

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	美元 112.01	美元 141.00↓	+25.9%

2025 年 2 月 6 日

超微半导体 (AMD US)

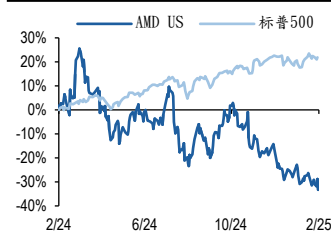
数据中心业务收入不及预期，但股价依然有吸引力

- 业绩和指引符合或超过预期：4Q24 收入 76.6 亿美元，超过我们和市场预期的 75 亿美元。4Q24 调整后 EPS 1.09 美元，符合我们和市场预期。公司指引 1Q25 收入 71 亿美元（+/-3 亿美元），中位数符合我们和市场预期。指引调整后 1Q25 毛利率 54% 左右，环比持平，符合我们的预期。2025 全年，管理层指引收入或保持强劲的双位数增长，而毛利率或在 1H25 保持 54%，且在 2H25 略微上升。公司指引经营费用增速低于收入增速。
- 投资者关注数据中心收入。4Q24 数据中心收入 39 亿美元，略低于我们的预期的 41 亿美元。管理层谈到 2024 全年数据中心 GPU 收入超过 50 亿美元（我们预测 52 亿美元）。公司未能像 2024 年一样提供 2025 年 GPU 的收入指引，并表示今后会淡化数据中心 CPU/GPU 的报告边界。管理层指引 1H25 数据中心收入与 2H24 基本相似（且 GPU/CPU 各自也与 2H24 相似）。产品方面，MI325 已于 4Q24 向客户发货。而客户对于 MI350 的热情高涨，且产品开发顺利，管理层将 MI350 的发货时间从 2H25 提前到 2025 年中。我们认为，MI325 和 MI300X 同样使用 CDNA3 的架构，二者在产品性能上区别有限，这或是 1H25 数据中心收入与 2H24 持平的原因。MI350 使用新的 CDNA4 架构，性能或有提升。管理层认为 2H25 数据中心收入或高于 1H25。管理层提到正着手开发 ASIC 项目以支持人工智能模型的变化。正如我们之前对于 [DeepSeek 的分析](#) 中写道，高效开源大模型对于 AMD 的影响中性。我们认为 AMD 在 Chiplet 技术上的领先或帮助公司在产品多样性和灵活性上超越竞对。
- 下调目标价：我们认为，AMD 股价 2024 全年承压的主要原因是投资者对于公司 GPU 行业第二的所能获得市场份额期望过高。公司 MI300 收入从 0 到 1（50 亿美元）仅在 12 个月时间内完成。基本上，虽然产品周期造成数据中心 1H25 增速下降，但 2H25 再加速值得期待，且其他业务增速稳健。我们保持 1Q25 收入 71 亿美元预测，下调 2025 全年收入/调整后 EPS 至 314 亿/4.55 美元。维持买入评级。下调目标价到 141 美元，对应 31 倍 2025 年市盈率。我们认为 AMD 现在 24 倍左右 2025 年市盈率的估值具有吸引力。

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)	112.01
市值 (百万美元)	181,770.95
日均成交量 (百万)	109.94
年初至今变化 (%)	(7.27)
200天平均价 (美元)	140.67

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	22,680	25,785	31,433	38,368	40,651
同比增长 (%)	-3.9	13.7	21.9	22.1	5.9
净利润 (百万美元)	4,302	5,420	7,477	9,975	13,126
每股盈利 (美元)	2.65	3.31	4.55	6.07	7.98
同比增长 (%)	-24.4	25.0	37.3	33.4	31.5
前EPS预测值 (美元)			4.94	6.78	
调整幅度 (%)			-8.0	-10.5	
市盈率 (倍)	42.3	33.8	24.6	18.5	14.0
每股账面净值 (美元)	34.40	36.02	39.69	45.35	45.35
市账率 (倍)	3.26	3.11	2.82	2.47	2.47

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>

2025 年 2 月 6 日

超微半导体 (AMD US)

图表 1: AMD 交银国际预测 vs. 公司业绩指引

4Q24 业绩	实际	指引	差异	交银预测	差异	4Q23	同比		
收入 (百万美元)	7,658	7,500	2%	7,519	2%	6,168	24%		
毛利率 (Non-GAAP)	54.1%	54.0%	0.1	54.1%	(0.0)	50.8%	3.3		
每股盈利 (Non-GAAP)	1.09			1.09	(0%)	0.77	42%		
1Q25E 指引	最低	最高	中位数	交银预测	差异	1Q24	同比		
收入 (百万美元)	6,800	7,400	7,100	7,114	(0%)	5,473	30%		
毛利率 (Non-GAAP)			54.4%	54.2%	0.2	61.8%	(7.4)		
	1Q25E			2025E			2026E		
交银预测	旧预测	新预测	变化	旧预测	新预测	变化	旧预测	新预测	变化
收入 (百万美元)	7,114	7,094	(0%)	32,613	31,433	(4%)	40,567	38,368	(5%)
毛利率 (Non-GAAP)	54.2%	54.0%	(0.2)	54.7%	54.4%	(0.3)	56.3%	55.6%	(0.7)
每股盈利 (Non-GAAP)	0.95	0.97	2%	4.94	4.55	(8%)	6.78	6.07	(11%)

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: AMD 交银国际预测 vs. Visible Alpha 一致预测

	2025E	2026E	2027E	1Q25E
收入				
交银预测	31,433	38,368	48,312	7,094
一致预测	32,080	39,310	47,751	7,011
差异%	(2%)	(2%)	1%	1%
毛利率 (Non-GAAP)				
交银预测	54.4%	55.6%	55.2%	54.0%
VA 一致预测	54.9%	56.0%	57.0%	54.3%
差异 ppt	(0.5)	(0.4)	(1.8)	(0.3)
营业利润率 (Non-GAAP)				
交银预测	26.4%	28.8%	30.2%	25.3%
VA 一致预测	28.4%	31.8%	35.1%	25.3%
差异 ppt	(2.0)	(3.0)	(4.9)	0.0
净利润 (Non-GAAP)				
交银预测	7,477	9,975	13,126	1,596
VA 一致预测	8,045	11,025	14,684	1,553
差异%	(7%)	(10%)	(11%)	3%
稀释 EPS (Non-GAAP)				
交银预测	4.55	6.07	7.98	0.97
VA 一致预测	4.92	6.72	8.62	0.94
差异%	(8%)	(10%)	(7%)	3%

资料来源: Visible Alpha, 交银国际预测

图表 3: 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 4: 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 发表日期	子行业
981 HK	中芯国际	买入	44.70	32.00	-28.4%	2024 年 11 月 05 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	25.30	30.00	18.6%	2025 年 01 月 06 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	124.83	170.00	36.2%	2024 年 12 月 19 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	112.01	141.00	25.9%	2025 年 02 月 05 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	79.55	97.00	21.9%	2025 年 01 月 20 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	110.59	133.00	20.3%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 2 月 5 日

2025 年 2 月 6 日

超微半导体 (AMD US)

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	22,680	25,785	31,433	38,368	40,651
主营业务成本	(12,220)	(13,060)	(15,169)	(18,197)	(19,248)
毛利	10,460	12,725	16,264	20,171	21,403
销售及管理费用	(2,352)	(2,783)	(3,251)	(3,968)	(4,204)
研发费用	(5,872)	(6,456)	(6,343)	(8,251)	(8,957)
其他经营净收入/费用	(1,835)	(1,586)	(1,900)	(1,250)	(1,050)
经营利润	401	1,900	4,770	6,702	7,192
财务成本净额	(106)	(92)	(40)	(40)	(40)
其他非经营净收入/费用	197	181	196	196	196
税前利润	492	1,989	4,926	6,858	7,348
税费	346	(381)	91	(533)	(882)
非控股权益	16	33	48	48	48
净利润	854	1,641	5,065	6,373	6,514
作每股收益计算的净利润	854	1,641	5,065	6,373	6,514
Non-GAAP标准的净利润	4,302	5,420	7,477	9,975	13,126

资产负债表简表 (百万元美元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,933	3,787	10,934	17,240	24,913
有价证券	1,840	1,345	1,345	1,345	1,345
应收账款及票据	5,376	6,192	7,293	9,270	11,719
存货	4,351	5,734	6,549	8,199	10,262
其他流动资产	1,268	1,991	1,991	1,991	1,991
总流动资产	16,768	19,049	28,111	38,045	50,230
物业、厂房及设备	1,589	1,802	1,947	2,094	2,243
合资企业/联营公司投资	99	149	149	149	149
其他长期资产	49,429	48,226	45,693	44,023	42,503
总长期资产	51,117	50,177	47,789	46,266	44,895
总资产	67,885	69,226	75,901	84,311	95,125
短期贷款	801	1,031	1,031	1,031	1,031
应付账款	2,055	1,990	2,163	2,637	3,305
其他短期负债	3,833	4,260	4,260	4,260	4,260
总流动负债	6,689	7,281	7,454	7,928	8,596
长期贷款	2,252	2,212	2,212	2,212	2,212
其他长期负债	3,052	2,165	2,165	2,165	2,165
总长期负债	5,304	4,377	4,377	4,377	4,377
总负债	11,993	11,658	11,831	12,305	12,973
股本	55,179	55,273	55,273	55,273	55,273
储备及其他资本项目	713	2,295	8,796	16,733	26,879
股东权益	55,892	57,568	64,069	72,006	82,152
总权益	55,892	57,568	64,069	72,006	82,152

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	854	1,641	5,065	6,373	6,514
折旧及摊销	3,453	3,064	2,703	2,372	2,230
营运资本变动	(3,049)	(2,098)	(1,743)	(3,154)	(3,845)
其他经营活动现金流	409	434	1,436	1,564	1,692
经营活动现金流	1,667	3,041	7,462	7,155	8,531
资本开支	(546)	(636)	(838)	(848)	(859)
投资活动	(866)	(9)	0	0	0
其他投资活动现金流	(11)	(456)	523	0	0
投资活动现金流	(1,423)	(1,101)	(315)	(848)	(859)
负债净变动	0	(750)	0	0	0
权益净变动	(1,144)	(1,311)	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(2)	(1)	0	0	0
融资活动现金流	(1,146)	(2,062)	0	0	0
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	4,835	3,933	3,811	10,958	17,264
年末现金	3,933	3,787	10,934	17,240	24,913

财务比率					
年结12月12日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	2.647	3.310	4.546	6.066	7.977
全面摊薄每股收益	2.647	3.310	4.546	6.066	7.977
Non-GAAP标准下的每股收益	2.647	3.310	4.546	6.066	7.977
每股账面值	34.395	36.018	39.692	45.349	45.349
利润率分析(%)					
毛利率	46.1	49.4	51.7	52.6	52.7
净利率	3.8	6.4	16.1	16.6	16.0
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
净利率	19.0	21.0	23.8	26.0	27.2
其他					
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	2.5	2.6	3.8	4.8	5.8
存货周转天数	129.6	149.9	154.0	155.4	183.3
应收账款周转天数	75.4	80.8	77.2	77.7	92.9

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**

2025 年 2 月 6 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关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、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有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，而并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。