

美股 AI 龙头新高，展望云端发展趋势

2024 年 01 月 22 日

**分析师：方竞**

执业证号：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师：宋晓东

执业证号：S0100523110001

邮箱：songxiaodong@mszq.com

➤ **事件：**1月19日，美股 AI 算力龙头大涨，英伟达、AMD 和 SMCI 分别上涨 4.17%、7.11%、35.94%，均创历史新高。产业链来看，**上游** AMD 强势入局，MI300 的需求旺盛或将带动 AMD 产业链充分受益；**中游**云商的加单动作验证了 AI 算力需求持续性的增强；而**下游** AI 终端及应用落地意味着大模型商业模式的初步跑通，也将反哺云商不断加大算力资本开支投入力度。

➤ **美股 AI 大涨，超预期为表象，核心在于云端算力逻辑的不断强化：**近期美股 AI 相关公司大涨，催化剂为近期多家厂商公开表示 AI 需求强劲。**1) 台积电**在法说会上表示 AI 的 CAGR 增速达到 50%，预计到 2027 年 15%-20% 的收入来自 AI，手机和 PC 等端侧设备将会带有 AI 算力；**2) Meta** 表示在 2024 年底将拥有 35 万张 H100，叠加其他 GPU，累计将拥有等效 60 万张 H100 的算力，而据 Omdia 统计，2023 年 Meta 采购 H100 数量仅为 15 万张；**3) SMCI** 表示 AI 服务器需求强劲，将 FY2Q24 收入预期从 27-29 亿美金上修至 36-36.5 亿美金。**我们认为，各家 AI 相关公司的超预期仅为表现因素，更深层次的因素在于算力需求确定性的不断增强，从而带动 AI 公司持续的超预期，而这种确定性主要来自于两个方面。**

➤ **首先，大模型参数呈指数级提升的大趋势进一步清晰。**算力链条来看，此前市场担忧在大模型参数指数级提升的情况下，模型能力提升的边际效应是否会减弱，甚至停止，而验证的方法就是看 2024 年将要推出的 GPT5 的能力是否出现质变。Altman 近期在采访中表示，GPT5 的能力相较于 GPT4 将会有重大进步，并且他认为目前的大模型能力仍然处于初级阶段，在未来 5-10 年内，模型的能力提升将保持一条陡峭的曲线。**伴随十万亿参数量级的 GPT5 推出，全球最强的大模型能力和参数再上一个台阶，意味着用于训练大模型的算力需求也将随之提升，同时 H200、B100 等加速卡依次推向市场，或将带动云厂商新一轮的算力军备竞赛。**

➤ **其次，AI 加速在应用端的落地节奏。**我们在年度策略报告中重点提示了端侧 AI 硬件的大趋势，此前市场担忧大模型在应用侧的落地节奏不及预期，从而影响云端训练的算力需求。然而近期我们看到 AI 在应用端的诸多变化，AI PC 和 AI Pin 在 4Q23 相继面世，微软在 1 月 15 日发布 Copilot Pro，开放全体用户订阅。**AI 在应用侧的落地将不仅仅带动推理侧的算力需求，更重要的是意味着云端大模型变现渠道的逐步跑通，商业正反馈的形成将大大提升云厂商在算力资本开支进行投入的意愿。**

推荐

维持评级

相关研究

- 1.电子行业点评：AMAT 新高，看 A 股半导体设备投资-2024/01/21
- 2.MR 行业跟踪报告：Vision Pro 预定热度高企，新时代开启-2024/01/21
- 3.MR 行业跟踪报告：高通 XR2+发布，直面 Vision Pro 创新-2024/01/14
- 4.电子行业周报：“科技春晚”将至，聚焦 AI +MR-2024/01/04
- 5.可控核聚变深度：终极能源大门开启-2024/01/03

➤ **加速卡竞争格局复杂化，AMD 迈进龙头梯队：**此前全球 AI 加速卡主要市场份额均被英伟达一家占据，而伴随着 AMD 的 MI300 系列芯片强势入局，以及北美云厂商纷纷宣布自研 AI 芯片，AI 加速卡竞争多元化时代开启。硬件层面来看，AMD 的 MI300 系列芯片在算力、内存、功耗以及价格上相较英伟达 H100 均有优势；软件层面来看，ROCm 在框架支持以及算子库丰富程度上相较英伟达 CUDA 生态还有较大差距，但 ROCm 对英伟达 CUDA 生态的兼容能力大幅扩展了 MI300 系列芯片的适用性，同时其生态的开源开放性也有望容纳更多的开发者，加速其生态能力对英伟达的追赶。自发售以来，MI300 客户端需求强劲，公司预计 2024 年 MI300 系列加速器出货量将达到 30-40 万颗，实际有望超预期，AMD 快速追赶英伟达的市场地位，建议关注 AMD 产业链受益标的。

➤ **端侧 AI 的持续落地对国内产业链的拉动意义更为显著：算力为供给侧，是 AI 产业发展的基石；终端为需求侧，为 AI 应用提供落地场景。**不同于云端模型以及算力赢家通吃的特性，端侧 AI 将呈现更为多样、丰富的落地场景，同时国内厂商在端侧 AI 落地的过程中也将更为受益。**1) ToB:** 在 AI 带动的生产力革命浪潮中，PC 作为最重要的生产力工具，将率先受益，我们此前发布多篇报告强调 AI PC 产业链的重要投资机会，2024 年将成为行业需求复苏叠加 PC 迎来 AI 化革命的关键一年，产业链有望迎来戴维斯双击。**2) ToC:** 手机、音箱、耳机等传统消费电子产品的 AI 化不可忽视，同时 AI Pin 等全新的 AI 终端则有望带来更为陡峭的成长曲线。

➤ **投资建议：**我们认为，AI 浪潮的确定性有望持续成为 2024 年的投资主线之一，建议关注：**1) 全球算力龙头：**英伟达、AMD；**2) 国内算力替代：**海光信息、寒武纪、景嘉微；**3) 全球服务器龙头：**DELL、浪潮信息、联想、SMCI；**4) 龙头合作伙伴：**通富微电、澜起科技、芯原股份；**5) 边缘 AI：**联想集团、小米集团、传音控股、安克创新、漫步者、国光电器、萤石网络等。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期的风险；大模型能力升级不及预期的风险；AI 应用落地不及预期的风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

| 代码 | 简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|---------|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | |
| NVDA.O | 英伟达 | 594.91 | 3.34 | 11.11 | 20.65 | 178 | 54 | 29 | - |
| AMD.O | AMD | 174.23 | 3.50 | 2.65 | 3.90 | 50 | 66 | 45 | - |
| DELL.N | DELL | 83.19 | 7.59 | 6.68 | 6.93 | 11 | 12 | 12 | - |
| 0992.HK | 联想集团 | 1.36 | 0.13 | 0.10 | 0.14 | 10 | 14 | 10 | 推荐 |
| SMCI.O | SMCI | 423.36 | 10.85 | 13.73 | 21.98 | 39 | 31 | 19 | - |
| 002156 | 通富微电 | 22.02 | 0.33 | 0.21 | 0.52 | 67 | 105 | 42 | 推荐 |

资料来源：Wind, Bloomberg, 民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 1 月 19 日收盘价；英伟达、AMD、DELL、联想集团、SMCI 股价与 EPS 单位为美元；海外公司采用彭博一致预期)

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026