

2025 年 07 月 22 日
证券研究报告·公司研究报告

AMD (AMD.O) 半导体

买入 (首次)

当前价: 154.72 美元

目标价: 194.15 美元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

AI GPU 潜力可期, PC 拐点或至

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) AI GPU 重大升级潜力可期, CPU 市占率突破 40%, 数据中心业务未来三年复合增速有望达到 26%; 2) PC 行业周期逐步上行, PC 客户业务未来三年复合增速或 19%左右; 3) AI 算力随着产品升级和客户采纳率提升, 有望为公司贡献更多业绩弹性。
- **数据中心业务快速增长, 打造 AI 全栈产品组合。** 1) 公司数据中心产品线涵盖服务器 CPU、GPU 加速器、DPU 网络加速器等, 实现了 AI 全栈解决方案。AMD 在 Advancing AI 2025 大会上推出新一代 MI350 系列 GPU, 与上一代相比带来 4 倍的代际 AI 计算飞跃, 并首次推出机架方案。公司目标 2024~2030 年机架级能效提高 20 倍。2) 数据中心 CPU 在架构设计和制程优势带动下竞争力大幅提升, 2025Q1 的市场份额突破 40%。3) 受益于云端对 EPYC 处理器需求增长和份额提升的双重推动、以及 2023Q4 起 AI GPU 的贡献, 数据中心业务成为近五年增长最快的业务, 收入 CAGR 达 65.3%, 营业利润率从 2023 年 11%大幅提升至近 30%的水平。4) 预计随着 MI350 和 MI400 系列的量产, 未来三年公司数据中心业务年复合增速有望达到 26%左右。
- **PC 行业周期逐步上行, CPU 业务重回增长态势。**据 IDC 统计, 2024 年及 2025 前两个季度全球 PC 出货量分别增长 3.5%、5%、6.5%, PC 行业在加速复苏。公司 PC 客户业务近五年收入 CAGR 为 8%, 自 23Q2 触底回升以来, 2024 年和 2025Q1 收入增速分别为 51.7%、67.7%。预计公司 PC 业务未来三年或呈现增长态势, 年复合增速 19%左右。
- **游戏业务静待复苏。**2024 年受竞争冲击和游戏主机需求疲软的影响, 游戏业务大幅下滑 58.2%。考虑到行业激烈的竞争, 且游戏主机处于世代产品周期末端, 游戏业务依然在筑底过程中。预计随着下游需求回暖而逐步恢复, 未来三年维持 3%左右的复合增长。
- **盈利预测与评级:** 预计公司未来三年 GAAP/Non-GAAP 净利润年复合增速分别为 65%、28%, 当前估值低于历史中枢。考虑到数据中心 GPU 高成长、PC 和游戏业务逐步回升, 给予公司 2026 年 33 倍 PE (Non-GAAP), 对应市值 3147 亿美元, 目标价 194.15 美元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 数据中心 GPU 量产进度或不及预期; PC 和游戏业务复苏或不及预期; AI 进展或不及预期; 竞争加剧的风险。

指标/年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	22680.00	25785.00	32970.66	38176.07	43943.52
增长率	-3.90%	13.69%	27.87%	15.79%	15.11%
GAAP 净利润(百万美元)	854.00	1641.00	3343.50	5531.17	7394.16
增长率	-35.30%	92.15%	103.75%	65.43%	33.68%
每股收益 EPS	0.53	1.01	2.06	3.41	4.56
Non-GAAP 净利润(百万美元)	4302.00	5420.00	7273.00	9537.00	11430.00
增长率	-21.84%	25.99%	34.18%	31.14%	19.85%
净资产收益率	1.53%	2.85%	5.49%	8.32%	10.01%
PE (GAAP)	301.17	155.13	76.14	46.02	34.43
PE (Non-GAAP)	59.18	46.97	35.01	26.70	22.27

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 杨镇宇
执业证号: S1250517090003
电话: 023-67563924
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

52 周区间(美元)	78.21-172.80
3 个月平均成交量(百万)	46.60
流通股数(亿)	16.21
市值(亿美元)	2509

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 全球计算芯片领先企业，数据中心业务增长亮眼	1
2 数据中心 GPU 潜力可期，CPU 份额不断提升	2
2.1 数据中心业务快速增长，打造 AI 全栈产品组合	2
2.2 AI GPU 产品线迎来升级，潜力可期	3
2.3 数据中心 CPU 竞争力大幅提升，市场份额突破 40%	6
3 PC 行业周期边际上行，相关业务或重回增长轨道	8
4 盈利预测与投资建议	9

图 目 录

图 1: AMD 营收 (亿美元) 及增速.....	1
图 2: AMD 净利润 (亿美元) 及增速	1
图 3: AMD 业务结构 (年度)	2
图 4: AMD 业务结构 (季度)	2
图 5: AMD 数据中心业务年度表现 (亿美元)	2
图 6: AMD 数据中心业务季度表现 (亿美元)	2
图 7: AMD 数据中心产品组合	3
图 8: AMD 主要云合作伙伴	3
图 9: AMD MI 350 系列性能表现	4
图 10: AMD MI350 系列集成机架解决方案 (液冷和风冷方案)	4
图 11: AMD MI 系列 GPU 规格及与英伟达产品对标	5
图 12: AMD GPU 产品 Roadmap	5
图 13: ROCm 7.0 框架和最新功能	6
图 14: AMD ROCm 代际间性能提升显著	6
图 15: AMD EPYC (霄龙) 处理器系列	6
图 16: AMD EPYC (霄龙) 产品性能对比	7
图 17: AMD 在数据中心 CPU 的市占率已达 40%	7
图 18: AMD 与 Intel 数据中心业务收入对比 (亿美元)	7
图 19: 全球 PC 当季出货量	8
图 20: 全球头部 PC 企业存货 (亿美元)	8
图 21: 全球头部 PC 企业存货周转天数 (天)	8
图 22: AMD PC 客户业务收入趋势 (亿美元)	9
图 23: AMD 游戏业务收入趋势 (亿美元)	9
图 24: AMD PE-BAND	10

表 目 录

表 1: 分业务收入	9
表 2: 可比公司估值情况	10
附: 财务报表	11

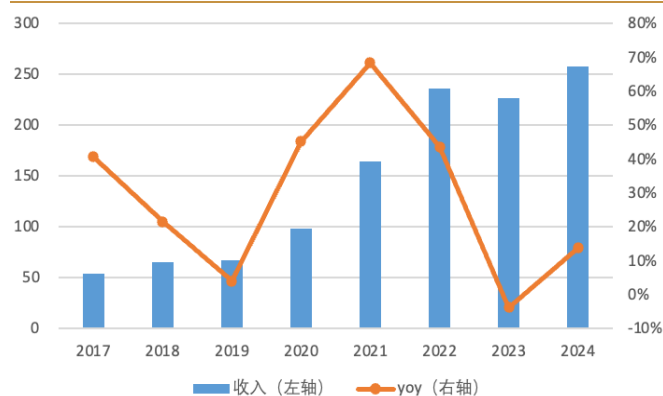
1 全球计算芯片领先企业，数据中心业务增长亮眼

AMD (Advanced Micro Devices, Inc.) 于 1969 年在美国硅谷创立。公司专门为计算机、通信和消费电子行业设计和制造各种创新的微处理器解决方案 (CPU、GPU、主板芯片组等)，产品涵盖数据中心、嵌入式系统、游戏和 PC 市场。如今 AMD 已成长为现代化的全球性企业，凭借先进的技术和诸多突破性的行业创新，树立了现代计算的新标杆。

AMD 近七年多时间维持了高速增长态势。AMD 2017-2024 年收入从 53.3 亿美元增长至 258 亿美元，CAGR 25.3%；GAAP 净利润 2017-2024 年从 0.43 亿美元增长至 16.4 亿美元，CAGR 68.2%；Non-GAAP 净利润 2017-2024 年从 1.8 亿美元增长至 54.2 亿美元，CAGR 62.8%。

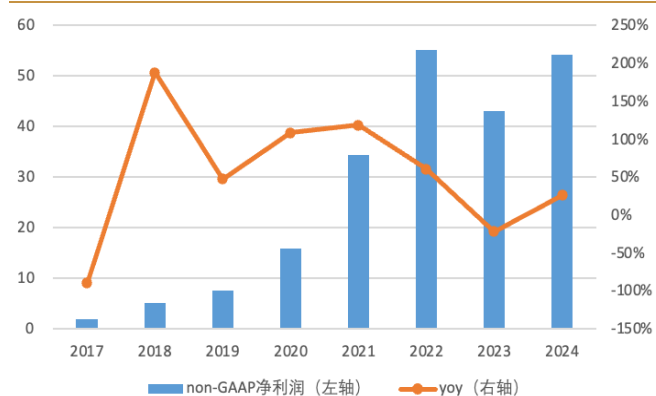
由于利润率更高的数据中心业务占比提升，从 2020 年的 17.3% 提升至 48.8%，公司毛利率 2017-2024 年从 34.2% 提升至 49.4%，GAAP 净利率从 0.8% 提升至 6.4%，Non-GAAP 净利率从 3.4% 提升至 21%。

图 1：AMD 营收（亿美元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：AMD 净利润（亿美元）及增速

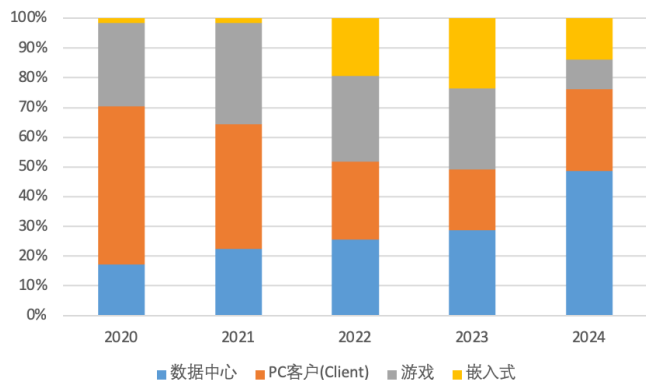


数据来源：公司公告，西南证券整理

AMD 主要有四大业务板块：数据中心，PC，游戏，嵌入式。数据中心是增长最快的业务，2020-2024 年收入 CAGR 为 65.3%，2024 年前主要受益于数据中心 CPU 整体需求和 AMD 自身市场份额的双重提升，2024 年开始受益于 AI 驱动下的数据中心 GPU 的销售增长。数据中心业务收入占比已近公司一半。PC 客户业务主要包括台式机和笔电的 CPU 产品线，2024 年收入比重为 27.4%，2020-2024 年收入 CAGR 为 8%。由于当前消费级 GPU 的竞争压力较大，游戏业务依然处于筑底阶段。嵌入式业务是公司 2022Q1 收购的全球 FPGA 龙头 Xilinx，由于下游如通信等需求较弱，近三年收入表现有所波动。

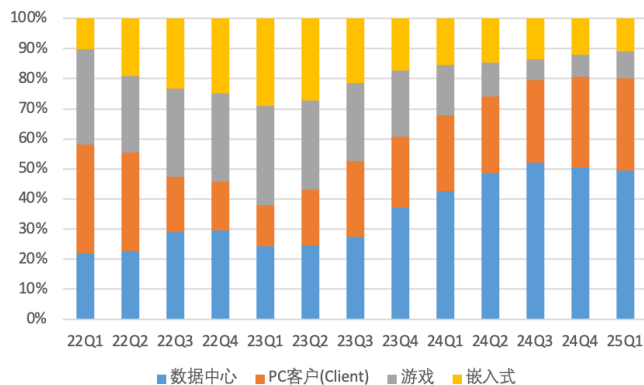
2022-2023 年公司业绩下滑主要受 PC 和企业客户市场不景气的影响，PC 客户业务营业利润率有较大幅度下滑 (-11pp 和 -20pp)，游戏业务营业利润率 2022 年下滑 2.7pp，数据中心 2023 年营业利润率下滑 11pp。2024 年上述业务有所恢复，数据中心高速增长 93.6%，营业利润率提升 8.2pp 至 27.7%；PC 业务增长 51.7%，营业利润率重新回正至 12.7%。

图 3：AMD 业务结构（年度）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：AMD 业务结构（季度）



数据来源：公司公告，西南证券整理

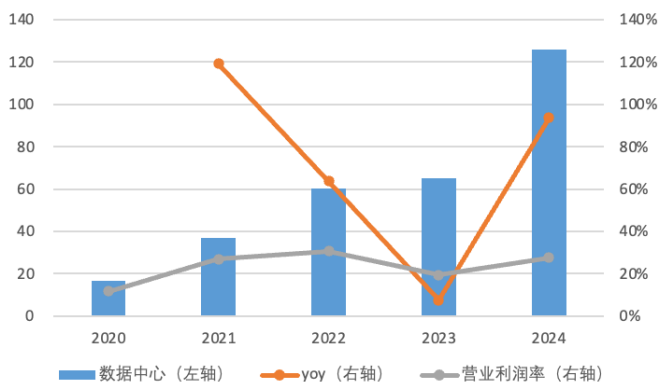
2 数据中心 GPU 潜力可期，CPU 份额不断提升

2.1 数据中心业务快速增长，打造 AI 全栈产品组合

数据中心业务是 AMD 近五年增长最快的业务，收入 CAGR 为 65.3%，主要受益于云端对 EPYC 处理器需求增长和份额提升的双重推动、以及 2023Q4 起 AI GPU 的贡献。2025Q1 数据中心收入 36.7 亿美元，同比增长 57%。

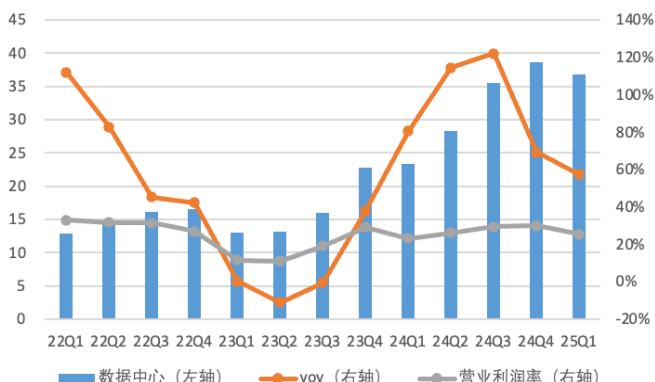
自 2023Q4 起，随着 MI 系列 AI GPU 的出货，数据中心业务迎来拐点。收入单季度平均增速 80%，体量几乎是 2023 年的 2 倍；营业利润率也大幅提升，从 2023Q1 低点的 11.4% 提升至 2024Q4 近 30% 的水平。

图 5：AMD 数据中心业务年度表现（亿美元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：AMD 数据中心业务季度表现（亿美元）

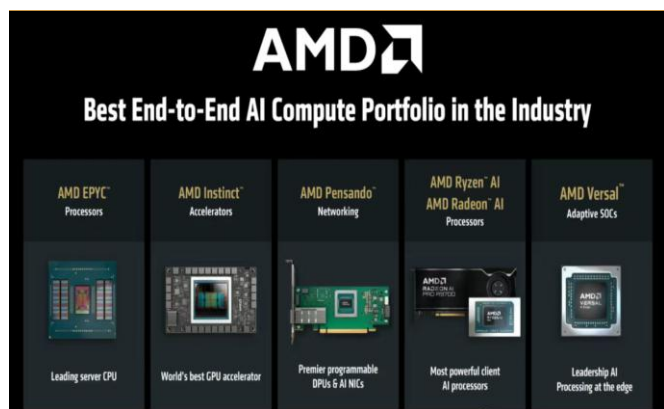


数据来源：公司公告，西南证券整理

AMD 数据中心产品线主要涵盖了服务器 CPU、GPU 加速器、DPU 网络加速器等，实现了 AI 全栈解决方案。AMD 以约 19 亿美元收购 Pensando，进一步提升数据中心解决方案的能力。Pensando 将为 AMD 增添在网络、安全和其他服务数据中心市场的产品方面的实力。AMD 在完成对 ZT 的收购后，获得了机架和数据中心规模设计的新能力。通过收购 Nod.AI、Mipsology、Silo.AI 等加强了软件栈能力。

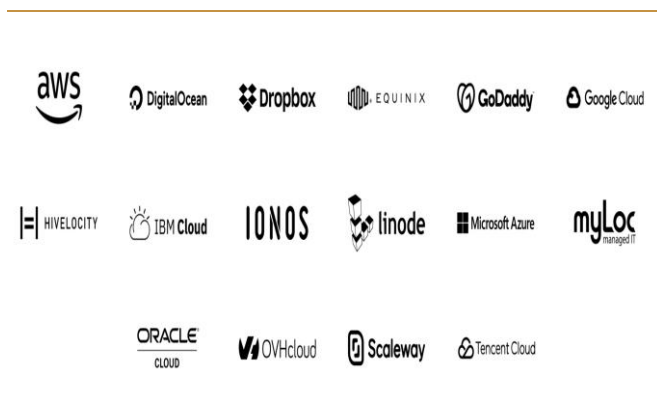
公司的数据中心合作伙伴包含了全球主流的云计算厂商和企业用户，其中 AWS、微软 Azure、Google 云、IBM 云、Oracle 云等均为 AMD 最重要的云计算客户。

图 7：AMD 数据中心产品组合



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 8：AMD 主要云合作伙伴



数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2 AI GPU 产品线迎来升级，潜力可期

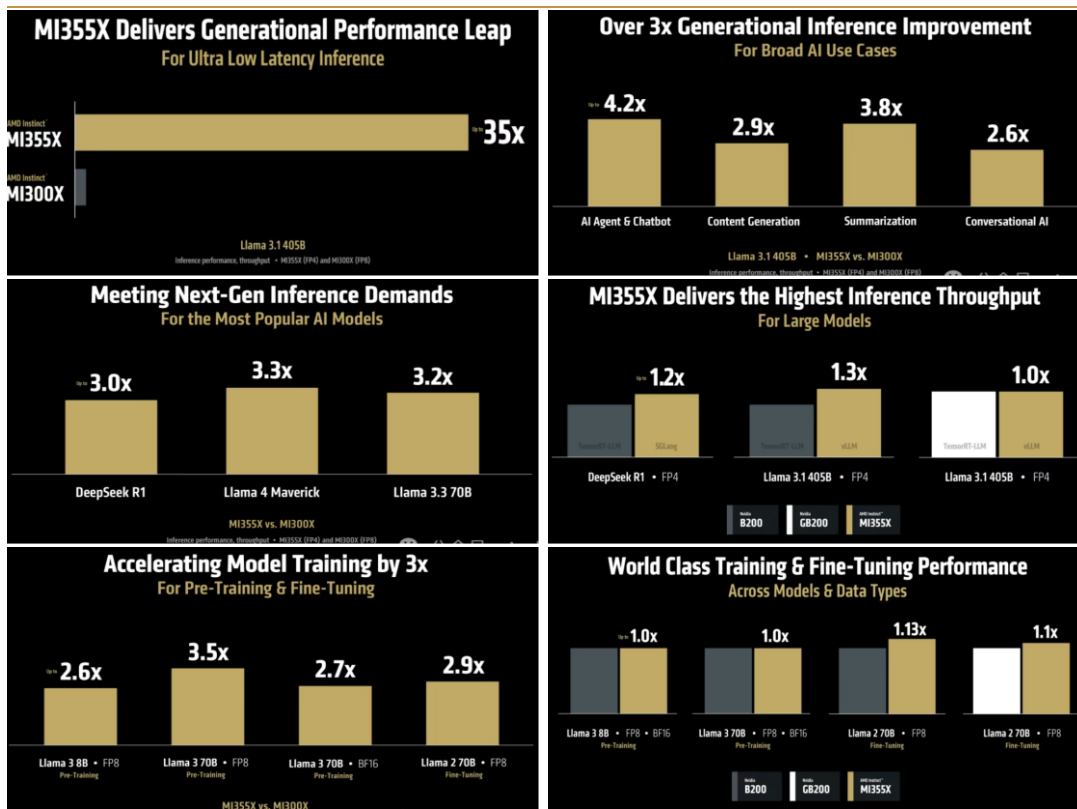
数据中心 GPU 产品线

AMD Instinct 加速器采用创新性 AMD CDNA 架构、AMD Infinity Fabric 技术以及先进封装技术，助力百亿亿级（EFLOPS）计算系统加速探索发现。AMD Instinct 加速器主要包括已发布的 MI200/MI300 系列、以及 2026 年将上市的 MI400 系列。

AMD 在 Advancing AI 2025 大会上推出新一代的 MI350 系列。MI355 集成 1850 亿个晶体管，采用领先的 3D 封装将其分布在 10 个小芯片上。与上一代相比，MI350 系列带来 4 倍的代际 AI 计算飞跃，其支持 FP4&FP6 新一代 AI 数据类型，支持单 GPU 上运行高达 520B 参数的 AI 模型，有风冷和直液冷两种版本。MI355 相比 MI300 提供显著更好的训练性能。在预训练中，MI355 在多种模型和数据格式上提供高达 3.5 倍的吞吐量提升；在微调中，MI355 实现 2.9 倍的代际性能提升，加速模型从开发到部署的迭代周期。

MI355X 内存容量约为英伟达 B200 等竞品的 1.6 倍，针对 FP64 和 FP32 运算，峰值性能接近竞品两倍；在 FP16、FP8 运算上，峰值性能与竞品相当或略高。相比竞争对手，MI355 预训练性能与英伟达 B200 相当。MI355X 持 UEC、OCP 设计，搭载 Instinct GPU 与第五代 EPYC x86 CPU，不同配置有 128 颗、96 颗和 64 颗 GPU，分别具备 36TB、27TB 和 18TB HBM3e 内存，适用于大规模机架扩展方案，预计 2025 年三季度通过 AMD 解决方案合作伙伴提供产品。

图 9：AMD MI 350 系列性能表现



数据来源：公司官网，西南证券整理

MI350 系列首次推出基于 AMD 技术的机架。MI350 系列将第五代 EPYC CPU、Instinct MI350 GPU 和 Pensando NIC 集成在一个解决方案中，全部符合 OCP 标准，可直接融入现有基础设施。在最密集的环境中，AMD 提供液冷机架，可扩展至 96 或 128 个 GPU，提供高达 2.6 EFLOPS 的 FP4 计算和 36 TB 的 HBM3e 内存。在企业端，AMD 提供风冷系统，支持最多 64 个 GPU，集成到现有基础设施。

图 10：AMD MI350 系列集成机架解决方案（液冷和风冷方案）



数据来源：公司官网，西南证券整理

下一代产品：Helios 机架架构，将于 2026 年推出，基于下一代 AMD Instinct MI400 系列 GPU、Zen 6 架构的 AMD EPYC Venice CPU 以及 AMD Pensando Vulcano 网卡构建。MI400 系列 GPU 预计 2026 年上市。

AMD 的目标是从 2024 年起到 2030 年，将机架级能效提高 20 倍，使现在需超 275 个机架训练的典型 AI 模型，在 2030 年仅需一个机架，同时耗电量减少 95%。

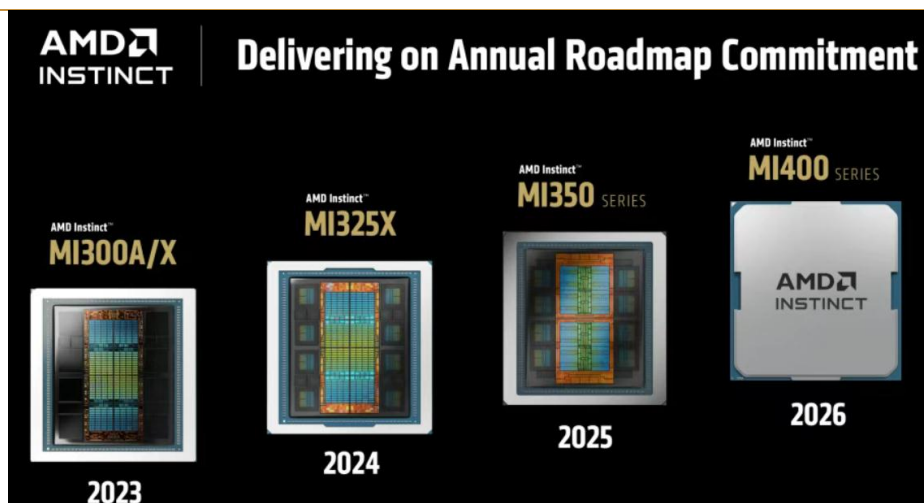
图 11：AMD MI 系列 GPU 规格及与英伟达产品对标

型号	GPU架构	工艺制程	显存类型	显存大小	显存带宽	峰值性能 (FP32)	互联带宽	功耗TDP
AMD MI250X	CDNA 2	TSMC 6nm	HBM2e	128 GB	3.2 TB/s	47.9 TFLOPS	100 GB/s	500 W
AMD MI250	CDNA 2	TSMC 6nm	HBM2e	128 GB	3.2 TB/s	45.3 TFLOPS	100 GB/s	500 W
AMD MI210	CDNA 2	TSMC 6nm	HBM2e	64 GB	1.6 TB/s	22.6 TFLOPS	100 GB/s	300 W
AMD MI300X	CDNA 3	TSMC 5nm	HBM3	192 GB	5.3 TB/s	122.6 TFLOPS	112 GB/s	750 W
AMD MI325X	CDNA 3	TSMC 5nm	HBM3e	256 GB	6 TB/s	163.4 TFLOPS	112 GB/s	1000 W
AMD MI355	CDNA 4	TSMC 3nm	HBM3e	288 GB	8 TB/s	160 TFLOPS	154 GB/s	1400 W
NVIDIA H100	Hopper	TSMC 4nm	HBM3	80 GB	3.35 TB/s	67 TFLOPS	900 GB/s	700 W
NVIDIA H200	Hopper	TSMC 4nm	HBM3e	141 GB	4.8 TB/s	67 TFLOPS	900 GB/s	700 W

数据来源：各公司官网，西南证券整理

自 MI300 推出不到两年来，AMD 保持每年推出新 Instinct 加速器的节奏。MI350 系列（MI350/MI355）实现了 Instinct 历史上最大的代际性能飞跃。AMD 已在深入开发 MI400，MI400 设计为机架级解决方案，预计 2026 年量产上市。

图 12：AMD GPU 产品 Roadmap

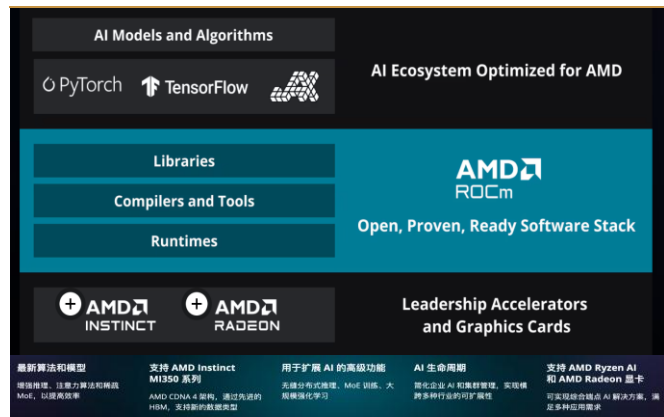


数据来源：公司官网，西南证券整理

AMD 的 ROCm 开放式软件平台，对标英伟达 CUDA 生态，可使研究人员能充分利用 AMD Instinct 加速器来推动 AI 计算。AMD ROCm 开放式软件平台包含驱动程序、开发工具和 API，支持从底层内核到最终用户应用程序各个层级的 GPU 编程，让高性能计算和 AI 社区能够借助各种开源计算语言、编译器、库和工具来加快代码开发。

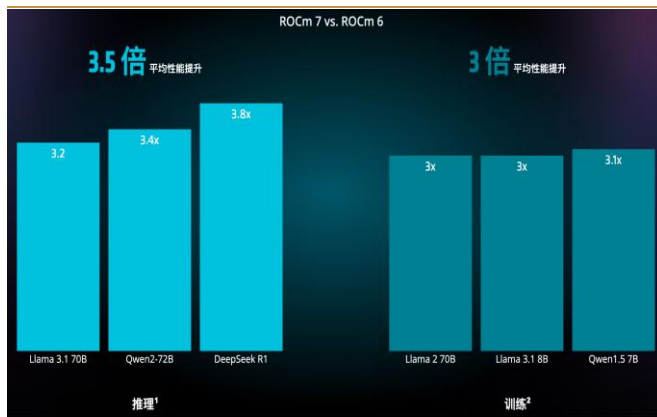
ROCm 集成了高性能计算和机器学习框架，支持开源和多平台，与以前只能在 NVIDIA GPU 上运行 CUDA 版本的代码不同，ROCm 支持相同的源代码在不同 GPU 之间移植。最新的 ROCm 还为客户和开发人员带来 AMD Infinity Hub 交钥匙高性能计算应用和机器学习框架容器、改进的开发人员工具以及精简安装和增强型文档。

图 13：ROCm 7.0 框架和最新功能



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 14：AMD ROCm 代际间性能提升显著



数据来源：公司官网，西南证券整理

2.3 数据中心 CPU 竞争力大幅提升，市场份额突破 40%

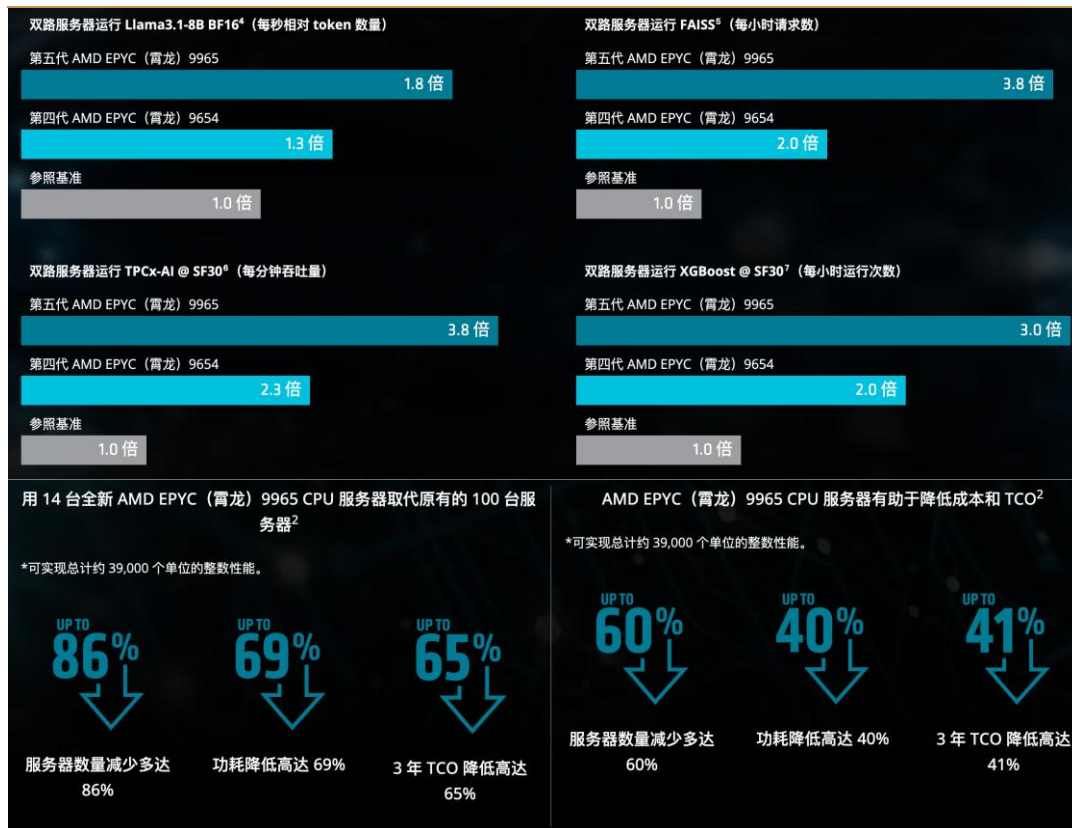
AMD 的数据中心 CPU 产品以 EPYC（霄龙）系列处理器为主。目前，EPYC 处理器主要包括了 9005 系列、9004/8004 系列、7003 系列和 4000 系列。基于 Zen 5 架构的 EPYC 9005 系列处理器采用 4nm 和 3nm 工艺制造，核心数最高达 192 个（相比上一代产品翻倍提升）。支持最大 6TB 的 DDR5 内存，最大带宽 614GB/s；支持 CXL，可扩展内存。TDP 最高达 500W。相比上一代产品，属于第五代的 EPYC 9005 在性能上有了显著提升。

图 15：AMDEPYC（霄龙）处理器系列



数据来源：公司官网，西南证券整理

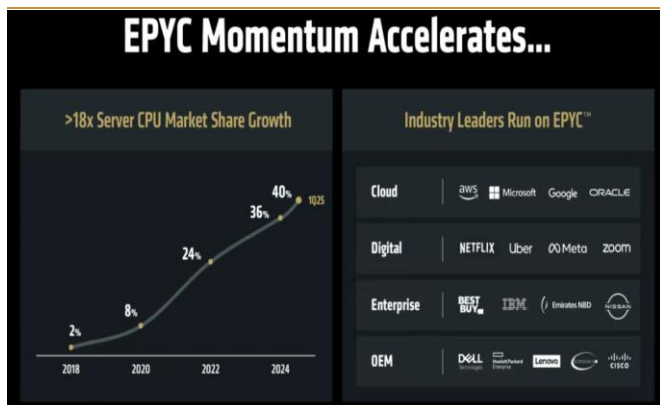
图 16: AMDEPYC (霄龙) 产品性能对比



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

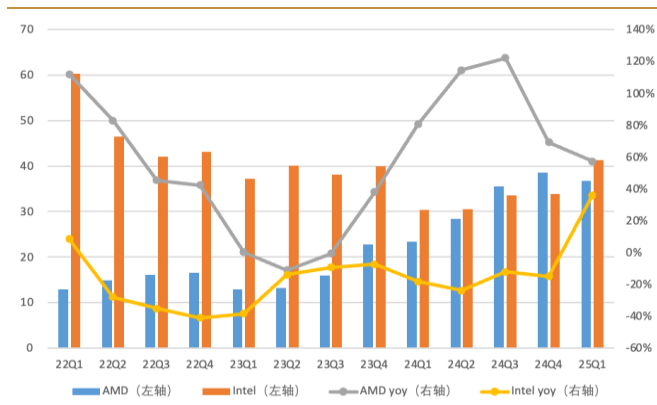
X86 架构 CPU 市场几乎被 Intel 和 AMD 两家企业垄断。随着 Zen 架构以及 2017 年 EPYC 处理器推出, AMD 在服务器市场奋起直追, 高端产品不断获得大客户如亚马逊、谷歌等认可, 中低端产品也有对标 Intel “至强” 的速龙处理器, AMD 通过 ZEN 架构和台积电制程优势不断蚕食 Intel 市场份额。据 AMD 在 Advancing AI 2025 峰会上提供的数据, 2025 年一季度 AMD 在服务器 CPU 市场份额已提升至 40%。

图 17: AMD 在数据中心 CPU 的市占率已达 40%



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 18: AMD 与 Intel 数据中心业务收入对比 (亿美元)

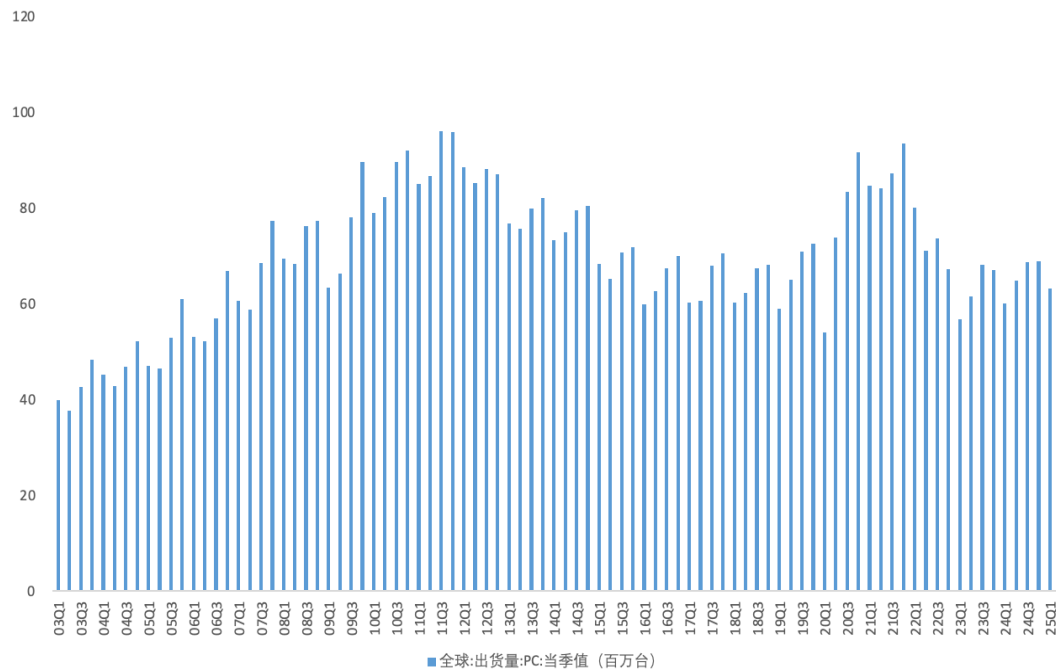


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 PC 行业周期边际上行，相关业务或重回增长轨道

2024 年以来，全球 PC 出货开始逐步修复。据 IDC 统计，自 2024Q1 起全球 PC 当季出货同比持续增长。2024 年全球 PC 出货量 2.6 亿台，同比增长 3.5%；2025Q1 全球 PC 出货量 6320 万台，同比增长近 5%；2025Q2 全球 PC 出货 6840 万台，同比增长 6.5%。从季度出货增速趋势看，PC 行业在加速复苏。

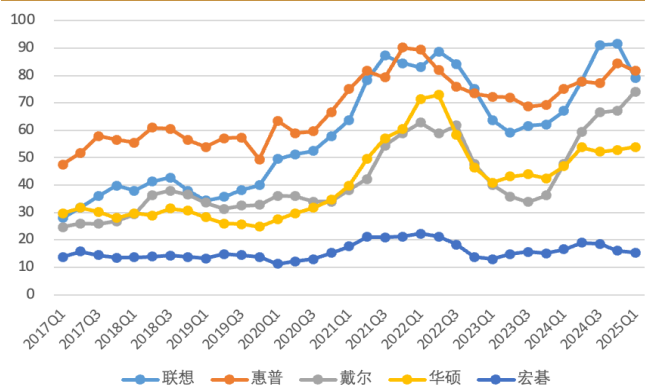
图 19：全球 PC 当季出货量



数据来源：IDC，西南证券整理

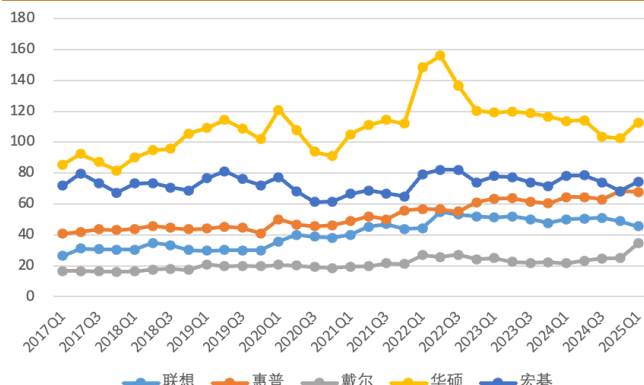
全球 PC 产业在经历了 2-3 个季度的去库存后，从头部 PC 企业的库存水位和周转情况看，库存水平已从高点逐步回落，库存正处于逐步消化之中。根据联想、惠普、戴尔等全球头部 PC 厂商预计，2025 年上半年 PC 行业以库存消化为主，2025 年下半年 PC 的出货有望重回增长。

图 20：全球头部 PC 企业存货（亿美元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：全球头部 PC 企业存货周转天数（天）

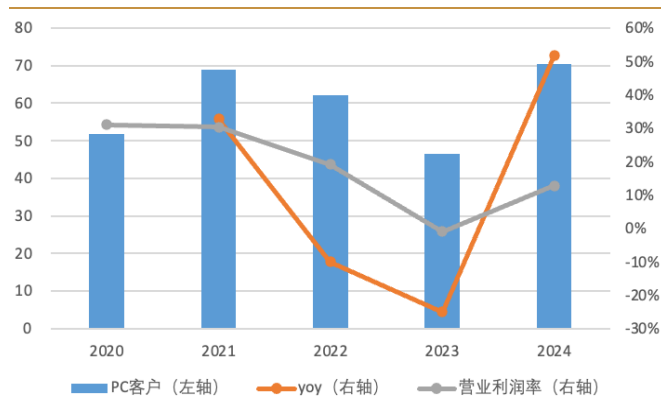


数据来源：Wind，西南证券整理

AMD的PC客户业务近五年收入CAGR为8%。23Q1是公司PC处理器业务的最低点，AMD在23Q1财报业绩会上曾预计PC CPU销售将于23Q2回升并于23H2出现增长，事后的PC销售趋势验证了管理层的判断，体现出管理层对产业趋势的精准把控。2024年AMD的PC业务收入70.5亿美元，同比增长51.7%；25Q1延续了高增长态势，同比67.7%。

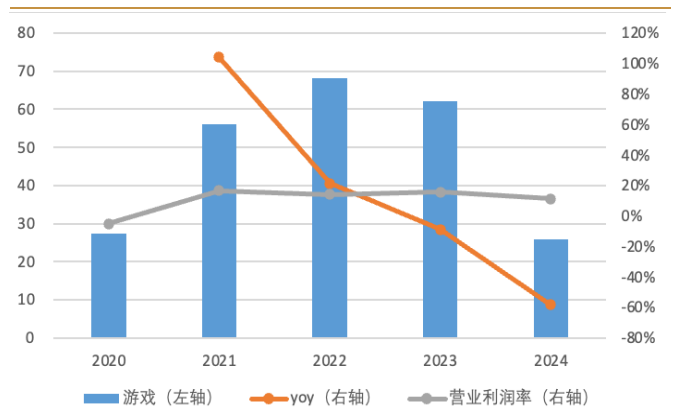
游戏业务仍在筑底阶段。2023年游戏业务营收同比下降8.7%至62亿美元，半定制营收增长，游戏GPU销售下滑。半定制SoC营收同比增长，主要由于高端游戏主机的需求依然强劲。但2024年受英伟达竞争冲击和游戏主机需求疲软的影响，游戏业务大幅下滑58.2%至26亿美元。25Q1游戏业务同比下滑29.8%，考虑到行业激烈的竞争，且游戏主机处于世代产品周期末端，游戏业务依然在筑底过程中。

图 22：AMD PC 客户业务收入趋势（亿美元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：AMD 游戏业务收入趋势（亿美元）



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：预计 MI350 系列于 2025 年下半年批量出货、MI400 于 2026 年批量出货。未来三年公司的数据中心 GPU 市占率有望提升至 5%~10%。

假设 2：PC 业务未来三年或呈现增长态势，年复合增速 19%左右。

假设 3：游戏业务随着下游需求回暖而逐步恢复，未来三年维持 3%左右的复合增长。

假设 3：在汽车、工业等需求推动下，嵌入式业务未来三年实现 5%左右的复合增长。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万美元		2024A	2025E	2026E	2027E
数据中心	收入	12,579.00	16,352.70	20,277.35	24,941.14
	增速	93.64%	30.00%	24.00%	23.00%
PC 客户	收入	7,054.00	10,087.22	11,095.94	11,983.62
	增速	51.67%	43.00%	10.00%	8.00%
游戏	收入	2,595.00	2,724.75	2,806.49	2,862.62
	增速	-58.23%	5.00%	3.00%	2.00%

单位：百万美元		2024A	2025E	2026E	2027E
嵌入式	收入	3,557.00	3,805.99	3,996.29	4,156.14
	增速	-33.15%	7.00%	5.00%	4.00%
合计	收入	25,785.00	32,970.66	38,176.07	43,943.52
	增速	13.69%	27.87%	15.79%	15.11%

数据来源：Wind，西南证券

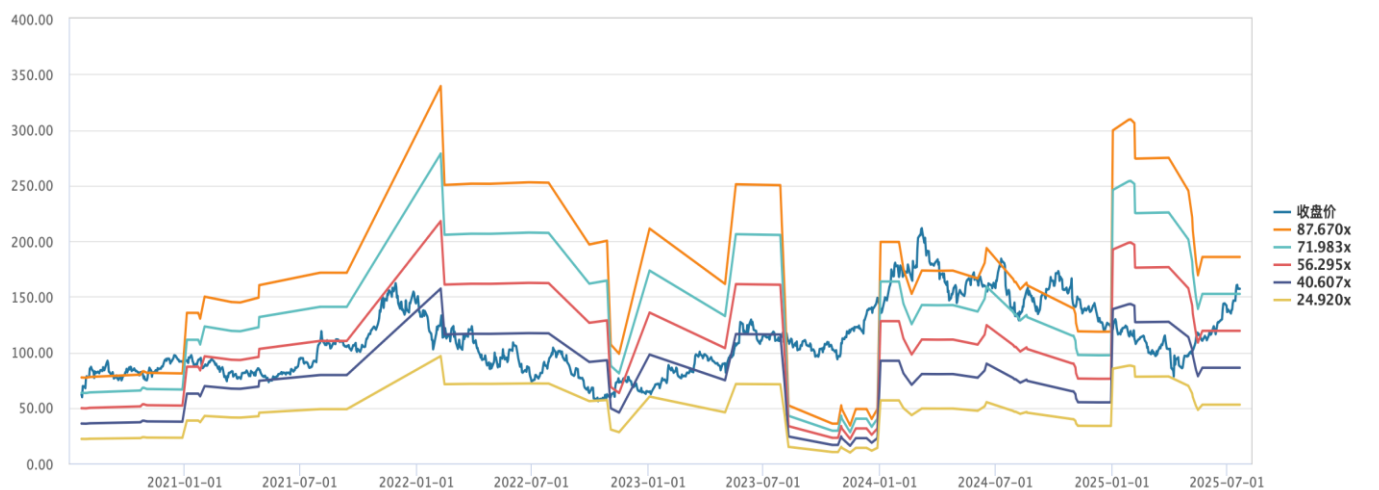
我们选取了三家半导体领域的可比公司，2025-2026年平均估值分别为 53xPE 和 30xPE。预计公司未来三年 GAAP 净利润年复合增速 65%、Non-GAAP 净利润年复合增速为 28%。公司 2026 年估值为 46xPE (GAAP)、27xPE (Non-GAAP)，显著低于历史估值中枢水平。结合业绩增速，考虑到数据中心 GPU 高成长、PC 和游戏业务逐步回升，给予公司 2026 年 33xPE (Non-GAAP)，对应市值 3147 亿美元，目标价 194.15 美元。给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	股价（美元）	市值（亿美元）	PE (Non-GAAP)			
				2024A	2025E	2026E	2027E
NVDA.O	英伟达	171.38	41817	47.92	38.42	29.29	25.62
INTC.O	英特尔	23.26	1015	-179.33	79.67	28.27	15.43
AVGO.O	博通	288.21	13556	57.12	41.36	33.38	28.05
平均值				52.52	53.15	30.31	23.03
AMD.O	AMD	157.00	2546	46.97	35.01	26.70	22.27

数据来源：Wind，Bloomberg，西南证券整理。注：平均值剔除估值为负数的情况

图 24：AMD PE-BAND



数据来源：Wind，西南证券整理

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5132.00	5467.26	7408.88	9120.93	销售收入	25785.00	32970.66	38176.07	43943.52
应收账款	6820.00	7433.29	8606.86	9907.14	销售成本	13060.00	15950.74	17897.04	20340.08
预付款项	1250.00	1731.93	2005.37	2308.33	销售和管理费用	4231.00	5275.31	5726.41	6591.53
存货	5734.00	5770.06	6474.12	7357.87	研发费用	6456.00	7879.99	8398.74	8788.70
其他流动资产	113.00	53.46	61.90	71.25	财务费用	92.00	64.92	60.94	54.54
流动资产总计	19049.00	20456.00	24557.13	28765.52	营业利润	1841.00	3804.86	6045.91	8074.51
长期股权投资	149.00	149.00	149.00	149.00	其他非经营损益	181.00	128.67	168.89	159.52
固定资产	1802.00	1941.35	2002.37	2069.39	税前利润	2022.00	3933.53	6214.80	8234.03
无形资产	18930.00	21608.33	23953.33	28298.33	所得税	381.00	590.03	683.63	839.87
其他非流动资产	29296.00	29296.00	29296.00	29296.00	净利润	1641.00	3343.50	5531.17	7394.16
非流动资产合计	50177.00	52994.69	55400.71	59812.73	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	69226.00	73450.69	79957.84	88578.25	归属于母公司股东的净利润	1641.00	3343.50	5531.17	7394.16
应付账款	1990.00	2913.46	3268.96	3715.19	EBITDA	5291.00	8680.76	12369.71	16476.55
其他流动负债	5291.00	5248.74	5869.21	6649.24	NOPLAT	1568.77	3289.31	5435.09	7299.89
流动负债合计	7281.00	8162.19	9138.17	10364.42	EPS(元)	1.01	2.06	3.41	4.56
长期债务	1721.00	1721.00	1721.00	1721.00	Non-GAAP 净利润	5420.00	7273.00	9537.00	11430.00
其他非流动负债	2656.00	2656.00	2656.00	2656.00					
非流动负债合计	4377.00	4377.00	4377.00	4377.00	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	11658.00	12539.19	13515.17	14741.42	成长能力				
归属母公司权益	57568.00	60911.50	66442.67	73836.83	销售收入增长率	13.69%	27.87%	15.79%	15.11%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	244.30%	89.14%	56.95%	32.07%
股东权益合计	57568.00	60911.50	66442.67	73836.83	EBITDA 增长率	26.94%	64.07%	42.50%	33.20%
负债和股东权益合计	69226.00	73450.69	79957.84	88578.25	税后利润增长率	92.15%	103.75%	65.43%	33.68%
					盈利能力				
					毛利率	49.35%	51.62%	53.12%	53.71%
					净利率	6.36%	10.14%	14.49%	16.83%
					ROE	2.85%	5.49%	8.32%	10.01%
现金流量表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	ROA	2.37%	4.55%	6.92%	8.35%
税后经营利润	1467.32	3234.13	5380.86	7250.91	ROIC	2.86%	5.80%	8.99%	11.30%
折旧与摊销	3177.00	4682.31	6093.98	8187.98					
财务费用	92.00	64.92	60.94	54.54					
其他经营资金	-1695.32	-190.55	-1183.53	-1270.09	估值				
经营性现金净流量	3041.00	7790.81	10352.25	14223.34	P/E (GAAP)	155.13	76.14	46.02	34.43
投资性现金净流量	-1101.00	-7390.63	-8349.69	-12456.75	P/E (Non-GAAP)	46.97	35.01	26.70	22.27
筹资性现金净流量	-2062.00	-64.92	-60.94	-54.54	P/S	9.87	7.72	6.67	5.79
现金流量净额	-122.00	335.26	1941.62	1712.05	P/B	4.42	4.18	3.83	3.45

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn