

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	美元 174.31	美元 196.00个	+12.4%

2025年8月6日

超微半导体 (AMD US)

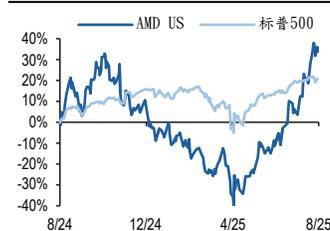
MI350 系列上量或驱动下半年业绩增长

- 3Q25 指引超预期：**2Q25 收入 77 亿美元，Non-GAAP 毛利率 43.3%，均超过我们预期和指引中位数。Non-GAAP EPS 0.48 美元，略低于我们预期。在不计入 MI308 收入前提下，管理层指引 3Q25 收入中位数 87 亿美元，高于我们预期。管理层提到，MI308 出口许可仍在审批过程中，且发往中东主权客户 HUMAIN 的 GPU 产品（我们认为主要是 MI350 系列）或也需经过合规流程。2Q25 游戏业务亮眼，收入 11 亿美元，环比增 73%，管理层料该业务 3Q25 环比持平，4Q25 略降。除游戏外，3Q25 其他业务或都录得环比增长，以数据中心 GPU 增长最为强劲。1Q25 客户端业务 ASP 表现强劲之后，2Q25 继续环比增长，公司指引 3Q25 或环比个位数增长。
- MI350 系列开始上量，2H25 数据中心或强劲增长：**管理层重申数据中心业务或在 2H25 录得高双位数增长的指引。其中，MI350 系列产品从 6 月开始上量，管理层称 MI355 性能或超过 GB200，但性价比或比 GB200 高 40%。我们预测 3Q25 数据中心收入达 41.1 亿美元，其中 GPU 业务超过 20 亿美元，贡献主要增长，而数据中心 CPU 业务或在 3Q25 环比继续增长。我们预测 MI350 系列产或在 4Q25 继续驱动数据中心业务增长至超 46 亿美元收入。相比 MI350 系列，我们认为市场或更关注 MI400 前景。管理层重申以 MI400 为基础的 Helios 机架产品 2026 年上市计划，并强调 ZT system 在系统集成方面所贡献的关键作用。管理层提到减持 ZT System 部分资产或产生 30 亿美元现金和合作方 Sanmina 公司股票，并已在 5 月与 Sanmina 达成协议。
- 上调目标价：**考虑到 3Q25 收入高于我们之前预期，且在 2H25 快速上量，我们上调 2025/26 年收入预测至 328/388 亿美元（前值 313/377 亿美元）。管理层重申其对 Instinct GPU 产品的定价策略，即中短期以吸引更多客户，推广产品为主，而 GPU 毛利率或低于公司平均毛利率，此后缓慢上升。我们略微下调 2026 年毛利率，但保持 2026 年 Non-GAAP EPS 5.60 美元不变。我们看好 MI400 帮助 AMD 吸引更多用户的前景，维持买入评级，上调目标价到 196 美元，对应 35 倍 2026 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)	179.51
52周低位 (美元)	78.21
市值 (百万美元)	282,626.23
日均成交量 (百万)	79.89
年初至今变化 (%)	44.31
200天平均价 (美元)	118.13

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	32,844	38,812	43,922
同比增长 (%)	-3.9	13.7	27.4	18.2	13.2
净利润 (百万美元)	4,302	5,419	7,030	9,151	10,672
每股盈利 (美元)	2.65	3.31	4.31	5.60	6.51
同比增长 (%)	-24.4	25.0	30.3	29.8	16.3
前EPS预测值 (美元)			3.88	5.60	6.50
调整幅度 (%)			11.3	-0.1	0.2
市盈率 (倍)	65.8	52.7	40.4	31.1	26.8
每股账面净值 (美元)	34.40	36.02	39.69	45.35	45.35
市账率 (倍)	5.07	4.84	4.39	3.84	3.84

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

2Q25 业绩	实际	指引	差异	交银国际预测	差异	2Q24	同比		
收入(百万美元)	7,685	7,400	4%	7,409	4%	5,835	32%		
Non-GAAP 毛利率	43.3%	43.0%	0.3ppt	43.0%	0.3ppt	53.1%	-9.9ppts		
Non-GAAP 每股盈利(美元)	0.48			0.58	(18%)	0.69	(30%)		
3Q25E 指引	最低	最高	中位数	交银国际新预测	差异	3Q24	同比		
收入(百万美元)	8,400	9,000	8,700	8,709	0%	6,819	28%		
Non-GAAP 毛利率			54.0%	54.0%	0.0ppt	53.6%	0.4ppt		
交银国际预测	3Q25E			2025E			2026E		
	前预测	新预测	变化	前预测	新预测	变化	前预测	新预测	变化
收入(百万美元)	7,714	8,709	13%	31,304	32,844	5%	37,745	38,812	3%
Non-GAAP 毛利率	54.0%	54.0%	0.0ppt	51.5%	51.4%	-0.1ppt	55.5%	55.0%	-0.5ppt
Non-GAAP 每股盈利(美元)	1.07	1.12	5%	3.88	4.31	11%	5.60	5.60	(0%)

资料来源：公司资料，交银国际预测

我们对股价的思考

自从我们在 6 月进一步上调 AMD 目标价之后，公司股价快速上升。正如我们之前提到的，这或许与 1) 投资者对公司产品有了更积极的认知；2) 投资者对 Instinct GPU 产品更合理的预期，MI308 出口限制超预期放松；3) 收购初创企业提升软硬件竞争力等因素有关。加上之前较低的估值水平，使得 AMD 股价近期追赶其更大体量竞争对手。在当前时点，我们认为限制公司股价进一步上涨的因素包括：

- 1) 潜在芯片关税风险：虽然其主要供应商台积电 (TSM US/买入) 已在美国本土设立晶圆厂，但 AMD 短期仍然有部分产品需从中国台湾地区进口，这其中包括 2026 年或将上市的 2nm EYPC CPU 等关键产品。投资者或在芯片关税政策出现明确信号前将这部分风险计入股价；
- 2) 虽然主要 CSP 近期再次上调 2025 年资本支出，且 2026 年 CSP 资本开支或继续上升，但投资者对 2026 年资本开支增幅或在 1Q26 之后才有更好的能见度；
- 3) MI400 机柜系统部署存在技术上的不确定性：我们认为，AMD 产品路线图清晰，目前来看公司执行效率高，但 MI400 未经过产线验证。考虑到英伟达 Blackwell Ultra NVL72 机柜在部署过程中曾经出现技术上的反复，投资者或对 Helios 产品上线或存疑虑。根据我们对行业的理解，AMD 往往在硬件能力上表现出众（甚至好于英伟达），且有 ZT System 系统工程开发商加持，我们对 MI400 按时上线并获得客户认可保持乐观；
- 4) MI308 恢复销售以及中东主权客户出口限制的尾部风险似乎依然存在：我们认为本次业绩发布过程中管理层的部分关于出口限制说法或提升投资者对于 MI308 是否可以持续销售，以及主权市场的前景产生疑虑。这可能是管理层对不确定因素较保守的处理方法，但我们不能排除出口限制存在不确定性。

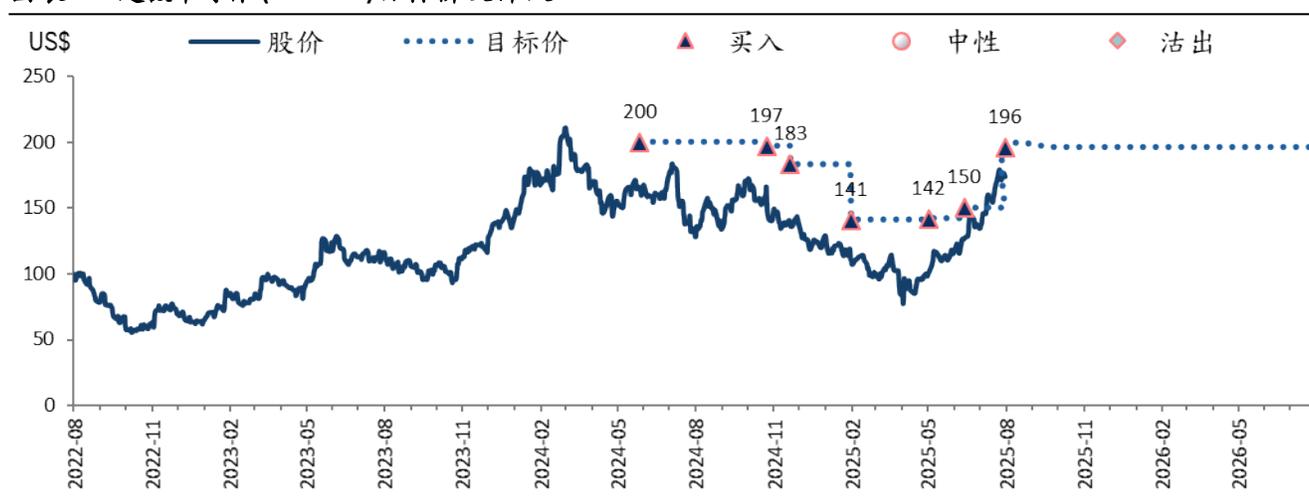
2025 年 8 月 6 日

超微半导体 (AMD US)

从历史上看，公司股价在 1H24 时达到历史高点 210 美元左右。彼时市场对于 AMD 每年 GPU 销售的预测或已经达到 100 亿美元，而我们预测 2025 年 AMD GPU 销售或在 80 亿美元左右。

综上，尽管目前对于 AMD 的关键辩论短期或未有完全共识，我们基于对 AMD MI400 产品的乐观看法维持**买入**评级，目标价 196 美元对应 35 倍 2026 年市盈率，但我们同时认为之前看到的利好因素或已在股价中反映，且市场或需要时间对以上不确定因素有更好的能见度，以清晰公司未来 GPU 销售前景。

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
002371 CH	北方华创	买入	331.58	227.61	-31.4%	2025 年 07 月 24 日	半导体设备
1810 HK	小米集团	买入	54.00	67.00	24.1%	2025 年 06 月 27 日	消费电子
TSM US	台积电	买入	232.47	280.00	20.4%	2025 年 07 月 17 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	43.68	37.00	-15.3%	2025 年 05 月 12 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	中性	52.60	45.00	-14.4%	2025 年 05 月 09 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	178.26	195.00	9.4%	2025 年 07 月 21 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	174.31	196.00	12.4%	2025 年 08 月 06 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	121.22	180.00	48.5%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	75.72	72.00	-4.9%	2025 年 04 月 28 日	半导体设计

资料来源：FactSet，交银国际，收盘价截至 2025 年 8 月 6 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	32,844	38,812	43,922
主营业务成本	(12,220)	(13,060)	(16,895)	(18,620)	(20,359)
毛利	10,460	12,725	15,949	20,192	23,563
销售及管理费用	(2,352)	(2,783)	(4,162)	(5,005)	(5,664)
研发费用	(5,872)	(6,456)	(7,139)	(6,435)	(8,347)
其他经营净收入/费用	(1,835)	(1,586)	(1,074)	(550)	(400)
经营利润	401	1,900	3,575	8,202	9,152
财务成本净额	(106)	(92)	(134)	(40)	(40)
其他非经营净收入/费用	197	181	235	196	196
税前利润	492	1,989	3,676	8,358	9,308
税费	346	(381)	320	(1,154)	(1,231)
非控股权益	16	33	343	448	448
净利润	854	1,641	4,339	7,653	8,524
作每股收益计算的净利润	854	1,641	4,339	7,653	8,524
Non-GAAP标准的净利润	4,302	5,419	7,030	9,151	10,672

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	5,400	12,361	21,426
有价证券	1,840	1,345	1,428	1,438	1,455
应收账款及票据	5,376	6,192	6,241	7,838	9,214
存货	4,351	5,734	7,520	8,049	8,062
其他流动资产	1,268	1,991	6,874	6,922	7,005
总流动资产	16,768	19,049	27,462	36,608	47,162
物业、厂房及设备	1,589	1,802	2,315	2,692	3,073
无形资产	21,363	18,930	16,952	15,282	13,762
合资企业/联营公司投资	24,262	24,839	25,133	25,310	25,615
其他长期资产	3,903	4,606	5,289	5,326	5,390
总长期资产	51,117	50,177	49,689	48,609	47,840
总资产	67,885	69,226	77,150	85,217	95,002
短期贷款	751	0	0	0	0
应付账款	2,418	2,466	2,891	3,285	3,498
其他短期负债	3,520	4,815	6,763	6,763	6,763
总流动负债	6,689	7,281	9,654	10,048	10,261
长期贷款	2,252	2,212	3,186	2,186	2,186
其他长期负债	3,052	2,165	1,426	1,426	1,426
总长期负债	5,304	4,377	4,612	3,612	3,612
总负债	11,993	11,658	14,266	13,660	13,873
股本	55,179	55,273	55,410	54,810	54,109
储备及其他资本项目	713	2,295	7,475	16,747	27,020
股东权益	55,892	57,568	62,885	71,557	81,129
总权益	55,892	57,568	62,885	71,557	81,129

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	4,339	7,653	8,524
折旧及摊销	3,453	3,064	2,739	2,436	2,296
营运资本变动	(3,049)	(2,098)	(2,075)	(1,732)	(1,176)
其他经营活动现金流	409	434	772	1,535	1,600
经营活动现金流	1,667	3,041	5,774	9,891	11,245
资本开支	(546)	(636)	(1,061)	(1,143)	(1,157)
其他投资活动现金流	(877)	(465)	(2,214)	(186)	(322)
投资活动现金流	(1,423)	(1,101)	(3,275)	(1,330)	(1,480)
负债净变动	0	(750)	791	(1,000)	0
权益净变动	(1,144)	(1,311)	(1,444)	(600)	(700)
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)	(653)	(1,600)	(700)
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	4,835	3,933	3,811	5,658	12,619
年末现金	3,933	3,787	5,400	12,361	21,426

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	4.313	5.598	6.514
全面摊薄每股收益	2.647	3.310	4.313	5.598	6.514
Non-GAAP标准下的每股收益	2.647	3.310	4.313	5.598	6.514
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	48.6	52.0	53.6
净利率	3.8	6.4	13.2	19.7	19.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
净利率	19.0	21.0	21.4	23.6	24.3
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	2.8	3.6	4.6
存货周转天数	129.6	149.9	149.4	160.1	150.7
应收账款周转天数	75.4	80.8	68.1	65.3	69.9

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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8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期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期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期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、武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、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、多点多智有限公司、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、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技控股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、其联属公司、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、其联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，或可能以委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，并可能受递送延误、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。