

買入

2024 年 5 月 8 日

24H2 加速計算卡供給改善，用戶端及嵌入式業務溫和復蘇

- **業績摘要：**2024Q1 公司實現營收 55 億美元，同比增加 2.2%，基本符合一致預期。毛利率為 46.8%，同比增加 2.7 個百分點；經營利潤為 11.3 億美元，同比增長 3.2%，營業利潤率為 20.7%；GAAP 淨利潤 1.2 億美元，Non-GAAP 淨利潤 10.3 億美元，同比增長 4.4%。Non-GAAP 攤薄每股收益為 0.62 美元，基本符合一致預期。下季度收入指引中值 57 億美元，同比增加 5.5%，環比增加 3.6%，符合一致預期。Non-GAAP 毛利率指引為 53%。上半年 AI 加速卡仍有供應限制影響，遊戲及嵌入式業務持續承壓。2024H2 隨著先進封裝產能提升，AI 晶片供應限制減弱，用戶端業務需求溫和復蘇，嵌入式業務庫存見底後將逐步復蘇。
- **加速計算需求強勁，上調 MI300 系列全年貢獻收入至 40 億美元：**本季度資料中心營收同比增長 80.5%達 23.4 億美元，主要因伺服器及 AI 處理器需求強勁。伺服器處理器方面，下一代 Turin 系列將在 24H2 宣發。GPU 方面，公司上調產品全年收入指引至 40 億美元。價格方面，管理層表示目前資料中心毛利率仍處於較低水準；產能方面，上半年 MI300 產能將持續受到台積電先進封裝產能限制，但下半年有望逐步改善。我們認為 2024 全年 MI300 產能有望達到 61 萬片，平均 ASP 在 9.4 千美元，全年有望貢獻收入 57 億美元。
- **用戶端業務受益 PC 銷量回暖，AIPC 處理器 Strix 將于年底宣發：**本季度用戶端業務收入同比增長 85.1%達 13.7 億美元，主要因 Ryzen 系列桌上型電腦 CPU 產品銷量強勁。2024Q1 年全球 PC 出貨量達 5980 萬台，同比+0.2%，環比-5.5%，恢復至疫情前水準。公司在 x86 架構下桌上型電腦市場份額達 20.3%。展望 2024 年全球 PC 市場需求有望呈現溫和增長趨勢，24H2 公司用戶端業務有望迎來量價齊升。
- **遊戲及嵌入式業務持續承壓，FPGA 需求有望在下半年回暖：**本季度遊戲及嵌入式業務營收同比分別下滑 47.5%/45.8%達 9.2/8.5 億美元，公司指引全年遊戲業務將持續承壓，但下半年 FPGA 產品銷量有望受益 AI 帶來的多樣化需求+下游庫存見底迎來溫和復蘇。
- **目標價 178.00 港元，買入評級：**下半年 MI300 持續放量+PC CPU 產品需求回暖將驅動資料中心及用戶端業務增長，遊戲及嵌入式業務中短期仍在承壓，我們預計 2024-2026 年公司收入 CAGR 為 33.1%，Non-GAAP 淨利潤 CAGR 為 67.1%。採用 DCF 估值法，得到目標價 178.00 美元，對應 2024 年 PE 為 50 倍，對比當前股價仍有 15.26%上升空間，買入評級。

曹凌霄

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韓嘯宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

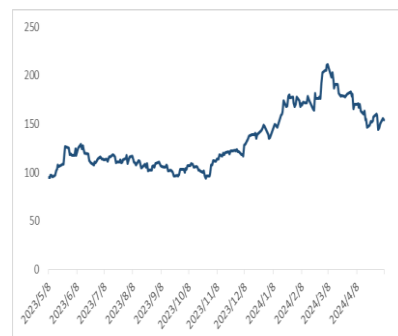
主要資料

行業	半導體
股價	154.43 美元
目標價	178.00 美元 (+15.26%)
股票代碼	AMD (US)
總股數	16.16 億 ADS
市值	2496.07 億美元
52 周高/低	227.30 美元/93.12 美元
每 ADS 帳面值	34.78 美元
主要股東	Vanguard Group INC. 8.81% BlackRock 7.65% State Street Corp 4.10%

盈利摘要

截至12月25日止財政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
總營業收入 (百萬美元)	23,601	22,680	26,671	33,320	40,151
變動	43.6%	-3.9%	17.6%	24.9%	20.5%
Non-GAAP 淨利潤 (百萬美元)	5,504	4,302	5,766	9,237	12,014
Non-GAAP 每股盈利 (美元)	3.5	2.7	3.6	5.7	7.5
變動	25.6%	-23.3%	33.2%	60.3%	30.1%
基于154.43美元的市盈率 (估)	44.1	57.4	43.1	26.9	20.7
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

股價表現



來源：公司資料，第一上海預測

來源：彭博

MI300X 銷售情況預測

未來三年收入 CAGR 401.2% 假設 2024-2026 年台積電 CoWoS 先進封裝年產能分別為 42/63/82 萬片，公司訂單占比分別為 12%/11%/10%；我們預計公司 2024-2026 年 GPU 貢獻收入分別為 57/100/136 億美元，三年複合增長率 401.2%。

圖表 1：2024 年-2026 年公司 GPU 產品的營收預測

以百萬USD計除每股 12个月结束		FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
		12/26/2015	12/31/2016	12/30/2017	12/29/2018	12/28/2019	12/26/2020	12/25/2021	12/31/2022	1/31/2024	12/29/2024	12/28/2025	12/28/2026
Data Center		92	93	56	594	1,252	1,920	3,644	6,042	6,496	13,768	19,019	24,449
YoY		-54.2%	1.4%	-40.0%	965.3%	110.8%	53.4%	89.8%	65.8%	7.5%	111.9%	38.1%	28.5%
Data Center MPU		92	93	41	278	802	1,679	3,420	5,473	5,572	7,613	8,415	10,105
YoY		-54.2%	1.4%	-56.2%	582.4%	188.4%	109.4%	103.7%	60.0%	1.8%	36.6%	10.5%	20.1%
Total Units							29,920	35,190	32,384	33,788	33,957	34,975	36,025
AMD Share							7%	11%	17%	18%	19%	20%	22%
AMD Units(K)						1,204	2,124	3,695	5,392	5,972	6,452	6,995	7,925
ASP						666	790	926	1,015	933	1,180	1,203	1,275
Data Center GPU				15	225	330	150	224	273	540	5,655	9,979	13,563
YoY					1400.0%	46.7%	-54.5%	49.3%	22.0%	120.0%	947.2%	76.5%	35.9%
CowoS Units(K)											420	630	819
AMD share											12%	11%	10%
Interposer											12	12	12
AMD Units											605	832	983
ASP											9,350	12,000	13,800
FPGA&DPU					91	120	91	0	296	385	500	625	781
YoY						32.2%	-24.2%			30.0%	30%	25%	25%

資料來源：公司資料，第一上海預測

主要財務報表

損益表						財務能力分析					
單位：百萬美元, 財務年度截至12月31日											
	2022財年	2023財年	2024財年	2025財年	2026財年		2022財年	2023財年	2024財年	2025財年	2026財年
	實際	實際	預測	預測	預測		實際	實際	預測	預測	預測
主營業務收入	23,601	22,680	26,671	33,320	40,151	盈利能力					
- 主營業務收入成本	12,998	12,220	13,496	16,160	18,269	毛利率 (%)	44.9%	46.1%	49.4%	51.5%	54.5%
毛利	10,460	13,176	17,160	21,883	0	EBITDA 利潤率 (%)	29.5%	24.2%	20.1%	22.8%	24.3%
營業開支	9,339	10,059	10,722	11,495	13,772	淨利潤率 (%)	5.6%	3.8%	8.1%	14.8%	17.6%
銷售總務及管理開支	4,334	4,187	4,187	4,532	5,220	營運表現					
研究和開發開支	5,005	5,872	6,535	6,964	8,552	銷售及管理費用/收入 (%)	9.9%	10.4%	10.4%	8.8%	8.5%
營業利潤	1,264	401	2,454	5,664	8,111	研發費用/收入 (%)	21.2%	25.9%	24.5%	20.9%	21.3%
- 利息支出	88	106	0	0	0	實際稅率 (%)	-10.3%	-70.3%	10.5%	12.3%	12.3%
- 營業外虧損淨額	-8	-197	0	0	0	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
稅前利潤	1,184	492	2,427	5,631	8,070	庫存周轉天數	79.3	119.6	126.0	110.0	100.0
- 所得稅支出	-122	-346	255	693	993	應收賬款天數	52.1	75.4	78.0	70.0	62.0
- 關聯公司及其他虧損	-14	-16	0	0	0	應付賬款天數	129.0	157.7	145.0	135.0	130.0
淨利潤	1,320	854	2,172	4,938	7,078	財務狀況					
普通股股東所得淨利潤	1,320	854	2,172	4,938	7,078	資產負債率	19.0%	17.7%	17.4%	16.5%	15.2%
折舊與攤銷	4,174	3,453	2,913	1,917	1,641	ROA	2.0%	1.3%	3.0%	6.2%	7.9%
EBITDA	6,971	5,496	5,367	7,581	9,752	ROE	2.4%	1.5%	3.6%	7.4%	9.3%
主營業務增長 (%)	43.6%	-3.9%	17.6%	24.9%	20.5%	經營性現金流/收入	15.1%	7.4%	15.0%	22.5%	22.4%
EBITDA 增長率 (%)	35.8%	-26.8%	-2.4%	29.2%	22.3%						

資產負債表						現金流量表					
	2022財年	2023財年	2024財年	2025財年	2026財年		2022財年	2023財年	2024財年	2025財年	2026財年
	實際	實際	預測	預測	預測		實際	實際	預測	預測	預測
+ 現金與現金等同	4,835	3,933	7,233	13,875	21,816	+ 淨利潤	1,320	854	2,172	4,938	7,078
+ 短期投資	1,020	1,840	1,840	1,840	1,840	+ 折舊、攤銷	4,174	3,453	2,913	1,917	1,641
+ 應收賬款與票據	4,126	5,376	6,182	6,776	7,054	+ 其他非現金調整	-1,164	-975	-1,019	-1,019	-1,019
+ 庫存	3,771	4,351	5,096	4,780	5,370	+ 非現金經營資本變動	-1,846	-3,049	-1,753	-427	-1,245
+ 其他流動資產	1,267	1,268	1,395	1,534	1,688	經營活動現金流量	3,565	1,667	3,994	7,508	8,985
總計流動資產	15,019	16,768	21,746	28,805	37,768	+ 固定資產變動	-450	-546	-693	-866	-1,044
+ 財產、廠房及設備	1,513	1,589	1,812	2,122	2,504	+ 長期淨投資變動	0	0	0	0	0
+ 經營租賃	460	633	633	633	633	+ 收購與剥离淨現金	822	-131	0	0	0
+ 長期投資與應收	0	0	0	0	0	+ 其他投資活動	1,627	-746	0	0	0
+ 其他長期資產	50,588	48,895	48,144	48,464	49,150	投資活動現金	1,999	-1,423	-693	-866	-1,044
總計非流動資產	52,561	51,117	50,589	51,219	52,287	+ 已付股利	0	0	0	0	0
總資產	67,580	67,885	72,335	80,024	90,054	+ 債務(償付)所得現金	679	0	0	0	0
+ 應付賬款	5,570	5,137	5,735	6,386	6,809	+ 股本增加	167	268	0	0	0
+ 短期債務	0	751	751	751	751	+ 股本減少	-406	-427	0	0	0
+ 其他短期負債	463	363	363	363	363	+ 其他融資活動	-2	-2	0	0	0
總計流動負債	6,369	6,689	7,287	7,938	8,361	融資所得現金	-3,264	-1,146	0	0	0
+ 長期借款	2,863	2,252	2,252	2,252	2,252	現金淨增減	2,300	-902	3,300	6,642	7,941
+ 其他長期負債	3,598	3,052	3,052	3,052	3,052	現金剩餘	4,835	3,933	7,233	13,875	21,816
總計非流動負債	6,461	5,304	5,304	5,304	5,304						
總負債	12,830	11,993	12,591	13,242	13,665						
總股東權益	54,750	55,892	59,745	66,782	76,389						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。