

## 买入

2026年2月11日

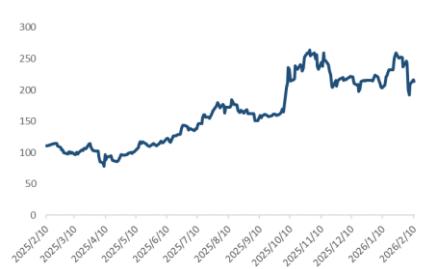
## 下半年将出货 MI450 系列机架型产品，客户端市场份额持续增长

- **业绩摘要：**2025Q4 公司营收 102.7 亿美元，同比增加 34.1%，略高于彭博一致预期 96.5 亿美元。毛利率为 54.3%，同比增长 3.6 个百分点；经营利润 17.5 亿美元，同比增长 101.1%，营业利润率 17.1%；GAAP 净利润 15.1 亿美元，Non-GAAP 净利润 25.2 亿美元，同比增长 41.8%。Non-GAAP 摊薄 EPS 达 1.5 美元，略高于彭博一致预期的 1.3 美元。26Q1 收入指引中值 98 亿美元（含 1 亿美元来自中国的 MI308 收入），同比增加 32.4%，基本符合彭博一致预期，毛利率指引 55.0%，同比增长 4.8 个百分点。
- **全年 AI GPU 销售额 68 亿美元，下半年将出货 MI450 系列机架型产品：**本季度数据中心营收同比增长 39.4% 达 53.8 亿美元。第 5 代 EPYC 处理器贡献数据中心超 50% 的营收，云端及企业客户销售额创历史新高。2025 财年 AI GPU 销售额同比增长 35.3% 达 68 亿美元，下半年将启动首款机架型产品 Helios 和 MI450 平台的部署，主要客户包括 OpenAI、甲骨文、Meta 等云厂商，我们认为未来公司在 AI GPU 市场份额仍有增长预期。公司指引未来 3-5 年内数据中心业务收入有望实现年均 60% 以上的增长，AI 业务有望在 2027 年实现数百亿美元的收入规模。
- **客户端产品市场份额持续增长，今年将推出更丰富的 AI PC 产品线：**本季度客户端业务收入同比增长 33.9% 达 31.0 亿美元。截止 2025Q3，公司台式机/笔记本营收市占率分别为 33.6%/21.9%，环比 +1.4% / +1.3 个百分点。桌面处理器连续四个季度创历史新高，全新锐龙 AI 400 移动处理器笔记本已上市，今年将推出更丰富的 AI PC 产品线。
- **游戏业务假期收入强劲，嵌入式业务收入回暖：**Q4 游戏业务同比增长 49.7% 达 8.4 亿美元，主要系 Radeon 9000 系列游戏显卡产品假期需求强劲。嵌入式业务营收同比增长 2.9% 达 9.5 亿美元，目前推出多款嵌入式 CPU 及第二代 Versal AI Edge SoC 产品。
- **目标价 300.00 美元，买入评级：**在今明两年云厂商 AI 资本开支仍在上调的背景下，公司下一代数据中心产品未来两年订单有望获得强劲增长。公司与 OpenAI 签订的 6GW 协定将从 26H2 开始逐步兑现，下半年将提供全新的机架型解决方案。客户端产品持续提升份额，游戏及嵌入式业务回暖。预计 2025-2027 年公司收入 CAGR 为 33.0%，Non-GAAP 净利润 CAGR 为 50.0%。采用 DCF 估值法，得到目标价 300.00 美元，对应 2026 年 PE 为 42.7 倍，对比当前股价有 40.47% 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。

## 盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营业收入 (百万美元)	25,785	34,639	47,685	66,580	81,437
变动	13.7%	34.3%	37.7%	39.6%	22.3%
Non-GAAP净利润 (百万美元)	5,420	6,831	11,288	17,718	23,065
Non-GAAP每股盈利 (美元)	3.3	4.2	7.0	11.0	14.3
变动	23.1%	26.1%	68.1%	56.9%	30.1%
基于213.57美元的市盈率 (估)	64.5	51.1	30.4	19.4	14.9
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%

## 股价表现



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 2026-2028 年台积电 CoWoS 先进封装年产能分别为 105/168/204 万片，公司订单占比分别为 9%/9%/9%；我们预计公司 2026-2028 年 AI GPU 贡献收入分别为 151/302/413 亿美元，三年复合增长率 82.3%。

图表 1：2026 年-2028 年公司 GPU 产品的营收预测

以百万USD计除每股 12个月结束	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
	12/29/2024	12/31/2025	12/31/2026	12/31/2027	12/31/2028
<b>Data Center</b>	<b>12,579</b>	<b>16,635</b>	<b>28,686</b>	<b>46,408</b>	<b>60,148</b>
YoY	93.6%	32.2%	72.4%	61.8%	29.6%
<b>Data Center MPU</b>	<b>7,212</b>	<b>9,429</b>	<b>13,088</b>	<b>15,546</b>	<b>17,988</b>
YoY	29.4%	30.7%	38.8%	18.8%	15.7%
Total Units	33,956	34,295	35,324	36,384	37,475
AMD Share	18%	21%	26%	28%	30%
AMD Units(K)	6,112	7,310	9,184	10,187	11,243
ASP	1,180	1,290	1,425	1,526	1,600
<b>Data Center GPU</b>	<b>5,040</b>	<b>6,820</b>	<b>15,120</b>	<b>30,240</b>	<b>41,290</b>
YoY	833.3%	35.3%	121.7%	100.0%	36.5%
CowoS Units(K)	420	689	1,050	1,680	2,040
AMD share	10%	6%	9%	9%	9%
Interposer	12	11	10	10	10
AMD Units	504	455	945	1,512	1,877
ASP	10,000	15,000	16,000	20,000	22,000
<b>FPGA&amp;DPU</b>	<b>327</b>	<b>386</b>	<b>478</b>	<b>622</b>	<b>870</b>
YoY	-15%	18%	24%	30%	40%

资料来源：公司资料，第一上海预测

# 主要财务报表

损益表

单位：百万美元，财务年度截至12月31日

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
主营业务收入	25,785	34,639	47,685	66,580	81,437
- 主营业务收入成本	13,060	17,487	22,412	30,627	35,344
毛利	12,725	17,152	25,273	35,953	46,093
营业开支	10,825	13,458	16,547	21,505	26,711
销售总务及管理开支	4,369	5,367	6,724	8,189	10,017
研究和开发开支	6,456	8,091	9,823	13,316	16,695
营业利润	1,900	3,694	8,726	14,448	19,382
- 利息支出	92	131	0	0	0
- 营业外亏损净额	-181	-577	0	0	0
税前利润	1,989	4,140	8,631	14,248	19,138
- 所得税支出	381	-103	1,338	1,710	2,297
- 关联公司及其他亏损	-33	-26	0	0	0
净利润	1,641	4,335	7,293	12,538	16,841
普通股东所得净利润	1,641	4,335	7,293	12,538	16,841
折旧与摊销	3,064	3,004	1,208	1,266	1,468
EBITDA	6,824	8,521	9,934	15,713	20,851
主营业务增长 (%)	13.7%	34.3%	37.7%	39.6%	22.3%
EBITDA 增长率 (%)	19.5%	19.9%	14.2%	36.8%	24.6%

财务能力分析

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
<strong>盈利能力</strong>					
毛利率 (%)	49.4%	49.5%	53.0%	54.0%	56.6%
EBITDA 利润率 (%)	26.5%	24.6%	20.8%	23.6%	25.6%
净利润率(%)	6.4%	12.5%	15.3%	18.8%	20.7%
<strong>营运表现</strong>					
销售及管理费用/收入(%)	10.8%	12.0%	11.5%	10.0%	10.0%
研发费用/收入(%)	25.0%	23.4%	20.6%	20.0%	20.5%
实际税率 (%)	19.2%	-2.5%	15.5%	12.0%	12.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	139.0	140.5	136.0	140.0	150.0
应收账款天数	80.8	65.0	56.0	53.0	63.0
应付账款天数	55.8	50.6	55.0	53.5	45.0
<strong>财务状况</strong>					
资产负债率	16.8%	18.1%	17.1%	15.5%	11.9%
ROA	2.4%	5.6%	8.3%	12.0%	13.6%
ROE	2.9%	6.9%	10.1%	14.2%	15.5%
经营性现金流/收入	11.8%	22.3%	17.7%	14.8%	17.7%

资产负债表

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
+ 现金与现金等同	3,787	5,539	12,794	21,323	32,926
+ 短期投资	1,345	5,013	5,013	5,013	5,013
+ 应收账款与票据	6,192	6,315	8,520	11,084	17,419
+ 库存	5,734	7,920	9,014	14,807	14,646
+ 其他流动资产	1,991	2,160	2,160	2,160	2,160
总计流动资产	19,049	26,947	37,501	54,387	72,164
+ 财产、厂房及设备	1,802	2,312	2,296	2,362	3,745
+ 经营租赁	623	384	384	384	384
+ 长期投资与应收	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	47,752	47,283	47,283	47,283	47,283
总计非流动资产	50,177	49,979	49,963	50,029	51,412
总资产	69,226	76,926	87,464	104,416	123,576
+ 应付账款	6,250	8,179	9,169	10,434	8,902
+ 短期债务	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	476	874	874	874	874
总计流动负债	7,281	9,455	10,445	11,710	10,178
+ 长期借款	2,212	2,973	2,973	2,973	2,973
+ 其他长期负债	2,165	1,499	1,499	1,499	1,499
总计非流动负债	4,377	4,472	4,472	4,472	4,472
总负债	11,658	13,927	14,917	16,182	14,650
总股东权益	57,568	62,999	72,547	88,234	108,926

现金流量表

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
+ 净利润	1,641	4,335	7,293	12,538	16,841
+ 折旧、摊销	3,064	3,004	1,208	1,266	1,468
+ 其他非现金调整	-973	1,110	0	0	0
+ 非现金经营资本变动	-2,098	-2,378	-2,309	-7,092	-7,706
经营活动现金流量	3,041	7,709	8,447	9,860	14,454
+ 固定资产变动	-636	-974	-1,192	-1,332	-2,850
+ 长期净投资变动	616	80	0	0	0
+ 收购与剥离净现金	-548	-1,760	0	0	0
+ 其他投资活动	-456	826	0	0	0
投资活动现金	-1,101	-5,533	-1,192	-1,332	-2,850
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 债务(偿付)所得现金	-750	-950	0	0	0
+ 股本增加	279	285	0	0	0
+ 股本减少	-728	-607	0	0	0
+ 其他融资活动	-1	2,157	0	0	0
融资所得现金	-2,062	-431	0	0	0
现金净增减	-122	1,745	7,255	8,529	11,604
现金剩余	3,811	5,563	12,818	21,347	32,951

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。