

超微半导体 (AMD US, 买入, 目标价: US\$631.00)

买入

持有

卖出

目标价: US\$631.00 当前股价: US\$500.94

股价上行/下行空间 +26%

52 周最高/最低价 (US\$) 584.73/149.22

市值 (US\$mn) 813,902

当前发行数量(百万股) 1,625

三个月平均日交易额 (US\$mn) 15,452

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

Vanguard 10

Blackrock 8

State Street 5

按 2026 年 7 月 16 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (US\$)	631.00	562.00	12%
2026E EPS (US\$)	5.01	5.02	-0%
2027E EPS (US\$)	12.03	11.00	9%
2028E EPS (US\$)	19.53	17.12	14%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (US\$mn)	49,900 (-0%)	77,000 (+5%)
EPS (US\$)	5.23 (-4%)	11.50 (+5%)

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。

2026 年下半年 Helios 机架放量

- 2H26 MI450 机架级放量在即。
- 我们也看好 AMD CPU 业务在 2027-28 财年收入增长。
- 维持“买入”评级, 上调目标价至 631 美元。

在过去一个月中, 我们看到 AMD 股价承担住了近期半导体抛售和宏观负面消息发酵的影响。我们认为得益于性价比优势和 Helios 机架如期放量, 我们看好公司收入在 2027-28 财年的增长。

2H26 MI450 机架级放量在即。管理层在 1Q26 业绩会中表示 MI450 系列已经开始向核心客户送样 MI450 GPU。根据半导体行业观察, AMD 的 Helios 是 AMD 首款机架级 AI 系统, AMD 预计其性能约为 2900 FP4 密集 PFLOPS, 在计算性能方面略逊于英伟达 VR200 NVL72 系统, 但在 HBM4 显存容量方面则更胜一筹。公司确认微软、Meta 为主要客户, 我们认为 MI450 及后续系列 GPU 有望驱动数据中心业务 2026-28 年持续增长。

我们也看好 AMD CPU 业务在 2027-28 财年收入增长。一方面, AMD 的 CPU 竞争力在增强。根据 Mercury Research 数据, AMD 服务器 CPU (包括 EPYC 系列) 收入份额创下 46.2% 的历史新高, 销量份额也达到了 33.2%。AMD 凭借现有的 Genoa 和 Turin 系列处理器展现了其强大的实力, 同时 AMD 并正积极筹备下一代 Venice、Verano 和 MI400 系列处理器, 这些处理器将应用于 Helios AI 机架式服务器。另一方面, 我们看到长期 AMD 的空间在增大。管理层在 1Q26 业绩会中提到受到智能体 AI (Agentic AI) 及推理需求拉动, AMD 将 2030 年服务器 CPU TAM 从此前约 600 亿美元上调至 1200 亿美元以上, 年复合增长率从 18% 上调至超过 35%。考虑到 CPU 涨价以及 MI450 放量影响, 我们上修 27-28 年收入约 4.5%-10.4%, 上修 27-28 年净利 9.3%-14.1%。

维持“买入”评级, 上调目标价至 631 美元。我们新目标价对应 2027-28 财年 40 倍 P/E, 较同业平均市盈率 35.5 倍 P/E 高出 12%, 原因是我们认为 AMD 在 2025 至 2028 财年的净利润复合年增长率将达 95%, 远高于海外人工智能处理器 56% 的行业平均水平 (根据 Wind)。风险提示: CSP AI 资本开支不及预期; 客户 GPU 部署进度慢于预期; 产品研发及台积电 CoWoS 产能进度不及预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (US\$mn)	25,785	34,639	49,769	80,695	111,090
每股收益 (US\$)	1.00	2.64	5.01	12.03	19.53
市盈率 (x)	157.2	57.7	100.1	41.7	25.7
市净率 (x)	4.4	4.0	11.6	9.1	6.7
股本回报率 (%)	2.9	7.0	11.8	22.0	26.4

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 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

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)	2025A	2026E	2027E	2028E
数据中心收入 (百万美元)	16,634	30,953	60,804	90,083
客户端收入 (百万美元)	10,628	11,259	11,561	12,023
游戏及其他 (百万美元)	7,378	7,557	8,330	8,984
营业收入	34,639	49,769	80,695	111,090
营业成本	(17,487)	(23,052)	(37,059)	(29,937)
毛利润	17,152	26,717	43,635	62,766
管理及销售费用	(4,144)	(5,773)	(7,263)	(8,332)
息税前利润	3,694	9,166	21,914	35,704
息税折旧及摊销前利润	6,783	13,316	27,289	44,419
利息收入	577	660	280	210
利息支出	(131)	(148)	(148)	(111)
税前利润	4,140	9,678	22,046	35,803
所得税	103	(1,436)	(2,205)	(3,580)
净利润	4,335	8,253	19,842	32,223
基本每股收益 (US\$)	2.64	5.01	12.03	19.53

资产负债表

(US\$mn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	25,156	36,726	62,330	103,614
货币资金	5,823	10,395	21,695	48,921
应收账款	8,318	11,952	19,378	26,677
存货	7,703	11,068	17,945	24,704
其他流动资产	3,312	3,312	3,312	3,312
非流动资产	49,088	46,939	43,564	36,849
固定资产	2,596	3,319	3,920	4,275
无形资产	17,047	14,175	10,198	3,129
商誉	24,839	24,839	24,839	24,839
其他	4,606	4,606	4,606	4,606
资产	74,244	83,665	105,893	140,462
流动负债	7,964	9,132	11,519	13,865
短期借款	0	0	0	0
预收账款	3,149	4,317	6,704	9,050
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
负债	12,341	13,509	15,896	18,242
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	6,699	14,952	34,794	67,017
归属于母公司所有者权益	61,903	70,156	89,998	122,221
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	74,244	83,665	105,893	140,462

现金流量表

(US\$mn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	4,335	8,253	19,842	32,223
折旧摊销	3,089	4,149	5,375	8,715
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
营运资本变动	(3,412)	(5,830)	(11,917)	(11,712)
经营活动产生的现金流量	4,012	6,572	13,300	29,226
资本支出	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	0	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	2,012	4,572	11,300	27,226
自由现金流	2,012	4,572	11,300	27,226

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
数据中心 (百万美元)	16,634	30,953	60,804	90,083
客户端 (百万美元)	10,628	11,259	11,561	12,023
其他 (百万美元)	7,378	7,557	8,330	8,984

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	34.3	43.7	62.1	37.7
毛利润	34.8	55.8	63.3	43.8
息税折旧及摊销前利润	36.6	96.3	104.9	62.8
净利润	164.2	90.4	140.4	62.4
稀释每股调整收益	163.6	89.3	140.2	62.4
盈利率 (%)				
毛利率	49.5	53.7	54.1	56.5
息税折旧摊销前利润率	19.6	26.8	33.8	40.0
息税前利润率	10.7	18.4	27.2	32.1
净利率	12.5	16.6	24.6	29.0
净资产收益率	7.0	11.8	22.0	26.4
总资产收益率	5.8	9.9	18.7	22.9
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.2	4.0	5.4	7.5
速动比率	2.2	2.8	3.9	5.7
估值比率 (x)				
市盈率	57.7	100.1	41.7	25.7
市净率	4.0	11.6	9.1	6.7
市销率	23.5	16.4	10.1	7.3

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

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。

本报告所载的意见、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，任何机构和个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%。