

超威半导体 (AMD.US): 从芯片到系统, CPU 与 AI 算力双轮共振

我们上调公司 2026-2028 年盈利预测, 但考虑到半导体市场整体回调带来估值中枢下移, 我们维持目标价不变为 574 美元, 潜在升幅 21%。

● **重申 AMD “持有” 评级: 数据中心三线共振全面放量, Q3 及 2027 指引全面上修。** 2Q26 AMD 季度收入 115.36 亿美元, 同比+50.1% (环比+12.5%), 超一致预期 (113.45 亿美元) 1.7%, 是公司连续第六个季度实现超 30% 的营收同比增长。整体 Non-GAAP 毛利率 56.2% (环比+0.8ppt), 营业利润率为 26.8% (1Q26 为 24.8%), 稀释 EPS 为 1.66 美元, 同比+82.4% (注), 快于收入同比增长, 超过一致预期 1.61 美元。分板块来看: **1) 数据中心板块**收入 67.18 亿美元, 同比+107.3% (1Q26 同比+57.2%), 环比+16.3%, 在总营收中的占比升至 58.2% (1Q26 约 56.3%), 营业利润 21.03 亿美元, 营业利润率达到 31.3%, 继续巩固该业务增长引擎的地位; **2) 客户与游戏板块**合计收入 38.41 亿美元, 同比仅+6.1%, 其中客户端+22.5% 的增长基本被游戏-30.6% 的两位数下滑抵消; **3) 嵌入式板块**收入 9.77 亿美元, 同比+18.6% (1Q26 +6.1%), 受益于终端市场需求的持续改善和新 Design win 开始量产。指引端, 管理层给出 3Q26 整体收入指引中值 130 亿美元 (+/-3 亿美元, 同比+41%), Non-GAAP 毛利率约为 56%, 并首次明确 2027 年数据中心板块收入同比翻倍以上、服务器 CPU 全年增速上修至“超 70%”。此外, 公司还将数据中心 AI 加速器/服务器 CPU 长期 TAM 分别上修至 2030 年的约 1.4 万亿 (CAGR>45%)/2,200 亿美元 (CAGR>50%)。我们认为, 公司当前增长结构已从“CPU+GPU”双轮蓄力切换为“服务器 CPU+Instinct GPU+Helios 机架”三线共振的数据中心驱动模式。

● **Helios 系统启航, Agentic AI 拓宽 CPU 成长边界: 1) Helios 客户重磅扩容, 从“买芯片”转向“卖系统”:** 公司推出 Helios 机柜级 AI 平台, 整合 EPYC Venice CPU、MI450 系列 GPU、Pensando 网络和 ROCm 软件, 每美元 Token 产出较竞品最高提升 30%。2Q26 新增 Anthropic 最高 2GW 部署, 首 GW 将于 1H27 启动; 微软亦将在 Azure 大规模部署 Helios。Helios 当前已投产, 公司预计 3Q26 末启动出货、4Q26 显著放量并延续至 2027 年。我们认为, Helios 将推动 AMD 由单芯片供应商向机架级系统供应商迈进。**2) Agentic AI 打开 CPU 增量空间, EPYC 由份额提升迈向市场扩容:** 管理层将 2030 年服务器 CPU TAM 上修到 2,200 亿美元 (Q1 为 1,200 亿美元), 并将需求拆分为通用计算、AI 前端节点及 Agentic AI 沙盒服务器, 其中沙盒需求或将成为规模最大、增长最快的应用场景。公司服务器 CPU 营收已实现连续 5 个季度创新高, x86 的服务器收入份额也继续同比增长。我们认为, 随着 AI Agents 数量和并发任务的增加, 服务器 CPU 需求会进一步扩展, EPYC 增长驱动力正由传统 x86 份额提升扩展为“份额提升+新增市场扩容”双轮驱动。**3) ROCm 生态系统加速完善, 全栈平台能力逐步打造:** 当

陈耀波

首席科技硬件分析师
elvis_chen@spdbi.com
(852) 2808 6435

苏聪

科技分析师
louise_su@spdbi.com
(852) 2808 6442

2026 年 8 月 12 日

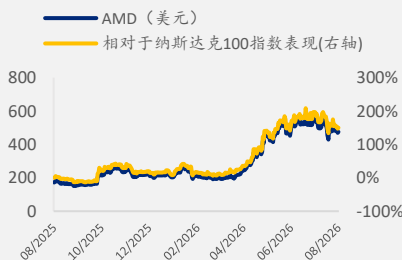
评级

持有

目标价 (美元)	574
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (美元)	474.3
52 周内股价区间 (美元)	149.2-584.7
总市值 (百万美元)	774,316
近 3 月日均成交额 (百万美元)	15,193

注: 截至 2026 年 8 月 11 日收盘价

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

前已有超 300 万个模型可直接运行在 ROCm, 开源贡献同比增长逾 10 倍, 新推出的 ROCm AI 辅助开发平台进一步降低模型迁移与代码优化门槛。我们认为, 若 ROCm 有望缩小与 CUDA 的差距, 或推动公司从芯片供应商向“芯片+机架+网络+软件”的全栈数据中心平台演进。

- **估值:** 我们采用前瞻 PE 市盈率估值法, 参考 2027E 净利润 196.81 亿美元, Non-GAAP 稀释基本美股收益为 15.11 美元, 给予 38 倍 PE, 维持 AMD 目标价为 574 美元, 潜在升幅 21%。
- **投资风险:** Helios 量产、客户验证或部署进度不及预期; 服务器 CPU TAM 扩张不及预期; 机架系统及 AI GPU 占比提升拖累毛利率; 英伟达、定制 ASIC 及 Arm 服务器加剧竞争影响 AMD 份额提升; ROCm 生态建设和工作负载迁移不及预期; 客户端需求转弱及游戏业务下滑幅度超预期; 出口管制影响终端需求或供应链起伏。

注: 公司 2Q25 业绩包含了美国对 AMD MI308 出口中国管制的 8 亿美元存货跌价和相关费用, 正文同比较中已剔除这些非经常性费用的影响, 以便对公司基础业务表现提供更具参考性的对比。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2024-2028E)

美元百万	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	25,785	34,639	51,535	88,628	120,316
营收同比增速	13.7%	34.3%	48.8%	72.0%	35.8%
毛利率	49.4%	49.5%	54.8%	58.7%	58.4%
净利润	1,641	4,335	9,793	19,681	27,150
净利润增速	92.2%	164.2%	125.9%	101.0%	37.9%
Non-GAAP 基本每股收益 (美元)	3.31	4.17	7.83	15.11	20.00
目标 PE (x)	173.4	137.5	73.3	38.0	28.7

注: E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

美元百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	25,785	34,639	51,535	88,628	120,316
营业成本	13,060	17,487	23,269	36,574	50,023
毛利润	12,725	17,152	28,265	52,053	70,293
毛利润 (Non-GAAP)	13,759	18,165	29,401	53,205	71,470
研究及开发	-6,456	-8,091	-11,172	-18,377	-24,473
销售管理费用	-2,735	-4,144	-6,207	-10,312	-13,525
其他	-1,448	-1,223	-1,118	-1,154	-1,244
经营利润	1,900	3,694	10,265	22,210	31,052
营业利润 (Non-GAAP)	6,138	7,768	14,629	26,665	35,622
税前利润	1,989	4,140	11,184	22,595	31,179
税前利润 (Non-GAAP)	6,229	7,852	14,595	26,858	35,558
所得税费用	-381	103	-1418	-2937.33	-4053.3
所得税费用 (Non-GAAP)	-810	-1,021	-1,678	-2,686	-3,556
净利润	1,641	4,335	9,793	19,681	27,150
净利润 (Non-GAAP)	5,420	6,831	12,916	24,172	32,002
稀释每股收益	1.00	2.65	5.94	12.30	16.97
稀释每股收益 (Non-GAAP)	3.31	4.17	7.83	15.11	20.00

现金流量表

美元百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,641	4,335	9,793	19,681	27,150
折旧	671	750	997	1,698	2,305
摊销	2,393	2,254	2,158	2,128	2,131
股权激励 SBC	1,407	1,638	2,027	2,083	2,093
营运资金变动	-2,098	-1,525	-842	-4,364	-3,698
经营活动现金流净额	3,041	7,709	14,133	21,226	29,981
资本支出 Capex	636	974	2,411	2,428	2,428
自由现金流 FCF	2,405	6,735	11,722	18,798	27,553
投资活动现金流净额	-1,101	-5,533	-1,150	-11,366	-8,130
融资活动现金流净额	-2,062	-431	-980	-1,158	-1,175
现金及等价物净变动	-122	1,745	11,760	8,702	20,676
期初现金	3,933	3,811	5,556	8,529	17,231
期末现金	3,811	5,556	17,316	17,231	37,907

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际预测

资产负债表

美元百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,787	5,556	8,529	17,231	37,907
短期投资	1,345	5,013	8,100	8,100	8,100
现金及短期投资合计	5,132	10,552	16,629	25,331	46,007
应收账款	6,192	6,315	10,334	16,609	21,212
存货	5,734	7,920	10,552	18,135	23,099
流动资产合计	19,049	26,947	41,526	66,169	98,237
固定资产 PP&E	1,802	2,312	4,083	4,813	4,936
商誉	24,839	25,126	25,470	25,470	25,470
无形资产净额	43,769	41,831	40,043	37,929	35,828
非流动资产合计	50,177	49,979	55,405	62,946	66,641
资产总计	69,226	76,926	96,932	129,115	164,878
短期债务	1,444	874	875	875	875
应付账款	2,466	2,929	7,578	10,811	11,547
流动负债合计	7,281	9,455	17,107	26,201	32,454
长期债务	1,721	2,348	2,351	2,351	2,351
非流动负债合计	4,377	4,472	6,052	8,534	9,976
负债合计	11,658	13,927	23,159	34,735	42,431
普通股	17	17	16	16	16
资本公积	61,362	63,365	62,196	63,935	65,683
留存收益	2,364	6,699	12,036	31,718	58,867
库存股	6,106	7,079	401	1,215	2,045
股东权益合计	57,568	62,999	73,773	94,380	122,447
负债及股东权益总计	69,226	76,926	96,932	129,115	164,878

主要财务比率

美元百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营运指标增速					
营业收入增速	13.7%	34.3%	48.8%	72.0%	35.8%
营业利润增速	373.8%	94.4%	177.9%	116.4%	39.8%
净利润增速	92.2%	164.2%	125.9%	101.0%	37.9%
盈利能力					
净资产收益率	2.9%	6.9%	13.3%	20.9%	22.2%
总资产报酬率	2.4%	5.6%	10.1%	15.2%	16.5%
利润率					
毛利率 (Non-GAAP)	53.4%	52.4%	57.1%	60.0%	59.4%
营业利润率 (Non-GAAP)	23.8%	22.4%	28.4%	30.1%	29.6%
净利率 (Non-GAAP)	21.0%	19.7%	25.1%	27.3%	26.6%
运营能力					
应收账款周转天数	93	76	88	87	74
存货周期周转天数	180	203	200	230	200
应付账款周转天数	77	75	143	137	100

图表 2：超威半导体 2Q26 业绩详情

美元百万	2Q26	2Q25	同比	1Q26	环比
营业收入	11,536	7,685	50.1%	10,253	12.5%
毛利润	6,203	3,059	102.8%	5,416	14.5%
营业利润	1990	-134	1385.1%	1,476	34.8%
净利润	2297	872	163.4%	1383	66.1%
Non-GAAP 基本每股盈利（稀释，美元）	1.66	0.48	247.2%	1.37	21.2%

利润率	2Q26	2Q25	同比百分点	1Q26	环比百分点
毛利率	53.8%	39.8%	14.0	52.8%	0.9
营业利润率	17.3%	-1.7%	19.0	14.4%	2.9
净利润率	19.9%	11.3%	8.6	13.5%	6.4

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：SPDBI 财务预测变动：超威半导体（AMD.US）

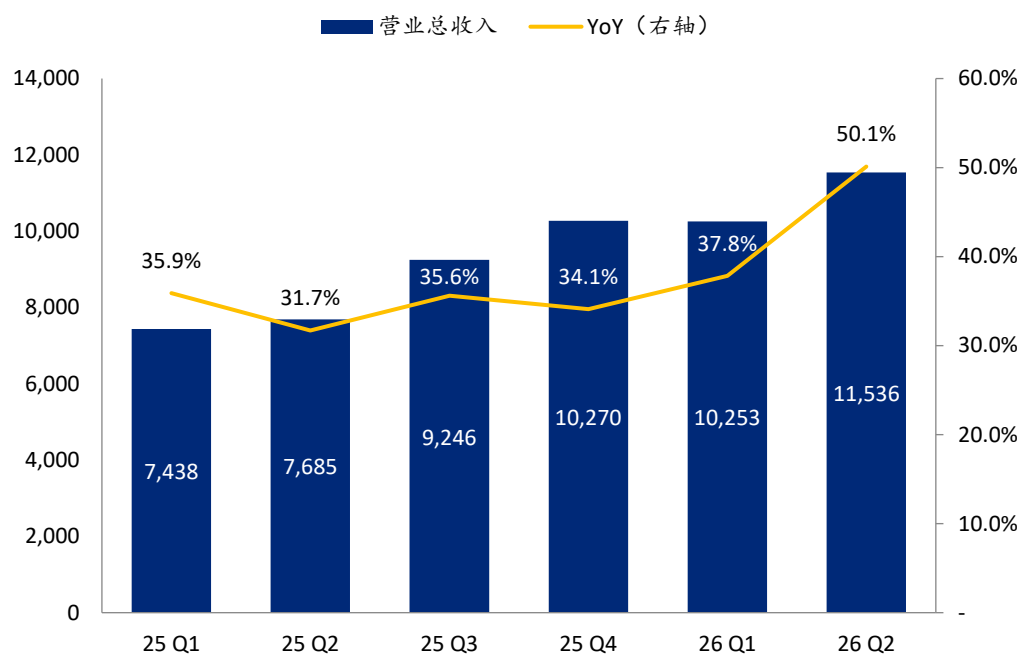
美元百万	2026E				2027E				2028E		
	新预测	前预测	差异		新预测	前预测	差异		新预测	前预测	差异
收入	51,535	50,999	1.1%		88,628	77,000	15.1%		120,316	96,000	25.3%
毛利润	28,265	27,432	3.0%		52,053	42,274	23.1%		70,293	53,214	32.1%
营业利润	10,265	10,886	-5.7%		22,210	20,760	7.0%		31,052	28,287	9.8%
净利润	9,793	9,586	2.2%		19,681	18,106	8.7%		27,150	24,654	10.1%

利润率	百分点				百分点				百分点		
毛利率	54.8%	53.8%	1.1		58.7%	54.9%	3.8		58.4%	55.4%	3.0
营业利润率	19.9%	21.3%	-1.4		25.1%	27.0%	-1.9		25.8%	29.5%	-3.7
净利率	19.0%	18.8%	0.2		22.2%	23.5%	-1.3		22.6%	25.7%	-3.1

E=浦银国际预测

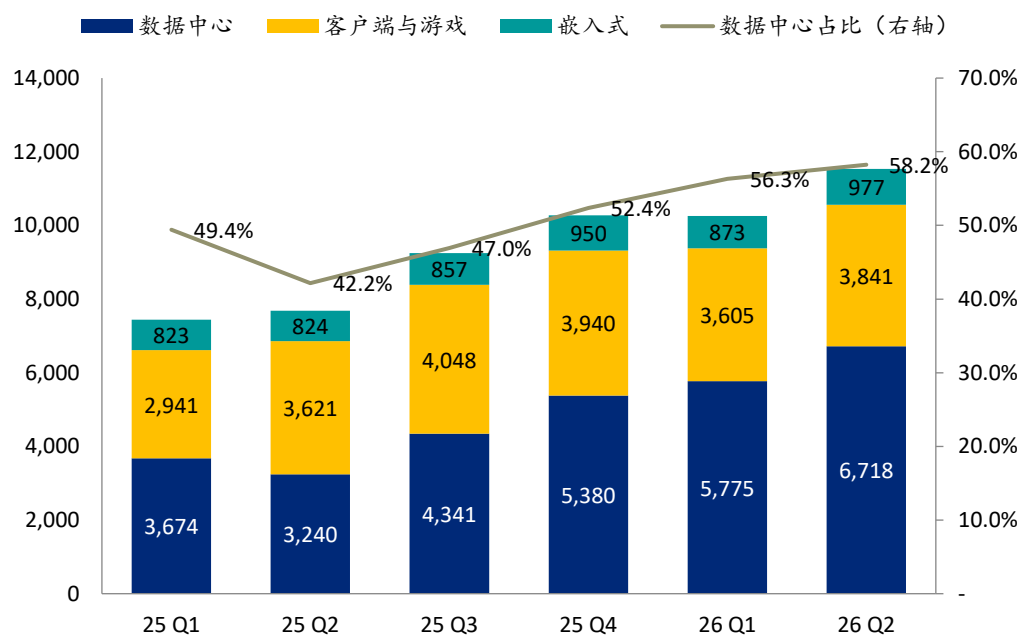
资料来源：浦银国际

图表 4：超威半导体 1Q25-2Q26 季度总收入变化（百万美元）



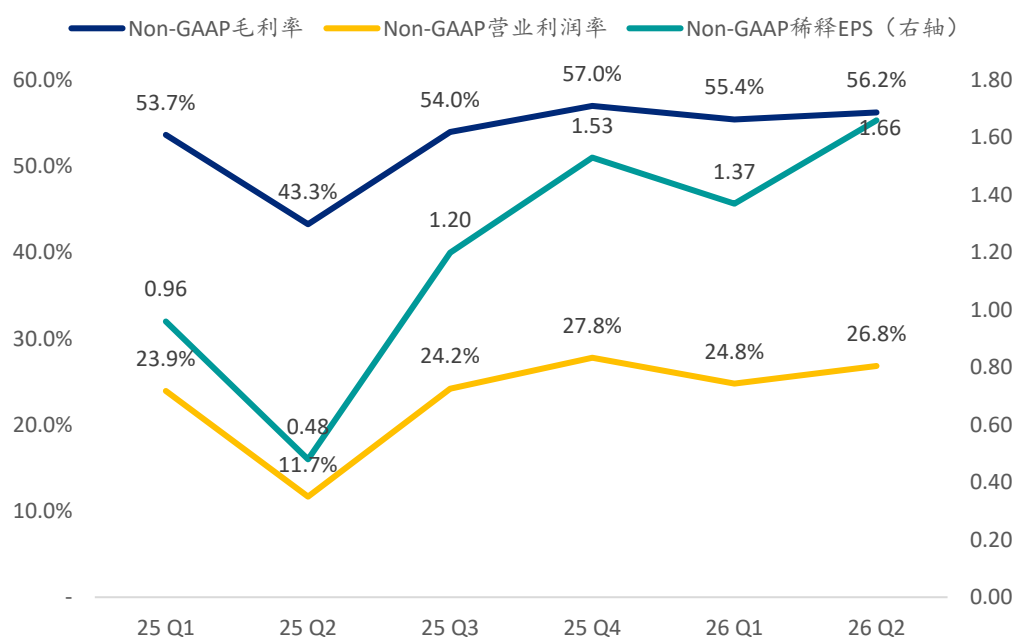
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 5：超威半导体 1Q25-2Q26 季度收入构成变化（百万美元）



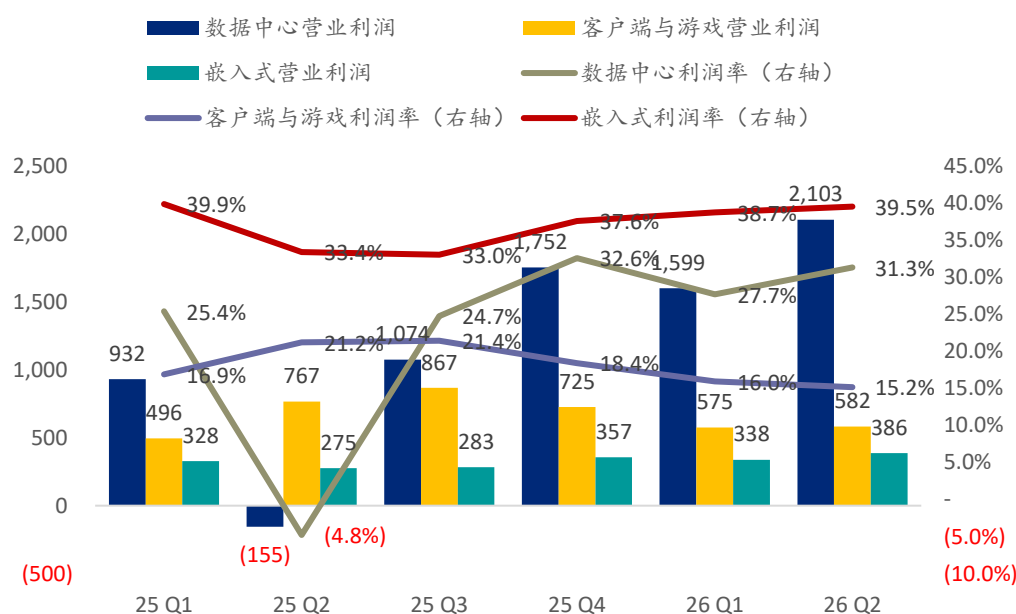
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 6：超威半导体 1Q25-2Q26 季度 Non-GAAP 口径毛利率、营业利润率及稀释 EPS 变化（美元）



资料来源：公司公告、浦银国际

图表 7：超威半导体 1Q25-2Q26 季度分部营业利润（百万美元）及利润率表现



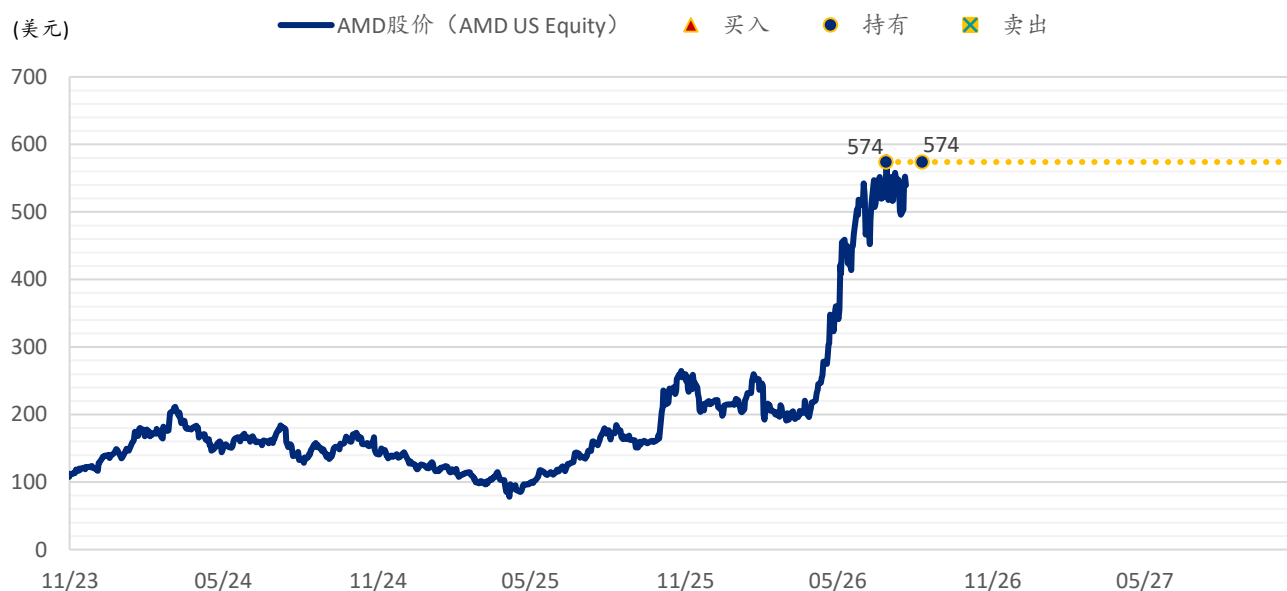
资料来源：公司公告、浦银国际

注：公司 2Q25 业绩中数据中心业务亏损 1.55 亿元主要是受 MI308 出口管制引起的约 8 亿美元存货和相关费用影响

● 估值

基于公司本次业绩超预期，结合近期产业链反馈显示，市场相关竞品交付节奏后移的可能性增加，考虑到本次业绩会上公司预计 Helios 自 3Q26 末启动出货且有望于 2027 年进入规模交付阶段，叠加 Agentic AI 渗透提升或带来潜在 CPU 新增需求，有望推动数据中心业务持续放量并为后续业绩带来进一步上修空间，因此我们上调了 2026-2028 年盈利预测；但同时考虑到半导体市场整体回调带来估值中枢下移，因此我们维持目标价不变，采用前瞻 PE 市盈率估值法，参考 2027E 净利润 196.81 亿美元，给予 38 倍 PE，维持 AMD 目标价为 574 美元，潜在升幅 21%。

图表 8：SPDBI 目标价：超威半导体（AMD.US）

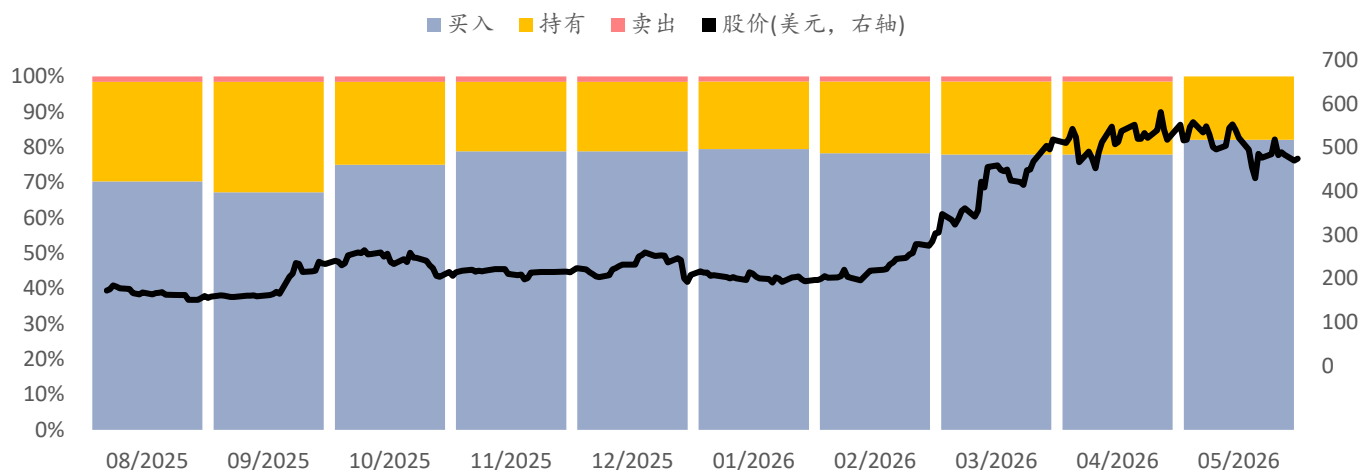


注：截至 2026 年 8 月 11 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

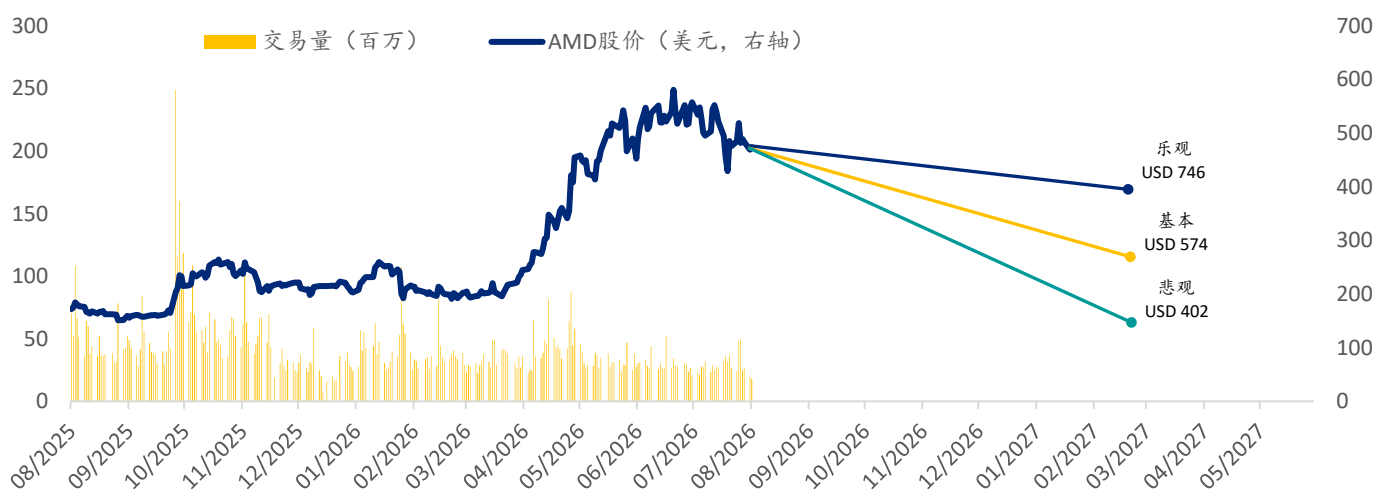
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9：市场普遍预期：超威半导体（AMD.US）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：SPDBI 情景假设：超威半导体（AMD.US）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：746 美元（概率：15%）

- Helios 量产、客户验证或部署进度超预期；
- 服务器 CPU 市场空间扩展不及预期；
- 产品组合良好互补毛利率改善；
- 英伟达、定制 ASIC 及 Arm 服务器的竞争未能影响 AMD 份额提升；
- ROCm 生态建设和工作负载迁移进展超预期；
- 客户端需求转弱及游戏业务下滑幅度可控。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：402 美元（概率：15%）

- Helios 量产、客户验证或部署进度不及预期；
- 服务器 CPU 市场空间扩展不及预期；
- 机架系统及 AI GPU 占比提升拖累毛利率；
- 英伟达、定制 ASIC 及 Arm 服务器加剧竞争影响 AMD 份额提升；
- ROCm 生态建设和工作负载迁移不及预期；
- 客户端需求转弱及游戏业务下滑幅度超预期。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

