

科技	收盘价 美元 100.36	目标价 美元 142.00个	潜在涨幅 +41.5%
----	------------------	-------------------	----------------

2025年5月8日

## 超微半导体 (AMD US)

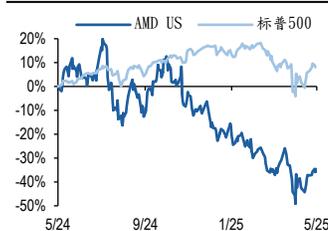
### 2H25 后数据中心或加速增长，估值有吸引力

- 1Q25 收入超预期，出口管制或影响 2Q/3Q25 业绩:** 1Q25 收入 74.4 亿美元，超过指引上限和我们的预期（71 亿美元），Non-GAAP EPS 0.96 美元，符合我们和市场的预期。客户端业务表现亮眼，收入环比基本持平，未出现之前市场预期的季节性回调，管理层提到主要是因为 ASP 提高弥补了出货量环比下降。管理层同时提到客户端业务未发现明显的需求前置现象。与**英伟达**相似，出口管制使得数据中心业务计提 8 亿美元库存减值，一次性影响 2Q25 毛利率（管理层指引 Non-GAAP 毛利率为 43%，若不计及减值则为 54%）。减值一共影响收入 15 亿美元，其中 7 亿美元收入本应产生在 2Q25，剩余主要应产生在 3Q25。即便如此，公司指引 2Q25 收入 74 亿美元，符合我们在出口管制之前的预期。我们认为客户端和传统数据中心 CPU 业务或继续扩张市场份额。
- MI350 和 MI400 上市或驱动数据中心 2H25 之后高速增长:** 我们认为，部分受到出口管制影响，数据中心业务 1H25 总体收入略低于 2H24。但新产品 MI350 在 2025 年中上市之后，或使数据中心业务收入在 2H25 快速上升。管理层指引 2H25 数据中心业务或实现高双位数增长。我们认为，现有的 MI325 或可被视为过渡产品，而采用 CDNA 4 新架构的 MI350 对于客户的吸引力更大。同时，我们更加看好公司数据中心业务在 MI400 产品 2026 年上市之后的表现，主要因为合并 ZT 系统之后 AMD 或可以提供机架级的解决方案。我们预测数据中心业务在 2025/2026 年分别增长 25%/34%。
- 估值具有吸引力:** 综合考虑到出口管制和客户端业务表现强劲，我们略微下调 2025/2026 年收入预测到 313/376 亿美元（前值 314/384 亿美元），预测 Non-GAAP EPS 为 3.88/5.31 美元（前值 4.55/6.07 美元）。我们观察到，公司股价表现从 1H24 之后一直落后同行。我们认为这或许与之前投资者对于公司期望过高，而在 2H24 之后又更青睐体量更大的对手有关。我们认为 AMD 无论是在产品路线图还是在执行上都表现出色。而出口管制利空落地或有利公司股价之后表现。我们上调公司目标价到 142 美元（前值 141 美元），对应 31 倍 2025/26 年平均市盈率（前值为 31 倍 2025 年市盈率）。

### 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)	183.96
52周低位 (美元)	78.21
市值 (百万美元)	162,286.13
日均成交量 (百万)	86.37
年初至今变化 (%)	(16.91)
200天平均价 (美元)	117.67

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	31,304	37,556	41,672
同比增长 (%)	-3.9	13.7	21.4	20.0	11.0
净利润 (百万美元)	4,302	5,419	6,308	8,657	10,539
每股盈利 (美元)	2.65	3.31	3.88	5.31	6.44
同比增长 (%)	-24.4	25.0	17.1	36.9	21.4
前EPS预测值 (美元)			4.55	6.07	7.98
调整幅度 (%)			-14.7	-12.5	-19.2
市盈率 (倍)	37.9	30.3	25.9	18.9	15.6
每股账面净值 (美元)	34.40	36.02	39.69	45.35	45.35
市账率 (倍)	2.92	2.79	2.53	2.21	2.21

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：AMD 交银国际预测 vs. 公司业绩指引

FY1Q25 业绩	实际	指引	差异	交银国际 预测	差异	FY1Q24	同比
收入(百万美元)	7,438	7,100	5%	7,094	5%	5,473	36%
Non-GAAP 毛利率	53.7%	54.0%	-0.3ppt	54.0%	-0.3ppt	52.3%	1.4ppt
Non-GAAP 每股盈利	0.96			0.97	(1%)	0.62	56%

FY2Q25E 指引	最低	最高	中位数	交银国际 新预测	差异	FY2Q24	同比
收入(百万美元)	7,100	7,700	7,400	7,409	0%	5,835	27%
Non-GAAP 毛利率			43.0%	43.0%	0.0ppt	53.1%	-10.1ppts

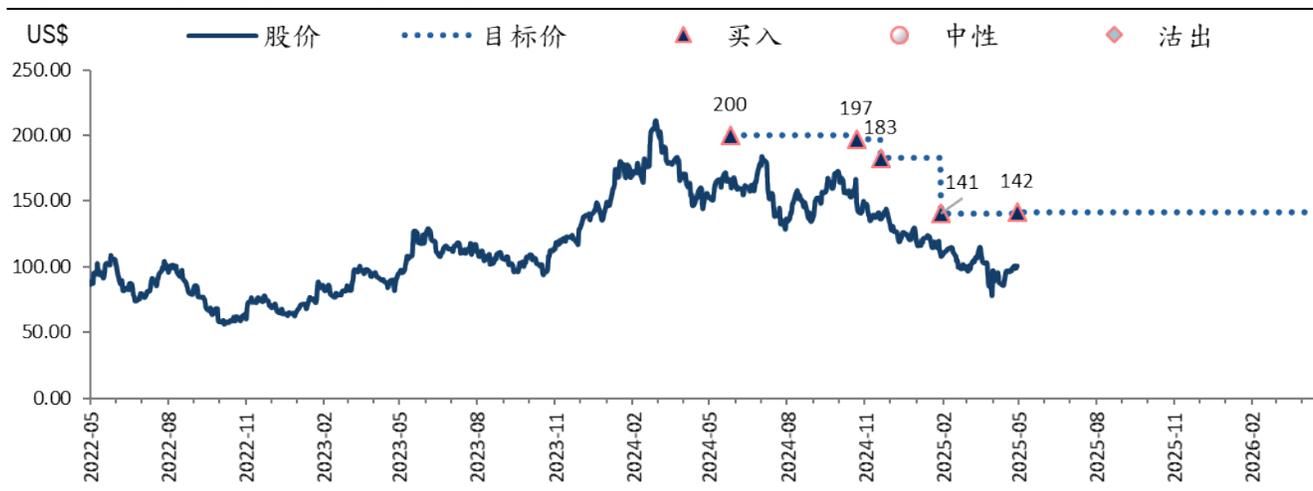
交银国际预测	FY2Q25E			FY2025E			FY2026E		
	旧预测	新预测	变化	旧预测	新预测	变化	旧预测	新预测	变化
收入(百万美元)	7,365	7,409	1%	31,433	31,304	(0%)	38,368	37,556	(2%)
Non-GAAP 毛利率	53.9%	43.0%	-10.8ppts	54.4%	51.5%	-2.9ppts	55.6%	55.6%	0.1ppt
Non-GAAP 每股盈利	1.04	0.58	(44%)	4.55	3.88	(15%)	6.07	5.31	(13%)

资料来源：公司资料，交银国际预测

2025 年 5 月 8 日

超微半导体 (AMD US)

图表 2: 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 3: 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	中性	46.20	48.00	3.9%	2025 年 02 月 13 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	35.20	32.00	-9.1%	2025 年 02 月 17 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	117.06	152.00	29.8%	2025 年 04 月 23 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	100.36	142.00	41.5%	2025 年 05 月 07 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	131.75	180.00	36.6%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	75.79	72.00	-5.0%	2025 年 04 月 28 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 5 月 7 日

## 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	31,304	37,556	41,672
主营业务成本	(12,220)	(13,060)	(16,064)	(17,802)	(19,624)
<b>毛利</b>	<b>10,460</b>	<b>12,725</b>	<b>15,240</b>	<b>19,753</b>	<b>22,047</b>
销售及管理费用	(2,352)	(2,783)	(3,729)	(4,474)	(4,964)
研发费用	(5,872)	(6,456)	(6,399)	(7,384)	(7,974)
其他经营净收入/费用	(1,835)	(1,586)	(1,016)	(550)	(400)
<b>经营利润</b>	<b>401</b>	<b>1,900</b>	<b>4,097</b>	<b>7,346</b>	<b>8,709</b>
财务成本净额	(106)	(92)	(80)	(40)	(40)
其他非经营净收入/费用	197	181	186	196	196
<b>税前利润</b>	<b>492</b>	<b>1,989</b>	<b>4,203</b>	<b>7,502</b>	<b>8,865</b>
税费	346	(381)	(495)	(892)	(1,174)
非控股权益	16	33	28	28	28
<b>净利润</b>	<b>854</b>	<b>1,641</b>	<b>3,736</b>	<b>6,637</b>	<b>7,719</b>
作每股收益计算的净利润	854	1,641	3,736	6,637	7,719
Non-GAAP标准的净利润	4,302	5,419	6,308	8,657	10,539

资产负债表 (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	7,270	11,744	18,263
有价证券	1,840	1,345	1,265	1,274	1,289
应收账款及票据	5,376	6,192	6,790	8,504	10,021
存货	4,351	5,734	8,343	10,490	12,432
其他流动资产	1,268	1,991	2,433	2,450	2,480
<b>总流动资产</b>	<b>16,768</b>	<b>19,049</b>	<b>26,100</b>	<b>34,462</b>	<b>44,485</b>
物业、厂房及设备	1,589	1,802	2,033	2,183	2,335
合资企业/联营公司投资	99	149	149	150	152
其他长期资产	49,429	48,226	46,664	45,201	44,041
<b>总长期资产</b>	<b>51,117</b>	<b>50,177</b>	<b>48,846</b>	<b>47,535</b>	<b>46,529</b>
<b>总资产</b>	<b>67,885</b>	<b>69,226</b>	<b>74,946</b>	<b>81,997</b>	<b>91,014</b>
短期贷款	801	0	947	947	947
应付账款	2,055	2,466	2,482	2,860	3,093
其他短期负债	3,833	4,815	4,550	4,550	4,550
<b>总流动负债</b>	<b>6,689</b>	<b>7,281</b>	<b>7,979</b>	<b>8,357</b>	<b>8,590</b>
长期贷款	2,252	2,212	3,084	2,084	2,084
其他长期负债	3,052	2,165	2,182	2,182	2,182
<b>总长期负债</b>	<b>5,304</b>	<b>4,377</b>	<b>5,266</b>	<b>4,266</b>	<b>4,266</b>
<b>总负债</b>	<b>11,993</b>	<b>11,658</b>	<b>13,245</b>	<b>12,623</b>	<b>12,856</b>
股本	55,179	55,273	54,498	53,898	53,197
储备及其他资本项目	713	2,295	7,203	15,477	24,960
<b>股东权益</b>	<b>55,892</b>	<b>57,568</b>	<b>61,701</b>	<b>69,374</b>	<b>78,157</b>
<b>总权益</b>	<b>55,892</b>	<b>57,568</b>	<b>61,701</b>	<b>69,374</b>	<b>78,157</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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	854	1,641	3,736	6,637	7,719
折旧及摊销	3,453	3,064	2,580	2,382	2,240
营运资本变动	(3,049)	(2,098)	(3,746)	(3,484)	(3,226)
其他经营活动现金流	409	434	1,360	1,590	1,685
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,667</b>	<b>3,041</b>	<b>3,930</b>	<b>7,125</b>	<b>8,419</b>
资本开支	(546)	(636)	(852)	(862)	(872)
投资活动	(866)	(9)	(224)	(185)	(320)
其他投资活动现金流	(11)	(456)	(2)	(4)	(8)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,423)</b>	<b>(1,101)</b>	<b>(1,078)</b>	<b>(1,051)</b>	<b>(1,200)</b>
负债净变动	0	(750)	794	(1,000)	0
权益净变动	(1,144)	(1,311)	(380)	(600)	(700)
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(2)	(1)	202	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,146)</b>	<b>(2,062)</b>	<b>616</b>	<b>(1,600)</b>	<b>(700)</b>
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>4,835</b>	<b>3,933</b>	<b>3,811</b>	<b>7,280</b>	<b>11,754</b>
<b>年末现金</b>	<b>3,933</b>	<b>3,787</b>	<b>7,270</b>	<b>11,744</b>	<b>18,263</b>

财务比率					
年结12月12日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(美元)</b>					
核心每股收益	2.647	3.310	3.876	5.306	6.444
全面摊薄每股收益	2.647	3.310	3.876	5.306	6.444
Non-GAAP标准下的每股收益	2.647	3.310	3.876	5.306	6.444
每股账面值	34.395	36.018	39.692	45.349	45.349
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	46.1	49.4	48.7	52.6	52.9
净利率	3.8	6.4	11.9	17.7	18.5
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
净利率	19.0	21.0	20.2	23.1	25.3
<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	2.5	2.6	3.3	4.1	5.2
存货周转天数	129.6	149.9	166.7	203.2	223.0
应收账款周转天数	75.4	80.8	74.6	73.3	80.0

## 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**

2025年5月8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有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、潮州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、北京赛目科技股份有限公司及滴普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，而非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。