

買入

2026年5月13日

下季度伺服器 CPU 營收同比增長超 70%，26Q3 實現系統級交付

- 業績摘要：** 2026Q1 公司營收 102.5 億美元，同比增加 37.8%，略高於彭博一致預期 98.9 億美元。GAAP 毛利率為 52.8%，同比增長 2.6 個百分點；經營利潤 14.8 億美元，同比增長 83.1%，營業利潤率 14.4%；GAAP 淨利潤 13.8 億美元，Non-GAAP 淨利潤 22.7 億美元，同比增長 44.6%。Non-GAAP 攤薄 EPS 達 1.4 美元，略高於彭博一致預期的 1.3 美元。26Q2 收入指引中值 112 億美元，同比增加 45.7%，高於彭博一致預期的 105 億美元，毛利率指引 56.0%，同比增長 25.2 個百分點。
- 下季度伺服器 CPU 營收將同比增長超 70%，26Q3 出貨首款機架型產品：** 本季度資料中心營收同比增長 57.2% 達 57.8 億美元。Lisa 上調 2030 年伺服器 CPU 的潛在市場規模至 1200 億美元（前值為 600 億美元），年度複合增長率超 35%，核心驅動是 AI 推理和智慧體需求正在驅動資料中心 CPU；GPU 的配比向 1:1 演進。本季度伺服器 CPU 收入 31.1 億美元，同比增長 46.3%，公司指引下季度伺服器 CPU 收入將同比增長超 70%。26Q3 將開始出貨首款機架型產品 Helios 和下一代 MI450 系列晶片，主要客戶包括 OpenAI、甲骨文、Meta 等雲廠商，我們認為未來公司在 AI GPU 市場份額仍有增長預期。公司指引資料中心業務長期收入的年複合增長率有望超過 80%，長期毛利率指引 55%-58%。
- 用戶端產品出貨量超行業增速，全年營收有望保持同比增長：** 本季度用戶端業務收入同比增長 25.8% 達 28.9 億美元，其中桌面端/移動端產品出貨量同比分別增長 15.6%/10.5%，遠超 26Q1 全球 PC 行業出貨量的同比 3.8% 的增長。26H2 受記憶體及零部件漲價影響，PC 產品出貨量略降，但全年營收仍有望實現同比增長，跑贏行業水準。
- 遊戲業務增速放緩，嵌入式業務收入回暖：** Q1 遊戲業務同比增長 11.3% 達 7.2 億美元；嵌入式業務營收同比增長 6.1% 達 8.7 億美元。
- 目標價 520.00 美元，買入評級：** 智慧體 AI 及推理需求驅動伺服器 CPU 迎來增長週期，公司與 OpenAI 及 Meta 分別簽訂的 6GW 協定將從 26H2 開始逐步兌現，潛在客戶包括 Anthropic 等雲廠商，未來將在 AI 賽道享受到 CPU+GPU 的雙輪增長驅動。26-28 年公司收入 CAGR 為 42%，Non-GAAP 淨利潤 CAGR 為 68%。採用 DCF 估值法，得到目標價 520 美元，對應 26/27 年 Non-GAAP PE 為 55/30 倍，對當前股價有 16.00% 的上升空間，買入評級。
- 風險因素：** AI 加速晶片銷量或技術反覆運算不及預期；PC 份額增長不及預期；遊戲及嵌入式業務恢復不及預期，關稅不利影響。

曹凌霽

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韓嘯宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

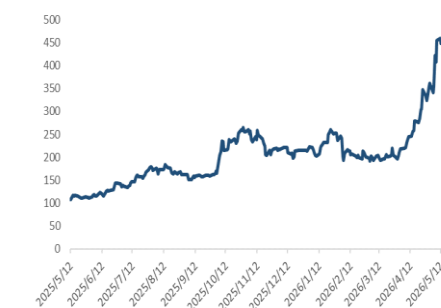
主要資料

行業	半導體
股價	448.29 美元
目標價	520.00 美元 (+16.00%)
股票代碼	AMD (US)
總股數	16.31 億 ADS
市值	7309.82 億美元
52 周高/低	469.22 美元/107.67 美元
每 ADS 帳面值	39.53 美元
主要股東	Vanguard Group INC. 9.72% BlackRock 9.04% State Street Corp 4.59%

盈利摘要

股價表現

截至12月31日止財政年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营业收入 (百万美元)	25,785	34,639	53,377	80,898	100,014
变动	13.7%	34.3%	54.1%	51.6%	23.6%
Non-GAAP 净利润 (百万美元)	5,420	6,831	13,171	24,132	32,356
Non-GAAP 每股盈利 (美元)	3.3	4.2	8.2	15.0	20.1
变动	23.1%	26.1%	96.2%	83.1%	34.0%
基于448.29美元的市盈率 (估)	135.4	107.4	54.7	29.9	22.3
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%



來源：公司資料，第一上海預測

來源：彭博

AI 算力晶片銷售情況預測

未來三年 AI GPU 收入 CAGR 94.6% 假設 2026-2028 年台積電 CoWoS 先進封裝年產能分別為 124/173/224 萬片，公司訂單占比分別為 8%/8%/8%；我們預計公司 2026-2028 年 AI GPU 貢獻收入分別為 168/373/503 億美元，三年複合增長率 94.6%。

圖表 1：2026 年-2028 年公司 GPU 產品的營收預測

以百万USD计除每股 12个月结束	FY2024 12/29/2024	FY2025 12/31/2025	FY2026E 12/31/2026	FY2027E 12/31/2027	FY2028E 12/31/2028
Data Center	12,579	16,635	33,960	61,280	78,962
<i>YoY</i>	93.6%	32.2%	104.1%	80.4%	28.9%
Data Center MPU	7,212	9,429	16,611	23,253	27,714
<i>YoY</i>	29.4%	30.7%	76.2%	40.0%	19.2%
<i>Total Units</i>	33,956	34,295	39,439	43,383	45,552
<i>AMD Share</i>	18%	21%	28%	34%	34%
<i>AMD Units(K)</i>	6,112	7,310	11,201	14,533	15,397
<i>ASP</i>	1,180	1,290	1,483	1,600	1,800
Data Center GPU	5,040	6,820	16,810	37,325	50,266
<i>YoY</i>	833.3%	35.3%	146.5%	122.0%	34.7%
<i>CowoS Units(K)</i>	420	689	1,236	1,728	2,244
<i>AMD share</i>	10%	6%	8%	8%	8%
<i>Interposer</i>	12	11	10	10	10
<i>AMD Units</i>	504	455	989	1,382	1,795
<i>ASP</i>	10,000	15,000	17,000	27,000	28,000
FPGA&DPU	327	386	540	702	983
<i>YoY</i>	-15%	18%	40%	30%	40%

資料來源：公司資料，第一上海預測

主要財務報表

損益表

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	53,377	80,898	100,014
- 主营业务收入成本	13,060	17,487	24,553	36,404	43,506
毛利	12,725	17,152	28,823	44,494	56,508
营业开支	10,825	13,458	18,522	24,108	28,304
销售总务及管理开支	4,369	5,367	7,526	9,950	12,302
研究和开发开支	6,456	8,091	10,996	14,157	16,002
营业利润	1,900	3,694	10,302	20,386	28,204
- 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	10,195	20,144	27,904
- 所得税支出	381	-103	1,580	2,417	3,348
- 关联公司及其他亏损	-33	-26	0	0	0
净利润	1,641	4,335	8,615	17,726	24,555
普通股股东所得净利润	1,641	4,335	8,615	17,726	24,555
折旧与摊销	3,064	3,004	1,174	1,279	1,564
EBITDA	6,824	8,521	11,476	21,665	29,768
主营业务增长 (%)	13.7%	34.3%	54.1%	51.6%	23.6%
EBITDA 增长率 (%)	19.5%	19.9%	25.7%	47.0%	27.2%

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	13,896	31,001	53,883
+ 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	9,105	10,221	13,671
+ 库存	5,734	7,920	9,813	14,457	16,481
+ 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	39,987	62,851	91,209
+ 财产、厂房及设备	1,802	2,312	2,472	2,812	4,749
+ 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	50,139	50,479	52,416
总资产	69,226	76,926	90,126	113,330	143,625
+ 应付账款	6,250	8,179	10,096	11,527	12,266
+ 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	11,372	12,803	13,542
+ 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	15,844	17,275	18,014
总股东权益	57,568	62,999	74,283	96,054	125,610

資料來源: 公司資料、第一上海預測

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
盈利能力					
毛利率 (%)	49.4%	49.5%	54.0%	55.0%	56.5%
EBITDA 利润率 (%)	26.5%	24.6%	21.5%	26.8%	29.8%
净利润率 (%)	6.4%	12.5%	16.1%	21.9%	24.6%
营运表现					
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%	17.5%	16.0%
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	130.0	120.0	128.0
应收账款天数	80.8	65.0	52.0	43.0	43.0
应付账款天数	55.8	50.6	57.0	55.0	55.0
财务状况					
资产负债率	16.8%	18.1%	17.6%	15.2%	12.5%
ROA	2.4%	5.6%	9.6%	15.6%	17.1%
ROE	2.9%	6.9%	11.6%	18.5%	19.5%
经营性现金流/收入	11.8%	22.3%	18.2%	23.1%	26.4%

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	8,615	17,726	24,555
+ 折旧、摊销	3,064	3,004	1,174	1,279	1,564
+ 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	-2,766	-4,328	-4,736
经营活动现金流量	3,041	7,709	9,692	18,721	26,384
+ 固定资产变动	-636	-974	-1,334	-1,618	-3,500
+ 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	-1,334	-1,618	-3,500
+ 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	8,358	17,104	22,884
现金剩余	3,811	5,556	13,913	31,017	53,900

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制,僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可,就本報告之任何材料、內容或印本,不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用,並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據,或就其作出要約或要約邀請,也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素,自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生,但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性,並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性,不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經,就本報告所載資訊、評論或投資策略,發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供,不提供任何形式的保證,並可隨時更改,恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外,第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」,「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下,任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務,包括(但不限於)在此檔內陳述的內容,皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區,分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。