

科技	收盘价 美元 155.28	目标价 美元 200.00	潜在涨幅 +28.8%
----	------------------	------------------	----------------

2024年8月20日

## 超微半导体 (AMD US)

### 收购服务器公司 ZT Systems，增强 AI 服务器系统集成能力

⊕ **收购服务器公司 ZT Systems**：AMD 宣布通过 75% 现金加 25% 公司普通股，作价 49 亿美元，收购总部在美国新泽西的服务器公司 ZT Systems。ZT Systems 之前为 AMD 的合作伙伴之一，主营数据中心服务器的设计、维护和制造，过去一年收入 100 亿美元，在美国和欧洲有 2500 人的工程师团队。公司称将保留其中 1000 名系统设计工程师，但寻求向产业伙伴出售 ZT Systems 制造部分的业务。我们认为，这或许是公司在美国本土服务器人才短缺下变相获取人才的一种方法。市场反应正面，AMD 股价在 8 月 19 日收盘较上一交易日涨逾 4.5%，相对费城半导体指数涨近 1.9%。

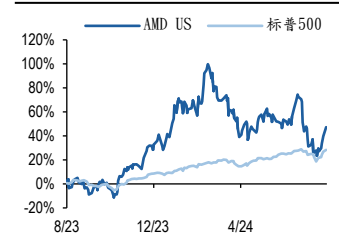
⊕ **我们的思考**：我们认为，AMD 对 ZT Systems 以及之前对 AI 软件公司 Silo 的收购，意在提升其在人工智能计算领域端到端的竞争力。AMD 试图纵向收购打造从芯片、软件到系统的完整生态体系。我们认为，这些举措虽然不能在短时间内使 AMD 在芯片和系统的竞争能力大幅提高，但增强服务器设计能力或将更好满足下游客户对 AI 服务器的定制化需求，在一定程度上缩短产品从设计到上市的时间。如我们之前报告所讲，AMD 在 Chiplet 等芯片设计上具有技术优势，公司在软件和系统的补强或在一定程度上提高公司 MI300 系列产品在下游的粘性。换个角度看，对于服务器设计制造公司来说，在行业处于上升时期加速与更加强大的芯片公司整合，或许是解决长期以来行业受周期影响强、利润率不稳定的出路之一。

⊕ **维持买入**：根据 AMD 管理层，ZT Systems 的服务维护收入将被记入 AMD 数据中心的收入，AMD 将每年增加 1.5 亿美元的运营支出。收购或将在 2Q25 完成交割，AMD 新增的收入部分或将与公司之前的盈利水平相似，而收购所带来的摊薄影响或将非常有限。我们略微上调公司 2025 年收入/利润预测至 339.3 亿/98.0 亿美元（前值 335.2 亿/96.8 亿美元），维持 2024/25 年数据中心 GPU（MI300 系列）48/90 亿美元的收入预测不变。利润增加与收购摊薄抵消，维持 2024/25 年调整后 EPS 3.61/5.89 美元不变。重申**买入**评级，保持目标价 200 美元，对应 2024/25 年平均市盈率 42 倍。

#### 个股评级

**买入**

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (美元)	211.38
52周低位 (美元)	93.67
市值 (百万美元)	251,317.57
日均成交量 (百万)	60.60
年初至今变化 (%)	5.34
200天平均价 (美元)	165.06

资料来源: FactSet

#### 王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com  
(852) 3766 1867

#### 童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

#### 财务数据一览

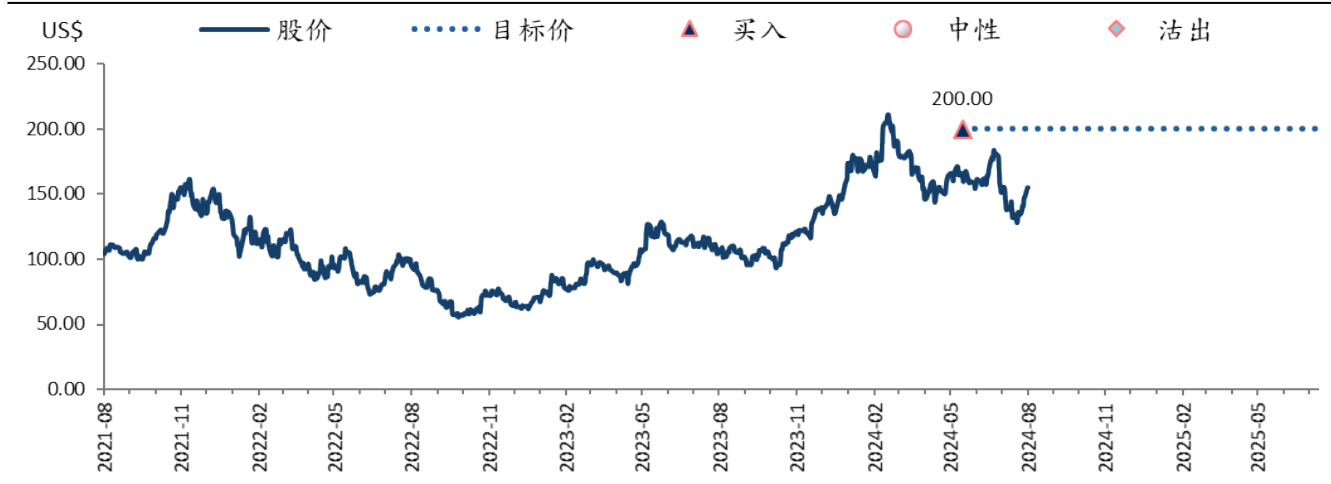
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	23,601	22,680	26,010	33,927	39,528
同比增长 (%)		-3.9	14.7	30.4	16.5
净利润 (百万美元)	5,504	4,302	5,921	9,797	11,995
每股盈利 (美元)	3.50	2.65	3.61	5.89	7.23
同比增长 (%)		-24.4	36.4	63.3	22.6
前EPS预测值 (美元)				5.89	7.21
调整幅度 (%)				0.0	0.2
市盈率 (倍)	44.3	58.7	43.0	26.3	21.5
每股账面净值 (美元)	34.85	34.40	37.03	42.18	48.15
市账率 (倍)	4.46	4.51	4.19	3.68	3.22
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 超微半导体 (AMD US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发布日期	子行业
AMD US	超微半导体	买入	155.28	200.00	28.8%	2024 年 06 月 03 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 月 19 日

## 财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	23,601	22,680	26,010	33,927	39,528
主营业务成本	(12,998)	(12,220)	(12,912)	(15,426)	(17,714)
<b>毛利</b>	<b>10,603</b>	<b>10,460</b>	<b>13,098</b>	<b>18,501</b>	<b>21,814</b>
销售及管理费用	(2,336)	(2,352)	(2,908)	(3,779)	(4,403)
研发费用	(5,005)	(5,872)	(5,823)	(5,998)	(7,622)
其他经营净收入/费用	(1,998)	(1,835)	(1,541)	(1,160)	(510)
<b>经营利润</b>	<b>1,264</b>	<b>401</b>	<b>2,826</b>	<b>7,563</b>	<b>9,279</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	6,345	4,854	6,680	11,103	13,629
财务成本净额	(88)	(106)	(100)	(40)	(40)
其他非经营净收入/费用	8	197	217	196	196
<b>税前利润</b>	<b>1,184</b>	<b>492</b>	<b>2,943</b>	<b>7,719</b>	<b>9,435</b>
税费	122	346	51	(582)	(1,090)
非控股权益	14	16	28	28	28
<b>净利润</b>	<b>1,320</b>	<b>854</b>	<b>3,022</b>	<b>7,165</b>	<b>8,373</b>
作每股收益计算的净利润	1,320	854	3,022	7,165	8,373
Non-GAAP标准的净利润	5,504	4,302	5,921	9,797	11,995

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4,835	3,933	6,587	16,201	26,416
有价证券	1,020	1,840	1,227	1,227	1,227
应收账款及票据	4,126	5,376	7,805	9,095	10,853
存货	3,771	4,351	6,515	7,173	8,428
其他流动资产	1,267	1,268	1,385	1,385	1,385
<b>总流动资产</b>	<b>15,019</b>	<b>16,768</b>	<b>23,519</b>	<b>35,081</b>	<b>48,309</b>
物业、厂房及设备	1,973	2,222	2,277	2,228	2,179
其他有形资产	24,118	21,363	19,003	16,993	15,323
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
其他长期资产	26,470	27,532	27,969	27,969	27,969
<b>总长期资产</b>	<b>52,561</b>	<b>51,117</b>	<b>49,249</b>	<b>47,190</b>	<b>45,471</b>
<b>总资产</b>	<b>67,580</b>	<b>67,885</b>	<b>72,768</b>	<b>82,271</b>	<b>93,780</b>
短期贷款	93	857	100	100	100
应付账款	5,570	5,137	6,710	7,420	8,800
其他短期负债	706	695	867	867	867
<b>总流动负债</b>	<b>6,369</b>	<b>6,689</b>	<b>7,677</b>	<b>8,387</b>	<b>9,767</b>
长期贷款	2,863	2,252	2,245	2,245	2,245
其他长期负债	3,598	3,052	2,908	2,908	2,908
<b>总长期负债</b>	<b>6,461</b>	<b>5,304</b>	<b>5,153</b>	<b>5,153</b>	<b>5,153</b>
<b>总负债</b>	<b>12,830</b>	<b>11,993</b>	<b>12,830</b>	<b>13,540</b>	<b>14,920</b>
股本	58,021	59,693	60,559	60,559	60,559
储备及其他资本项目	(3,271)	(3,801)	(621)	8,172	18,301
<b>股东权益</b>	<b>54,750</b>	<b>55,892</b>	<b>59,938</b>	<b>68,731</b>	<b>78,860</b>
<b>总权益</b>	<b>54,750</b>	<b>55,892</b>	<b>59,938</b>	<b>68,731</b>	<b>78,860</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,184	492	2,943	7,719	9,435
折旧及摊销	4,174	3,453	3,021	2,683	2,351
营运资本变动	(2,225)	(2,949)	(3,608)	(1,237)	(1,634)
税费	122	346	51	(582)	(1,090)
其他经营活动现金流	310	325	1,396	1,656	1,784
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,565</b>	<b>1,667</b>	<b>3,803</b>	<b>10,239</b>	<b>10,847</b>
资本开支	(450)	(546)	(605)	(624)	(632)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	2,449	(877)	560	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,999</b>	<b>(1,423)</b>	<b>(45)</b>	<b>(624)</b>	<b>(632)</b>
负债净变动	(312)	0	100	0	0
权益净变动	(3,535)	(1,144)	15	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	583	(2)	(1,200)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3,264)</b>	<b>(1,146)</b>	<b>(1,085)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>2,535</b>	<b>4,835</b>	<b>3,933</b>	<b>6,606</b>	<b>16,220</b>
<b>年末现金</b>	<b>4,835</b>	<b>3,933</b>	<b>6,587</b>	<b>16,201</b>	<b>26,416</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(美元)</b>					
核心每股收益	0.840	0.526	1.856	4.311	5.046
全面摊薄每股收益	0.840	0.526	1.856	4.311	5.046
Non-GAAP标准下的每股收益	3.504	2.647	3.610	5.894	7.228
每股股息	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股账面值	34.850	34.395	37.028	42.181	48.154
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	44.9	46.1	50.4	54.5	55.2
EBITDA利润率	5.4	2.7	11.8	23.0	24.0
EBIT利润率	5.4	2.7	11.8	23.0	24.0
净利率	5.6	3.8	11.6	21.1	21.2
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.4	2.5	3.1	4.2	4.9
存货周转天数	29.7	35.1	48.8	44.7	46.2
应收账款周转天数	15.9	21.6	27.3	24.4	25.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月20日

## 超微半导体 (AMD US)

### 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

### 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

### 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**