA - Research Independence Policy。

美国：摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC, 简称 JPMS）是纽约证券交易所（NYSE）、美国金融业监管局 （FINRA）、美国证券投资者保护 公司(SIPC)以及美国全国期货协会（NFA）的成员。美国摩根大通银行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）是美国联邦存款保险公司（FDIC） 的成员。非摩根大通美国附属 机构发布的材料由 JPMS 在美国分发，JPMS 对报告内容负责。

一般披露：可应要求提供更多信息。本材料信息来源据信可靠。虽然已采取一切合理的谨慎措施确保本材料中陈述的事实是准确的以及本材料中包含的预测、观点和预期是公平合理的，但摩根大通或其附属公司和/或子公司(统称“摩根大通”)对所提供材料的完整性或准确性不作任何陈述或担保，除非涉及与摩根大通有关的任何披露以及证券分析师与本材料涉及的发行人关联关系的任何披露。因此，不应依赖本材料所含信息的准确性、公正性或完整性。由于计算、调整、翻译成不同语言和/或当地监管限制（如适用），本材料中的数据和/或有限的内容可能存在某些差异。这些差异并不应影响可能在材料中讨论的标的公司的整体投资分析、观点和/或建议。编写本材料的过程中可能使用了人工智能工具，包括为数据分析、模式识别和研究材料的内容起草提供协助。对于因使用本材料或其内容而造成的任何损失，摩根大通不承担任何责任，摩根大通及其任何董事、高级管理人员或员工均不以任何方式对本材料的内容负责，但相关司法管辖区的相关监管机构或根据相关司法管辖区的监管制度可能对其施加的义务和责任除外。本材料中包含的观点、推测或预测仅代表摩根大通截至材料发布日期时的意见或判断，可予更改，而无须另行通知。摩根大通可能会根据有关公司特定的发展或公告、市场状况或任何其他公开信息，定期提供该公司/行业的最新信息。不能保证未来的结果或事件将与任何这样的观点、推测或预测一致，因为这些观点、推测或预测只代表一种可能的结果。此外，这些观点、推测或预测会受到某些风险、不确定因素和假设的影响，这些风险、不确定因素和假设尚未得到证实，未来的实际结果或事件可能会大不相同。本材料中提及的任何投资的价值或收入可能会波动和/或受到汇率变化的影响。除非另有说明，否则所有定价均为所讨论证券的收盘时的示意性定价。过去的业绩并不能作为未来表现的指标。因此，投资者收回的资金可能比最初投资的少。本材料无意作为购买或销售任何金融工具的要约或邀请。本材料中的观点和建议不考虑个别客户的情况、目标或需求，也不是针对特定客户的特定证券、金融工具或策略的建议。本材料可能包含对结构性证券、期权、期货和其他衍生品的观点。这些是复杂的金融工具，可能包含较高风险，可能仅适合于能够理解和承担所涉及风险的成熟投资者。本材料的接受者必须就本材料提及的任何证券或金融工具作出自己的独立决定，并应征求他们认为必要的独立金融、法律、税务或其他顾问的意见。摩根大通可能以分析师的观点和研究为基础进行自营交易，也可能以与本材料所述观点不一致的方式为自己的账户或客户的账户进行交易，摩根大通没有义务确保此类沟通引起本材料的任何接收者的注意。摩根大通内部的其他人，包括策略师、销售人员和其他分析师，可能会采取与本材料中的观点不一致的观点。未参与本材料制作的摩根大通员工可能对本材料中提及的证券(或此类证券[illegible]，并可能以与本材料中讨论的观点不一致的方式进行交易。本材料不是任何司法管辖区内任何发行人、其产品或服务或其[illegible]

保密性和安全性须知：本发送材料可能包含根据适用法律享有特权、机密、法律特权和/或豁免披露的信息。[illegible]明的接收方，则特此通知您，此处包含的信息的任何披露、复制、分发或使用(包括对其的任何依赖)均严格禁[illegible]材料及任何附件被认为没有任何病毒或其他缺陷，不会影响到接收和打开它的任何计算机系统，接收方应有[illegible]毒的，并且摩根大通集团、其子公司和附属公司(如果适用)对本发送材料使用过程中产生的任何损失或损害不[illegible]



如果您错误地收到此发送材料，请立即联系发件人并销毁全部内容，无论是电子形式还是打印形式的内容。本消息受电子监控：https://www.jpmorgan.com/disclosures/email

MSCI：此处的某些信息（下称“信息”）经 MSCI Inc.、其关联公司和信息提供商（合称“MSCI”）许可而复制© 2026。未经适当许可，不得复制或传播信息。MSCI 对信息不作任何明示或暗示的保证（包括适销性或适用性），并在法律允许的范围内不承担任何责任。除 MSCI ESG Research 提供的任何适用信息外，任何信息均不构成投资建议。另受制于 msci.com/disclaimer

所提及的任何第三方商标、品牌名称、产品和服务仅供参考，因此任何提及均不意味着暗示任何赞助、认可或关联。

Sustainalytics：此处包含的某些信息、数据、分析和意见经 Sustainalytics 许可复制并且：（1）包括 Sustainalytics 的专有信息；（2）未经明确授权，不得复制或重新分发；（3）不构成对任何产品或项目的投资建议或认可；（4）仅供参考；（5）不保证其完整性、准确性或及时性。Sustainalytics 不就与其或其使用相关的任何交易决策、损害或其他损失承担任何责任。数据的使用需遵守 https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers 上提供的条件。©2026 Sustainalytics。保留所有权利。

“其他披露”部分于 2026 年 08 月 29 日进行了最新修订。

2026 版权所有，摩根大通证券（中国）有限公司保留所有权利。未经摩根大通书面同意，本材料或本材料的任何部分不得转载、出售或重新分发。当第三方可获取从摩根大通或授权第三方处收到的任何研究材料（简称“摩根大通数据”）时，未经摩根大通事先书面同意，严禁在任何第三方人工智能（“AI”）系统或模型中使用或共享该等摩根大通数据。

