

超威半导体(AMD) (AMD.O)

全球高性能计算龙头，AI 需求赋能业绩增长

优于大市

核心观点

收入、利润快速增长，消费级处理器放量。2025H1 公司实现营业收入 151.23 亿美元，同比增长 33.74%，实现净利润 15.81 亿美元，同比增长 307.47%，主要由 Ryzen 9000 系列需求旺盛，桌面渠道销量快速增长，带动出货量价齐升以及微软、Meta、甲骨文等云厂商订单增长推动。分季度来看，2025Q2 公司实现营业收入 76.85 亿美元，同比增长 31.71%，实现净利润 8.72 亿美元，同比增长 229.06%，主要由 EPYC CPU 收入增长以及在云服务和企业客户市场占有率提升、锐龙处理器在商用与消费级市场放量推动。

数据中心为最大收入来源，客户端业务高速增长。2025H1，公司客户端业务高速增长，实现收入 47.93 亿美元，同比增长 67.59%，主要得益于平均售价增长 42%，以及 AMD Ryzen 移动和桌面处理器出货量增长 17%；实现数据中心收入为 69.14 亿美元，同比增长 33.71%，主要由 AMD EPYC™ CPU 销售额的提升推动。

收入指引乐观，周期复苏逐步显现。公司在数据中心收入指引中明确剔除了潜在的中国出货（目前尚不确定美国商务部能多快批准大量积压的出口许可申请）。2025Q3 指引收入为 87 亿美元，环比增长 13%，高于市场一致预期的 83.7 亿美元，意味着数据中心收入环比大幅双位数增长，PC/客户端业务小幅增长，游戏业务大致持平，嵌入式业务环比回升，周期性复苏迹象逐步显现。在 PC/客户端业务方面，公司在桌面、移动及商用市场均展现出终端需求和份额提升。凭借差异化的 PC/客户端产品组合，公司在高端桌面 PC 与 Ryzen 移动处理器上实现了良好的平均售价提升。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、AI 落地不及预期的风险等。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。考虑到公司为全球领先的高性能计算公司，已打造完备的产品矩阵，预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 336.84/421.22/512.31 亿美元，增速分别为 30.63%/25.05%/21.63%，实现归母净利润分别为 47.17/69.09/89.98 亿美元，对应当前 PE 为 56.2/38.37/29.46 倍，给予 2026 年 43-44 倍 PE，对应估值区间为 2970.87-3039.96 亿美元市值。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,680	25,785	33,684	42,122	51,231
(+/-%)	-3.9%	13.7%	30.6%	25.0%	21.6%
净利润(百万元)	854	1641	4717	6909	8998
(+/-%)	-35.3%	92.2%	187.5%	46.5%	30.2%
每股收益(元)	0.53	1.01	2.91	4.26	5.54
EBIT Margin	-2.5%	4.2%	7.4%	11.7%	14.0%
净资产收益率(ROE)	1.5%	2.9%	7.6%	10.0%	11.5%
市盈率(PE)	310.4	161.6	56.2	38.4	29.5
EV/EBITDA	103.5	70.2	49.5	34.2	26.7
市净率(PB)	4.74	4.61	4.26	3.83	3.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

计算机·计算机设备

证券分析师：熊莉

联系人：侯睿

021-61761067

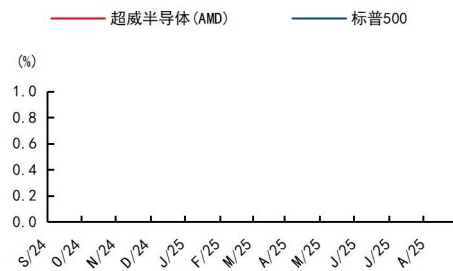
xionglli1@guosen.com.cn hourui3@guosen.com.cn

S0980519030002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	166.62 美元
总市值/流通市值	2704/2704 亿美元
52 周最高价/最低价	186.65/76.48 美元
近 3 个月日均成交额	85.29 亿美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

◆ 公司概况：高性能计算龙头，产品矩阵完备

AMD 专注于高性能计算领域，产品包括半定制系统级芯片（SoC）、自适应 SoC、加速处理器（APU）以及面向终端计算设备、嵌入式平台和服务器器的整体平台级解决方案。在数据中心计算方面，公司可提供 AI 加速器、中央处理器（CPU）、图形处理器（GPU）、数据处理单元（DPU）、智能网卡（SmartNIC）和现场可编程门阵列（FPGA）等产品，可满足当今数据中心、超级计算机、AI 和机器学习（ML）以及云计算环境日益增长的计算性能需求。同时，公司也面向游戏玩家、内容创作者、消费者和企业用户提供桌面和笔记本平台的 CPU、APU 和芯片组。公司在嵌入式计算领域提供涵盖 CPU、APU、FPGA、模块化系统（SOM）和自适应 SoC 的产品组合，实现高性能与可扩展性，广泛应用于汽车、工业、医疗、存储和网络等市场。软件层面，公司开发的软件栈包括适用于 CPU、APU、GPU 和 FPGA 的开发工具、编译器和驱动程序。

◆ 公司治理：管理团队持股，核心技术人员经验丰富

董事会及高管持股占比 0.54%，高管团队成员从业经验丰富。截至 2025 年 3 月，公司持股超 5% 的股东分别为先锋领航集团和贝莱德集团，分别持有公司 8.81%、7.7% 的股权。公司董事会及高管在内的合计 17 人持有公司股票，合计持有股份数达 8695794 股，占比达 0.54%。公司管理团队成員均曾在相关领域知名公司担任高管职务，具有丰富管理经验，其中核心技术人员 Papermaster 先生拥有超 40 年的工程经验，被选为美国国家工程院院士，领导了公司工程流程的重新设计以及高性能 x86 CPU 系列、高性能 GPU 等产品的开发，对业内技术及产品有着深刻理解。

表1：公司股权架构（截至 2025 年 3 月，*代表持有股份小于 1%）

股东名称	实际持有股份数	占已发行股份比例
持有 5% 以上股东		
The Vanguard Group	142442745	8.81%
BlackRock	124945206	7.70%
董事持股		
Lisa T. Su	4736062	*
Nora M. Denzel	152793	*
Mark Durcan	51714	*
Michael P. Gregoire	15814	*
Joseph A. Householder	216692	*
John W. Marren	56876	*
Jon A. Olson	22677	*
Abhi Y. Talwalkar	53071	*
Elizabeth W. Vanderslice	77264	*
高管持股		
Jean Hu	68119	*
Ava Hahn	11473	*
Forrest Norrod	397382	*
Mark Papermaster	1949509	*
Victor Peng	236266	*
所有董事及高管合计（17 人）	8695794	*

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 公司高级管理人员情况

姓名	职务	性别	年龄	履历
Lisa T. Su	总裁、首席执行官	女	55	麻省理工大学电气工程学士、硕士、博士；曾任 Freescale Semiconductor 高级副总裁兼网络与多媒体部门总经理、IBM 半导体研发中心副总裁；2012 年加入 AMD，历任高级副总裁兼全球业务部门总经理、首席运营官，现任公司总裁兼首席执行官。
Jean Hu	首席财务官	女	61	北京化工大学化学工程学士、克莱蒙特研究生大学经济学博士学位；曾任 Marvell Technology 首席财务官、QLogic Corporation 高级副总裁兼首席财务官；现任公司首席财务官。
Darren Grasby	执行副总裁、首席营销官	男	55	2007 年加入公司，历任全球计算与图形销售高级副总裁、EMEA 总裁兼全球渠道销售负责人、全球销售公司副总裁兼 EMEA 总经理等，现任公司执行副总裁、首席营销官。
Philip Guido	执行副总裁、首席商务官	男	63	蒙特克莱尔州立大学经济学学位；曾任 IBM 咨询战略销售全球管理合伙人兼总经理、IBM 北美区总经理；现任公司执行副总裁兼首席商务官。
Ava M. Hahn	高级副总裁、总法律顾问、公司秘书	女	52	加州大学伯克利分校历史学学士、哥伦比亚大学法学院法学博士；曾任泛林集团高级副总裁兼首席法务官、CA Technologies、Aruba Networks 等公司总法律顾问；现任公司高级副总裁、总法律顾问兼公司秘书。
Jack Huynh	高级副总裁、计算与图形业务集团总经理	男	46	伊利诺伊大学厄巴纳-香槟分校电气工程学士；1998 年加入公司，历任半定制业务部门的高级副总裁兼总经理、公司副总裁兼移动业务部门总经理等，现任公司高级副总裁兼计算与图形业务集团总经理。
Forrest E. Norrod	执行副总裁、数据中心解决方案业务集团总经理	男	59	弗吉尼亚理工大学电气工程学士和硕士学位；曾任戴尔客户端产品首席技术官、服务器业务副总裁兼总经理；2014 年加入公司，现任执行副总裁兼数据中心解决方案业务集团总经理。
Mark D. Papermaster	执行副总裁、首席技术官	男	63	德克萨斯大学奥斯汀分校电气工程学士、佛蒙特大学电气工程硕士、美国国家工程院院士；曾任思科系统公司硅工程集团负责人、苹果公司设备硬件工程高级副总裁；2011 年加入公司，现任公司执行副总裁、首席技术官。

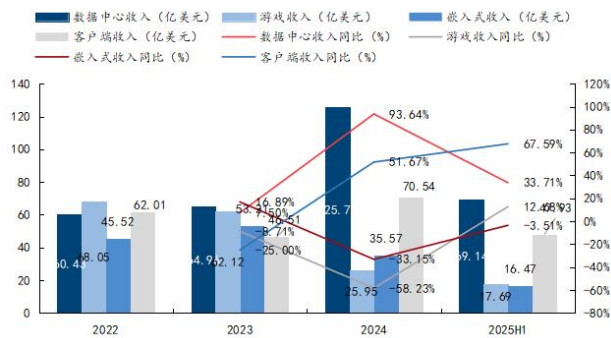
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 主营业务：AI 推动下游需求，客户端、数据中心业务高速增长

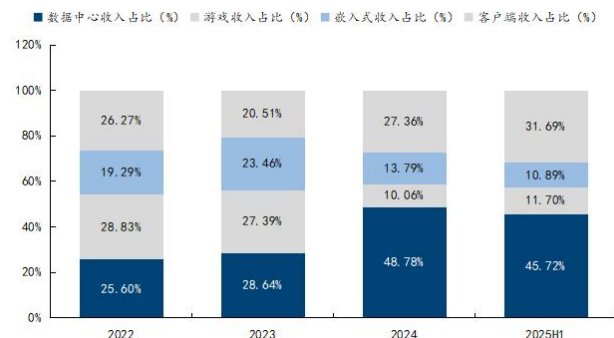
数据中心为最大收入来源，客户端业务高速增长。公司收入主要来自以下四个部分业务：

- 1) 数据中心业务：主要包括用于数据中心的 AI 加速器、服务器 CPU、GPU、APU、DPU、FPGA、SmartNIC 以及自适应 SoC 产品；
- 2) 客户端业务：主要包括用于台式机和笔记本的 CPU、APU 和芯片组；
- 3) 游戏业务：主要包括独立 GPU、半定制 SoC 产品及开发服务；
- 4) 嵌入式业务：主要包括嵌入式 CPU、GPU、APU、FPGA、系统模块（SOM）和自适应 SoC 产品。

2024 年，公司数据中心收入 125.79 亿美元，同比增长 93.64%，占公司总收入比重达 48.78%，收入增长主要得益于 AMD Instinct GPU 和 AMD EPYC CPU 销售额的提升；客户端收入为 70.54 亿美元，同比增长 51.67%，占公司总收入比重为 27.36%，主要得益市场对 AMD 移动端和桌面端 Ryzen 处理器的需求，导致出货量增长 34% 以及平均售价提升 13%；游戏收入 25.95 亿美元，同比下降 58.23%，占公司总收入比重为 10.06%，下降主要由半定制产品收入减少影响；嵌入式收入为 35.57 亿美元，同比下降 33.15%，占公司总收入比重为 13.79%，主要由客户持续控制库存水平，导致需求减少引起。2025H1，公司客户端业务高速增长，实现收入 47.93 亿美元，同比增长 67.59%，主要得益于平均售价增长 42%，以及 AMD Ryzen 移动和桌面处理器出货量增长 17%；实现数据中心收入为 69.14 亿美元，同比增长 33.71%，主要由 AMD EPYC™ CPU 销售额的提升推动。

图1：公司分业务收入情况


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

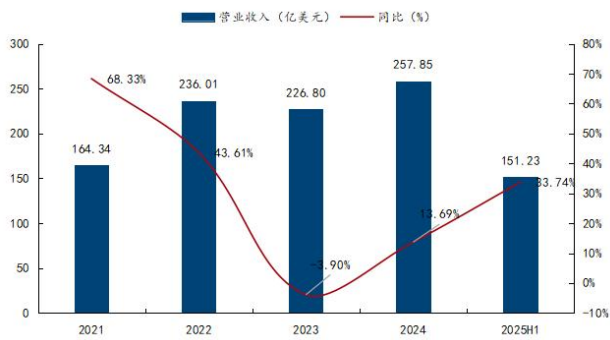
图2：公司分业务收入占比


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 财务分析：收入、利润高速增长，期间费用有所抬升

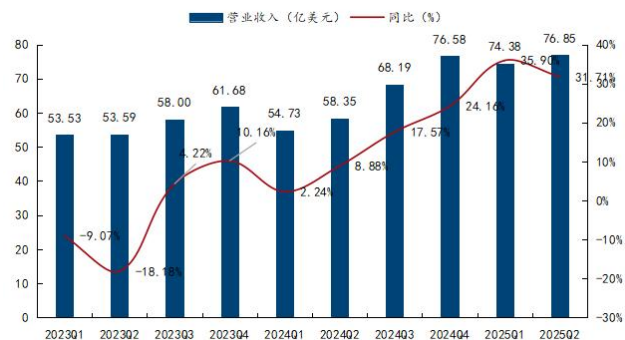
收入、利润快速增长，消费级处理器放量。2025H1 公司实现营业收入 151.23 亿美元，同比增长 33.74%，实现净利润 15.81 亿美元，同比增长 307.47%，主要由 Ryzen 9000 系列需求旺盛，桌面渠道销量快速增长，带动出货量价齐升以及微软、Meta、甲骨文等云厂商订单增长推动。分季度来看，2025Q2 公司实现营业收入 76.85 亿美元，同比增长 31.71%，实现净利润 8.72 亿美元，同比增长 229.06%，主要由 EPYC CPU 收入增长以及在云服务和企业客户市场占有率提升、锐龙处理器在商用与消费级市场放量推动。

图3: AMD 营业收入及增速



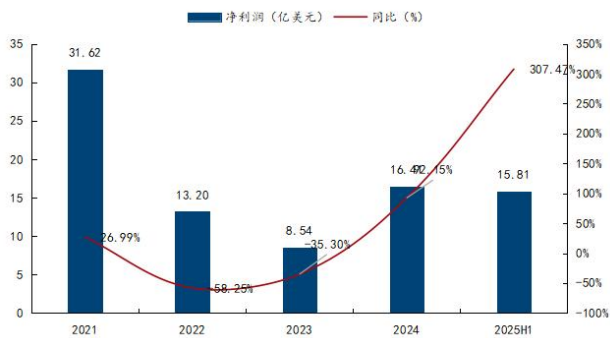
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: AMD 单季度营业收入及增速



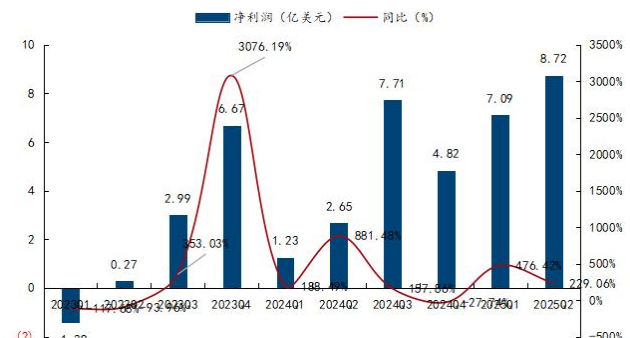
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: AMD 净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

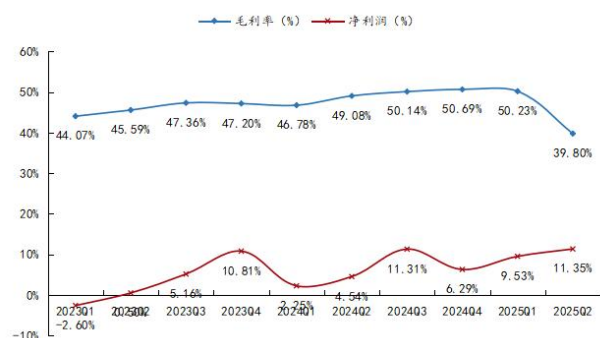
图6: AMD 单季度净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

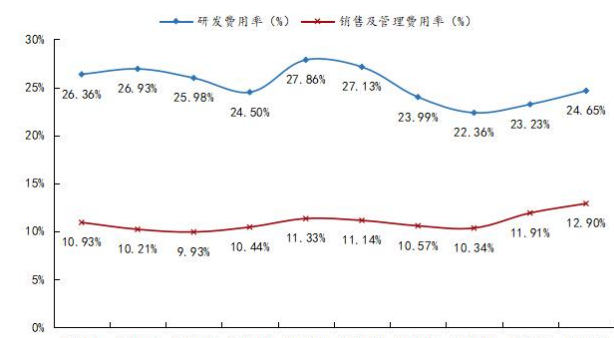
政府管制导致毛利承压，市场推广推动期间费用率抬升。2025Q2 公司实现毛利率达 39.8%，同比下降 9.28 个 pct，主要受美国政府对 AMD Instinct™ MI308 数据中心 GPU 产品的出口管制导致约 8 亿美元的库存及相关费用。公司实现净利率 11.35%，同比提升 6.81 个 pct。期间费率方面，2025Q2 公司实现研发、销售及及管理费用率分别为 24.65%、12.9%，分别同比-2.48、+1.76 个 pct，销售及及管理费用率增加主要由客户端与游戏业务板块的市场推广活动增加导致。

图7: AMD 毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: AMD 期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

数据中心：包括面向数据中心的 AI 加速器、CPU、GPU、APU、DPU、FPGA、智能网卡以及 SoC 等产品，2022-2024 年公司总收入比重分别为 25.6%/28.6%/48.8%。当前 AI 推动数据中心需求放量，客户对高性能 GPU 与异构计算平台的采购量快速增加，叠加 EPYC CPU 市占率稳步提升，推动公司数据中心业务实现量价齐升。我们预计 2025/2026/2027 年公司数据中心业务收入增速分别为 32/31.5/27.5%，占公司总收入比重分别为 49.3/51.8/54.3%。

游戏：包括独立显卡以及半定制化系统级芯片产品和开发服务，2022-2024 年公司总收入比重分别为 28.8%/27.4%/10.1%。公司凭借独立显卡提升性能与能效，占据高端玩家和内容创作者市场份额，随着游戏画质持续提升、AI 加持带来新体验，用户升级换代需求旺盛，推动独显和半定制芯片出货量稳步增长。我们预计 2025/2026/2027 年公司游戏业务收入增速分别为 38.5/10/8%，占公司总收入比重分别为 10.7/9.4/8.3%。

嵌入式：包括嵌入式 CPU、GPU、APU、FPGA、模块化系统（SOM）以及自适应系统级芯片产品，2022-2024 年公司总收入比重分别为 19.3%/23.5%/13.8%。随着智能驾驶和边缘计算等应用场景持续扩张，客户对高性能、可编程的嵌入式解决方案需求不断攀升，在物联网、汽车电子、工业控制和通信基础设施快速发展的带动下，嵌入式业务预计将保持增长。我们预计 2025/2026/2027 年公司嵌入式业务收入增速分别为 1.5/10.5/8%，占公司总收入比重分别为 10.7/9.5/8.4%。

客户端：包括用于台式机和笔记本电脑的 CPU、APU 以及芯片组，2022-2024 年公司总收入比重分别为 26.3%/20.5%/27.4%。在 AI PC 兴起和高端笔电市场升级的驱动下，用户对本地 AI 应用、内容创作和高性能办公的需求增长，企业客户加速 PC 更新换代，叠加消费端对 AI 功能的升级需求推动客户端业务持续扩张。我们预计 2025/2026/2027 年公司客户端业务收入增速分别为 40/25/20%，占公司总收入比重分别为 29.3/29.3/28.9%。

表3：公司营业收入预测（单位：百万美元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,601	22,680	25,785	33,684	42,122	51,231
yoy	43.6%	-3.9%	13.7%	30.6%	25.0%	21.6%
毛利率	44.9%	46.1%	49.4%	51.0%	53.1%	53.9%
数据中心	6,043	6,496	12,579	16,604	21,835	27,839
yoy		7.5%	93.6%	32.0%	31.5%	27.5%
收入占比	25.6%	28.6%	48.8%	49.3%	51.8%	54.3%
游戏	6,805	6,212	2,595	3,594	3,953	4,270
yoy		-8.7%	-58.2%	38.5%	10.0%	8.0%
收入占比	28.8%	27.4%	10.1%	10.7%	9.4%	8.3%
嵌入式	4,552	5,321	3,557	3,610	3,989	4,309
yoy		16.9%	-33.2%	1.5%	10.5%	8.0%
收入占比	19.3%	23.5%	13.8%	10.7%	9.5%	8.4%
客户端	6,201	4,651	7,054	9,876	12,345	14,813
yoy		-25.0%	51.7%	40.0%	25.0%	20.0%
收入占比	26.3%	20.5%	27.4%	29.3%	29.3%	28.9%

资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理和预测

期间费用率：公司主营高性能计算与图形处理解决方案，产品覆盖数据中心、客户端、游戏及嵌入式四大业务板块。受益于人工智能浪潮带动算力需求，公司加大在 GPU、CPU 及自适应 SoC 等核心产品上的研发投入，以增强技术竞争力并扩大市场份额。随着全新 AI 加速器产品的持续推广，预计销售与市场投入将阶段性提升费用水平。

销售与管理费用率：公司在定期报告中按照销售与管理费用披露相关费用情况，2024 年公司支持收入增长而加大了市场拓展相关活动，导致销售及管理费用同比提升 18.3%。随着公司推出新一代 CPU、GPU 与 AI 加速器，并加大市场拓展和品牌推广力度，相关销售费用将有所提升，预计 2025/2026/2027 年销售及管理费用率分别为 9.8%/9.4%/9.1%。

研发费用率：受公司在支持人工智能战略过程中增加员工人数所带来的更高人员相关成本影响，2024 年公司研发费用同比增长 9.9%。随着下游客户对 AI 加速器、数据中心解决方案和智能终端需求的提升，公司将保持较高研发强度，以确保技术领先并支撑未来产品矩阵的扩展，研发投入将持续增长，预计 2025/2026/2027 年研发费用率分别为 21.8%/19.7%/18.2%。

表4：公司期间费用预测（单位：百万美元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售及管理费用	2,336	2,352	2,783	3,312	3,941	4,670
yoy	61.3%	0.7%	18.3%	19.0%	19.0%	18.5%
销售及分销费用/营收	9.9%	10.4%	10.8%	9.8%	9.4%	9.1%
研发费用	5,005	5,872	6,456	7,360	8,280	9,315
yoy	26.6%	17.3%	9.9%	14.0%	12.5%	12.5%
研发费用/营收	21.2%	25.9%	25.0%	21.8%	19.7%	18.2%

资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理和预测

◆ 估值与投资建议

相对估值：我们采用 P/E 相对估值方法，主要基于以下考量：1) 公司已从周期性波动中走出，当前进入持续盈利和现金流释放阶段。随着数据中心、客户端及嵌入式等业务的增长，公司利润规模有望稳步扩大，净利润能更好地反映其持续盈利能力；2) 半导体设计企业属于强研发驱动模式，不涉及重资本制造环节，运营杠杆效应显著。在前期大规模研发投入逐步转化为市场份额和收入增长后，净利润与股东回报的相关性更高，P/E 相较其他估值方法更直观地体现每股真实盈利能力。公司为全球领先的半导体公司，专注于高性能计算与图形解决方案，产品广泛应用于 AI、云计算、超算和个人计算等领域，考虑到业务结构和市场定位的相似性，我们选取 Arm、博通、英特尔作为可比公司。

Arm：全球领先的半导体知识产权（IP）提供商，主要通过授权 CPU、GPU 及相关架构来构建生态体系。其商业模式以 IP 授权费和版税收入为核心，客户覆盖智能手机、消费电子、数据中心及汽车等领域。随着 AI 与边缘计算需求增长，Arm 在高性能计算与低功耗处理器架构上持续扩大影响力。

博通：全球多元化的半导体与基础设施解决方案供应商，业务涵盖定制芯片（ASIC）、网络交换芯片、存储控制器、无线射频及软件基础设施。公司收入来

源主要包括半导体解决方案（网络芯片与 AI 加速相关 ASIC）、基础设施软件（企业级软件、虚拟化及云基础设施服务）。

英特尔：全球最大的集成器件制造商之一，覆盖 CPU、GPU、FPGA、AI 加速器与代工服务。公司主要收入来自客户端计算（PC 与笔电市场提供处理器和平台方案）、数据中心与 AI（提供 Xeon CPU、Gaudi AI 加速器等）、网络与边缘（推动 5G、IoT 和车载解决方案）、代工服务等。

根据彭博一致预期，2026 年可比公司平均 PE 为 44 倍，公司业务与英特尔相似度较高，因此我们给予公司 2026 年 43-44 倍 PE，对应估值区间为 2970.87-3039.96 亿美元市值。

表5: 可比公司估值比较（截至 2025 年 8 月 26 日）

公司代码	公司名称	收盘价 (美元)	总市值 (亿美元)	2024A	EPS 2025E	2026E	2024A	PE 2025E	2026E
ARM US	ARM	137.78	1459.09	0.93	1.69	2.26	116.09	81.77	61.10
AVGO US	博通	294.23	13839.02	2.73	6.65	8.27	63.95	44.23	35.59
INTC US	英特尔	24.55	1074.55	-0.87	0.14	0.67	-5.72	179.20	36.53
均值				0.93	2.82	3.73	58.11	101.73	44.41
AMD US	AMD 公司	163.36	264347.75	1.01	2.91	4.26	105.86	56.14	38.35

资料来源：彭博，国信证券经济研究所预测（可比公司 ARM、博通、英特尔预测均来自彭博一致预期）

投资建议：全球领先的高性能计算公司，AI 浪潮赋能长期增长，首次覆盖，给予“优于大市”评级。1) AI 芯片：随着大模型训练与推理需求的指数级增长，全球 AI 芯片市场快速增长。公司芯片已进入多家超大规模云厂商采购清单，通过持续迭代 GPU 架构、优化软件生态以及加强兼容性，有望在未来几年快速提升市场份额，从而打开长期增长空间；2) 高性能计算：在 CPU 领域，公司依托 EPYC 系列持续侵蚀竞争对手市场份额，随着云计算、边缘计算和高性能计算（HPC）需求的持续增长，产品有望扩大渗透率。考虑到公司为全球领先的高性能计算公司，已打造完备的产品矩阵，预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 336.84/421.22/512.31 亿美元，增速分别为 30.63%/25.05%/21.63%，实现归母净利润分别为 47.17/69.09/89.98 亿美元，对应当前 PE 为 56.2/38.37/29.46 倍，给予 2026 年 43-44 倍 PE，对应估值区间为 2970.87-3039.96 亿美元市值。

◆ 风险提示

估值的风险：我们选取了与公司业务相近企业的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司与英特尔业务相似度较高，最终给予公司 2026 年 43-44 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险：1) 我们假设公司未来 3 年收入增长 30.63%/25.05%/21.63%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。2) 我们预计公司未来 3 年实现归母净利润分别为 47.17/69.09/89.98 亿美元，可能存在对公司费用估计偏低、利润高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

AI 落地不及预期的风险：公司 AI 产品已经实现商业化，随着 AI 产业快速发展，AI 产品需要迅速迭代以满足市场需求，若公司新一代 AI 产品研发不及预期，将

影响公司未来产品的市场份额；同时，目前市场已有同类产品上市或在研竞品，未来商业化预计会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，涵盖高性能计算芯片设计、先进制程工艺迭代、AI 加速器架构创新、生态软件平台优化以及与主流客户的深度协同等。在未来的技术竞争中，如果公司不能准确把握半导体及人工智能芯片的发展趋势，在产品路线或架构演进方向上出现判断失误；或新一代 CPU/GPU/AI 加速器研发进度不及预期，未能及时推向市场，导致性能、能效或生态支持度被主要竞争对手赶超或替代，公司将难以保持核心竞争力，从而对公司的经营和盈利能力产生重大不利影响。

宏观经济及行业波动风险：如果未来宏观经济发生剧烈波动，导致 AI 芯片需求下滑，将对公司的业务发展和经营业绩造成不利影响。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3933	3787	7867	13937	22013	营业收入	22680	25785	33684	42122	51231
应收款项	6644	8183	8306	9809	11930	营业成本	12220	13060	16505	19755	23617
存货净额	4351	5734	6516	7802	9433	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	2352	2783	3312	3941	4670
流动资产合计	16768	19049	24091	33076	44802	管理费用	8683	8850	11381	13490	15767
固定资产	1589	1802	2243	2698	3138	财务费用	(100)	(90)	(215)	(418)	(701)
无形资产及其他	46258	44392	41433	38473	35514	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	3171	3834	3834	3834	3834	资产减值及公允价值变动	38	12	(6)	(4)	(4)
长期股权投资	99	149	199	249	299	其他收入	911	966	3057	3076	3101
资产总计	67885	69226	71799	78331	87587	营业利润	474	2160	5753	8426	10974
短期借款及交易性金融负债	751	0	0	0	0	营业外净收支	34	(138)	(1)	(1)	(1)
应付款项	2055	1990	2922	3228	3537	利润总额	508	2022	5753	8426	10974
其他流动负债	3883	5291	2814	2729	3276	所得税费用	(346)	381	1036	1517	1975
流动负债合计	6689	7281	5736	5957	6814	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1717	1721	1721	1721	1721	归属于母公司净利润	854	1641	4717	6909	8998
其他长期负债	3587	2656	2057	1458	859						
长期负债合计	5304	4377	3778	3179	2580	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	11993	11658	9514	9136	9394	净利润	854	1641	4717	6909	8998
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	55892	57568	62285	69194	78193	折旧摊销	3252	2848	3057	3076	3101
负债和股东权益总计	67885	69226	71799	78331	87587	公允价值变动损失	(38)	(12)	6	4	4
						财务费用	(100)	(90)	(215)	(418)	(701)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(3992)	(3173)	(3049)	(3167)	(3495)
每股收益	0.53	1.01	2.91	4.26	5.54	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	76	1304	4731	6822	8608
每股净资产	34.44	35.47	38.38	42.64	48.18	资本开支	(649)	(852)	(544)	(575)	(585)
ROIC	7%	5%	8%	11%	14%	其它投资现金流	(820)	495	(57)	(127)	104
ROE	2%	3%	8%	10%	12%	投资活动现金流	(1485)	(407)	(651)	(753)	(531)
毛利率	46%	49%	51%	53%	54%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-3%	4%	7%	12%	14%	负债净变化	(750)	4	0	0	0
EBITDA Margin	12%	15%	16%	19%	20%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-4%	14%	31%	25%	22%	其它融资现金流	2007	(1051)	0	0	0
净利润增长率	-35%	92%	187%	46%	30%	融资活动现金流	507	(1043)	0	0	0
资产负债率	18%	17%	13%	12%	11%	现金净变动	(902)	(146)	4080	6069	8077
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	4835	3933	3787	7867	13937
P/E	310.4	161.6	56.2	38.4	29.5	货币资金的期末余额	3933	3787	7867	13937	22013
P/B	4.7	4.6	4.3	3.8	3.4	企业自由现金流	(1860)	(291)	1503	3381	4905
EV/EBITDA	104	70	50	34	27	权益自由现金流	(522)	(1265)	1680	3724	5480

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032