

买入

2025 年 2 月 7 日

2024 年加速卡收入 50 亿美元，Ryzen 处理器需求强劲

- 业绩摘要：**2024Q4 公司营收 76.6 亿美元，同比增加 24.2%，略高于彭博一致预期 75.4 亿美元。毛利率为 50.7%，同比增加 3.5 个百分点；经营利润为 8.7 亿美元，同比增长 154.7%，营业利润率为 11.4%；GAAP 净利润 4.8 亿美元，Non-GAAP 净利润 17.8 亿美元，同比增长 42.3%。Non-GAAP 摊薄 EPS 为 1.09 美元，符合彭博一致预期。25Q1 收入指引中值 71 亿美元，同比增加 29.1%，基本符合彭博一致预期。Non-GAAP 毛利率指引为 54%，同比增加 1.7 个百分点。
- 2024 年 AI GPU 销售额 50 亿美元，今年销售额有望达到 75 亿美元：**本季度数据中心营收同比增长 69.1% 达 38.6 亿美元。2024 年 GPU 收入 50 亿美元，公司指引今年上半年 GPU 销售额跟 24H2 一致，预计 2025 年收入 75 亿美元。未来 AI GPU 产品路线图清晰，下一代数据中心产品 MI350X 将于年中量产，MI400 将于 2026 年发布。当前超高性价比的大模型 DeepSeek 出现有望减缓未来云厂商的资本开支增速，叠加 ASIC 芯片对 GPU 市场份额的侵蚀，公司后续 GPU 销售额将受制于需求减缓带来的市场份额承压。
- 客户端业务受益 AI 功能更新，2025 年营收有望同比+22%：**本季度客户端业务收入同比增长 58.3% 达 23.1 亿美元。截止 2024Q3，公司台式机/笔记本出货量份额分别为 28.7%/22.3%，环比增长 5.7/2.0 个百分点。展望 2025 年，公司预计全球 PC 市场有望同比增长 5%，实现温和复苏，公司客户端全年营收同比增长 22% 达 86.1 亿美元。
- 2025 年游戏业务降幅减缓，嵌入式业务温和增长：**Q4 游戏/嵌入式业务分别同比下滑 58.8%/12.7% 达 5.6/9.2 亿美元。公司指引 2025 年渠道库存去化完成后游戏产品销售额有望恢复正常，嵌入式产品受益于国防需求增长但被工业和通信需求疲软抵消。
- 目标价调整至 140.00 美元，买入评级：**上半年 AI 加速卡销售额增速放缓，但下半年 MI350 系列量产叠加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 2025-2027 年公司收入 CAGR 为 27.8%，Non-GAAP 净利润 CAGR 为 52.6%。采用 DCF 估值法，得到目标价 140.00 美元，对应 2026 年 PE 为 17.8 倍，对比当前股价仍有 27.09% 的上升空间，买入评级。
- 风险因素：**AI 算力芯片产品销量及性能不及预期；服务器处理器订单量不及预期；PC 需求回暖情况不及预期；游戏及嵌入式业务恢复不及预期。

曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

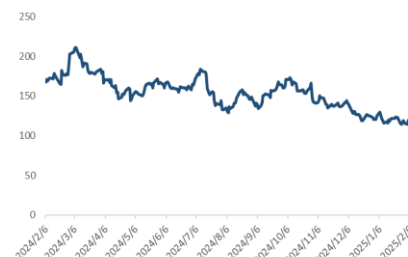
主要数据

行业	半导体
股价	110.16 美元
目标价	140.00 美元 (+27.09%)
股票代码	AMD (US)
总股数	16.20 亿 ADS
市值	1785.12 亿美元
52 周高/低	227.30 美元/106.50 美元
每 ADS 账面值	35.54 美元
主要股东	Vanguard Group INC. 9.17% BlackRock 7.98% State Street Crop 4.32%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入 (百万美元)	22,680	25,785	31,773	37,300	42,131
变动	-3.9%	13.7%	23.2%	17.4%	13.0%
Non-GAAP净利润 (百万美元)	4,302	5,442	7,458	10,113	12,672
Non-GAAP每股盈利 (美元)	2.7	3.3	4.6	6.3	7.9
变动	-23.3%	23.6%	39.5%	35.6%	25.2%
基于110.16美元的市盈率 (估)	41.0	33.1	23.8	17.5	14.0
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

AI 算力芯片销售情况预测

未来三年 AI GPU 收入 CAGR 338.4% 假设 2025-2027 年台积电 CoWoS 先进封装年产能分别为 90/132/156 万片，公司订单占比分别为 6%/5%/5%；我们预计公司 2025-2027 年 GPU 贡献收入分别为 75/104/137 亿美元，三年复合增长率 338.4%。

图表 1：2025 年-2027 年公司 GPU 产品的营收预测

以百万USD计除每股 12个月结束		FY2023 1/31/2024	FY2024 12/29/2024	FY2025E 12/31/2025	FY2026E 12/31/2026	FY2027E 12/31/2027
Data Center		6,496	12,579	16,953	21,421	25,650
	YoY	7.5%	93.6%	34.8%	26.4%	19.7%
Data Center MPU		5,572	7,212	9,023	10,564	11,363
	YoY	1.8%	29.4%	25.1%	17.1%	7.6%
	Total Units	33,788	33,956	34,974	36,023	37,104
	AMD Share	18%	18%	20%	23%	24%
	AMD Units(K)	5,972	6,112	6,995	8,285	8,905
	ASP	933	1,180	1,290	1,275	1,276
Data Center GPU		540	5,040	7,544	10,378	13,713
	YoY	120.0%	833.3%	49.7%	37.6%	32.1%
	CowoS Units(K)		420	900	1,320	1,560
	AMD share		10%	6%	5%	5%
	Interposer		12	12	12	13
	AMD Units		504	686	824	994
	ASP		10,000	11,000	12,600	13,800
FPGA&DPU		385	327	386	478	574
	YoY	30.0%	-15%	18%	24%	20%

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					
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	22,680	25,785	31,773	37,300	42,131
- 主营业务收入成本	12,220	13,060	15,029	16,972	18,453
毛利	12,725	16,744	20,329	23,677	0
营业开支	10,059	10,825	11,947	13,055	14,324
销售总务及管理开支	4,187	4,369	4,702	4,924	5,266
研究和开发开支	5,872	6,456	7,244	8,131	9,058
营业利润	401	1,900	4,798	7,274	9,353
- 利息支出	106	92	0	0	0
- 营业外亏损净额	-197	-181	0	0	0
税前利润	492	1,989	4,766	7,236	9,311
- 所得税支出	-346	381	763	868	931
- 关联公司及其他亏损	-16	-33	0	0	0
净利润	854	1,641	4,003	6,368	8,380
普通股股东所得净利润	854	1,641	4,003	6,368	8,380
折旧与摊销	3,453	3,064	539	632	738
EBITDA	5,496	6,824	5,337	7,906	10,091
主营业务增长 (%)	-3.9%	13.7%	23.2%	17.4%	13.0%
EBITDA 增长率 (%)	-26.8%	19.5%	-27.9%	32.5%	21.7%

资产负债表					
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	3,933	3,787	10,948	17,004	27,128
+ 短期投资	1,840	1,345	1,345	1,345	1,345
+ 应收账款与票据	5,376	6,192	6,517	6,331	7,245
+ 库存	4,351	5,734	3,450	5,979	4,376
+ 其他流动资产	1,268	1,991	1,991	1,991	1,991
总计流动资产	16,768	19,049	24,251	32,650	42,085
+ 财产、厂房及设备	1,589	1,802	2,057	2,357	2,673
+ 经营租赁	633	623	623	623	623
+ 长期投资与应收	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	48,895	47,752	47,752	47,752	47,752
总计非流动资产	51,117	50,177	50,432	50,732	51,048
总资产	67,885	69,226	74,683	83,382	93,132
+ 应付账款	5,137	6,250	6,274	6,926	6,401
+ 短期债务	751	0	0	0	0
+ 其他短期负债	363	476	476	476	476
总计流动负债	6,689	7,281	7,305	7,957	7,432
+ 长期借款	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
总计非流动负债	5,304	4,377	4,377	4,377	4,377
总负债	11,993	11,658	11,682	12,334	11,809
总股东权益	55,892	57,568	63,001	71,048	81,323

财务能力分析					
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	46.1%	49.4%	52.7%	54.5%	56.2%
EBITDA 利润率 (%)	24.2%	26.5%	16.8%	21.2%	24.0%
净利润率 (%)	3.8%	6.4%	12.6%	17.1%	19.9%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	10.4%	10.8%	10.0%	9.0%	8.0%
研发费用/收入 (%)	25.9%	25.0%	22.8%	21.8%	21.5%
实际税率 (%)	-70.3%	19.2%	16.0%	12.0%	10.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	119.6	139.0	110.0	100.0	101.0
应收账款天数	75.4	80.8	72.0	62.0	58.0
应付账款天数	157.7	156.9	150.0	140.0	130.0
财务状况					
资产负债率	17.7%	16.8%	15.6%	14.8%	12.7%
ROA	1.3%	2.4%	5.4%	7.6%	9.0%
ROE	1.5%	2.9%	6.4%	9.0%	10.3%
经营性现金流/收入	7.4%	11.8%	25.0%	18.7%	26.5%

现金流量表					
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 净利润	854	1,641	4,003	6,368	8,380
+ 折旧、摊销	3,453	3,064	539	632	738
+ 其他非现金调整	-975	-973	0	0	0
+ 非现金经营资本变动	-3,049	-2,098	1,983	-1,690	164
经营活动现金流量	1,667	3,041	7,955	6,989	11,177
+ 固定资产变动	-546	-636	-794	-933	-1,053
+ 长期净投资变动	0	0	0	0	0
+ 收购与剥离净现金	-131	-548	0	0	0
+ 其他投资活动	-746	83	0	0	0
投资活动现金	-1,423	-1,101	-794	-933	-1,053
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 债务(偿付)所得现金	0	-750	0	0	0
+ 股本增加	268	279	0	0	0
+ 股本减少	-427	-728	0	0	0
+ 其他融资活动	-2	-1	0	0	0
融资所得现金	-1,146	-2,062	0	0	0
现金净增减	-902	-122	7,161	6,057	10,124
现金剩余	3,933	3,811	10,972	17,028	27,152

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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。