

## 超微半导体 (AMD US, 买入, 目标价: US\$291.00)

买入

持有

卖出

### GPU+CPU 双轮驱动增长

目标价: US\$291.00 当前股价: US\$203.17

股价上行/下行空间 +43%

52 周最高/最低价 (US\$) 267.08/76.48

市值 (US\$mn) N/A

当前发行数量(百万股) 1,624

三个月平均日交易额 (US\$mn) 8,722

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Vanguard 10

Blackrock 8

State Street 5

按 2026 年 1 月 9 日收市数据

资料来源: FactSet

#### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	N/A	N/A
目标价 (US\$)	291.00	N/A	N/A
2025E EPS (US\$)	2.62	N/A	N/A
2026E EPS (US\$)	4.97	N/A	N/A
2027E EPS (US\$)	8.82	N/A	N/A

#### 股价表现



资料来源: FactSet

#### 华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (US\$mn)	34,009 (-0%)	44,729 (+2%)
EPS (US\$)	2.49 (+5%)	4.15 (+20%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

- 我们 GPU 收入预测比市场一致预期更高, AMD 凭借性价比优势持续获得客户 GPU 新增订单。
- 我们看好 AMD 持续迭代具备性价比优势的 CPU 产品, 进一步提升全球市占率。
- 首次覆盖给予 AMD "买入"评级; 目标价 291.00 美元。(基于 33 倍 2027 财年 P/E)。

我们 26 和 27 财年的 GPU 收入预测高于市场一致预期, 主要由于 AMD MI450 的高性价比及后续产品持续获得客户订单的潜力。一方面, 我们认为市场低估了 MI450 的性价比以及收入贡献。然而, 我们注意到 AMD MI450 系列在 HBM 容量, rack 层使用带宽及存储带宽方面均超越 Vera Rubin。另一方面, 市场担心 OPENAI 的 1GW 订单部署或慢于预期从而会影响 AMD 对应收入确认节奏。然而, 我们认为基于 OPEN 和 AMD 的强绑定关系, 1GW 的订单部署或超出市场预期。另外来自于 Meta, 微软以及甲骨文 (Oracle) 的订单有望进一步提高我们针对 AMD26-27 财年营收的预期。我们当前预测 AMD 在 2026 和 2027 财年的 GPU 收入有望分别达到 165 亿美元和 330 亿美元 (高于 160/323 亿美元的市场预期)。

我们看到 AMD 持续推出高性价比 CPU 产品进一步提升市场份额。自 2017 年推出锐龙和 EPYC 服务器处理器以来, AMD 已确立了清晰产品路线。根据半导体行业观察, 与英特尔的第六代至强处理器相比, AMD 的 EPYC 9005 在核心数量、时钟速度、三级缓存和 DDR5 内存方面表现更优, 同时价格更具竞争力。我们看好 AMD 较友商更加卓越的服务器 CPU 性能以及强大销售渠道, 我们预计 AMD 服务器 CPU 产品收入在 2026 财年和 2027 财年将分别达到 96 亿美元和 102 亿美元, 基本与 97 亿美元和 103 亿美元的市场一致预期相同。

我们给予公司“买入”评级, 我们认为公司估值有上升空间。我们基于 33 倍的 2027 财年预期市盈率得出公司目标价 291 美元, 较同业平均市盈率 26.88 倍 P/E 高出 23%, 原因是我们认为 AMD 在 2025 至 2027 财年的净利润复合年增长率将达 84%, 远高于海外人工智能处理器 52% 的行业平均水平 (根据 FactSet)。我们采用 2027 财年预期市盈率, 是因为我们预计 AMD 的 MI450 系列 GPU 将从 2027 财年开始贡献显著的收入和利润

#### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (US\$mn)	22,680	25,785	34,008	45,805	63,866
每股收益 (US\$)	0.52	1.00	2.62	4.97	8.82
市盈率 (x)	196.8	157.2	58.3	40.8	23.0
市净率 (x)	3.0	4.4	4.0	4.7	3.9
股本回报率 (%)	1.5	2.9	6.9	11.6	17.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: FactSet, 华兴证券预测

#### 研究团队

王国略, 分析师

证书编号: S1680524080001

电话: +86 21 6015 6827

电邮地址: ghwang@huaxingsec.com

## 目录

焦点图表.....	Error! Bookmark not defined.
为什么是“买入”评级? .....	3
AMD 持续从新老客户获得 GPU 订单 .....	4
Meta、微软和 Oracle 持续从 AMD 拿到 GPU.....	4
AMD 从 OPENAI 处获得 6GW 订单 .....	7
依赖 OPENAI、微软、Meta 及 Oracle 等客户订单，我们预计 AMD 在 2026 财年的 GPU 收入有望至少达到 220 亿美元 .....	8
服务器 CPU 市场市占率稳步提高，拉动 AMD 整体 CPU 业务收入 .....	9
服务器和客户端 CPU 产品市占率持续走高.....	9
服务器和客户端 CPU 产品市占率持续走高有望持续拉动 AMD CPU 业务线收入 .....	12
财务预测.....	14
我们预计数据中心业务在 2026 财年收入有望达到 336 亿美元.....	14
我们预计桌面和笔记本 CPU 在 2026 财年收入有望达到 99.3 亿美元 .....	Error! Bookmark not defined.
总收入有望在 2026 财年达到 528 亿美元 .....	Error! Bookmark not defined.
净利率有望在 2025-27 财年逐步提升 .....	16
估值 .....	18
风险提示.....	20

## 为什么是“买入”评级？

我们预计公司 2025-2027 财年以 HPC GPU 为核心的数据中心收入有望超出市场预期，支撑公司 2025-2027 财年净利润 CAGR 达到 84%（超过 FactSet 上的市场一致预期 75%）。我们首次覆盖 AMD，给予“买入”评级，目标价是 291.0 美元。

**为什么是现在？** 我们看好 OpenAI、Meta 以及微软基于性价比和供应安全因素在 2026 年持续加单 MI450 系列，叠加服务器 CPU 市占率爬升，让我们对公司 2025-2027 财年净利润 CAGR 预测为 84%，（超过 FactSet 上市场的一致预期 75%）。进入 2026 年，我们认为 CSPs 客户加单情况、OpenAI 和甲骨文 GPU 部署进度是公司股价的主要催化剂。我们买入公司基于以下原因：

- **中长期来看，AMD 基于性价比和供应安全因素有望持续获得存量和新客户的 GPU 订单。** 第一方面，我们认为 AMD MI450 系列 GPU 性价比较英伟达 Vera Rubin 具备优势。首先根据北京半导体行业协会，AMD MI450 系列在 HBM 容量，rack 层级使用带宽和存储带宽方面均超越 Vera Rubin，其次根据 Semi Analysis，AMD MI450 系列在 FP6 和 FP8 计算精度下相比 Vera Rubin 具备一定性价比。MI450 系列在 FP6 精度下与 Vera Rubin200 和 Vera Rubin300 相比，每 PFLOPS 的总拥有成本(TCO)可节省 68%。FP8 精度下，MI450 系列每 PFLOPS 的 TCO 比 Vera Rubin200 低 38%。第二方面，我们认为 CSPs 客户有望通过引入 AMD 作为二供降低单一供应商的风险。根据 Omdia，微软以及 Meta 在 2024 年同时采购了英伟达和 AMD 的 GPU 芯片。AMD 在 UALink 上的发展也让 CSPs 客户在英伟达 NVLink 方案之外寻找可能的备选方案上打开了可能性。根据 2025 年 11 月 12 日 AMD 举办的 2025 Financial Analyst Day，除了 OpenAI 在 2026 年预计部署 6GW AMD Instinct 加速器之外，甲骨文 (Oracle) 有望从 2026 年下半年在其数据中心部署 5 万块来自 AMD 的 Instinct MI450 芯片。得益于 AMD 在产品性价比和互联方案上的突破，我们看好 AMD MI450 系列及后续 GPU 持续获得存量和新客户订单的潜力。我们当前预测 AMD 在 2026 和 2027 财年的 GPU 收入有望分别达到 165 亿美元和 330 亿美元（高于 160/323 亿美元的市场预期）。
- **具备性价比优势的新品迭代有望助推 AMD 服务器和客户端 CPU 市占率持续提升。** 根据半导体行业观察，公司于 2017 年推出的基于 Zen 架构的 Ryzen 处理器以及面向服务器市场的 EYPC(霄龙)处理器为 AMD 后续 CPU 产品迭代指明了清晰路线。相比于英特尔第六代志强系列，AMD EPYC9005 在最大核心数、最高频率、三级缓存、DDR5 内存及平台兼容性方面均好于英特尔第六代志强系列，同时价格较英特尔第六代志强系列便宜。考虑到苏姿丰 (Lisa Su) 在 2014 年接任 CEO 后对 CPU 业务的重视，AMD 从 2018 年开始逐步在服务器和客户端 CPU 市场及桌面和笔记本 CPU 市场上提升市占率。根据 Mercury Research，回顾 2017-2025 年，AMD 的服务器 CPU 市占率从 1Q18 的 1.4%逐步提升到 2Q25 的 27.3%，主要依赖于 AMD 推出的 EPYC(霄龙) CPU 处理器产品，在硬件性能上实现对英特尔产品的差异化竞争。我们预计 AMD 服务器 CPU 产品收入在 2026 财年和 2027 财年将分别达到 96 亿美元和 102 亿美元，基本与 97 亿美元和 103 亿美元的市场一致预期一致。

我们认为公司催化剂主要包括：1) Meta 和微软等客户是否会进一步加单 GPU 相关产品；2) OPENAI 在 2026 年的 1GW 订单中的 MI450 产品以及甲骨文的 GPU 订单是否会提前交付并确认收入；3) AMD 在台积电的 COWOS 产能是否会在 4Q25-1H26 进一步加单。

**首次覆盖并给予买入评级，目标价 291.00 美元：** 我们的目标价是基于 AMD 2027 年财年 33 倍的市盈率，比海外人工智能处理器平均 26.88 倍行业市盈率高出 23%。我们预计 AMD 财年 2025 年至 2027 年的净利润复合年增长率 (CAGR) 为 84%，高于行业同行平均的 52%（根据 FactSet）。我们设定的 33 倍市盈率目标高于 AMD 过去五年平均 24 个月的预期市盈率（27.8 倍）。

## AMD 持续从新老客户获得 GPU 订单

### Meta、微软和 Oracle 持续从 AMD 拿到 GPU

Meta、微软和甲骨文（Oracle）一直是 AMD GPU 的有力支持者。根据北京半导体协会，微软和 Meta 从 MI300X 产品开始就是 AMD GPU 的主要客户，微软和 Meta 也在逐步增加 AMD GPU 在其数据中心中的占比，以降低对单一供应商英伟达依赖。根据 2025 年 11 月 12 日 AMD 举办的 2025 Financial Analyst Day 活动，AMD 提到甲骨文（Oracle）有望从 2026 年下半年开始在其数据中心中部署 5 万块 AMD 的 Instinct MI450，并采用 AMD 的下一代“Helios”机架设计，甲骨文计划在 2027 年之后进一步扩大部署规模。

图表 1: AMD 分客户的具体合作细节

客户	具体合作细节
Meta	Meta 基于 AMD Instinct GPU 运行公司最大的 AI 模型。AMD ROCm 标配对最大的 AI 框架 PyTorch 的支持，并拥有来自 Hugging Face 高级模型库的超过一百万个模型，使客户能够在 ROCm 软件和 Instinct GPU 上享受无缝的开箱即用体验。
Oracle	甲骨文有望从 2026 年下半年开始在其数据中心中部署 5 万块来自 AMD 的 Instinct MI450 芯片，采用 AMD 的下一代“Helios”机架设计，并计划在 2027 年之后进一步扩大部署规模。
微软	微软的资料中心部门是 AMD Instinct MI300X 芯片的最大买家，并已开始为 GPT-4 这类大型语言模型（LLM）执行工作。
OpenAI	AMD 预计在 2026 年下半年部署 6GW AMD Instinct 加速器

资料来源：北京半导体协会，AMD 2025 Financial Analyst Day，华兴证券整理

图表 2: AMD 分客户的具体合作细节



资料来源：AMD 2025 Financial Analyst Day，华兴证券整理

### 现有客户购买考虑：新一代 MI450 系列相比 Vera Rubin200 具备一定程度的性价比（FP6 和 FP8 精度下）

AMD 单颗 MI450 系列部分性能较 Vera Rubin 具备优势。根据北京半导体行业协会，Instinct MI450 系列采用台积电 N2 工艺制造，较 Vera Rubin 采用的 N3P 工艺更加先进。同时 MI450 系列的单颗芯片采用 432GB 的 HBM 容量，是 Vera Rubin 单颗芯片 288GB 容量的 1.5 倍。Rack 层级，Instinct MI450 系列 Rack 的 HBM4 存储容量约是 31TB，约是 Vera Rubin 的 1.5 倍左右，相应地，Instinct MI450 系列 Rack 的存储带宽（1.40PB/s）也是 Vera Rubin 的存储带宽（0.94PB/s）1.5 倍左右。

Instinct MI450 系列在 FP6 和 FP8 计算精度下相比 Vera Rubin 具备一定性价比。从使用成本看：根据 Semi Analysis，Vera Rubin 单独售价在 4-5 万美元，集成系统 DGX Rubin 单台售价有望超 300 万美元（包括 8 颗 GPU、液冷机柜以及软件成本）。MI450 Helios 机架由 18 个计算托盘组成，每个托盘包含四个 GPU 和一个 Venice CPU。每个托盘还包括 12 个用于后端纵向扩展（scale-up）网络的 800G Pensando Vulcano 网卡（NIC）。每个计算托盘的物料清单（BOM）成本约为

165,000 美元。整个拥有 72 个 GPU 的 Helios 机架的总体 BOM 成本约 330 万美元。由于 AMD 机架产品相较 Vera Rubin200 拥有更低的芯片价格以及更便宜的以太网交换机产品，比较 AMD 和英伟达机架产品，MI450 系列每个 GPU 集群总资本成本比英伟达 Vera Rubin200 低 22%。从不同计算精度下的总拥有成本(TCO) 看：MI450 系列在 FP6 精度下与 Vera Rubin200 和 Vera Rubin300 相比，每 PFLOPS 的 TCO 节省了 68%，并且每单位功耗的 TFLOPS 大约是 Vera Rubin200 两倍。FP8 精度下，MI450 系列每 PFLOPS 的 TCO 比 Vera Rubin200 低 38%。

**图表 3: AMD Instinct MI450 系列与 Vera Rubin 性能比较**

机架级 AI 性能领导者			
	Instinct MI450 系列	Vera Rubin	vs. Vera Rubin
上市时间	2026	NV144 平台：2026 年下半年	
GPU 域	72	72	1x
每 GPU 内存类型	HBM4，每 GPU 最高 432GB	HBM，每 GPU 约 288GB	1.5 倍
纵向扩展带宽	260 TB/s	260 TB/s	1x
FP4 • FPB 浮点运算性能	2.9 万亿次浮点运算 • 1.4 万亿次浮点运算	~2.9 EF • 1.4 EF	~1 倍
HBM4 内存容量	31 TB	20 TB	1.5 倍
内存带宽	1.4 PB/s	0.94 PB/s	1.5 倍
横向扩展带宽	43 TB/s	29 TB/s	1.5 倍

资料来源：AMD Advancing AI Conference，华兴证券整理

**图表 4: MI450 Helios 单个 Compute Tray 价格估算 (美元)**

MI450 接口	扩展价格
MI450 GPU	
LPDDR5X	
本地 NVMe 存储	
AMD EPYC CPU	
DDR5 MRDIMM	
计算组件	138,856
网络组件	18,685
连接组件	1,850
冷却组件	2,070
电源配件	2,600
其他部件	940
每计算托盘总计	165,001

资料来源：Semi Analysis，华兴证券整理

**图表 5: MI450 Helios 单个 rack 价格估算 (美元)**

项目	单位成本	数量	扩展价格
MI 400 Helios 计算托盘	165,001	18	2,970,018
MI 400 Helios 交换托盘	22,882	6	137,293
MI450 Helios 机架底盘	2,000	1	2,000

48V 母线	1,000	1	1,000
铜背板电缆和终端器	15,000	1	15,000
66KW 电源机架	12,000	6	72,000
机架总管	4,000	1	4,000
<b>每机架总成本 (百万美元)</b>			<b>3.2</b>

资料来源: Semi Analysis, 华兴证券整理

**图表 6: AMD MI450 系列和 Vera Rubin 系列总拥有成本和功耗对比 (美元)**

GPU 的总拥有成本和能效				
	单位	MI450 系列	Vera Rubin200 NVL144	Vera Rubin300 NVL576
每逻辑 GPU 的前期集群资本支出总额 (美元)	美元	59767	77156	149476
每 GPU/每小时/总计前期集群资本支出 (美元)	美元/小时/GPU	<b>2.05</b>	<b>2.65</b>	<b>5.13</b>
单位 GPU 的热设计功耗	瓦特	<b>1,800</b>	<b>1,700</b>	<b>2,800</b>
高密度浮点运算 - FP4	每小时浮点运算次数	40,000	50,000	100,000
高精度浮点运算 - FP6	每小时浮点运算次数	40,000	16,667	33,333
高精度浮点运算 - FP8	每小时浮点运算次数	20,000	16,667	33,333
FP4 下, 每 PFLOPS 运算的总拥有成本 (美元)	每小时每 PFLOPS 成本 (美元)	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>
FP6 下, 每 PFLOPS 运算的总拥有成本 (美元)	每小时每 PFLOPS 成本 (美元)	<b>0.05</b>	<b>0.16</b>	<b>0.15</b>
FP8 下, 每 PFLOPS 运算的总拥有成本 (美元)	每小时每 PFLOPS 成本 (美元)	<b>0.1</b>	<b>0.16</b>	<b>0.15</b>
每瓦 FP4 浮点运算性能 (TFLOPS)	TFLOPS/瓦特	22.2	29.4	35.7
每瓦 FP6 浮点运算性能 (TFLOPS)	TFLOPS/瓦特	22.2	9.8	11.9
每瓦 FP8 浮点运算性能 (TFLOPS)	TFLOPS/瓦特	11.1	9.8	11.9

资料来源: Semi Analysis, 华兴证券整理

### 现有客户购买考虑: 供应链安全以及组网考虑

基于供应链安全引入二供, CSPs 客户有望降低单一供应商风险。根据 Omdia, 英伟达芯片方面, 微软和 meta 在 2024 年分别采购了 48.5 万颗以及 22.4 万颗的英伟达 Hopper 芯片。AMD 芯片方面, 微软在 2024 年购买了 9.6 万颗 AMD MI300 芯片, Meta 则在 2025 年购买了 17.3 万颗 MI300 芯片。一方面, 我们认为 CSPs 客户采购 AMD 卡或倒逼英伟达加速提升 GPU 性能。根据半导体行业观察, AMD 将 Instinct MI450 的单芯片热设计功耗 (TDP) 从 2300W 提升到 2500W 后, 英伟达为了提升单芯片性能也将 Vera Rubin200 的 TDP 从 1800W 涨到 2300W。另一方面, 我们也认为 CSPs 客户通过购买 AMD 产品从而降低对单一 GPU 供应商依赖。技术层面, AMD 给客户提供更丰富的软件生态为 CSPs 客户提供了英伟达 CUDA 生态外的选择, 降低技术锁定风险。AMD 通过自我创新让 CSPs 厂商除了应用英伟达 NVLink 方案外也可以选择 AMD 的 Helios 平台和以太网互连方案。我们认为 CSPs 通过扶持 AMD 二供可对英伟达构成竞争压力, 促使英伟达提供更优价格。

组网方面, AMD 逐步完善 UALink 方案。根据 UALink 白皮书, UALink 200G 1.0 规范最初由 UALink 联盟发起成员 (包括阿里巴巴、AMD、苹果、Astera Labs、亚马逊云科技、思科、谷歌、HPE、英特尔、Meta、微软和新思科技) 联合提出。在 2025 年 6 月的 AMD Advancing AI Conference 上, AMD 将 UALink 与 NVLink Fusion 进行了对比, 虽然 UALink 和 NVLink 都能有效降低底层数据传输延迟, 但是 UALink 比 NVLink 强大的是 UALink 支持多达 1024 个 GPU, 远高于 NVLink Fusion 支持的 576 个 GPU, 并且对于 CPU 与 GPU 的使用基本没有限制, UALink 软件以及规范也均开放, 而 NVLink Fusion 只围绕自家产品展开。我们认为 AMD 放开软件规格和

GPU 使用的限制有助于 UALink 追赶 NVLink。UALink 追赶 NVLink 的可能性在于：1) UALink 支持的 GPU 数量可达到 1024 个加速器；2) ROCm 等软件生态成熟以及在开放软件生态平台的环 境下，各个联盟成员对于 UALink 的支持。截至 2025 年 10 月，新思科技已经推出了 UALink IP 控 制器和验证 IP，而博通也计划投入生产 UALink 交换机。

**图表 7: UALink1.0 与 NVLink 5.0 参数性能对比**

系统架构	UALink 1.0	NVLink 5.0
架构类型	多节点加速器系统，支持 Pod 和虚拟 Pod 分区	GPU 中心架构，分层拓扑（如 GB200 NVL72）
核心组件	主机 CPU、加速器、UALink 交换机	GPU、NVLink Switch、Grace CPU
节点定义	1+主机 CPU，1+加速器，单一 OS 域	GPU 为主，含 CPU 支持
目标应用	加速器间低延迟通信	GPU 高性能计算（如 AI、科学计算）
链路层与物理层	UALink 1.0	NVLink 5.0
链路数量	x1, x2, x4 可分叉配置	每 GPU 18 条链路
链路带宽	每 Lane 106.25Gbps 或 212.5Gbps，取决于配置	每链路双向 200 GB/s（单向 100 GB/s）
信令速率	每 Lane 106.25 Gbps 或 212.5 Gbps	50 Gbit/s 每差分对
编码方式	64B/66B	PAM4
物理介质	铜缆（支持如 200GBASE-KR1/CR1 等标准）	机架内铜缆（<4 米），机架间 OSFP 光模块 (400G/800G)
协议与事务	UALink 1.0	NVLink 5.0
协议栈层	协议层 (UPLI)，事务层 (TL)，数据链路层 (DL)，物理层 (PHY)	物理层，数据链路层 (推断)，互连/传输层 (SHARP，缓存一致性)，更高层 (缓存一致性)
事务类型	内存读写，写入消息，原子操作，供应商自定义	读写，原子操作，集合通信 (All-Reduce，多播)
寻址方式	系统物理地址 (SPA)，网络物理地址 (NPA)，基于标识符的路由	共享地址空间 (GPU-CPU 缓存一致性)
路由机制	UALink 交换机，单播，虚拟 Pod 分区，基于源/目标加速器和端口 ID	NVLink 交换机，全互连非阻塞，分层拓扑

资料来源：半导体行业观察，UALink 白皮书，华兴证券整理

## AMD 从 OPENAI 处获得 6GW 订单

OpenAI 给与 AMD 约 6GW 订单。AMD 和 OpenAI 在 2025 年 10 月 7 日宣布了一项合作，OpenAI 将通过关联公司购买并部署高达 6GW AMD Instinct GPU，从 2026 年下半年的 MI450 系列开始，潜在销售额可达 900 亿美元。作为交换，AMD 已向 OpenAI 发行认股权证，以每股 0.01 美元的价格认购最多 1.6 亿股 AMD 股票。2026 年，OpenAI 购买并部署 1GW 的 AMD Instinct MI450 GPU，该 GPU 于 2026 年下半年量产。

我们认为中长期看，Open AI 订单潜力很大，但具体履约进程需关注 OPENAI 部署进度。根据 Semi Analysis，目前 MI450 单芯片热设计功耗在 2000W，首批 2026 年 1GW 相当于 50 万颗左右的产能，假设这批 1GW 中有 40%收入在 2026 年确认，对 AMD 的 2026 年 GPU 业务收入或将十分显著。2027 年后，剩余 5GW 对应约 200 万颗以上 GPU，有望增强 AMD2027 年之后 GPU 的业务增长潜力。但我们同时也看到 OPEN AI 对于 AMD 的投资将逐步落实，若客户出现投资减缓或者 MI450 系列性能大幅不及预期，可能导致 OPENAI 降低对 AMD 的 GPU 的依赖。

OPEN 长期策略或在英伟达和 AMD 卡之间取得平衡。根据半导体行业观察，2025 年 9 月 22 日英伟达宣布与 OpenAI 正式签订合作意向书，英伟达将累计向 OpenAI 投资 1000 亿美元（约合人民币 7100 亿元），两家公司承诺部署 10GW 的新数据中心容量，确保 OpenAI 优先使用其芯片，形成“资金循环”：英伟达提供资金，OpenAI 用于购买英伟达硬件。在该合作协议签署半个月后，2025 年 10 月 7 日 AMD 和 OpenAI 又达成了 6GW 的订单。首先从合作深度看，AMD 和 OPENAI 的合作更深，不仅涉及未来 GPU 供应订单，而且 OpenAI 通过 AMD 发行的认股权证，有望通过行

权获得 AMD 的部分股权。相比，英伟达和 OPENAI 的合作更纯粹是 GPU 供应订单合作。其次从合作目的看，OPENAI 通过与 AMD 和英伟达共同达成协议，任何一家的产能和价格波动，都有资源通过另外一家供给来对冲。我们认为结合 AMD 和 OPENAI 目前的发展目的和资源优势，AMD 和 OPENAI 的合作绑定较英伟达和 OPENAI 的合作绑定更为紧密。

### 依赖 OPENAI、微软、Meta 及 Oracle 等客户订单，我们预计 AMD 在 2026 财年的 GPU 收入有望至少达到 220 亿美元

我们汇总并整理 AMD 的主要 GPU 业务客户。其中 Meta 和微软持续与 AMD 进行 GPU 合作。根据 Omdia，微软在 2024 年购买了 9.6 万颗 AMD GPU，而 Meta 在 2024 年购买 17.3 万颗 AMD 的 MI300。根据 Oracle 官网，Oracle 也宣布自 3Q26，公司将在其云基础设施（OCI）部署 5 万颗 AMD Instinct MI450 系列 GPU，并计划持续扩容。再加上 OPENAI 预计在 2026 年投放的 1GW MI450 订单，除 Meta 和微软的现有 MI450 订单外，我们预计 AMD 获得来自 OPENAI 和 Oracle 的 2026 年 MI450 起量订单有望超过 50 万颗。

图表 8：MI300、MI325X、MI350 及 MI450 系列 wafer-out 估算（k）（和表 8 确认收入的量不同）

AMD (k)	26 年 Bullcase	26 年 Bear case	26 年 Base case	COWOS 切 die 数量	消耗 COWOS Bull case(k)	消耗 COWOS Bear case(k)	消耗 COWOS Base case(k)
MI300	0	0	0	25	0	0	0
MI325	180	120	150	23	8	5	7
MI350	550	450	500	16	34	28	31
MI4xx	400	200	300	8	50	25	38
<b>Total</b>	<b>1130</b>	<b>770</b>	<b>950</b>		<b>92</b>	<b>58</b>	<b>75</b>

资料来源：半导体行业观察，华兴证券预测

图表 9：MI300、MI325X、MI350 以及 MI450 系列销量（千颗）及销售收入估算（百万美元）

确认收入的销量（千颗）	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
MI300A/X	404	133	0	0
MI325X	0	227	110	0
MI350X	0	80	472	509
MI450X	0	0	139	773

价格（美元）	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
MI300A/X	12.5	12.5	12.5	12.5
MI325X	14	14	14	14
MI350X	25	25	23	21
MI450X	0	0	30	28

收入（百万美元）	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
MI300A/X	5,055	1,664	0	0
MI325X	0	3,173	1,538	0
MI350X	0	2,008	10,854	10,692
MI450X	0	0	4,169	21,652
<b>Total</b>	<b>5,055</b>	<b>6,845</b>	<b>16,560</b>	<b>32,345</b>

资料来源：半导体行业观察，华兴证券预测

## 服务器 CPU 市场市占率稳步提高，拉动 AMD 整体 CPU 业务收入

根据 AMD 公司官网，公司 CPU 产品主要包括 EPYC(霄龙)处理器和 Ryzen 处理器，分别使用在服务器、桌面客户端和笔记本场景。根据 AMD 的 2024 财年年报，公司服务器 CPU 主要是 EPYC(霄龙)处理器，桌面 CPUs 主要是 AMD Ryzen and AMD Ryzen Threadripper 处理器，笔记本 CPUs 主要涉及 AMD Ryzen 移动处理器（例如 Ryzen AI 300 系列）以及 AMD Ryzen AI Pro 300 系列。嵌入式 CPU 产品包括：AMD EPYC 嵌入式 CPU 和 Ryzen 嵌入式系列 CPU 等。

图表 10: AMDCPU 业务主要产品线

系列分类	定位/特点	应用/补充说明
Ryzen 3 / 5 / 7 / 9	面向从入门办公到重度创作的全覆盖。	入门款性能足够，旗舰款具备高单核加速和多核心爆发能力，是游戏、剪视频、AI 运行的主力。
Ryzen AI / Ryzen AI Max PRO	集成 NPU (最高可达 55 TOPS)，专为 AI PC 和办公设计。	兼顾性能与安全管理，是商务高效办公的利器。
EPYC 4005 系列	面向中小企业/云计算市场。	强调均衡性能与部署成本。
EPYC 9005 (Zen 5 / Zen 5c)	5 代架构，核心数达 192 核，AI 推理性能特别强。	适用于各种 CPU 推理和 GPU 主机搭配场景，整体表现优异。

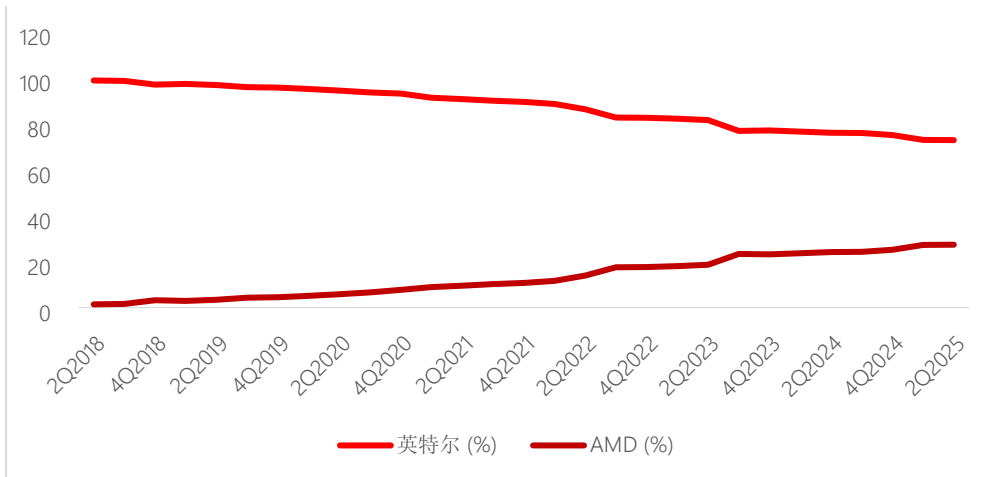
资料来源：AMD 2024 财年年报，华兴证券整理

## 服务器和客户端 CPU 产品市占率持续走高

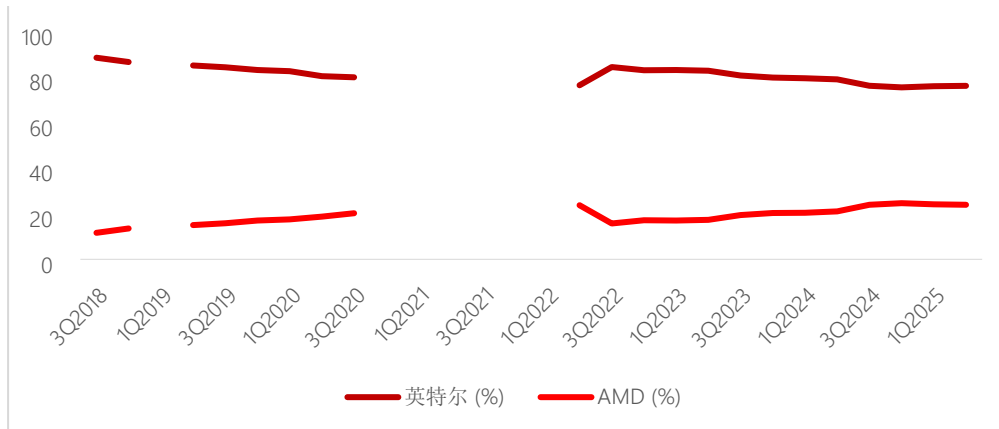
**AMD 在服务器 CPU 市场紧追英特尔。**根据 Mercury Research，英特尔在 2Q25 的出货量市占率是 72.7%，同比下降 3.2%。AMD 相应出货量市占率达到 27.3%，同比提升 3.2%。回顾 2018-1H25 年，AMD 的服务器 CPU 市占率从 2Q18 的 1.4%逐步提升到 2Q25 的 27.3%，主要依赖 AMD 推出的 EPYC(霄龙) CPU 处理器产品在硬件性能实现了对英特尔产品的差异化竞争。

**CPU 市场竞争更加激烈，AMD 和英特尔出货量市占率 2/8 分。**根据 Mercury Research，AMD 在客户端 CPU 出货量份额是 23.9%，环比下降 0.2%，同比上升 2.8%。从 2018-2022 年，AMD 出货量市占率从 1Q18 的 11.6%提升到 2Q25 的 23.9%。我们认为这得益于公司客户端 X86 CPU 的产品相对于英特尔拥有更高的产品性价比。

图表 11: 服务器 X86 CPU 市场市占率 (%)



资料来源：Mercury Research，华兴证券整理

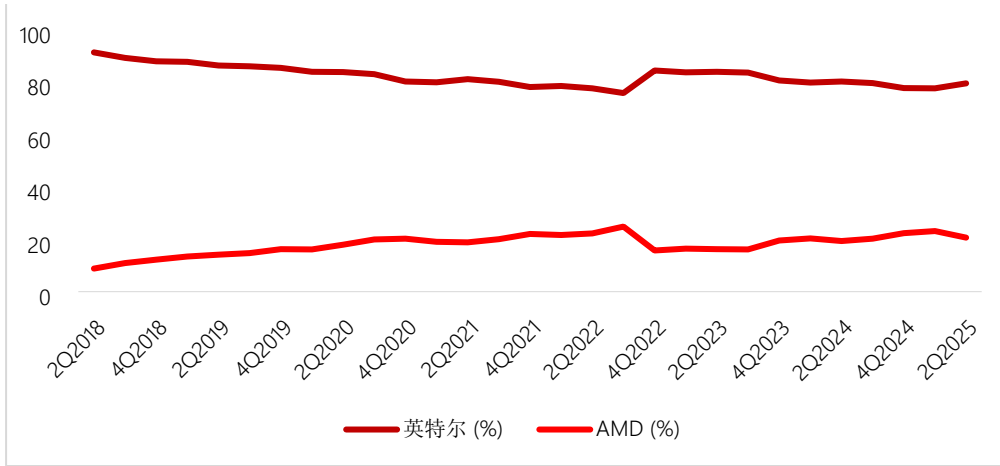
**图表 12: 客户端 CPU 市场市占率 (%)**


资料来源: Mercury Research, 华兴证券整理

**笔记本 CPU 市场的竞争更加激烈, AMD 和英特尔出货量市占率 2/8 分。**根据 Mercury Research, 英特尔在 2Q25 的出货量市占率在 79.4%, 环比增长 1.9%。AMD 出货量市占率在 20.6%, 环比下降 1.9%。从 2018-2022 年, AMD 的出货量市占率从 1Q18 的 8.8% 提升到 1Q22 的 22.5%。我们认为这得益于公司笔记本 CPU 的产品相对于英特尔拥有更高的产品性价比。但是从 2022-2025 年, 根据 Mercury Research, AMD 的出货量市占率保持在 20% 左右。

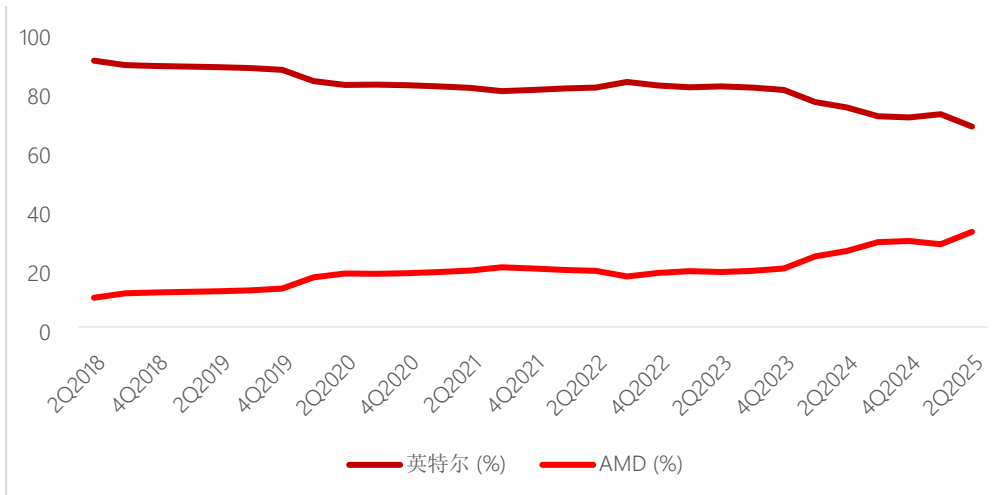
**桌面 CPU 市场, AMD 已经占据超 3 成出货量市占率。**根据 Mercury Research, 英特尔在 2Q25 的出货量市占率在 67.8%, 环比下跌 4.2%。AMD 出货量市占率上涨至 32.2%, 环比上涨 4.2%。从 2018-2022 年, AMD 的出货量市占率从 1Q18 的 9.1% 提升到 2Q25 的 32.2%。我们认为这得益于公司桌面 CPU 的产品相对于英特尔拥有更高的产品性价比。

图表 13: 笔记本 CPU 市场市占率 (%)



资料来源: Mercury Research, 华兴证券整理

图表 14: 桌面 CPU 市场市占率 (%)



资料来源: Mercury Research, 华兴证券整理

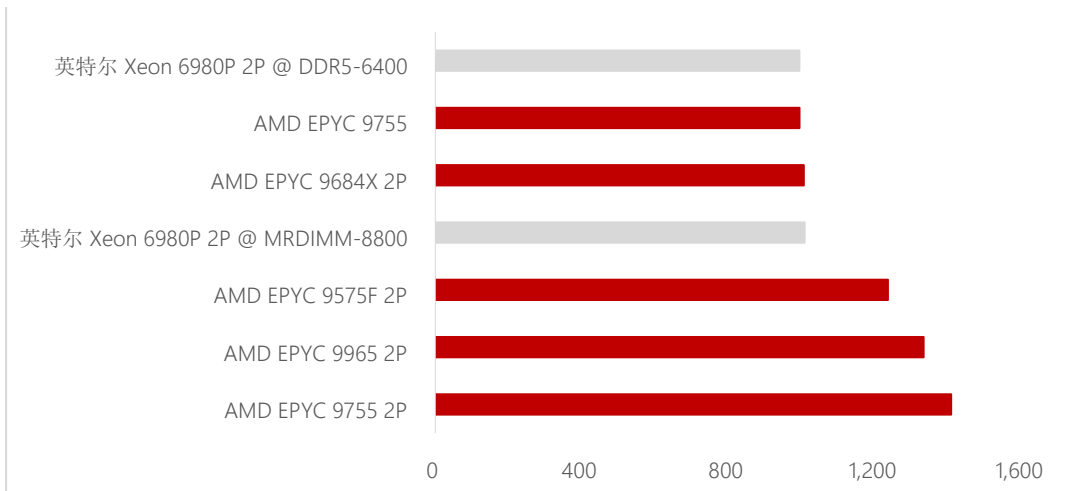
我们认为战略层面, 苏姿丰 (Lisa Su) 在 2014 年接任 CEO 在集团资源方向的调整为后续 AMD 在 CPU 行业市占率提升奠定了基础。根据半导体行业观察, 苏姿丰 (Lisa Su) 2014 年接任 CEO 后集中资源于 CPU、GPU 和数据中心领域, 放弃移动芯片。2018 年终止和格罗方德的合作, 转和台积电深度绑定。

**具备性价比的新品发布和迭代。**根据半导体行业观察, CPU 业务方面, AMD 于 2017 年推出基于 Zen 架构的 Ryzen 处理器, 形成了清晰的产品迭代路线; 面向服务器市场, 2017 年推出的 EYPC(霄龙)处理器, 拥有超高内存带宽和 32 核心, 挑战英特尔至强系列。性能方面, 相比于英特尔第六代志强系列, AMD EPYC9005 在最大核心数、最高频率、三级缓存、DDR5 内存以及平台兼容性方面均好于英特尔第六代志强系列。根据 Phoronix 网站测试, AMD 的 EPYC 9755 面对英特尔的 MRDIMM-8000 高频内存加持的至强 6980P, 双路、单路优势分别高达 40.0%、18.4%。价格方面, 根据半导体行业观察, AMD 的 EPYC9005 一般较英特尔第六代志强系列便宜。

**图表 15: AMD EPYC9005 VS 英特尔至强 CPU 对比**

规格	AMD EPYC 9005 系列	Intel 第六代至强 6 系列
最大核心数	128 核心、256 线程 ( Zen 5 ) Zen 5c 最高 192 核心、384 线程	最高 144 核心、144 线程
最高频率	5.0 GHz ( Zen 5 ) 3.7 GHz ( Zen 5c )	至强 6900P 3.9 GHz 至强 6700E 3.2 GHz
三级缓存	512 MB ( Zen 5 ) 384 MB ( Zen 5c )	至强 6900P 504 MB 至强 6700E 108 MB
DDR5 内存支持	支持 12 通道 DDR5-6000, 所有型号均支持	至强 6900P 支持 12 通道 至强 6700E 系列 9 通道, 部分型号支持 DDR5-6400
PCIe 5.0 通道数	129 条通道, 与上一代保持一致	至强 6900P 支持 96 条通道 至强 6700E 系列则至少 88 条
TDP ( 热设计功耗 )	128 核心和 192 核心同样为 500W, 能效良好	至强 6700E 系列在 144 核心时 TDP 为 330W
平台兼容性	SP5 封装, 支持无缝升级; 未来 DDR7 内存支持时将更优	不兼容上一代产品
指令集支持	完全支持 AVX-512 指令集, 具备多线程处理能力	未支持 AVX-512; 至强 6700E 系列不支持多线程
AI 加速能力	无内置 AI 加速器, 但可与 AMD Instinct 加速卡搭配使用	内置多种 AI 加速器, 可在特定负载下显著提升性能

资料来源: 云火智算, 华兴证券整理

**图表 16: AMD EPYC9005 与英特尔至强 CPU 在 Phoronix 网站上做的特评结果对比 (测试性能的算术平均值对比)**


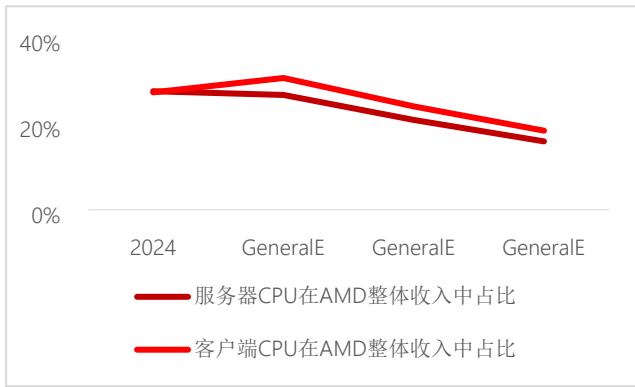
资料来源: Phoronix 网站, 华兴证券整理

### 服务器和客户端 CPU 产品市占率持续走高有望持续拉动 AMD CPU 业务线收入

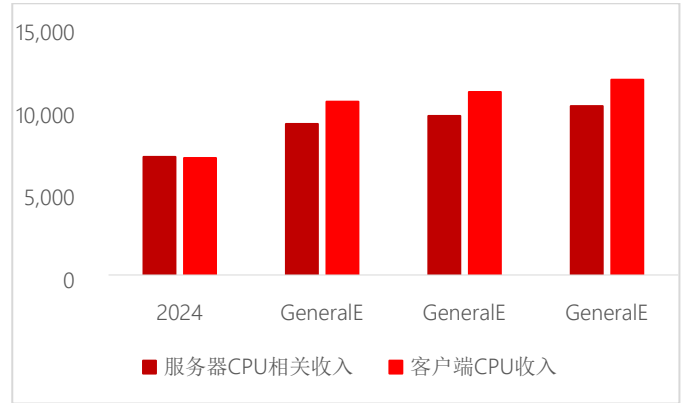
按照前文所述, 基于 AMD 和客户的强绑定关系以及 AMD 较英特尔更具性价比的 CPU 产品方案, 我们看好 2025-2027 年, AMD 有望持续提升在全球 CPU 行业中的市占率。我们预计到 2026 年底, AMD 在服务器 CPU 领域的出货量市场份额有望达到 30%。

考虑到 AMD 服务器 CPU 和客户端产品在 AMD 整体 CPU 中的收入占比在持续提高, 我们认为 AMD 在服务器和客户端 CPU 领域的市占率走高有望持续拉动 AMD 整体 CPU 业务收入增长。

**图表 17: 服务器和客户端 CPU 在 AMD 整体收入中占比 (%)**
**图表 18: AMD 整体服务器和客户端 CPU 收入(百万美元)**



资料来源：AMD2024 财年年报，华兴证券预测



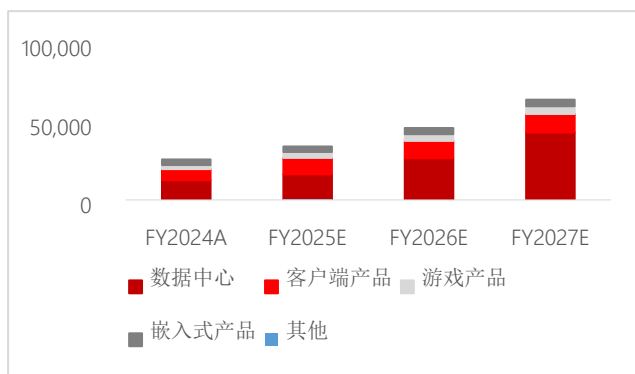
资料来源：AMD2024 财年年报，华兴证券预测

## 财务预测

### 我们预计在 2026 财年和 2027 财年，公司总收入将达到 458 亿美元/ 639 亿美元

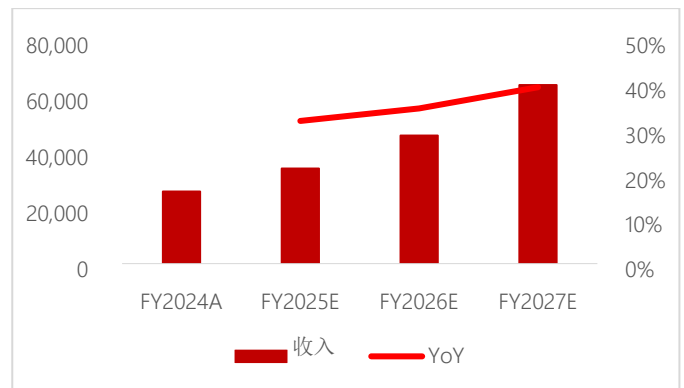
我们对 2026 财年/2027 财年的总收入预测分别比 FactSet 的预期高出 2.4%/2.3%，主要原因是我们对 2026 财年/2027 财年 GPU 收入的预测分别达到了 165 亿美元/330 亿美元，而市场预期值为 160 亿美元/323 亿美元。这是因为：1) 我们认为市场低估了 AMD MI450 系列相对于 Vera Rubin 在 HBM 容量、机架级带宽利用率和存储带宽方面的成本性能；3) 市场担心 OpenAI 部署其 1GW 订单的 AMD GPU 的速度可能低于预期，这可能导致 AMD 的收入确认低于预期，然而，我们认为 OpenAI 在 2026 财人对 AMD GPU 的消化可能会强于预期，因为两家公司之间存在捆绑关系；3) 并且来自 Meta、微软和甲骨文的潜在订单将为我们的 2026 财年和 2027 财年的数据中心 GPU 收入预测带来进一步的增长空间。

图表 19: 公司分业务收入 (百万美元)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 20: 公司总收入 (百万美元)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

### 我们预计数据中心的收入将在 2026 财年达到 266 亿美元，在 2027 财年达到 430 亿美元

我们预计数据中心 GPU 产品销售收入在 2026 财年有望达到 234 亿美元。我们认为 MI325 和 MI350 系仍然是 AMD 在 2025 年面向 Meta、微软、Oracle 等客户的主力产品。随着公司宣布在 2026 年下半年出货 MI450 产品，尤其在 2025 年 10 月 7 日与 OpenAI 达成 6GW 供应协议后（其中 2026 年预计供应 1GW），我们预计直接对应 2026 财年的订单有望达到 50 万颗以上。我们预计其中直接在 2026 财年转化为收入的 MI450 或达 22.2 万颗。我们预计 MI325X 和 MI350X 在 2026 财年能够确认收入的销量分别达到 12.7 万颗和 65.4 万颗。

**数据中心（服务器）CPU 方面。**根据 Mercury Research，AMD 的服务器 CPU 在 3Q25 销量达到 178 万台，环比提升 3%，AMD 的 EYPC 处理器均价达到 1,307 美元。我们预测公司服务器 CPU 销量在 2025 财年有望达到 710 万台。我们预计公司服务器 CPU 销量在 2026 财年有望达到 730 万台，均价有望从 2025 财年 1,289 美元增长到 2026 财年 1,327 美元。我们预计服务器 CPU 产品 2026 财年收入达到 101.7 亿美元。我们预计 AMD 的服务器 CPU 产品在 2026 财年和 2027 财年的营收将分别达到 96 亿美元和 102 亿美元。再加上数据中心 GPU 的营收，我们估计该公司在 2026 财年和 2027 财年的数据中心总收入将分别达到 266 亿美元和 430 亿美元。

图表 21: 数据中心主要 GPU 产品 (350 及 MI450) 系列销量 (千颗) 及销售收入估算 (百万美元)

确认收入的销量 (千颗)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
MI300A/X	404	133	0	0
MI325X	0	227	110	0
MI350X	0	80	472	509
MI450X	0	0	139	773

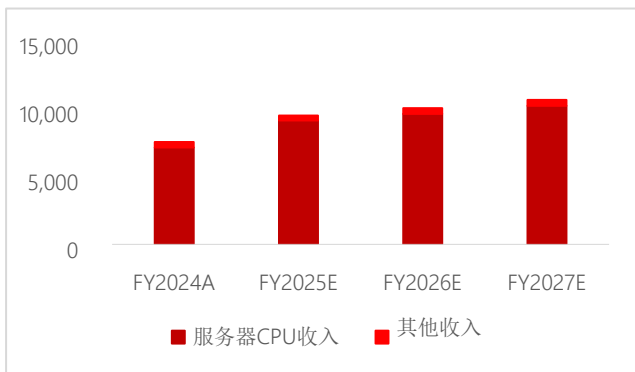
价格 (美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E

MI300A/X	12.5	12.5	12.5	12.5
MI325X	14	14	14	14
MI350X	25	25	23	21
MI450X	0	0	30	28

收入 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
MI300A/X	5,055	1,664	0	0
MI325X	0	3,173	1,538	0
MI350X	0	2,008	10,854	10,692
MI450X	0	0	4,169	21,652
Total	5,055	6,845	16,560	32,345

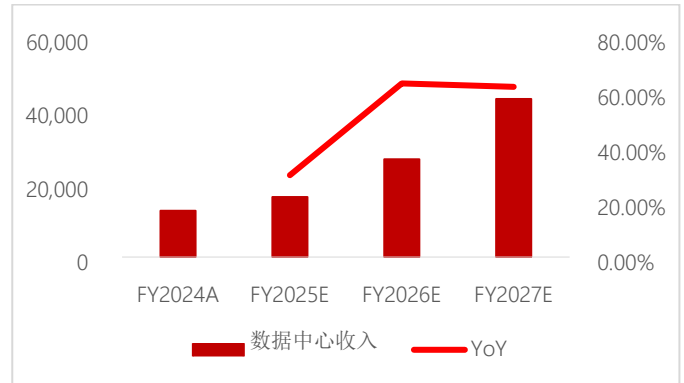
资料来源：半导体行业观察，华兴证券预测

图表 22: 数据中心 CPU 和其他收入估算 (百万美元)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 23: 数据中心收入拆分 (百万元)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

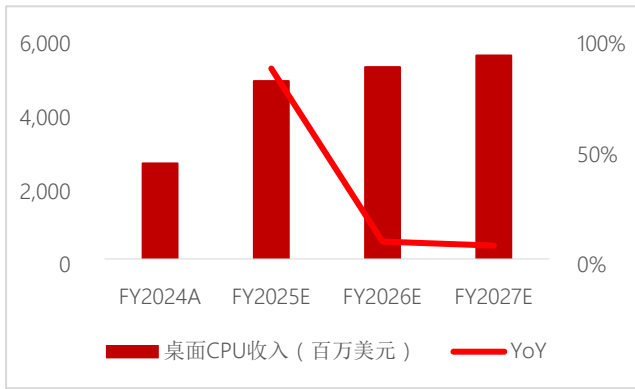
### 我们预计，到 2026 财年和 2027 财年，台式机和笔记本电脑 CPU 合计收入将分别达到 105 亿美元和 110 亿美元

根据 Mercury research 报告，AMD 的桌面 CPU 销量在 2024 财年达到 1,770 万台，单价达到 146 美元。我们预计 2025 财年 AMD 桌面 CPU 销量同比下降 19.5% 到 2,120 万台，单价将同比上涨 55.8% 达到 228 美元。我们预测该公司台式机 CPU 收入将在 2026 财年和 2027 财年分别达到 52 亿美元和 55 亿美元。

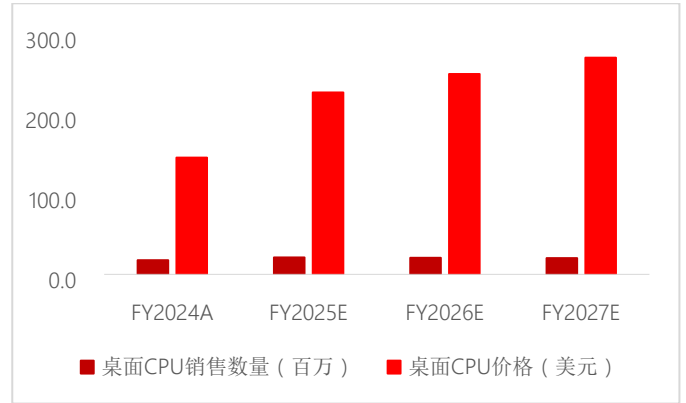
根据 Mercury research 报告，AMD 的笔记本 CPU 销量在 2024 年达到 4,000 万台。我们预计 2025 财年 AMD 笔记本 CPU 销量同比上涨 1.8% 到 4,080 万台，单价同比增长 22.9% 达到 125.2 美元，我们预计该公司笔记本电脑 CPU 营收将在 2026 财年达到 53 亿美元，2027 财年达到 57 亿美元。

图表 24: 桌面 CPU 收入 (百万元)

图表 25: 桌面 CPU 销量 (百万) 和价格 (美元)

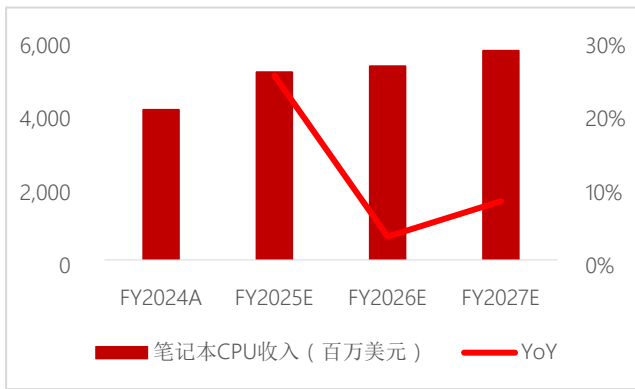


资料来源：公司公告，华兴证券预测



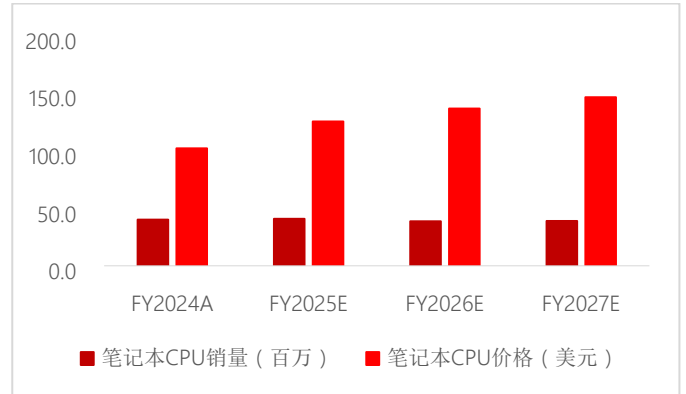
资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 26: 笔记本 CPU 收入 (百万美元)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 27: 笔记本 CPU 销量 (百万) 和价格 (美元)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

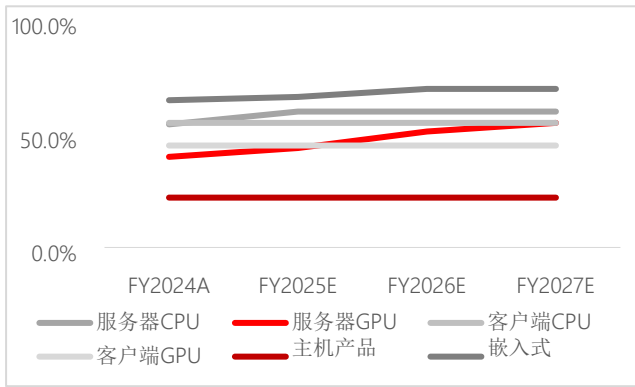
### 净利率有望在 2025-27 财年逐步提升

我们认为公司毛利率有望 2025-2027 财年逐步提升，从 2025 财年的 49.1% 提升到 2027 财年的 55.1%。一方面，我们看好公司服务器 GPU 业务的毛利率提升。我们认为公司的 MI450 系列产品有望比较 MI350 产品提价超 50% 以上，有助于 GPU 业务毛利率提升。MI450 产品在 2025-27 财年的出货量占比也在提升（我们预计从 2025 财年的 0% 提升到 2026 财年的 22%，再提升到 2027 财年的 60%）。因此我们预计公司服务器 GPU 毛利率有望从 2025 财年 43.9% 提升到 2027 财年的 55.0%。另一方面，我们看好公司服务器 GPU 业务收入占比的提升。根据我们预测，我们预计公司服务器 GPU 收入占比有望从 2025 财年的 20.1% 提升到 2027 财年的 59% 以上。

我们认为影响公司净利率主要因素包括：1) 毛利率水平；2) 研发和营销投入。在 2023-25 财年大量投入研发之后，我们认为公司 2026-27 财年将控制研发支出和销售人员规模，并提升效率。由此，我们预计净利率有望从 2025 财年的 12.5% 提升至 2027 财年的 22.5%。我们针对 2026 和 2027 财年净利，我们预测数字比 FactSet 市场一致预期分别高 14.5%/19.9%。

图表 28: 分产品毛利率预测 (%)

图表 29: 2024-2027E 公司整体毛利率预测 (%)



资料来源：公司公告，华兴证券预测



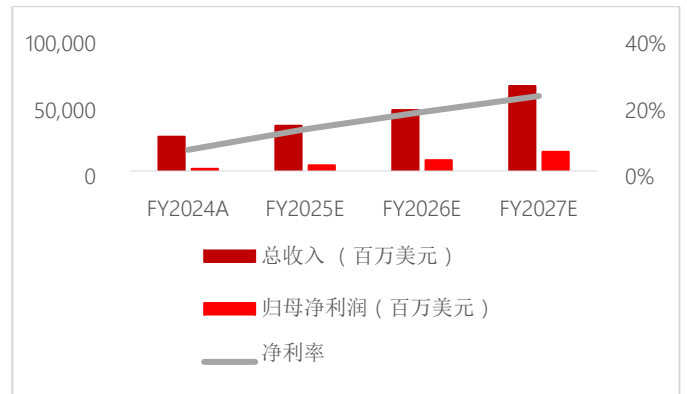
资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 30：营销和研发费用占收入比例 (%)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

图表 31：AMD2024-27 年总收入（百万美元）、归母净利润（百万美元）和净利率 (%)



资料来源：公司公告，华兴证券预测

## 估值

### 我们认为 AMD 具备估值重塑的上行空间

我们采用市盈率法 (P/E) 对 AMD 进行估值, 因为我们认为 AMD 有清晰的净利润增长。我们认为市场关注的是 AMD 的 CPU 业务和 GPU 业务的盈利潜力, 并将逐步转化为每股收益的增长, 从而为股东创造价值。

我们采用 2027 财年预期市盈率原因是因为: 1) 我们预计 MI450 系列 GPU 有望从 2026 财年开始逐步体现收入, 但是需要到 2027 财年才能对营收和盈利做出重大的贡献, 使用 2027 财年预期市盈率能够体现这个方面影响; 2) 我们认为采用 2025 至 2027 财年的盈利复合年增长率更能体现 CPU 市占率扩张以及 GPU 新产品 (MI450 和其他 MI450 产品) 的营收和盈利增长潜力, 因为我们预计微软、Meta 以及 OPENAI 的订单主要在 2026-27E 逐步体现。

我们目标价基于 33 倍的公司 2027 财年 P/E 估值, 有 23% 的行业平均估值 (26.88 倍) 溢价。我们给予 AMD 估值溢价是因为 AMD2025-27 财年净利 CAGR 是 84%, 远高于行业平均水平 (52%)。我们首次覆盖 AMD, 给予买入评级。催化剂包括: 1) Meta 和微软等客户是否会进一步加单 GPU 相关产品; 2) OPENAI 在 2026 年的 1GW 订单中的 MI450 产品以及甲骨文的 GPU 订单是否会提前交付并确认收入; 3) AMD 在台积电的 COWOS 产能是否会在 4Q25-1H26 进一步加单。

### AMD 近五年 24 个月动态 P/E 估值中端为 27.8 倍, 近五年 12 个月动态 P/E 估值中端为 38.4 倍

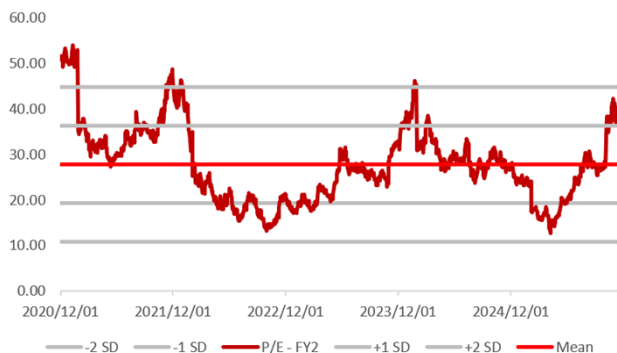
根据 FactSet, AMD 整体估值分成三个阶段: 2022 年 12 月至 2023 年 12 月不断上涨, 我们认为受到以下原因推动: 2022 年 12 月开始, 海外以 OPENAI 为代表的公司陆续发布大模型, 引发了投资人对于 AI 板块的关注度, 市场情绪高涨。从 2024 年 1 月到 2024 年 12 月, AMD 估值出现下降原因是: MI300 等卡客户需求和出货速度低于市场预期。从 2025 年 3 月至今, AMD 估值出现提升主要原因有: 1) 2025 年 4 月中美关税事件得到妥善解决, 之前因中美地缘政治所受的压的市场情绪得到恢复, AI 芯片股票估值普遍恢复; 2) CSPs 进一步增加了资本开支预算; 3) AMD 陆续发布了 MI355X 和 MI450 产品。

图表 32: AMD 近五年 12 个月动态 P/E 估值



资料来源: FactSet, 华兴证券整理

图表 33: AMD 近五年 24 个月动态 P/E 估值



资料来源: FactSet, 华兴证券整理

**图表 34: AI 处理器海外公司 P/E 比较**

公司	代码	股价 (本币)	市值 (百万美元)	净利润 (US\$m)			P/E (倍)			2025-27 财年 净利润 CAGR	PEG (26 财年)
				25 财年	26 财年	27 财年	25 财年	26 财年	27 财年		
AMD	AMD US	203.17	330,769	4,265	8,117	14,394	77.55	40.75	22.98	84%	0.49
英伟达	NVDA US	184.86	4,495,800	74,265	114,431	185,550	40.20	39.50	24.10	58%	0.68
英特尔	INTC US	46	227,057	1,514	2,996	5,583	111.20	77.10	43.20	92%	0.84
博通	AVGO US	344.97	1,640,000	33,728	50,112	69,605	54.20	34.10	24.30	44%	0.78
联发科	2454 TT	1,435.00	72,149	3,392	3,653	4,583	21.50	20.30	15.90	16%	1.25
<b>海外 AI 处理器公司 均值</b>				<b>28,225</b>	<b>42,798</b>	<b>66,330</b>	<b>56.78</b>	<b>42.75</b>	<b>26.88</b>	<b>52%</b>	<b>0.89</b>

注：股价截至 2026 年 1 月 9 日。AMD 数据基于华兴预测。其他公司来自 FactSet 预测。

资料来源：FactSet，华兴证券预测

**图表 35: AI 处理器 A 股公司 P/E 比较**

公司	代码	股价 (本币)	市值 (百万美元)	净利润 (US\$m)			P/E (倍)		
				25 财年	26 财年	27 财年	25 财年	26 财年	27 财年
AMD	AMD US	203.17	330,769	4,265	8,117	14,394	77.55	40.75	22.98
寒武纪	688256 CH	1,491.00	91,429	314	725	1276	258.90	127.60	72.50
海光	688041 CH	246.55	82,000	461	714	992	162.70	115.90	82.20
<b>国内 AI 处理器公司 均值</b>				<b>388</b>	<b>720</b>	<b>1,134</b>	<b>210.80</b>	<b>121.75</b>	<b>77.35</b>

注：股价截至 2026 年 1 月 9 日。AMD 数据基于华兴预测。其他公司来自 FactSet 预测。

资料来源：FactSet，华兴证券预测

## 风险提示

- **CSPs 的 AI 资本支出不及预期：**根据行业半导体观察，除了 OpenAI 和甲骨文（Oracle）外，Meta 及微软等 CSPs 是 AMD 重要的 CPU 和 GPU 客户。若因为 AI 投资变现导致 CSPs 的 AI 相关资本支出不及预期，或对公司 2026 年数据中心收入产生不利影响。
- **OpenAI 和甲骨文 GPU 部署进度慢于预期：**根据 2025 年 11 月 12 日 AMD 举办的 2025 Financial Analyst Day 活动，AMD 提出 OpenAI 和甲骨文（Oracle）是公司 Instinct MI450 的重要客户。若 OpenAI 和甲骨文 GPU 部署进度慢于预期，或对公司 2026 年数据中心收入产生不利影响。
- **公司 GPU 和 CPU 产品研发和生产进度不及预期：**公司于 2017 年推出基于 Zen 架构的 Ryzen 处理器以及面向服务器市场的 EYPC(霄龙)处理器为 AMD 指引了清晰的产品迭代路线。相比于英特尔 CPU 系列，AMD 基于性价比优势占据市场竞争力。若公司 GPU 和 CPU 产品研发和生产进度不及预期，行业友商或基于时间窗口加速侵占 AMD 市占率，对公司收入产生不利影响。
- **台积电 COWOS 扩建计划延迟：**AMD 生产 GPU 需要台积电 COWOS 产能，如果台积电在 2026 - 2027 年期间推迟 COWOS 产能扩建，我们预计 AMD 可能会面临 COWOS 产能不足的问题，这可能会对其芯片出货量产生负面影响。

**附：财务报表**

年结：12月

**利润表**

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
数据中心收入 (百万美元)	12,579	16,310	26,573	42,964
客户端收入 (百万美元)	7,054	10,452	11,036	11,777
游戏及其他 (百万美元)	6,152	7,246	8,196	9,125
<b>营业收入</b>	<b>25,785</b>	<b>34,008</b>	<b>45,805</b>	<b>63,866</b>
营业成本	(13,060)	(17,324)	(21,096)	(28,683)
<b>毛利润</b>	<b>12,725</b>	<b>16,684</b>	<b>24,709</b>	<b>35,183</b>
管理及销售费用	(2,783)	(4,103)	(5,544)	(6,521)
<b>息税前利润</b>	<b>1,900</b>	<b>3,527</b>	<b>9,112</b>	<b>16,041</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>4,964</b>	<b>6,616</b>	<b>13,186</b>	<b>21,528</b>
利息收入	181	301	260	280
利息支出	(92)	(132)	(148)	(148)
<b>税前利润</b>	<b>1,989</b>	<b>3,696</b>	<b>9,224</b>	<b>16,173</b>
所得税	(381)	369	(1,107)	(1,779)
<b>净利润</b>	<b>1,641</b>	<b>4,265</b>	<b>8,117</b>	<b>14,394</b>
<b>基本每股收益 (US\$)</b>	<b>1.00</b>	<b>2.62</b>	<b>4.97</b>	<b>8.82</b>

**资产负债表**

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>19,049</b>	<b>25,037</b>	<b>36,139</b>	<b>55,415</b>
货币资金	3,811	5,996	11,642	22,563
应收账款	6,192	8,167	11,000	15,337
存货	5,734	7,563	10,186	14,202
其他流动资产	3,312	3,312	3,312	3,312
<b>非流动资产</b>	<b>50,177</b>	<b>49,088</b>	<b>47,014</b>	<b>43,527</b>
固定资产	1,802	2,596	3,324	3,957
无形资产	18,930	17,047	14,246	10,125
商誉	24,839	24,839	24,839	24,839
其他	4,606	4,606	4,606	4,606
<b>资产</b>	<b>69,226</b>	<b>74,126</b>	<b>83,154</b>	<b>98,942</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,281</b>	<b>7,916</b>	<b>8,826</b>	<b>10,220</b>
短期借款	0	0	0	0
预收账款	2,466	3,101	4,011	5,405
应付账款	4,260	4,260	4,260	4,260
长期借款	1,721	1,721	1,721	1,721
非流动负债	4,377	4,377	4,377	4,377
<b>负债</b>	<b>11,658</b>	<b>12,293</b>	<b>13,203</b>	<b>14,597</b>
股份	61,379	61,379	61,379	61,379
资本公积	(6,106)	(6,106)	(6,106)	(6,106)
未分配利润	2,364	6,629	14,746	29,141
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>57,568</b>	<b>61,833</b>	<b>69,950</b>	<b>84,345</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债及所有者权益</b>	<b>69,226</b>	<b>74,126</b>	<b>83,154</b>	<b>98,942</b>

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

**现金流量表**

(US\$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>1,641</b>	<b>4,265</b>	<b>8,117</b>	<b>14,394</b>
折旧摊销	3,064	3,089	4,074	5,487
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	434	0	0	0
其他	0	0	0	0
营运资本变动	(2,098)	(3,169)	(4,546)	(6,960)
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>3,041</b>	<b>4,185</b>	<b>7,646</b>	<b>12,922</b>
资本支出	(636)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
收购及投资	(1,493)	0	0	0
处置固定资产及投资	1,484	0	0	0
其他	(456)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(1,101)</b>	<b>(2,000)</b>	<b>(2,000)</b>	<b>(2,000)</b>
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(750)	0	0	0
发行 (回购) 股份	(583)	0	0	0
其他	(729)	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(2,062)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>(122)</b>	<b>2,185</b>	<b>5,646</b>	<b>10,922</b>
<b>自由现金流</b>	<b>2,405</b>	<b>2,185</b>	<b>5,646</b>	<b>10,922</b>

**关键假设**

	2024A	2025E	2026E	2027E
数据中心 (百万美元)	12,579	16,310	26,573	42,964
客户端 (百万美元)	7,054	10,452	11,036	11,777
其他 (百万美元)	6,152	7,246	8,196	9,125

**财务比率**

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	13.7	31.9	34.7	39.4
毛利润	21.7	31.1	48.1	42.4
息税折旧及摊销前利润	28.8	33.3	99.3	63.3
净利润	92.2	159.9	90.3	77.3
稀释每股调整收益	91.6	160.8	90.1	77.3
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	49.4	49.1	53.9	55.1
息税折旧摊销前利润率	19.3	19.5	28.8	33.7
息税前利润率	7.4	10.4	19.9	25.1
净利率	6.4	12.5	17.7	22.5
净资产收益率	2.9	6.9	11.6	17.1
总资产收益率	2.4	5.8	9.8	14.5
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	2.6	3.2	4.1	5.4
速动比率	1.8	2.2	2.9	4.0
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	157.2	58.3	40.8	23.0
市净率	4.4	4.0	4.7	3.9
市销率	12.8	9.7	7.2	5.2

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。