

买入

2024年11月1日

上调加速卡收入至 50 亿美元，25 年底有望追赶 Blackwell

- 业绩摘要:** 2024Q3 公司营收 68.2 亿美元，同比增加 17.6%，略高于彭博一致预期 67.1 亿美元。毛利率为 50.1%，同比增加 2.8 个百分点；经营利润为 7.2 亿美元，同比增长 223%，营业利润率为 10.6%；GAAP 净利润 7.7 亿美元，Non-GAAP 净利润 15.0 亿美元，同比增长 32.5%。Non-GAAP 摊薄 EPS 为 0.92 美元，符合彭博一致预期的 0.92 美元。Q3 收入指引中值 75 亿美元，同比增加 21.6%，基本符合彭博一致预期。Non-GAAP 毛利率指引为 54%。
- MI300 全年收入指引 50 亿美元，25 年底 MI350 性能实现代际飞跃:** 本季度数据中心营收同比增长 122.1% 达 35.5 亿美元。第五代 EPYC 处理器在 OEM 及 ODM 中广泛应用，9005 系列价格同比 +10%-25%，性能较竞争对手提升 60%。本季度 GPU 销售额达 15 亿元，公司上调全年收入指引至 50 亿美元，我们预计 MI300 全年收入 55 亿美元。未来 AI GPU 产品路线图清晰，MI325X 将于 Q4 推出，2025 年底将推出对标英伟达 Blackwell 的 MI350 系列产品，当前大型 CSP 厂商资本支出仍在增长阶段，公司指引长期 AI GPU 市场份额有望达 5%-10%。
- 2025 年 Ryzen AI 平台数量超 100 个，明年 PC 出货量将温和复苏:** 本季度客户端业务收入同比增长 29.5% 达 18.8 亿美元，今年 Ryzen AI Pro 平台数量将增加三倍，25 年商用平台将超 100 个。2024Q3 年全球 PC 出货量同比下滑 2.4% 达 6880 万台，IDC 表示个人电脑需求将受益于 AIPC 及新一轮换机周期，25 年将有个位数增长，我们预计公司客户端全年将实现同比 38.7% 的增长达 64.5 亿美元。
- 游戏全年继续承压，嵌入式业务受益国防需求增长:** Q3 游戏业务同比下滑 69.3% 达 4.6 亿美元，9 月拿下的索尼 PS5 Pro 订单有望驱动游戏收入在 25 年的降幅缩小；嵌入式业务受益于国防及航天需求增加环比增长 7.7% 达 9.3 亿美元，公司指引 25 年市场温和复苏。
- 目标价 180.00 美元，买入评级:** 全年 MI300 持续放量+消费级产品需求回暖将驱动数据中心及客户端业务增长，游戏及嵌入式业务中短期仍在承压，预计 2024-2026 年公司收入 CAGR 为 38.3%，Non-GAAP 净利润 CAGR 为 63.2%。采用 DCF 估值法，得到目标价 180.00 美元，对应 2025 年 PE 为 26 倍，对比当前股价仍有 24.94% 的上升空间，买入评级。
- 风险因素:** AI 算力芯片及服务器处理器订单量不及预期；PC 产品订单量不及预期；未来产品线路及技术落地时间不及预期。

曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

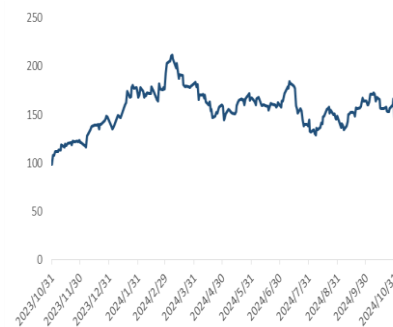
主要数据

行业	半导体
股价	144.07 美元
目标价	180.00 美元 (+24.94%)
股票代码	AMD (US)
总股数	16.18 亿 ADS
市值	2337.98 亿美元
52 周高/低	227.30 美元/105.91 美元
每 ADS 账面值	35.14 美元
主要股东	Vanguard Group INC. 9.10% BlackRock 8.06% State Street Corp 4.24%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入 (百万美元)	23,601	22,680	26,325	34,900	43,404
变动	43.6%	-3.9%	16.1%	32.6%	24.4%
Non-GAAP净利润 (百万美元)	5,504	4,302	5,499	8,818	11,461
Non-GAAP每股盈利 (美元)	3.5	2.7	3.4	5.5	7.1
变动	25.6%	-23.3%	25.9%	62.0%	30.0%
基于144.07美元的市盈率 (估)	41.1	53.6	42.6	26.3	20.2
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%

股价表现



来源: 公司资料, 第一上海预测

来源: 彭博

MI300 系列销售情况预测

未来三年 AI GPU 收入 CAGR 假设 2024-2026 年台积电 CoWoS 先进封装年产能分别为 42/90/132 万片，公司订单占比分别为 11%/9%/8%；我们预计公司 2024-2026 年 GPU 贡献收入分别为 55/110/175 亿美元，三年复合增长率 469.1%。

图表 1：2024 年-2026 年公司 GPU 产品的营收预测

以百万USD计除每股 12个月结束	FY2022 12/31/2022	FY2023 1/31/2024	FY2024E 12/29/2024	FY2025E 12/28/2025	FY2026E 12/28/2026
Data Center	6,042	6,496	13,561	20,967	28,642
<i>YoY</i>	65.8%	7.5%	108.7%	54.6%	36.6%
Data Center MPU	5,473	5,572	7,613	9,475	10,564
<i>YoY</i>	60.0%	1.8%	36.6%	24.5%	11.5%
<i>Total Units</i>	32,384	33,788	33,957	34,975	36,025
<i>AMD Share</i>	17%	18%	19%	21%	23%
<i>AMD Units(K)</i>	5,392	5,972	6,452	7,345	8,286
<i>ASP</i>	1,015	933	1,180	1,290	1,275
Data Center GPU	273	540	5,544	11,016	17,487
<i>YoY</i>	22.0%	120.0%	926.7%	98.7%	58.7%
<i>CowoS Units(K)</i>			420	900	1,320
<i>AMD share</i>			11%	9%	8%
<i>Interposer</i>			12	12	12
<i>AMD Units</i>			554	918	1,267
<i>ASP</i>			10,000	12,000	13,800
FPGA&DPU	296	385	404	476	591
<i>YoY</i>		30.0%	5%	18%	24%

资料来源：公司资料，第一上海预测

主要财务报表

损益表

单位：百万美元, 财务年度截至12月31日

	2022财年 实际	2023财年 实际	2024财年 预测	2025财年 预测	2026财年 预测
主营业务收入	23,601	22,680	26,325	34,900	43,404
- 主营业务收入成本	12,998	12,220	13,215	16,473	19,749
毛利	10,460	13,110	18,427	23,655	0
营业开支	9,339	10,059	10,741	12,494	15,409
销售总务及管理开支	4,334	4,187	4,344	5,863	7,813
研究和开发开支	5,005	5,872	6,397	6,631	7,596
营业利润	1,264	401	2,369	5,933	8,247
- 利息支出	88	106	0	0	0
- 营业外亏损净额	-8	-197	0	0	0
税前利润	1,184	492	2,343	5,898	8,203
- 所得税支出	-122	-346	187	826	1,148
- 关联公司及其他亏损	-14	-16	0	0	0
净利润	1,320	854	2,155	5,072	7,055
普通股股东所得净利润	1,320	854	2,155	5,072	7,055
折旧与摊销	4,174	3,453	467	554	662
EBITDA	6,971	5,496	2,836	6,487	8,909
主营业务增长 (%)	43.6%	-3.9%	16.1%	32.6%	24.4%
EBITDA 增长率 (%)	35.8%	-26.8%	-93.8%	56.3%	27.2%

资产负债表

	2022财年 实际	2023财年 实际	2024财年 预测	2025财年 预测	2026财年 预测
+ 现金与现金等同	4,835	3,933	6,249	12,134	20,784
+ 短期投资	1,020	1,840	1,840	1,840	1,840
+ 应收账款与票据	4,126	5,376	6,031	7,541	7,410
+ 库存	3,771	4,351	4,900	5,167	5,805
+ 其他流动资产	1,267	1,268	1,268	1,268	1,268
总计流动资产	15,019	16,768	20,288	27,950	37,107
+ 财产、厂房及设备	1,513	1,589	1,780	2,099	2,522
+ 经营租赁	460	633	633	633	633
+ 长期投资与应收	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	50,588	48,895	48,895	48,895	48,895
总计非流动资产	52,561	51,117	51,308	51,627	52,050
总资产	67,580	67,885	71,597	79,577	89,156
+ 应付账款	5,570	5,137	5,509	6,846	7,417
+ 短期债务	0	751	751	751	751
+ 其他短期负债	463	363	363	363	363
总计流动负债	6,369	6,689	7,061	8,398	8,969
+ 长期借款	2,863	2,252	2,252	2,252	2,252
+ 其他长期负债	3,598	3,052	3,052	3,052	3,052
总计非流动负债	6,461	5,304	5,304	5,304	5,304
总负债	12,830	11,993	12,365	13,702	14,273
总股东权益	54,750	55,892	59,232	65,875	74,883

财务能力分析

	2022财年 实际	2023财年 实际	2024财年 预测	2025财年 预测	2026财年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	44.9%	46.1%	49.8%	52.8%	54.5%
EBITDA 利润率 (%)	29.5%	24.2%	10.8%	18.6%	20.5%
净利润率 (%)	5.6%	3.8%	8.2%	14.5%	16.3%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	9.9%	10.4%	10.2%	12.0%	13.5%
研发费用/收入 (%)	21.2%	25.9%	24.3%	19.0%	17.5%
实际税率 (%)	-10.3%	-70.3%	8.0%	14.0%	14.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	79.3	119.6	126.0	110.0	100.0
应收账款天数	52.1	75.4	78.0	70.0	62.0
应付账款天数	129.0	157.7	145.0	135.0	130.0
财务状况					
资产负债率	19.0%	17.7%	17.3%	17.2%	16.0%
ROA	2.0%	1.3%	3.0%	6.4%	7.9%
ROE	2.4%	1.5%	3.6%	7.7%	9.4%
经营性现金流/收入	15.1%	7.4%	11.3%	19.4%	22.4%

现金流量表

	2022财年 实际	2023财年 实际	2024财年 预测	2025财年 预测	2026财年 预测
+ 净利润	1,320	854	2,155	5,072	7,055
+ 折旧、摊销	4,174	3,453	467	554	662
+ 其他非现金调整	-1,164	-975	0	0	0
+ 非现金经营资本变动	-1,846	-3,049	-833	-439	65
经营活动现金流量	3,565	1,667	2,974	6,758	9,735
+ 固定资产变动	-450	-546	-658	-872	-1,085
+ 长期净投资变动	0	0	0	0	0
+ 收购与剥离净现金	822	-131	0	0	0
+ 其他投资活动	1,627	-746	0	0	0
投资活动现金	1,999	-1,423	-658	-872	-1,085
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 债务(偿付)所得现金	679	0	0	0	0
+ 股本增加	167	268	0	0	0
+ 股本减少	-406	-427	0	0	0
+ 其他融资活动	-2	-2	0	0	0
融资所得现金	-3,264	-1,146	0	0	0
现金净增减	2,300	-902	2,316	5,885	8,650
现金剩余	4,835	3,933	6,249	12,134	20,784

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」), 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。