

## 持有

## 营收超预期，关注算力板块的持续上升

超微半导体 (AMD.O)

2024-08-09 星期五

### 投资要点

目标价: **161.09 美元**  
现价: 136.32 美元  
预计升幅: 18.17%

#### ➤ 2024Q2 业绩摘要

财报显示: 2024Q2 季度营收达到了 58.35 亿美元, 高于去年同期的 53.59 亿美元; 净利润则为 2.65 亿美元, 同比增长了 881%, 环比增长了 115%。AMD 第二季度毛利润为 28.64 亿美元, 同比增长了 17%, 环比增长了 12%; 营业利润为 2.69 亿美元, 同比大增 1445%, 环比也大增 647%。

### 重要数据

日期	2024/08/09
收盘价 (美元)	136.32
总股本 (亿股)	16.18
总市值 (亿美元)	2,206
52 周高低 (美元)	227.3/93.12
PE(TTM)	162.9
PB	3.9
EPS (美元)	0.84

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### ➤ 营收超预期，关注算力板块的持续上升:

当前 AI 需求增长迅速, AMD 作为英伟达重要的潜在对手, 在 AI 板块积极布局。公司管理层表示数据中心部门是营收主力, 同比增长 115%, 主要系 Instinct MI300 GPU 出货量急剧上升和 EPYC CPU 销售额强劲增长所致。微软对 MI300 芯片的使用量增加, Microsoft 成为第一家在本季宣布全面推出公共 MI300X 执行个体的大型超大规模供应商。伴随着消费电子端的回暖, 客户端部门的收入也增长了近 50%, 推动了营收进一步增长。AMD 看好第三季度营收, 预计收入约为 67 亿美元, 高出华尔街对第三季度预期收入 66.1 亿美元。综合来看, AI 的快速发展拉动市场对计算的市场需求, 公司布局长远软硬件同时发力, 客户开始认可公司产品并展开应用。

### 主要股东

The Vanguard Group	8.9%
BlackRock, Inc.	7.8%

### 相关报告

超微半导体(AMD.O)公司深度报告: 紧盯 AI 前沿技术, 打造综合数据中心平台  
-XC-20231215

#### ➤ 维持“持有”评级，目标价 161.09 美元:

我们的观点: 我们认为在当前整体宏观环境有较强不确定性和半导体产业链处在调整周期的背景下, 参考对标企业英伟达(GPU 业务)、英特尔(CPU 业务), 同时参照彭博预测, 考虑到 MI300 系列片对营收积极的贡献, 基于大安全边际考虑, 我们认为 7.19-8.64 (可比公司预测均值) 倍 Price/Sales 是较为合理的估值水平, 给予目标价为 161.09 美元/股, 对应 PS 为 8.49 倍, 离现价有 18.17% 的上涨空间, 维持“持有”评级。

### 研究部

姓名: 徐晨  
SFC: BTK332  
电话: 0755-21516076  
Email: xuchen@gyzq.com.hk

单位: 百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E
营业额	23,601	22,680	25,476	32,688
同比增长(%)	43.61%	-3.90%	12.33%	28.31%
归母净利润	1,320	854	2,601	5,858
同比增长(%)	-58.25%	-35.30%	204.53%	125.26%
EPS (USD)	0.84	0.53	1.52	3.40
Sales Per Share (USD)	15.02	13.96	14.88	18.96
PS@ 136.32 USD	9.07	9.77	9.16	7.19

数据来源: 彭博、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理及预测

## 报告正文

### ➤ 2024Q2 AI 需求持续，AIPC 具有较好发展前景：

2024Q2 经营利润为 12.6 亿美元，同比增长 18%，营业利润率为 22%；GAAP 净利润 2.6 亿美元，Non-GAAP 净利润 11.3 亿美元，同比增长 18.8%。

(1) **CPU**：超大规模企业开始部署第四代 EPYC CPU（霄龙）来为其运算提供支持，云端的需求仍然强劲。AMD 解决方案开始逐步取代企业在基础设施中的现有产品，企业选用 EPYC 处理器来为其计算和运作提供支持，体现了 AMD 的产品的性能和效率优势。

在企业 and 云端方面公司的产品展现了竞争力。在云方面，Netflix 和 Uber 最近都选择第四代 EPYC 公有云作为关键解决方案之一。在企业方面，有 Adobe、波音、工业光魔、Optiver 和西门子。2024H1 有三成以上的企业伺服器为首次部署。

(2) **GPU**：数据中心 GPU 收入连续第三个季度创纪录，MI300 GPU 季度营收首次超过 10 亿美元。微软对 MI300 芯片的使用量增加，Microsoft 成为第一家在本季宣布全面推出公共 MI300X 执行个体的大型超大规模供应商。微软同时扩大了使用范围，使得 MI300 可以为 GPT-4 Turbo、Microsoft 365 Chat、Word 和 Teams 提供算力支持。新的 Azure VM 采用 MI300X 并结合最新的 ROCm 软件运行包括 GPT-4 在内的最新前沿模型。

不断增长的客户需求促使公司积极推动在企业 and 云端 AI 客户通路的市占率，公司管理层表示，戴尔、惠普、联想和超微都在生产中拥有 Instinct 平台，多个超大规模和二级云端供应商也预计在本季度采用 MI300。

(3) **AIPC 个人电脑**：公司推出了 Ryzen AI 300 系列，公司管理层表示该系列扩展了业界领先的 CPU 和 GPU 性能，新的 NPU 可以提供 50 项顶尖的 AI 运算效能。管理层同时表示公司预计将在未来推出 100 多款 Ryzen AI 300 系列高端、游戏和商用平台。

### ➤ 缩小与英伟达 AI 软件差距，全现金收购 Silo AI

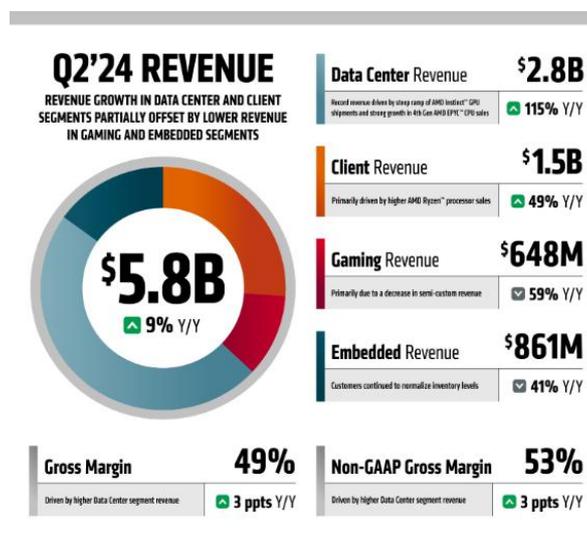
AMD 宣布将斥资约 6.65 亿美元（当前约 48.43 亿元人民币）现金收购芬兰人工智能初创公司 Silo AI。AMD 作为英伟达重要的潜在对手，除了硬件上与英伟达竞争，正在努力在 AI 软件方面突破。公司在 AI 软件板块积极布局，2023 年收购了人工智能软件公司 Mipsology 和 Nod.ai。Silo AI 是欧洲较大的私人 AI 实验室之一，致力于开放源代码 AI 模型，为企业提供定制化的 AI

模型和平台。Silo AI 主要客户有飞利浦、劳斯莱斯和联合利华等。AMD 收购 Silo AI 有助于构建基于 AMD 平台的大语言模型，即可完善公司 AI 整体布局，同时为客户提供定制化 AI 服务新的选项。

➤ **当前 AI 需求增长迅速，公司具有一定的竞争优势：**

公司的主要优势在于以下几个方面：1.产品线定位准确，有明确的发展路径。公司目前 MI300 系列持续创造营收，有望创造 40 亿美元的营收；公司未来产品线规划清晰，2024 年的 MI325，2025 年预计发布的 MI350，都有配备下一代 HBM3E 内存。MI350 对标英伟达 Blackwell，采用 3 纳米制程，预计 2026 年发布 MI400 处理器将对标英伟达 Rubin。2.公司建立起一定的客户群，主要有 Microsoft，Meta，Oracle 等大客户。大客户一方面扩展了潜在市场，同时给 MI 系列产品一个测试与应用的平台。3.AI 浪潮推动下的终端市场的发展，一方面推动了 AMD PC 产品线的增长同时也拉动了 AI 服务器、数据中心的需求。综合来看，考虑公司处在产业链关键节点，产品对市场主流产品有一定替代效应。

**图 1：2024Q2 超微半导体业务营收**



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

**图 2：2024Q2 营收收入拆分与对比**

Q2 2024 SEGMENT RESULTS					
(\$ in millions)	Q2'24	Q2'23	Y/Y	Q1'24	Q/Q
<b>Data Center</b>					
Net Revenue	\$2,834	\$1,321	Up 115%	\$2,337	Up 21%
Operating Income	\$743	\$147	Up 405%	\$541	Up 37%
<b>Client</b>					
Net Revenue	\$1,492	\$998	Up 49%	\$1,368	Up 9%
Operating Income (Loss)	\$89	\$(69)	Up 229%	\$86	Up 3%
<b>Gaming</b>					
Net Revenue	\$648	\$1,581	Down 59%	\$922	Down 30%
Operating Income	\$ 77	\$225	Down 66%	\$151	Down 49%
<b>Embedded</b>					
Net Revenue	\$861	\$1,459	Down 41%	\$846	Up 2%
Operating Income	\$345	\$757	Down 54%	\$342	Up 1%

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 关注市场多元化的发展

TechInsights 的研究显示：英伟达在 2023 年的数据中心 GPU 出货量总计约 376 万台，2022 年这一数据为 264 万台。在市占率方面，与 2022 年一致，英伟达占据 98% 的市场份额。从收入来看，英伟达占据市场的 98% 的收入份额，达到 362 亿美元，是 2022 年的三倍多。2023 年 AMD 的出货量约为 50 万台，英特尔出货量为 40 万台，填补了剩余的市场空白。

英伟达当前依然处于市场中心位置。AI 浪潮推动终端市场发展，终端市场的需求是推动数据中心 GPU 市场的增长的一个重要助力。当前 AI 需求增长迅速，英伟达的供给显然难以满足全部市场需求，AMD 和英特尔正尝试填补市场空缺。AMD 的 MI300 系列已锁定微软、Meta 和 Oracle 的订单。英特尔在 AI 芯片市场主要以 Gaudi 系列芯片为主，公司目前主要专注于 Gaudi AI 芯片。综合来看，目前数据中心 GPU 市场主要以英伟达为主，AMD 和 Intel 已经开始发力，抢占市场空间；考虑到 AI 市场发展的速度和多样化发展趋势，未来大概率是三家主导的局面。

**图 3：2022-2026 年全球伺服器出货量及 GAGR 预估(单位：千台)**


资料来源：TrendForce、国元证券经纪（香港）整理

➤ **维持“持有”评级，目标价 161.09 美元：**

鉴于：1) 2024 年三季度到 2025 年 MI300X 芯片销售对营收的可预见贡献；2) 2024 年 H2 开始 PC 市场开始展现回暖迹象，对 AI PC 和游戏端的拉动作用，整体消费市场呈现复苏态势，尤其是 AI 相关消费市场；3) 收购赛灵思后基于 FPGA 的自适应 SoC 系统的未来发展前景。

我们预测公司 2024~2025 年营业收入分别为 254.76/326.88 亿美元，增速分别为 12.33%/28.31%；净利润分别为 26.01/58.58 亿美元，增速分别为 204.53%/125.26%；对应 EPS 分别为 1.52/3.40 美元。

**表 1：行业可比公司估值**

代码	收盘价(USD)		市值(亿) USD	每股销售收入 (USD)			PS		
	2024/8/9			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
NVDA.O	英伟达	104.97	25,823	2.44	4.88	6.75	42.97	21.49	15.55
INTC.O	英特尔	20.49	876	12.87	12.26	11.78	1.59	1.67	1.74
	可比公司均值						22.28	11.58	8.64
AMD.O	超微半导体	136.32	2,206	13.96	14.88	18.96	9.77	9.16	7.19

资料来源：公司公告、彭博、国元证券经纪（香港）整理及预测

**风险提示：**

- 1、MI300X 系列芯片销售不及预期风险
- 2、PC 市场回暖速度不及预期，市场竞争加剧风险
- 3、2024 年嵌入式系统客户订单不及预期风险
- 4、2024 美国政治环境变化风险

## 财务报表摘要

利润表 单位: 百万 USD					资产负债表 单位: 百万 USD				
	2022	2023	2024E	2025E		2022	2023	2024E	2025E
<b>收入</b>	<b>23,601</b>	<b>22,680</b>	<b>25,476</b>	<b>32,688</b>	<b>资产总计</b>	<b>67,580</b>	<b>67,885</b>	<b>70,520</b>	<b>74,105</b>
营收总成本	12,998	12,220	12,617	15,251	<b>流动资产合计</b>	<b>15,019</b>	<b>16,768</b>	<b>21,163</b>	<b>26,772</b>
<b>毛利</b>	<b>10,603</b>	<b>10,460</b>	<b>12,858</b>	<b>17,438</b>	现金及现金等价物及有价证券	5,855	5,773	7,897	11,860
营业开支	9,339	10,059	9,959	10,920	货币资金	4,835	3,933	6,397	10,360
-研发开支	5,005	5,872	5,797	6,056	短期投资	1,020	1,840	1,500	1,500
-SG&A	2,336	2,352	2,458	2,686	应收账款净额	4,126	5,376	6,621	7,639
其他	2,202	1,903	1,704	2,178	存货	3,771	4,351	5,288	5,878
营业利润	<b>1,264</b>	<b>401</b>	<b>2,905</b>	<b>6,517</b>	待摊费用	1,265	1,259	1,348	1,386
利息支出	88	106	97	102	其他流动资产	2	9	9	9
其他收益/支出净额	8	197	103	150	<b>非流动资产合计</b>	<b>52,561</b>	<b>51,117</b>	<b>49,357</b>	<b>47,333</b>
<b>除税前利润</b>	<b>1,184</b>	<b>492</b>	<b>2,905</b>	<b>6,566</b>	固定资产-物业, 厂房及设备	1,513	1,589	1,500	1,500
所得税支出/(收益)	(122)	(346)	320	722	购入的无形资产	24,118	21,363	19,193	17,364
权益性投资收益/(亏损)	14	16	15	15	商誉	24,177	24,262	24,158	23,963
<b>净利润</b>	<b>1,320</b>	<b>854</b>	<b>2,601</b>	<b>5,858</b>	权益法核算的投资	83	99	111	111
					租赁权-非流动资产	460	633	633	633
<b>现金流量表 单位: 百万 USD</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	递延税项资产-非流动资产	58	366	494	494
<b>净利润</b>	<b>1,320</b>	<b>854</b>	<b>2,601</b>	<b>5,858</b>	其他非流动资产	2,152	2,805	3,268	3,268
权益性投资损益	62	(1)	5	(4)	<b>负债及股东权益总计</b>	<b>67,580</b>	<b>67,885</b>	<b>70,520</b>	<b>74,105</b>
折旧及摊销	4,174	3,453	2,580	2,138	<b>流动负债合计</b>	<b>6,369</b>	<b>6,689</b>	<b>7,580</b>	<b>8,400</b>
递延所得税抵免/(开支)-营运资本变动前	(1,505)	(1,019)	(356)	(512)	应付账款	2,493	2,055	2,101	2,375
员工的股权激励费用	1,081	1,384	1,440	1,475	应付关联方款项-流动负债	463	363	425	464
(增加)/减少应收账款	(1,091)	(1,250)	(1,495)	(1,152)	其他流动负债	336	438	443	443
(增加)/减少存货	(1,401)	(580)	(1,400)	(836)	其他应付款与应计负债	3,077	3,082	3,991	4,546
(增加)/减少预付费用及其他流动资产	(13)	(7)	0	0	长期借贷及融资租赁义务即期部分		751	620	572
(增加)/减少预付费用及其他资产	(1,197)	(472)	(261)	0	<b>非流动负债合计</b>	<b>6,461</b>	<b>5,304</b>	<b>5,933</b>	<b>5,838</b>
(增加)/减少其他应付款-关联方	379	(100)	302	175	长期借款及融资租赁义务	2,467	1,717	1,750	1,734
增加/(减少)应付账款	931	(419)	(712)	(712)	长期借款	2,467	1,717	1,750	1,734
增加/(减少)应付账款和应计负债	546	(221)	526	526	递延所得税负债-非流动	1,934	1,202	1,146	1,194
其他	279	45	549	282	经营租赁负债非流动部分-非流动负债	396	535	524	525
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>3,565</b>	<b>1,667</b>	<b>3,778</b>	<b>7,239</b>	其他非流动负债	1,664	1,850	2,513	2,385
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,999</b>	<b>(1,423)</b>	<b>293</b>	<b>(747)</b>	<b>股东权益合计(含少数股东权益)</b>	<b>54,750</b>	<b>55,892</b>	<b>57,007</b>	<b>59,867</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(3,264)</b>	<b>(1,146)</b>	<b>(1,607)</b>	<b>(2,529)</b>					
现金及现金等价物净增加额	2,300	(902)	2,464	3,963					
期初现金及现金等价物余额	2,535	4,835	3,933	6,397					
期末现金及现金等价物余额	4,835	3,933	6,397	10,360					

资料来源: 公司公告、彭博、国元证券经纪(香港)整理及预测

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>