

GPU 龙二进入新拐点，有望以 MI355 弯道超车

华泰研究

2025 年 3 月 26 日 | 美国

动态点评

电子元件

从 24 年 3 月起 AMD 股价一直表现较疲软，主要鉴于当时英伟达在 GTC 发布 Blackwell GPU 系列主打高算力和高性价比，而后 AMD 最新 GPU MI325 仅对标 H200，落后于英伟达一代，加上 AMD 在 24Q4 财报里并未给出 GPU 营收指引惹市场担忧。但近期我们看到 AMD 或将迎来拐点。在 GPU 方面，我们看好 AMD 全新 CDNA 4 架构 MI355X 或能迎难而上，直接对标英伟达在今年 GTC 刚发布的 B300，并已获得甲骨文订单，有望回到 MI300 时代的高估值（23H2 最高 9.0x Forward PS）。针对英伟达出口版 H20，AMD 也不甘落后，MI308 在中国需求攀升。CPU 方面，AMD AIPC 产品矩阵完善，且桌面 PC 和服务市场销量持续增长，无惧英特尔制程追赶。

MI355 GPU 客户进展如火如荼，规格参数直接对标英伟达 B300

AMD 将 MI355 量产提前到本年中，此前宣布为 25H2。我们认为 AMD 或将在 1Q 里补充 GPU 营收指引，并在 Computex 发布更多 MI350 细节。从规格来看，MI355X 基于台积电 N3 制程（领先 B300 的 4NP）；提供 2.3/4.6 PFLOPS FP16/FP8 算力，并支持 FP6/FP4 精度，与 B300 看齐；配备 12 层 288 GB HBM3E 与 B300 相同。AMD 目前尚未公布其互联传输速度。甲骨文在 3/10 财报中已宣布订购 MI355X，首批约为 3 万颗，其他潜在客户或也包括微软、Meta 等。最近 CEO 苏姿丰访京，我们估计英伟达在上半年出货 H20，因此 AMD 或也采取相似策略。据台湾经济日报，出口版 MI308 在中国市场需求攀升，此前 TomsHardware 报道 MI309 不符合美国出口要求，我们认为 MI308 或参照 MI300 采用 192GB HBM3，但其他算力配置应在限制范围内。

无惧英特尔的制程追赶，个人和服务器 CPU 市占率均持续攀升

此前市场认为 Intel 代工外包台积电与 AMD 制程拉齐，AMD 或面临更激烈竞争，但 2 月数据显示，AMD 桌面 PC 市占率呈现出增长趋势。据 Wccftech，AMD 在 2 月美国亚马逊 CPU 出货量占比高达 84.2%，而 Intel 仅为 15.8%。据 Mercury Research，24Q4 AMD 服务器在 x86 CPU 的市占率为 25.1%，对比 23Q4/24Q3 的 23.1%/ 24.2% 不降反升，但需注意 ARM 架构来势凶猛。软银在 3/19 宣布以 65 亿美元收购 ARM 架构初创公司 Ampere，叠加头部云厂商均自研 ARM CPU，或给 x86 整体带来压力。

上调 25E PS 至 8.4x，对应目标价上调至 165 美元，重申“买入”

我们看好 MI355 或能以硬件配置直接对标英伟达 B300 弯道超车，加上 CPU 市占率或能在激烈竞争中站稳脚跟，因此我们认为应近似 MI300 推出时估值，维持 25/26/27E Non-GAAP 归母净利润 78/100/120 亿美元，重申“买入”，25E PS 从 7.1x 上调至 8.4x，对应目标价从 139 上调至 165 美元。

风险提示：技术落地缓慢、中美贸易摩擦、需求不及预期等。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (美元百万)	22,680	25,785	31,794	38,880	45,941
+/-%	(3.90)	13.69	23.31	22.28	18.16
归母净利润 (美元百万)	854.00	1,641	5,760	6,759	8,814
+/-%	(35.30)	92.15	251.00	17.35	30.40
归母净利润 (调整后,美元百万)	4,302	5,420	7,760	9,959	12,014
+/-%	(21.84)	25.99	43.17	28.34	20.63
EPS (调整后,美元,最新摊薄)	2.67	3.31	4.74	6.08	7.34
PE (调整后,倍)	42.64	34.39	24.02	18.71	15.51
PB (倍)	3.28	3.24	2.96	2.65	2.34
ROE (调整后,%)	7.78	9.55	12.89	14.97	16.05
EV EBITDA (倍)	38.71	30.65	22.19	17.21	13.57

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

165.00

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

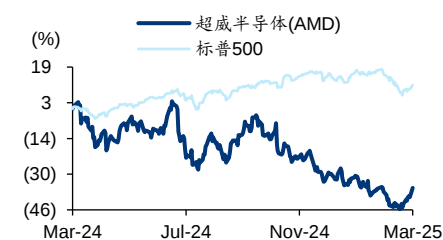
易楚妍

yichuyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (美元)	165.00
收盘价 (美元 截至 3 月 24 日)	113.85
市值 (美元百万)	184,491
6 个月平均日成交额 (美元百万)	4,827
52 周价格范围 (美元)	94.73-187.28
BVPS (美元)	35.49

股价走势图



资料来源：S&P

GPU 龙二进入新拐点，有望以 MI355 弯道超车

GPU 方面，AMD 或通过头部云厂商客户提前量产下一代 MI350，MI355X 除 FP4 算力以外各项指标均对标英伟达 B300，我们认为从 MI355X 规格来看 AMD 有望追上英伟达 GPU 代际。据 Digitimes，AMD 有意在 25 年协助微软、Meta 和甲骨文等客户更新为下一代 MI350 平台，且量产时间或较之前宣布的 25H2 提前到年中，我们认为 AMD 或在下次财报补充 GPU 营收指引，并在 Computex 2025 发布更进一步的 MI350 系列细节。25 年 2 月 Vultr 宣布成为首位 MI325X 的云厂商客户。目前甲骨文已宣布斥资数十亿美元订购 MI355X，首批约为 3 万颗。MI355X 基于台积电 N3 制程，提供 2.3/4.6/9.2 PFLOPS 的 FP16/FP8/FP4 算力，相比 MI300X 性能提升 77%，FP4 算力对标 B200，FP16/FP8 算力均与 B200/B300 基本相同，内存规格为 12 层 288 GB HBM3E，高于 B200 的 8 层 192 GB，与 B300 相同。不过，AMD 目前尚未公布 MI355X 的互联传输速度，我们认为需在正式发布时重点关注。

据台湾经济日报，MI308 在中国市场的需求攀升，此前 TomsHardware 报道 MI309 无法通过美国出口许可，我们认为 MI308 或也参照 MI300 采用 192GB HBM3，但其他算力配置应仅在限制要求内。我们估计 25H1 英伟达将主要给中国大陆出货 H20，同时认为 AMD 也或采取相似策略。

图表1：AMD 和英伟达 AI 芯片参数对比

产品名称	AMD					英伟达			
	MI250X	MI300A	MI300X	MI325X	MI355X	H100 SXM	H200 SXM	B200 (Dense/Sparse)	B300 (Dense/Sparse)
发布时间	2021.11	2023.12	2023.12	2024.10	2025H2	2022.3	2023.11	2024.03	2025H2
AI应用中的峰值算力 (TFLOPS)	INT8: 383 (TOPS)	FP8: 1,961.2	FP8: 2,614.9	FP8: 2,614.9	FP4/FP6: 9.2 PFLOPS	FP8: 1,978.9	FP8: 1,978.9	FP4: 9/18(PFLOPS)	FP4: 15/30(PFLOPS)
	FP16: 383	INT8: 1,961.2 (TOPS)	INT8: 2,614.9 (TOPS)	INT8: 2,614.9 (TOPS)	FP8: 4.6 PFLOPS	INT8: 1,978.9 (TOPS)	INT8: 1,978.9 (TOPS)	FP6/FP8: 4.5/9(PFLOPS)	FP6/FP8: 4.5/9(PFLOPS)
	BFLOAT16: 383	FP16: 980.6	FP16: 1,307.4	FP16: 1,307.4	FP16: 2.3 PFLOPS	FP16: 989.4	FP16: 989.4	INT8: 4.5/9(POPS)	INT8: 4.5/9(POPS)
		BFLOAT16: 980.6	BFLOAT16: 1,307.4			BFLOAT16: 989.4	BFLOAT16: 989.4	FP16/BF16: 2.2/4.5(PFLOPS)	FP16/BF16: 2.2/4.5(PFLOPS)
		TF32 (Matrix): 490.3	TF32 (Matrix): 653.7			TF32 (Matrix): 494.7	TF32 (Matrix): 494.7	TF32: 1.1/2.25(PFLOPS)	TF32: 1.1/2.25(PFLOPS)
						FP64: 40(TFLOPS)		FP64: 40(TFLOPS)	
最高时钟频率 (GHz)	1.7	2.1	2.1	2.1	-	1.98	1.98	-	-
工艺制程	TSMC 6nm FinFET	TSMC 5nm 6nm FinFET	TSMC 5nm 6nm FinFET	TSMC 5nm 6nm FinFET	TSMC 3nm	TSMC 4nm	TSMC 4nm	TSMC 4NP	TSMC 4NP
芯片面积 (mm²)	724	1,017	1,017	-	-	814	-	-	-
晶体管数量 (亿)	582	1,460	1,530	1,530	-	800	800	2080	-
内存容量 (GB)	128 HBM2e	128 HBM3	192 HBM3	256 HBM3E	288 HBM3E	80 HBM3	141 HBM3E	192 HBM3E	288 HBM3E
内存带宽 (TB/s)	3.3	5.3	5.3	6.0	8.0	3.3	4.8	8	8
互联技术 (GB/s)	100	约 800	896	896	-	900 NVLink	900 NVLink	NVLink: 1.8TB/s	NVLink: 1.8TB/s
						125 PCIe Gen5	128 PCIe Gen5	PCIe Gen6: 256GB/s	NVLink: 1.8TB/s
热设计功耗 TDP (W)	500	550-760	750	1000	-	700	700	1000	-
GPU架构	CDNA2	CDNA3	CDNA3	CDNA3	CDNA4	Hopper	Hopper	Blackwell	Blackwell

资料来源：AMD 官网，英伟达官网，华泰研究

软件生态方面，AMD 继续推进 ROCm 开放软件生态，并持续更新支持生成式 AI 负载的相关功能。如 ROCm 6.3 更新对类似 vLLM 的开源模型运行器 SGLang 和减少较长上下文时内存消耗的 Flash-Attention-2 技术等的支持，ROCm 6.2 更新对 FP8 数据类型、Flash Attention 3、Kernel Fusion 等的支持。此外，AMD 也针对 DeepSeek R1 和 V3 模型对 MI300X 和 Ryzen AI 架构进行调优。

无惧英特尔的制程追赶，个人和服务器 CPU 市占率均持续攀升

此前市场认为随着 Intel 将代工外包台积电，与 AMD 制程拉齐，AMD 或面临更激烈竞争，但 2 月数据显示，AMD 在桌面 PC 的市占率持续增加。据 Wccftech，AMD 在 2 月美国亚马逊 CPU 出货量占比高达 84.18%，而 Intel 仅为 15.82%，对比 24 年 12 月，AMD 出货量占比为 76.58%，Intel 为 23.42%。AMD Ryzen 7 9800X3D 占据销量榜首，2 月销量 8000+ 台，其次为 Ryzen 5600X /9700X /7800X3D /7700X，2 月销量均超过 3000 台，对比 Intel 销量最高的产品为 Core i9 14900K，销量超 1000 台，而与 AMD Ryzen 9000 系列作为旗

舰对标的 Arrow Lake 系列销量最高的 Core Ultra 7 265KF，出货量仅为 200 台左右。性能方面，Ryzen 9 9950X3D 采用 Zen 5 架构与 X3D 技术，具备 16 核 32 线程，L3 缓存高达 128MB，超过英特尔 Arrow Lake 旗舰产品 Core Ultra 9 285K 的 36MB，在游戏性能方面可超越其最长达 59%，Photoshop 创作性能超越其 13%。此外，我们认为在个人 PC 领域，X86 在与 ARM 的竞争中仍可凭借生态优势和软件兼容保持领先地位。

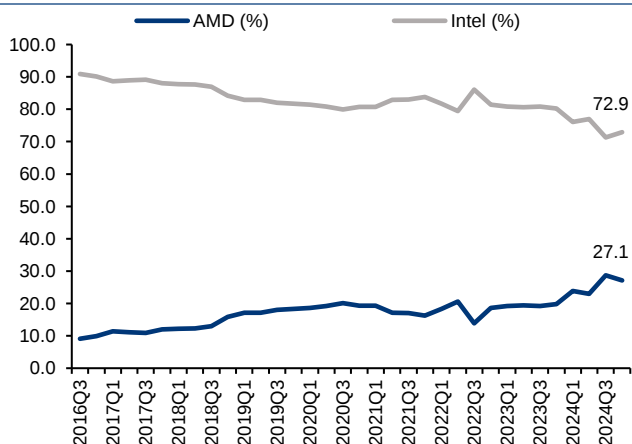
服务器 CPU 领域，AMD 相比 Intel 的份额环比持续提升，但 X86 与 ARM 的竞争日渐激烈。据 Mercury Research，AMD 在服务器 CPU 的市占率从 23Q4 的 23.1% 上升到 24Q4 的 25.1%，环比也有所提升，我们认为或显示出 AMD 服务器 CPU 产品竞争力提升。目前 X86 的优势主要为先发的软件兼容性和生态优势，而 ARM 主要通过更低的能耗和成本布局在超大规模云厂商客户和边缘计算等获得份额。例如 Ampere 的 Altra CPU 在多个指标上的性能均超过 AMD EPYC 7742，其主要客户包括微软 Azure、谷歌云、甲骨文、腾讯云等。3/19 软银集团（控股 ARM）宣布以 65 亿美元收购 Ampere，我们认为收购或促使软银整合 Ampere 在服务器领域的优势，增加 ARM 的影响力，叠加头部云厂商均自研 ARM CPU，或给 AMD 带来压力。

图表2：AMD CPU 在各市场的市占率

	2024 Q4		2024 Q3		2023 Q4	
	Unit Share	Revenue Share	Unit Share	Revenue Share	Unit Share	Revenue Share
Server	25.1%	35.5%	24.2%	33.9%	23.1%	31.8%
Desktop	27.1%	27.3%	28.7%	27.3%	19.8%	15.9%
Mobile	23.7%	21.6%	22.3%	19.2%	20.3%	15.0%
Total Client	24.6%	23.8%	23.9%	21.7%	20.2%	15.4%
Total CPU	24.7%	28.2%	24.0%	26.5%	20.4%	21.5%

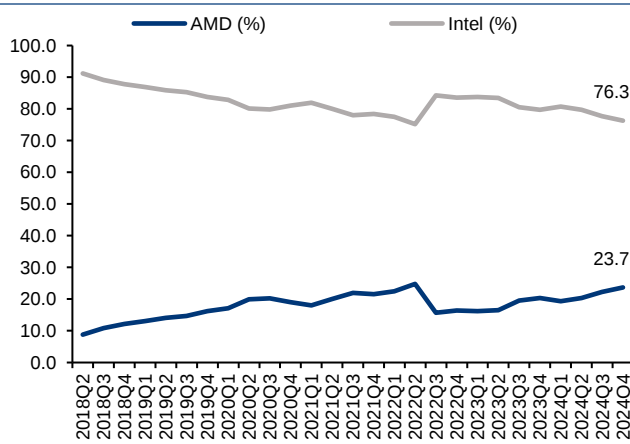
资料来源：Mercury Research，华泰研究

图表3：桌面端 PC x86 CPU 出货量市场份额



资料来源：Mercury Research，华泰研究

图表4：移动端 PC x86 CPU 出货量市场份额



资料来源：Mercury Research，华泰研究

AMD 全栈产品+性能提升+生态合作驱动 AI PC 产业变革

AMD 于 3/18 在北京举办“ADVANCING AI”AMD AI PC 创新峰会，AMD 董事长兼 CEO 苏姿丰发表演讲。本次峰会主要内容包括：1) AMD 凭借完备产品线和开放的生态系统驱动 AIPC 产业变革；2) AMD 在 CPU 和 GPU 领域持续创新，为游戏玩家和内容创作者提供行业领先的性能；3) AMD 与联想、微软等生态伙伴实现多领域深度合作。此外，AMD 也邀请联想中国区总裁刘军、华硕电脑全球副总裁石文宏、微软大中华区副总裁关淇及 Moyoyo 创始人兼 CEO 王言治博士共同发言。苏姿丰同时也表示 AMD 芯片与 DeepSeek 和阿里巴巴的 Qwen 兼容，我们认为或存在进一步合作的可能。

AMD 表示, AI 计算没有“一刀切”的解决方案, 需要各种不同类型的 AI 引擎来满足所有用例。我们认为, AMD 凭借其包含 CPU 和 GPU 的完整产品线, 能够应对从云到企业、AIPC 及嵌入式设备的广泛 AI 工作负载。AMD 表示, 未来 AIPC 将展示出递进的三个趋势: 1) 定制化、小参数、高度专业的 AI 模型可以产生与任务更相关的见解; 2) AI 将实现自动化, 可以从用户习惯和日常工作流程中学习, 成为真正的合作者, 提供直接帮助, 并完成重复性任务; 3) AI 将实现高级推理, 可以一步步地得出答案, 在减少延迟和保护隐私的前提下降低成本。

图表5: AMD AI 领域的全栈产品线



资料来源: AMD 官网, 华泰研究

AIPC 领域, Zen 架构在 AIPC 领域实现显著性能提升。公司表示最新 Ryzen 9800X3D 在中国市场广受欢迎, 与上一代产品相比帧率提高了 50%。针对内容创作者, 9950 X3D 与 9950X 相比, 性能提升了 70%, 能够更快地进行渲染、视频编辑、3D 建模和多任务处理。AMD 图形架构从 RDNA 2 到 RDNA 4, 每个 CU 的光线追踪性能提高了 2.4 倍。AMD 近期新推出的 FSR 4 为首个专为 RDNA 4 GPU 设计的高级机器学习技术, 用于预测运动、重建纹理和消除伪影。25 年 1 月, AMD 推出了 Ryzen AI MAX “Strix Halo”, 为第一个能够本地运行 700 亿参数大模型(如 Llama 3.2)的 X86 CPU。AMD 提到, 微软是重要的战略合作伙伴, 双方在 Windows 11 AI+ PC 方面取得了最新进展。微软正在积极利用大模型赋能 Windows 和 Microsoft 365 全线产品, 并推出了具备 AI 功能的应用平台 AI Hub。

图表6: AMD 与 AIPC 生态系统合作伙伴



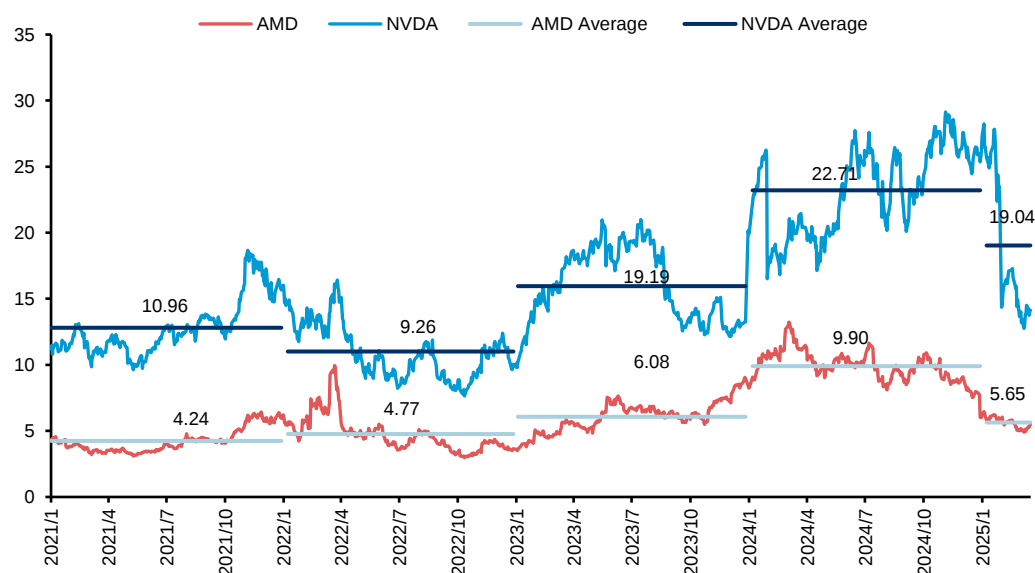
资料来源: AMD 官网, 华泰研究

盈利预测与估值

从 24 年 3 月起 AMD 股价一直表现较疲软,主要鉴于当时英伟达在 GTC 发布 Blackwell GPU 系列主打高算力和高性价比,而后 AMD 最新 GPU MI325 仅对标 H200,落后于英伟达一代,加上 AMD 在 24Q4 财报里并未给出 GPU 营收指引惹市场担忧。但近期我们看到 AMD 或将迎来拐点。在 GPU 方面,我们看好 AMD 全新 CDNA 4 架构 MI355X 或能迎头而上,直接对标英伟达在今年 GTC 刚发布的 B300,并已获得甲骨文订单,有望回到 MI300 时代的高估值(23H2 最高 9.0x Forward PS)。针对英伟达出口版 H20,AMD 也不甘落后,MI308 在中国需求攀升。CPU 方面,AMD AIPC 产品矩阵完善,且桌面 PC 和服务器市场销量持续增长,无惧英特尔制程追赶。

目前,主要竞争对手英伟达 25 年 Visible Alpha 一致预期 PS 为 14.4x,芯片可比公司 25 年一致预期 PS 均值为 8.4x,中位数为 7.0x。AMD 已追随英伟达脚步,发布逐年升级的 AI 芯片路线图,我们看好 MI355 或能以硬件配置直接对标英伟达 B300 弯道超车,加上 CPU 市占率或能在激烈竞争中站稳脚跟,因此我们认为应近似 MI300 推出时估值,因此我们上调 25E PS 从 7.1x 至 8.4x,对应目标价从 139 上调至 165 美元,重申“买入”。我们维持 25/26/27E 营收 318/389/459 亿美元,维持 25/26/27E Non-GAAP 归母净利润 78/100/120 亿美元。

图表7: AMD 和英伟达历史 Forward PS 水平



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表8：AI 芯片行业产业链的相关公司估值（数据截至 2025 年 3 月 25 日）

公司名称	股票代码	PS			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
芯片设计/晶圆代工/半导体设备							
NVIDIA CORPORATION	NVDA US	14.44	11.71	10.16	26.20	20.79	18.20
INTEL CORPORATION	INTC	1.98	1.83	1.75	47.52	19.81	13.68
BROADCOM	AVGO	14.31	12.46	10.90	37.45	30.40	24.98
QUALCOMM	QCOM	4.07	3.90	3.76	13.51	13.08	12.99
TSMC	2330 TW	6.97	5.81	4.90	16.62	13.83	11.88
均值		8.36	7.14	6.29	28.26	19.58	16.35
中位数		6.97	5.81	4.90	26.20	19.81	13.68
大型云厂商							
MICROSOFT	MSFT	9.94	8.67	7.52	28.16	24.21	20.63
ALPHABET	GOOGL	5.36	4.75	4.24	19.12	16.69	14.70
AMAZON	AMZN	3.19	2.93	2.69	32.46	26.70	22.07
ORACLE	ORCL	7.26	6.29	5.39	24.27	20.79	16.97
均值		6.44	5.66	4.96	26.00	22.10	18.59
中位数		6.31	5.52	4.81	26.22	22.50	18.80

注：预测值参考 Visible Alpha 一致预期，年份均为日历年

资料来源：Visible Alpha、华泰研究

风险提示

技术落地缓慢：公司的生产技术推进和产品落地可能达不到预期，或影响营收及利润。

中美贸易摩擦：中国是半导体产业的重要市场之一，如果中美局势再次升级，将对宏观因素和板块产品销售产生影响。

芯片需求不及预期：市场的芯片需求规模可能不及预期，影响行业营收及利润。

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,680	25,785	31,794	38,880	45,941
销售成本	(12,220)	(12,026)	(14,466)	(17,301)	(19,984)
毛利润	10,460	13,759	17,328	21,578	25,957
销售及分销成本	(2,352)	(2,783)	(3,338)	(4,082)	(4,824)
管理费用	(5,872)	(6,456)	(6,995)	(8,165)	(9,648)
其他收入/支出	25.00	181.00	25.00	25.00	25.00
财务成本净额	100.00	(92.00)	26.86	108.31	212.92
应占联营公司利润及亏损	16.00	17.60	19.36	21.30	23.43
税前利润	542.00	3,041	5,042	7,459	9,727
税费开支	(346.00)	381.00	718.00	(700.03)	(912.81)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	854.00	1,641	5,760	6,759	8,814
Non-GAAP 调整项	3,448	3,779	2,000	3,200	3,200
调整后净利润	4,302	5,420	7,760	9,959	12,014
折旧和摊销	(3,453)	(3,064)	(3,291)	(3,028)	(3,135)
EBITDA	4,892	6,197	8,306	10,379	12,649
EPS (美元, 基本)	0.53	1.00	3.52	4.13	5.38

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	4,351	5,734	6,881	8,257	9,908
应收账款和票据	5,376	6,192	7,430	8,916	10,700
现金及现金等价物	3,933	3,787	9,592	14,895	21,484
其他流动资产	3,108	3,336	4,003	4,804	5,765
总流动资产	16,768	19,049	27,907	36,872	47,857
固定资产	1,589	1,802	709.47	726.29	666.01
无形资产	45,625	43,769	41,070	38,775	36,480
其他长期资产	3,903	4,606	5,067	5,573	6,131
总长期资产	51,117	50,177	46,846	45,074	43,276
总资产	67,885	69,226	74,752	81,946	91,133
应付账款	2,418	2,466	2,466	2,713	2,984
短期借款	751.00	0.00	707.67	752.00	720.00
其他负债	2,769	4,815	4,334	3,900	3,510
总流动负债	6,689	7,281	7,507	7,365	7,214
长期债务	1,717	1,721	1,721	1,721	1,721
其他长期债务	3,587	2,656	2,656	2,656	2,656
总长期负债	5,304	4,377	4,377	4,377	4,377
股本	17.00	17.00	17.00	17.00	17.00
储备/其他项目	55,875	57,551	62,851	70,187	79,525
股东权益	55,892	57,568	62,868	70,204	79,542
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	55,892	57,568	62,868	70,204	79,542

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	42.64	113.57	32.36	27.57	21.15
PB	3.28	3.24	2.96	2.65	2.34
调整后 PE (倍)	42.64	34.39	24.02	18.71	15.51
调整后 ROE	7.78	9.55	12.89	14.97	16.05
EV EBITDA	38.71	30.65	22.19	17.21	13.57
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.28)	2.67	2.00	2.76	3.50

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	4,892	6,197	8,306	10,379	12,649
融资成本	(100.00)	92.00	(26.86)	(108.31)	(212.92)
营运资本变动	(3,833)	(333.00)	(3,534)	(3,850)	(4,514)
税费	(346.00)	381.00	718.00	(700.03)	(912.81)
其他	1,054	(3,296)	26.86	108.31	212.92
经营活动现金流	1,667	3,041	5,490	5,830	7,222
CAPEX	(546.00)	(636.00)	(620.00)	(750.00)	(780.00)
其他投资活动	(861.00)	(465.00)	(441.24)	(485.36)	(533.90)
投资活动现金流	(1,423)	(1,101)	(1,061)	(1,235)	(1,314)
债务增加量	(364.20)	(750.00)	707.67	44.33	(32.00)
权益增加量	(1,146)	(1,311)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	364.20	(1.00)	644.36	664.06	713.09
融资活动现金流	(1,146)	(2,062)	1,352	708.39	681.09
现金变动	(902.00)	(122.00)	5,781	5,303	6,589
年初现金	4,835	3,933	3,811	9,592	14,895
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,933	3,811	9,592	14,895	21,484

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(3.90)	13.69	23.31	22.28	18.16
毛利润	(1.35)	31.54	25.94	24.53	20.29
营业利润	(68.28)	631.67	69.42	46.95	29.58
净利润	(35.30)	92.15	251.00	17.35	30.40
调整后净利润	(21.84)	25.99	43.17	28.34	20.63
EPS (基本)	(35.13)	89.14	251.00	17.35	30.40
盈利能力比率 (%)					
毛利率	46.12	53.36	54.50	55.50	56.50
EBITDA	21.57	24.03	26.12	26.70	27.53
净利润率	18.97	21.02	24.41	25.62	26.15
调整后净利润率	18.97	21.02	24.41	25.62	26.15
ROE	1.54	2.89	9.57	10.16	11.77
调整后 ROE	7.78	9.55	12.89	14.97	16.05
ROA	1.26	2.39	8.00	8.63	10.18
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.62)	(3.59)	(11.39)	(17.69)	(23.94)
流动比率	2.51	2.62	3.72	5.01	6.63
速动比率	1.86	1.83	2.80	3.89	5.26
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.33	0.38	0.44	0.50	0.53
应收账款周转天数	75.41	80.75	77.12	75.68	76.86
应付账款周转天数	79.16	73.10	61.37	53.88	51.31
存货周转天数	119.64	150.95	156.96	157.49	163.61
现金转换周期	115.89	158.60	172.72	179.29	189.16
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	0.53	1.00	3.52	4.13	5.38
EPS (调整后, 基本)	2.67	3.31	4.74	6.08	7.34
每股净资产	34.69	35.17	38.40	42.89	48.59

免责声明

分析师声明

本人，何翩翩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师何翩翩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司