

买入

2025 年 8 月 8 日

预计今年 MI 系列销售额 80 亿美元，Q3 营收及毛利指引超预期

- 业绩摘要:** 2025Q2 公司营收 76.9 亿美元，同比增加 31.7%，略高于彭博一致预期 74.3 亿美元。毛利率为 39.8%，同比减少 9.3 个百分点；经营亏损 1.3 亿美元，同比减少 149.8%，营业利润率-1.7%；GAAP 净利润 8.7 亿美元，Non-GAAP 净利润 7.8 亿美元，同比减少 30.6%。Non-GAAP 摊薄 EPS 达 0.48 美元，略低于彭博一致预期的 0.49 美元。25Q3 收入指引中值 87 亿美元（不含 MI308 收入），同比增加 27.9%，基本符合彭博一致预期，毛利率指引 54%，同比增长 4 个百分点。
- MI308 恢复出口但暂未贡献收入，全年 AI GPU 销售额将达 80 亿美元:** 本季度数据中心营收同比增长 14.3%达 32.4 亿美元。MI308 恢复出口许可，国内市场需求强劲，预计年底开始贡献收入。MI355 推理性能提升显著，微软、Meta、甲骨文等云厂商的订单将在 2025-2026 年陆续交付，产品 ASP 也有涨价预期。未来 AI GPU 产品路线图清晰，下一代机架级产品 MI400 系列将于 2026 年发布。2025/2026 财年公司 AI GPU 销售额有望同比增长 59.1%/88.6%达 80/151 亿美元。
- 客户端产品市场份额持续增长，Ryzen 9000 系列销量破纪录:** 本季度客户端业务收入同比增长 67.5%达 25 亿美元。截止 2025Q1，公司台式机/笔记本营收市占率分别为 34.4%/22.1%，环比+6.4/+0.5 个百分点。Ryzen 9000 系列需求旺盛，桌面渠道销量破纪录，OEM 采购量同比增长 25%；笔记本高端市场份额扩大，Ryzen AI300 在通用及 AI 负载工作中表现领先。展望 2025 全年，预计公司客户端营收有望同比增长 41.7%达 100 亿美元。
- 游戏业务与微软 Xbox 合作后重回增长，嵌入式业务销量回暖:** Q2 游戏业务同比增长 73.1%达 11.2 亿美元，主要系与 Xbox 合作后 Radeon 9000 系列游戏显卡产品需求强劲。嵌入式业务营收同比下滑 4.3%达 8.2 亿美元，二季度销量有所回升但部分下游客户仍在削减库存。
- 目标价 200.00 美元，买入评级:** 下半年出货的 MI350 系列预计未来两年海外订单饱满，MI308 将在年底开始贡献收入。客户端产品持续提升份额，但近期关税不确定性带来一定政策风险。预计 2025-2027 年公司收入 CAGR 为 42.3%，Non-GAAP 净利润 CAGR 为 58.2%。采用 DCF 估值法，得到目标价 200.00 美元，对应 2026 年 PE 为 25.5 倍，对比当前股价有 16.01%的上升空间，买入评级。
- 风险因素:** AI 加速芯片销量或技术迭代不及预期；PC 份额增长不及预期；游戏及嵌入式业务恢复不及预期，关税不利影响。

曹凌霁
+852-25321539
Rita.cao@firstshanghai.com.hk
韩啸宇
+852-25222101
Peter.han@firstshanghai.com.hk

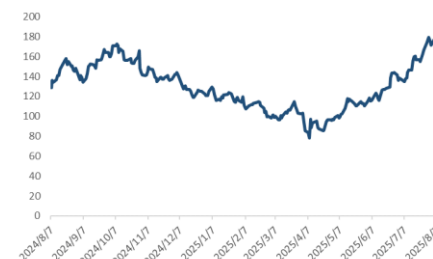
主要数据

行业	半导体
股价	172.4 美元
目标价	200.00 美元 (+16.01%)
股票代码	AMD (US)
总股数	16.23 亿 ADS
市值	2797.78 亿美元
52 周高/低	182.5 美元/76.48 美元
每 ADS 账面值	36.75 美元
主要股东	Vanguard Group INC. 9.40% BlackRock 8.29% State Street Corp 4.41%

盈利摘要

股价表现

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	34,311	44,079	52,220
变动	-3.9%	13.7%	33.1%	28.5%	18.5%
Non-GAAP净利润 (百万美元)	4,302	5,442	7,395	10,876	13,622
Non-GAAP每股盈利 (美元)	2.7	3.3	4.6	6.8	8.5
变动	-23.3%	23.6%	38.3%	47.1%	25.2%
基于172.4美元的市盈率 (估)	64.1	51.9	37.5	25.5	20.4
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%



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 假设 2025-2027 年台积电 CoWoS 先进封装年产能分别为 80/105/130 万片，公司订单占比分别为 7%/9%/9%；我们预计公司 2025-2027 年 GPU 贡献收入分别为 80/151/218 亿美元，三年复合增长率 107.8%。

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	17,253	25,957	33,478
<i>YoY</i>	7.5%	93.6%	37.2%	50.5%	29.0%
Data Center MPU	5,572	7,212	8,848	10,359	11,142
<i>YoY</i>	1.8%	29.4%	22.7%	17.1%	7.6%
<i>Total Units</i>	33,788	33,956	34,295	35,324	36,384
<i>AMD Share</i>	18%	18%	20%	23%	24%
<i>AMD Units(K)</i>	5,972	6,112	6,859	8,125	8,732
<i>ASP</i>	933	1,180	1,290	1,275	1,276
Data Center GPU	540	5,040	8,019	15,120	21,762
<i>YoY</i>	120.0%	833.3%	59.1%	88.6%	43.9%
<i>CowoS Units(K)</i>		420	800	1,050	1,300
<i>AMD share</i>		10%	7%	9%	9%
<i>Interposer</i>		12	11	10	9
<i>AMD Units</i>		504	594	945	1,088
<i>ASP</i>		10,000	13,500	16,000	20,000
FPGA&DPU	385	327	386	478	574
<i>YoY</i>	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						财务能力分析					
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		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		实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	22,680	25,785	34,311	44,079	52,220	盈利能力					
- 主营业务收入成本	12,220	13,060	16,469	21,246	24,648	毛利率 (%)	46.1%	49.4%	52.0%	51.8%	52.8%
毛利	12,725	17,842	22,833	27,572	0	EBITDA 利润率 (%)	24.2%	26.5%	16.1%	20.8%	22.4%
营业开支	10,059	10,825	12,867	14,326	16,658	净利润率 (%)	3.8%	6.4%	12.1%	16.1%	18.1%
销售总务及管理开支	4,187	4,369	5,044	5,510	6,423	营运表现					
研究和开发开支	5,872	6,456	7,823	8,816	10,235	销售及管理费用/收入 (%)	10.4%	10.8%	11.2%	9.6%	9.8%
营业利润	401	1,900	4,975	8,507	10,914	研发费用/收入 (%)	25.9%	25.0%	22.8%	20.0%	19.6%
- 利息支出	106	92	0	0	0	实际税率 (%)	-70.3%	19.2%	16.0%	15.5%	12.0%
- 营业外亏损净额	-197	-181	0	0	0	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	492	1,989	4,941	8,419	10,757	库存周转天数	119.6	139.0	138.0	146.0	152.0
- 所得税支出	-346	381	791	1,305	1,291	应收账款天数	75.4	80.8	68.0	60.0	59.0
- 关联公司及其他亏损	-16	-33	0	0	0	应付账款天数	157.7	156.9	150.0	152.0	150.0
净利润	854	1,641	4,150	7,114	9,466	财务状况					
普通股股东所得净利润	854	1,641	4,150	7,114	9,466	资产负债率	17.7%	16.8%	16.9%	18.0%	15.5%
折旧与摊销	3,453	3,064	546	656	786	ROA	1.3%	2.4%	5.5%	8.1%	9.5%
EBITDA	5,496	6,824	5,521	9,163	11,700	ROE	1.5%	2.9%	6.6%	9.8%	11.2%
主营业务增长 (%)	-3.9%	13.7%	33.1%	28.5%	18.5%	经营性现金流/收入	7.4%	11.8%	16.7%	18.5%	20.7%
EBITDA 增长率 (%)	-26.8%	19.5%	-23.6%	39.7%	21.7%						
资产负债表						现金流量表					
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年		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		实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	3,933	3,787	8,657	15,700	25,200	+ 净利润	854	1,641	4,150	7,114	9,466
+ 短期投资	1,840	1,345	1,345	1,345	1,345	+ 折旧、摊销	3,453	3,064	546	656	786
+ 应收账款与票据	5,376	6,192	6,770	7,923	9,193	+ 其他非现金调整	-975	-973	0	0	0
+ 库存	4,351	5,734	6,893	10,340	10,473	+ 非现金经营资本变动	-3,049	-2,098	-512	-1,609	-1,797
+ 其他流动资产	1,268	1,991	1,991	1,991	1,991	经营活动现金流量	1,667	3,041	5,728	8,145	10,806
总计流动资产	16,768	19,049	25,656	37,299	48,203	+ 固定资产变动	-546	-636	-858	-1,102	-1,305
+ 财产、厂房及设备	1,589	1,802	2,114	2,560	3,080	+ 长期净投资变动	300	616	0	0	0
+ 经营租赁	633	623	623	623	623	+ 收购与剥离净现金	-131	-548	0	0	0
+ 长期投资与应收	0	0	0	0	0	+ 其他投资活动	-11	-456	0	0	0
+ 其他长期资产	48,895	47,752	47,752	47,752	47,752	投资活动现金	-1,423	-1,101	-858	-1,102	-1,305
总计非流动资产	51,117	50,177	50,489	50,935	51,455	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总资产	67,885	69,226	76,145	88,235	99,657	+ 债务(偿付)所得现金	0	-750	0	0	0
+ 应付账款	5,137	6,250	7,474	10,467	10,073	+ 股本增加	268	279	0	0	0
+ 短期债务	751	0	0	0	0	+ 股本减少	-427	-728	0	0	0
+ 其他短期负债	363	476	476	476	476	+ 其他融资活动	-2	-1	0	0	0
总计流动负债	6,689	7,281	8,505	11,498	11,104	融资所得现金	-1,146	-2,062	0	0	0
+ 长期借款	2,252	2,212	2,212	2,212	2,212	现金净增减	-902	-122	4,870	7,043	9,500
+ 其他长期负债	3,052	2,165	2,165	2,165	2,165	现金剩余	3,933	3,811	8,681	15,724	25,224
总计非流动负债	5,304	4,377	4,377	4,377	4,377						
总负债	11,993	11,658	12,882	15,875	15,481						
总股东权益	55,892	57,568	63,262	72,360	84,176						

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。