

全球半导体

全球半导体：CPU的复兴？2230亿美元的TAM受益者...



戴大卫, CFA
+852 2918 5704 david.dai@bernsteing.com



+852-2918-5704 David.dai@bernsteing.com
Stacy A Rasgon, 博士
+1 213 559 5917 stacy.rasgon@bernsteing.com



+1 213 559 5917 斯蒂西·拉斯贡 Stacy Rasgon, 博士
Qingyuan Lin 博士
+852 2123 2654 qingyuan.lin@bernsteing.com



+852 2123 2654 青原·林 @bernsteing.com
+852 2123 2645 mark.li@bernsteing.com



胡俊豪
+852 2123 2632 juho.hwang@bernsteing.com



+852-2123-2632 juho.hwang@bernsteing.com
木喜林
+852 2123 2683 jack.lin@bernsteing.com



卡米诺·米兰诺, CFA
+44 20 7762 1857 carmine.milano@bernsteing.com



+44 20 7762 1857 carminemilano@bernsteing.com
阿尔里克·肖
+1 917 344 8454 alrick.shaw@bernsteing.com



阿帕德·冯·内梅斯
+1 917 344 8461 arpad.vonnemes@bernsteing.com



弗朗西斯·马
+852 2123 2626 francis.ma@bernsteing.com

从1.0 (聊天机器人) 到2.0 (智能代理) 的通用人工智能模式转变, 极大地提升了服务器CPU需求。如前所述, 软银、ARM: 从通用人工智能到智能体人工智能; 以超越评级启动代理型AI涉及高度自主的任务编排和执行, 这增加了CPU的工作量相对于GPU。随着从聊天机器人大到代理型AI的转变, AI数据中心中CPU: GPU的比例正从1:4或1:8激增至1:1或更高。

我们将服务器CPU市场规模 (TAM) 提升至2230亿美元 (基准情景下2030年为1370亿美元, 是2025年市场规模370亿美元的6倍)。这假设了3.5万亿美元的AI数据中心资本支出, 以及1:1的CPU:GPU配对比例用于推理。另一种方法, 以1.2亿CPU核心/吉瓦产出, 产生类似的目标市场规模。我们之前的1370亿美元预测现在是熊市情况 (假设3万亿美元AI资本支出, 1:2的CPU:GPU), 而上涨空间现在为3300亿美元 (4万亿美元AI资本支出, 1.5:1的CPU:GPU)。

提升ARM PT至500美元, 因为ARM是代理人工智能CPU复兴的结构性受益者。芯片架构适用于具有高效率的AI工作负载。此外, Arm正从单纯的IP提供商转变为CPU制造商, 目标是在2030财年实现150亿美元的收入, 但鉴于我们将2030年的CPU市场规模预测修订为2230亿美元 (从1370亿美元), 我们现在预测其收入将达220亿美元。Arm的2030财年每股收益 (截至2023年3月31日) 现上调至11.79美元 (之前为9.83美元)。基于42倍市盈率 (之前为40倍), 我们将Arm的PT至500美元 (上涨21%) 考虑到手臂的PT解除, 我们还可以... 将软银PT股价提升至11200日元 (上涨58%) 根据对5720亿美元的正式净资产的30%折扣。

更新数字, 上调AMD和INTC目标价。两家公司都应从更强的 (且更具持续性的) 服务器需求中获益, 尽管AMD的产品目前仍然更优越 (我们相信它们将继续保持市场份额的增长趋势)。我们现有的AMD模型已经与更强的服务器CPU环境相一致, 估计略有变动, 但我们现在将我们的INTC模型与这些假设保持一致, 并大幅提高估计; 鉴于我们已过半年度, 我们还提前将两家公司的估值前景推至27/28年度平均 (与之前27年度相比)。我们的AMD PT调整至600美元; INTC调整至100美元。我们对AMD评级为“买入”, 对INTC评级为“增持”。

Hygon将从强劲的x86 CPU需求中受益, 并在中国市场获得份额。我们预计从2028年起, 中国将超越全球x86增长, 随着中国先进节点供应约束的缓解和AI投资的加速, 释放CPU潜力。我们预计Hygon将稳步扩大其在中国的x86服务器CPU市场份额, 到2030年超过35%, 随着它越来越多地渗透到云服务提供商 (CSPs) 中, 超出了其传统的政府和国有企业客户群, 得益于与国内AI芯片的改进互操作性以及全球供应商可能受限的供应。我们更新了Hygon的预测, 反映了这一点, 将2027/2028每股收益 (EPS) 上调至3.6/6.3元人民币, 将目标股价上调至450元人民币。

什么可能会出错? 我们仍在评估铸造/内存容量是否足够支持CPU的增长。此外, GPU/加速器的价值包含了HBM的价值以及NVDA等公司收取的加成等, 但现在, 包括HBM在内的内存高成本可能会促使超大规模企业直接从内存供应商那里采购。我们的预测基于CPU/加速器的价值, 如果发生这种情况, 将存在下行风险。

伯恩斯坦股票行情表

股票行情显示屏	评分曲线	2026年6月15日		TTM 相关 完美	调整后的每股收益			调整后的市盈率 (x)		
		结束 价格目标	价格		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
ARM (ARM Holding)	412.55美元	500.00	160.6% 美元 1.77	2.25	3.21		233.1	183.3	128.6	
/#		300.00		2.28	3.12					
9984.JP (软银)	0日元7,102.00	11,200	180.6% 日元 872.47	282.49	159.10		8.1	25.1	44.6	
/#		8,200.00		251.35	152.44					
688041.CH (海光)	0人民币294.31元	450.00	72.0% CNY 1.10	2.04	3.59		267.6	144.0	81.9	
/#		280.00		2.42	3.48					
AMD (高级微)	547.26美元	600.00	290.9% 美元 4.17	6.98	14.61		131.1	78.5	37.4	
/#		525.00		6.95	14.60					
英特尔 (INTC)	127.86美元	100.00	457.2% 美元 0.43	1.07	1.50		299.9	119.4	85.0	
/#		65.00		1.04	1.35					
NVDA (英伟达)	212.45 美元 315.00 美元 20.4% 美元 4.77 美元 9.19 美元 12.52 美元						44.5	23.1	17.0	
SPX	7,511.35									
JPL注: JPL 通常指 Jet Propulsion Laboratory, 即喷气推进实验室。由于这是一个缩写, 因此保持英文原样。										
ASIAx	2,032.93									

价格目标变化/加粗显示估计变化

O - 表现优于, M - 市场表现, U - 表现不及, NR - 未评级, CS - 覆盖暂停。688041.CH估计为报告每股收益; 688041.CH估值为报告市盈率 (x); ARM、NVDA基准年为2026年; 在股票表格中, 2026年代表软银的F27/3财年和ARM的F26/3财年。

来源: 彭博社, 伯恩斯坦估计和分析。

投资影响

我们给予软银 (PT=¥11,200) 和Arm (PT=\$500.00) “跑赢大盘”评级。

AMD (跑赢大盘, 600.00美元): 预期依然很高, 但接触人工智能需求推动CPU和GPU故事的发展可以带来显著增长。

英特尔 (市场表现, 100.00美元): 服务器实力正帮助公司恢复元气, 而叙述/标题可能暂时会激发氛围。

NVDA (表现突出, 31.50美元): 数据中心机会巨大, 仍处于早期阶段。

我们对.....进行评级。 **海恒** (PT=450.00元人民币) **超越** 我们将我们的PT目标从CNY 280提高到CNY 450, 基于2028年预测的EPS CNY 6.30 (较Bern老数据增长32%) 和71倍PE (之前为超额表现, 基于2027年预测的EPS CNY 3.48, PT为CNY 280)。

详情

我们将2030年服务器CPU总安装容量 (TAM) 预测上调至2230亿美元, 得益于更高的AI投资和强劲的CPU:GPU搭配比率, 以及之前1370亿美元的预测现调整为熊市预测 (图表1)。在此背景下, 我们上调了Arm、SoftBank、AMD、Intel、Hygon的PT目标。您可以从[这里](#)下载我们的服务器CPU行业模型: [服务器CPU行业模型](#) 更新后的ARM财务模型可在此下载: [臂 \(Arm.US \)](#) 。

展示1: 我们相信2030年服务器CPU市场规模在3500亿美元AI资本开支的基础情景中将达到2230亿美元。

CY	2025	2030 基准	2030 牛	2030 熊
AI GW 修订	15	70	80	60
人工智能资本支出强度 (亿/吉瓦)	40	50	50	50
人工智能资本支出 (亿亿美元)	600	3,500	4,000	3,000
人工智能GPU/加速器市场规模 (千亿美元)	240	1,575	1,800	1,350
推理比例	35%	70%	70%	70%
人工智能GPU推理 (亿美元)	84	1,103	1,260	945
CPU:GPU 比率 (推理)	0.25倍	1.0x	1.5倍	0.5倍
人工智能GPU培训 (亿美元)	156	473	540	405
CPU:GPU 比率 (训练)	0.25倍	0.50x	0.50x	0.50x
CPU : GPU成本比	10.0%	13.0%	13.0%	13.0%
CPU for agentic AI (\$ bn) -> 代理人工智能的CPU	174.0	280.8	280.8	87.8
CPU服务器用CPU (亿)	31.3	49.4	49.4	49.4
CPU TAM (亿亿美元)	37.3	223.4	330.2	137.2

来源: 公司公告、Mercury、Bernstein估计和分析。

复兴于智能体AI范式中的CPU

自从大型语言模型兴起以来, GPU/ASIC加速器已成为AI计算的核心。虽然训练集群曾经需要4:1的高密度比例来处理重负载数据, 但焦点已经转向消除困扰大规模推理的“CPU税”。在像谷歌这样的定制的推理优化部署中, TPU v6e “以及Meta的”大提顿, GPU与CPU的插槽比例变为8:1。

代理式AI将CPU推向了舞台的中心 (展示2) , 因为AI系统不再只是运行一个模型并返回答案。GPU仍然执行密集的数学运算, 但CPU越来越多地决定整个系统能否高效地协调周围的工作流程——提供数据、调度任务、协调工具调用、管理内存和避免加速器闲置。

这也就预示着新一代AI基础设施建设中, 硬件搭配将更加均衡, 也就是说, 在智能代理时代, CPU将不再是仅仅作为支持元件与大量的加速器结合存在的小配件。我们预计, GPU与CPU的配比将从非常倾向于GPU的4:1或8:1缩减回1:1。2026年的硬件发展规划已经朝这个方向发展。

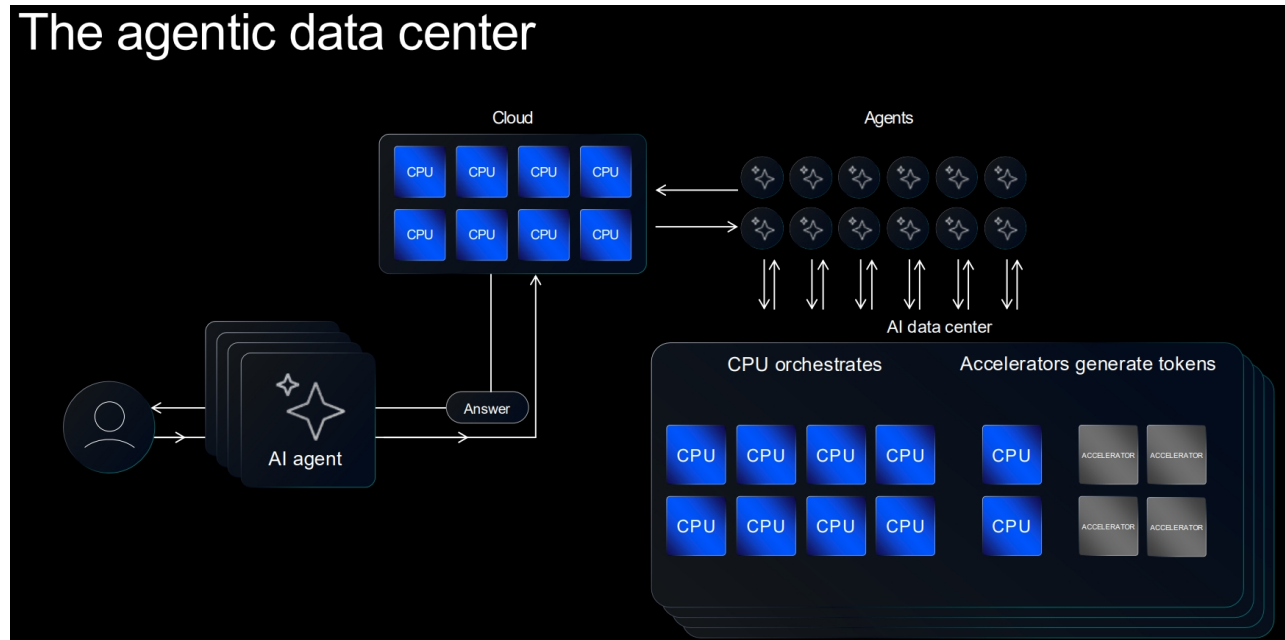
- [AMD威尼斯](#) 每个计算托盘1个CPU至4个MI455X GPU。
- [NVIDIA Vera](#) 每个超级芯片含1个CPU和2个Rubin GPU (4个GPU晶圆)。
- [谷歌TPU7x](#) 每个升级单元配备1个CPU至4个TPU芯片。

GPU/CPU 配对在具有代理工作负载的情况下尤为重要, 因为推理正在变成一个循环而不是单次传递。一个请求可能会触发检索、规划、工具使用、中间推理、另一个模型调用, 然后是行动, 这意味着 GPU 执行繁重的计算, 而 CPU 保持工作流程高效运行; 如果 CPU 劣势, 昂贵的 GPU 可能会利用率低, 整个系统就会变慢且效率降低。

授权人工智能还加剧了网络和分布式基础设施的压力, 这进一步加强了CPU的作用 (展品3, 展品4)。当工作负载跨越服务器、集群和位置时, 系统必须实时移动状态、管理流量和协调资源, 因此CPU不仅在服务器内部, 还在支持自主人工智能执行的更广泛数据中心体系中变得至关重要。

ARM CPU在此环境中脱颖而出，因为新的瓶颈不仅在于峰值性能，还在于在电力和空间限制下的高效编排。随着运营商需要更多CPU容量来支持不断增长的AI代理数量，ARM在每瓦性能、高核心密度以及可扩展数据中心计算方面的推销变得更加引人注目，这就是为什么代理式AI正帮助将CPU重新聚焦，让ARM在AI基础设施下一阶段扮演更加重要的战略角色。

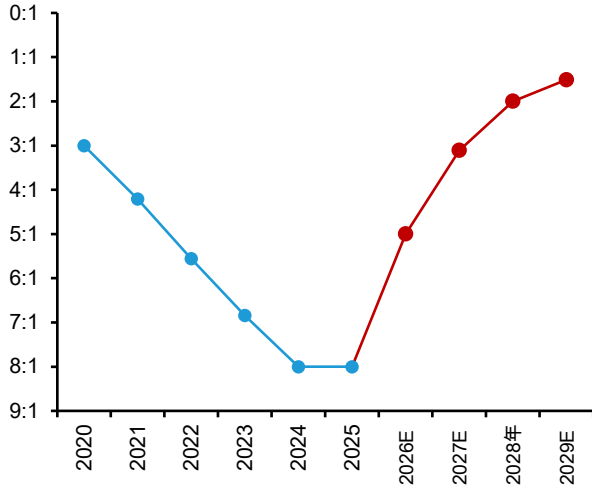
展示2： Arm认为，具有主动性的AI将更多工作转回到CPU上：加速器生成令牌，而CPU则协调代理商、内存和流程，以提供答案，这使得Arm高效CPU架构在人工智能数据中心中变得越来越关键。



来源：臂

展示3: CPU在推理和代理领域预计将发挥更为重要的作用。

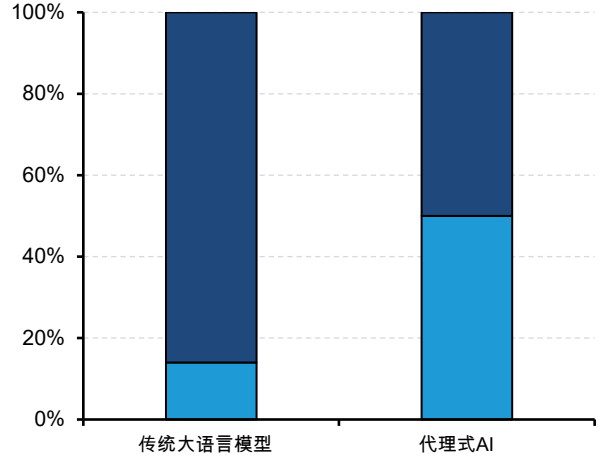
2020-2029E: 平均GPU与CPU比率
CSP推理集群



来源: Ciena估计, Bernstein分析。

展示4: 代理型AI将计算平衡偏向CPU, CPU份额从传统LLM中的约14%上升至50%, 凸显了CPU在AI大规模工作负载中与GPU协同编排作用的日益增强。

CPU:GPU比例在代理式人工智能中的转移

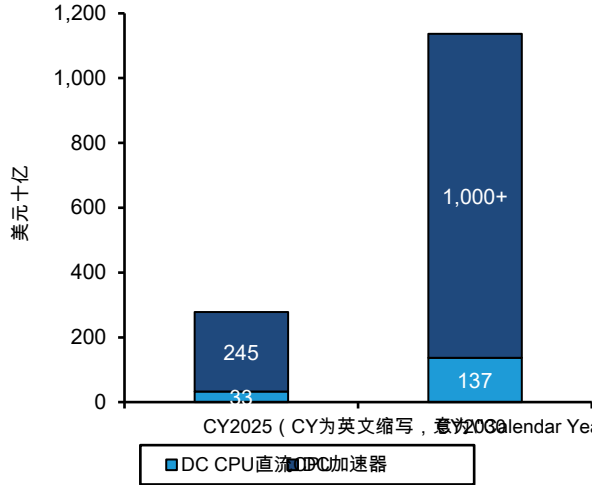


■ 中央处理器 (注: GPU即Graphics Processing Unit, 直译为图形处理器)

来源: TrendForce、Bernstein分析

展示5: 人工智能基础设施TAM在CY30急剧扩大, 数据中心加速器引领达到1万亿美元, 同时数据中心CPU也从330亿美元增长到1370亿美元。

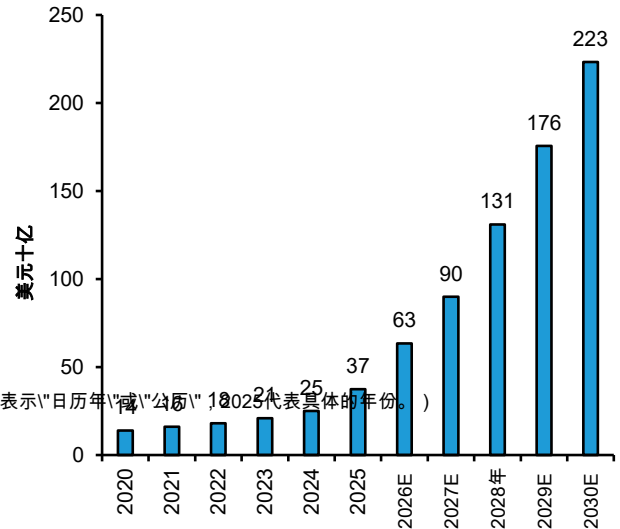
CPU/GPU 市场总量



来源: 水星, 公司报告, 伯恩斯坦估算和分析。

展示6: 我们预计服务器CPU市场将从2025年的370亿美元增长到2030年的2230亿美元, 复合年增长率达到43%, 这一增长动力来自于智能体AI的采纳。

2020-2030E: 服务器CPU市场规模



来源: 水星, 公司报告, 伯恩斯坦分析和预估

将2030年服务器CPU TAM预测上调至2230亿美元

在咱们 [启动武装](#) 我们预测CY30数据中心CPU市场总规模将达到1370亿美元，远高于Arm自己估算的1000亿美元和AMD的1200亿美元，因为我们认为代理工作负载需要更多的CPU强度。

自我们启动以来，已有不少渐进式发展，包括超出预期的代理人工智能采用率、以及超出预期的AI研发支出和资本支出。英伟达还预测Vera CPU的营收将达到200亿美元，这对Arm公司也应是积极的。英伟达提供的另一项引人注目的数据点是，到2027年，AI基础设施的年度支出预计将超过1万亿美元，到本世纪末将增至3万至4万亿美元。

根据这些数据点，我们修正了对服务器CPU市场的总体估值，将其调整为2223亿美元（演示7），以下为相关假设：

- 2030年AI资本支出达35万亿美元，意味着以500亿美元/吉瓦的造价部署70吉瓦AI数据中心
- AI GPU（包括ASIC加速器）市场规模为1.6万亿美元，占AI数据中心资本支出的45%。
- CPU与GPU单元比例分别为推断1:1和训练0.5:1，CPU ASP为GPU的13%。
- 这导致服务器CPU市场规模为2230亿美元，其中1740亿美元用于代理人工智能工作负载，490亿美元用于非人工智能工作负载。

我们也基于另一种CPU核心计数的替代方法进行了合理性检查。

- 根据Arm，代理人工智能的工作负载需要1.2亿CPU核心/GW，而传统数据中心只需3000万核心/GW。
- 这相当于2030年为70吉瓦人工智能数据中心部署的84亿服务器CPU核心。
- 假设每核心20美元（可能较为保守），到2030年，AI CPU市场规模（TAM）将达到1680亿美元，与上述计算的1740亿美元相似。

我们的敏感性分析表明，即使对这个数字的保守估计也意味着一个有意义的代理CPU机遇。

- 在熊市情景下，主要假设是3万亿美元的人工智能资本支出，同时结合推理的CPU到GPU比例为0.5倍。那么服务器的CPU市场总规模将是1370亿美元，与我们的先前预测相匹配，现在看来略显保守。
- 在牛市情景下，我们假设AI资本支出为4万亿美元，同时结合推理时的CPU与GPU比例为1.5倍。由此产生的服务器CPU市场规模将达3300亿美元。

A sensitivity table for various assumptions is also listed in (Exhibit 8). Investors can play with these assumptions in the updated

各种假设的敏感性表格也列于（附录8）中。投资者可以在更新的假设中进行调整。

[CPU TAM模型](#) .

展示7: 我们认为2030年服务器CPU市场规模 (TAM) 在35万亿美元AI资本支出 (capex) 的基础情况下将达到2.23万亿美元。

CY	2025	2030 基准	2030 牛	2030 熊
AI GW 修订	15	70	80	60
人工智能资本支出强度 (亿/吉瓦)	40	50	50	50
人工智能资本支出 (万亿美元)	600	3,500	4,000	3,000
人工智能GPU/加速器市场规模 (千亿美元)	240	1,575	1,800	1,350
推理比例	35%	70%	70%	70%
人工智能GPU推理 (亿美元)	84	1,103	1,260	945
CPU:GPU 比率 (推理)	0.25倍	1.0x	1.5倍	0.5倍
人工智能GPU培训 (亿美元)	156	473	540	405
CPU:GPU 比率 (训练)	0.25倍	0.50x	0.50x	0.50x
CPU : GPU成本比	10.0%	13.0%	13.0%	13.0%
CPU for agentic AI (\$ bn) -> 代理人工智能的CPU	6.0亿美元	174.0	280.8	87.8
CPU服务器用CPU (亿)	31.3	49.4	49.4	49.4
CPU TAM (万亿美元)	37.3	223.4	330.2	137.2

来源: 公司公告、Mercury、Bernstein估计和分析。

展示8: 我们对CPU绑定比率和AI基础设施市场总规模的敏感性分析表明, 其范围在1370亿至3300亿美元之间。

CPU与GPU	AI基础设施TAM (亿美元)					
	(亿美元)	25	30	35	40	45
		0.5:1	1.0:1	1.5:1	2.0:1	2.5:1
	123	137	152	166	181	
	174	199	223	248	273	
	225	260	295	330	365	
	276	321	367	412	457	
	327	383	438	494	550	

这种敏感性假设非AI CPU的复合年增长率 (CAGR) 为9.5%。来源: 伯恩斯坦的估计和分析。

ARM : 服务器CPU技术改进的结构受益者

ARM的服务器CPU市场份额增长

为什么ARM能从x86服务器CPU中夺得市场份额？

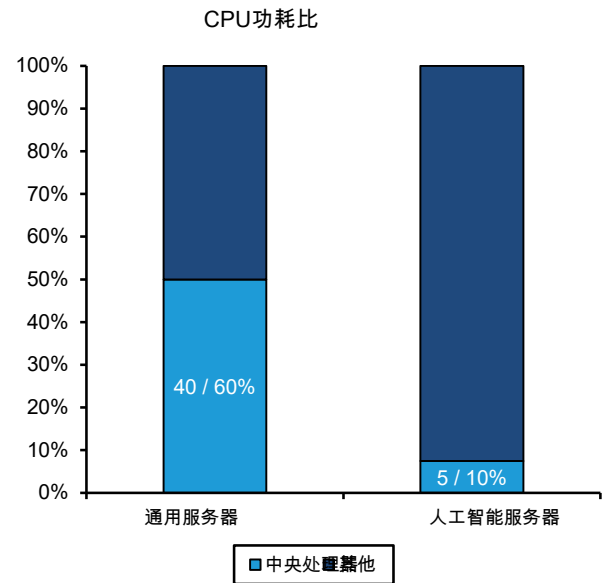
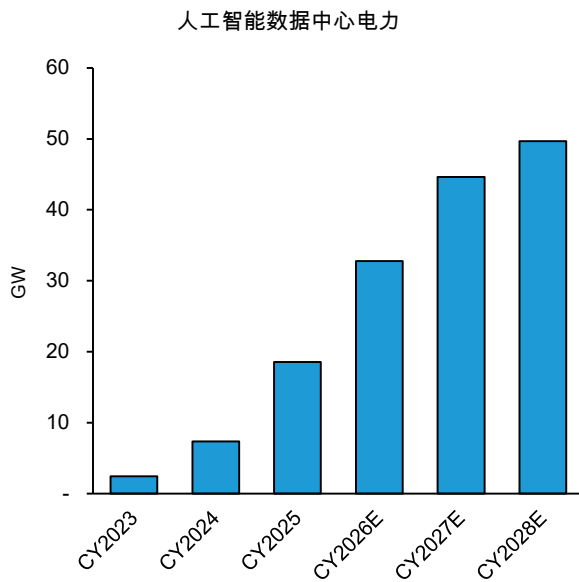
核心经济案例是每瓦特性能和总拥有成本。AWS表示, 与可比的x86实例相比, Graviton的性能价格比最高提高40%, 成本降低最多20%, 在某些用例中, 与等效工作量相比, 能耗降低最多60%。Microsoft Azure指出, Cobalt 100上的每个vCPU映射到一个完整的物理核心, 这使得服务器工作负载的性能比使用超线程来增加vCPU数量的x86设计更具可预测性。

超出经济范畴, 超级规模企业还获得了架构控制权。自行设计CPU使它们可以塑造内存子系统、I/O、加速器互联和安全卸载以适应自己的基础设施, 而不是依赖商家芯片厂商的发展路线。这也是为何各大云服务提供商现在都致力于构建基于Arm Neoverse核心的, 多代内置CPU计划。

首先, 功耗是Arm CPU更可能在AI数据中心得到采用的最大原因之一。世界正面临能源问题, 电力不足以支持新的数据中心。根据我们的预测, AI加速器的电力将几乎增长3倍, 到2028年将达到37吉瓦。包括CPU、内存、网络等电力, AI数据中心的总体电力消耗将超过50吉瓦。由于我们无法大幅降低GPU/AI加速器的功耗, 使用Arm服务器来降低功耗成为了唯一可行的选择。

展品9: 我们预计到2028年, 人工智能加速器GPU的功率将达到约37GW, 而到2025年则为12.8GW, 2025-2028E的复合年增长率约为43%。如果我们假设GPU占服务器功率的约70%, 那么总的人工智能数据中心需求将从2025年的约18GW扩大到2028年的约53GW。

展品10: CPU在普通服务器中约占功耗的40%到60%, 但在AI服务器中只占5%至10%, 因为大部分功耗由AI加速器消耗。



来源: 伯恩斯坦分析及估算

来源: 公司报告、伯恩斯坦分析及估计

CSP CPU 路线图与 Arm 渗透

AWS、微软和谷歌各自开发了基于Arm的CPU程序(见展品11), 正在加深Arm在数据中心领域的代际布局。据Arm公司称, 其数据中心的市場渗透率已超过50%, 部署了超过10亿个Neoverse核心的顶级超大规模企业。

• **AWS：亚马逊网络服务** 作为2024年市场份额达47%的最大IaaS提供商，AWS还是基于Arm的实例的主要部署者，到2024年年底，公共云中的57.2%的Arm实例已在AWS部署。AWS是首个在公共云上部署Arm处理器的行动者，早在2018年就推出了首款基于Arm的实例。截至12月24日，根据Liftr Insight的数据，基于Arm的 **引力子** 代表在AWS部署的实例总数的25%。

• **微软Azure**：截至2024年，作为第二大IaaS提供商，市场份额达到17%，Azure也大量部署基于Arm的实例，截至2024年第四季度，预计芯片中有33%是基于Arm的。考虑到他们的首款Arm处理器，这增长速度是相当快的。**钴 100**仅在2024年推出。[Microsoft Azure Cobalt 100 VMs使用Arm Neoverse性能表现如何？——Arm新闻室](#))

• **谷歌GCP**：谷歌在2024年成为第三大IaaS提供商，市场份额为7%，它们也迅速增加了Arm实例，预计所有实例中的21%都是Arm实例。**艾辛**，于2024年引入。

为什么英伟达使用ARM CPU

Nvidia对Arm的动机与超大规模计算公司不同：在人工智能和高性能计算系统中，瓶颈更多在于CPU、内存池和GPU之间的数据传输——而不是原始的CPU指令吞吐量或企业应用兼容性。Nvidia表示其 **优雅** CPU（每个芯片72个Neoverse V2核心，Grace CPU Superchip中使用双芯片NVLink-C2C，共144个核心，提供高达1.0 TB/s的LPDDR5X内存带宽）得益于NVLink-C2C互连技术，该技术可在CPU和Blackwell GPU之间实现高达900 GB/s的双向带宽——比PCIe Gen 5的约128 GB/s要快。在GB200机架中使用的第二代NVLink-C2C实现了1.8 TB/s的双向带宽，比PCIe Gen 6快7倍。[NVIDIA Grace CPU 提供世界级数据中心性能，实现突破性能效率 | NVIDIA 技术博客](#)，[NVIDIA Grace CPU 和 Arm 架构 | NVIDIA](#))

Grace was first deployed in the **GH200 哈珀-霍普超级芯片** 为2023年起始的高性能计算/人工智能集群。主要的转折发生在2025年，当Nvidia开始在其标准化方案中采用..... **DGX GB200** 机架形式 - 每个Superchip捆绑一个Grace CPU和两个Blackwell GPU，每个DGX GB200机架包含36个Grace CPU和72个Blackwell GPU，每个机架总计有2592个Arm Neoverse V2核心。这种从独立的HGX/MGX GPU托盘格式向集成DGX机架级部署的转变，大大增加了Arm CPU单元在AI服务器出货量中的占比。

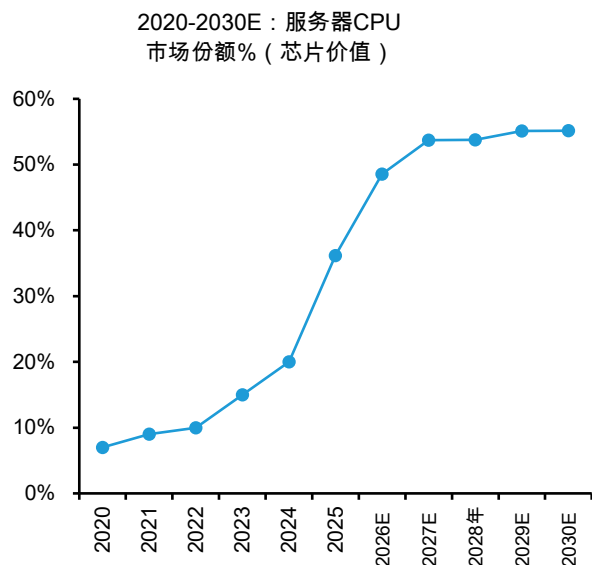
Nvidia **维拉** CPU（Grace的继任者，将于2026年与Rubin GPU一同发布）进一步提升标准：Vera提供高达1.2 TB/s的内存带宽——比传统x86 CPU带宽高出一倍，功耗却低一半——并基于Nvidia专有的Olympus CPU核心，这是一款专为强化学习和代理人工智能工作负载设计的定制Arm架构。Vera使软件环境运行速度提高高达50%，效率是传统CPU基础设施的两倍。[下一代数据中心CPU | NVIDIA Vera CPU](#))

展品11：Arm ASICs、Nvidia定制CPU和x86的服务器CPU规格比较

规格	手臂云ASIC			NVIDIA	x86旗舰	
	微软 钴200	谷歌 艾克森 C4A	AWS (亚马逊网络服务/Amazon Web Services) 引力子5	维拉	英特尔的缩写) Xeon 6 6980P	AMDAMD (AMD) EPYC 9965
ISA	ARM v9	ARM v9	ARM v9	ARM v9	x86-64	x86-64
微架构	Neoverse V3 (CSS) 样式表	Neoverse V2 : 新语世	Neoverse V3	Nvidia奥林匹克 (定制)	花岗岩河岸	都灵禅5c
处理节点	台积电3纳米	台积电5纳米	台积电3纳米	台积电3纳米	英特尔3 (约4纳米)	台积电3纳米
部署	云 (Azure)	云 (GCP)	云 (AWS)	通用	通用	通用
发布日期	2025年11月	10月2024年	12月2025年	2H 2026	9月2024年	10月2024年
物理核心	132	72	192	88	128	192

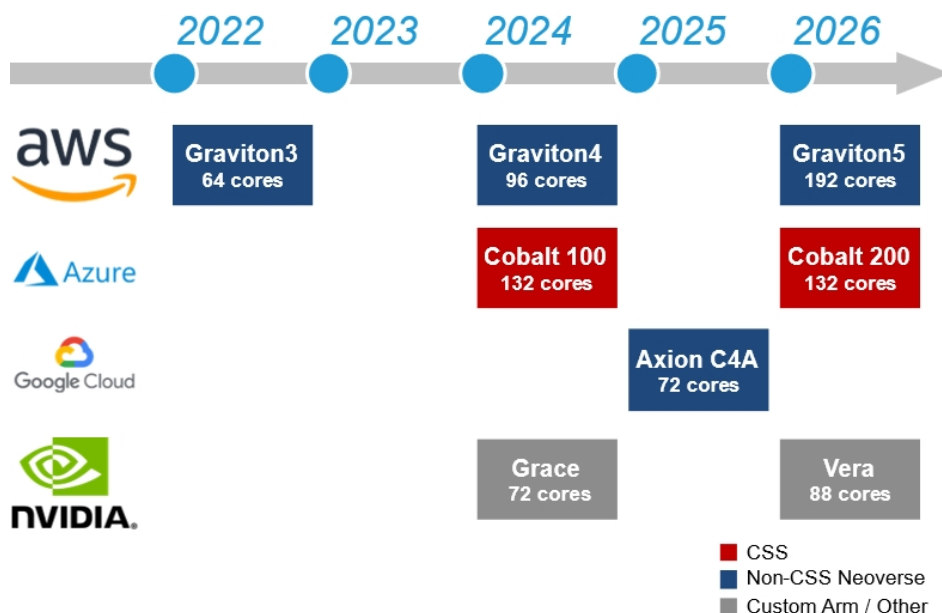
来源：公司公告，伯恩斯坦分析。

展览12：我们预计Arm的市场份额将继续保持强劲的增长趋势。



来源：公司公告，伯恩斯坦估算与分析。

附件13：基于Arm知识产权的CPU路线图



来源：公司公告，Bernstein分析

ARM AGI CPU：为抓住日益增长的机遇，商业模式发生重大变革

在2026年3月的“无处不在的Arm”活动中，Arm宣布了一项重要的战略举措，即提供他们自己的芯片——Arm AGI CPU，在数十年的主要通过IP许可和版税盈利之后，明确表示芯片产品将补充——而不是取代——其现有的IP和CSS业务。

他们的理由是，并非每个客户都能设计自己的CPU，因此像Meta这样的公司——Arm将其识别为首个客户、主要合作伙伴和联合开发者——以及OpenAI，可以仅仅购买Arm的CPU，而其他CSP，如亚马逊、谷歌

与微软一样, 能够为他们的CPU项目保留Arm IPs。与Meta和OpenAI一道, 他们还确认了许多其他合作伙伴, 包括Cerebras、Cloud flare、F5、Positron、Rebellions、SAP和SK Telecom。这些客户预计将部署Arm AGI CPU用于代理用途。Arm与原始设备制造商(OEM)、原始设计制造商(ODM)以及其他在云、内存、网络、制造等多个方面的供应链合作伙伴建立合作关系, 例如AWS、博通、谷歌、美满、美光、英伟达、三星、SK海力士和台积电等众多公司。

从财务角度看, 这种模式的变化在百分比上是明显的利润稀释, 但在总利润美元和营业利润美元上很可能是有益的。管理层事件目标是到财年31, AGI CPU业务达到150亿美元的收入, 总公司收入达到250亿美元, 非GAAP每股收益为9美元, 预计AGI CPU的营运利润率到财年31将超过30%。我们认为关键点在于ARM选择以牺牲一些利润率为代价来换取大幅增加的利润池。同样重要的是, 管理层表示所需的工程投资已经大量体现在今天的成本基数中, 这意味着近期的损益表已经承担了大部分的研发负担, 而来自芯片的收入机会只有从较晚的时间开始才逐渐显现, 等到产量扩大时, 才能带来运营杠杆。

我们的预测基于更激进的假设, 并预测截至财年31的22亿美元芯片价值(见14号附件), 这大致相当于基于31财年4600美元的平均售价的约490万CPU单位。我们相信, 根据我们的预测(见15号附件), Arm硅芯片在31财年应产生77亿美元的运营利润(或占公司运营利润的52%)。

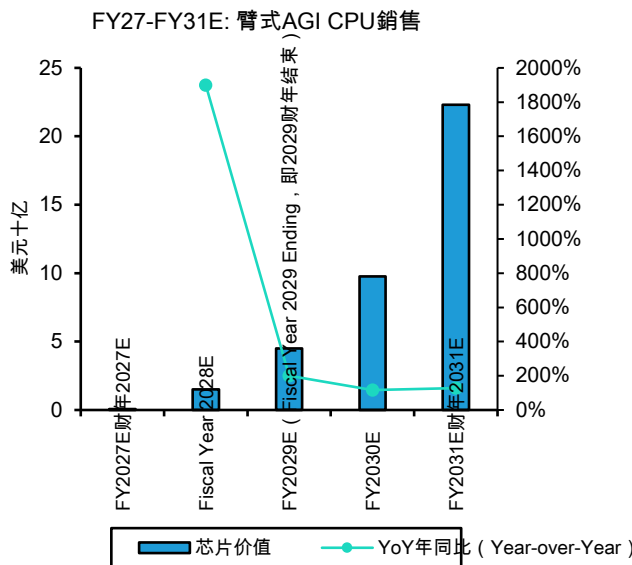
如何设置Arm服务器的CPU型号

我们的关于服务器CPU需求的假设如下。首先, 我们假设最大的三个云服务提供商(AWS / 谷歌云 / Azure)将继续主要使用他们自己的专用ASIC CPU芯片。

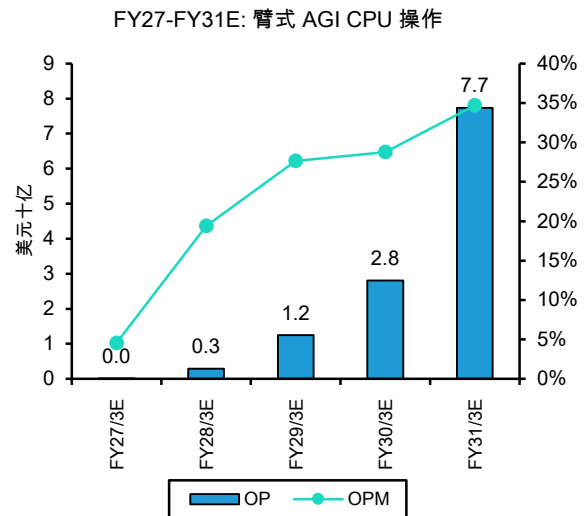
此外, 对于英伟达, 我们认为除了超芯片(与GPU打包的CPU)内的CPU外, 英伟达还计划发布独立的CPU机架用于代理工作负载, 但重要的是这些产品将完全以机架规模和系统形式销售, 而不是裸机CPU。

最后, Arm AGI CPU将满足任何选择基于Arm架构CPU构建自身系统(而非从第三方供应商如英伟达购买完整系统)的CSPs和/或客户对商用CPU的需求, 以满足其特定的计算需求。

展品 14: 我们现在预测, 到31财年, Arm AGI CPU的销售总额将达到220亿美元。



展览会 15: 我们相信, 截至财年31, Arm硅的OP贡献可高达77亿美元。



来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

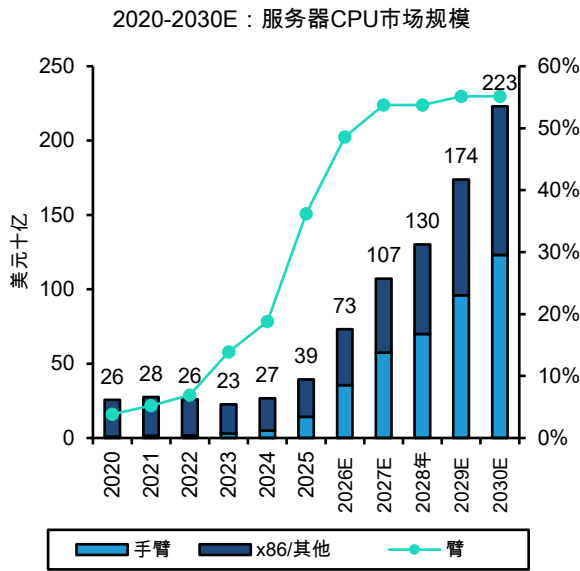
来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

我们的Arm服务器CPU型号是基于以下四个不同的需求自下而上构建的: 1.与Nvidia相关的Arm CPU, 2.超大规模云服务商内部CPU, 3.Arm自身的CPU硅业务, 4.其他商业/企业级Arm CPU。我们相信这种细分

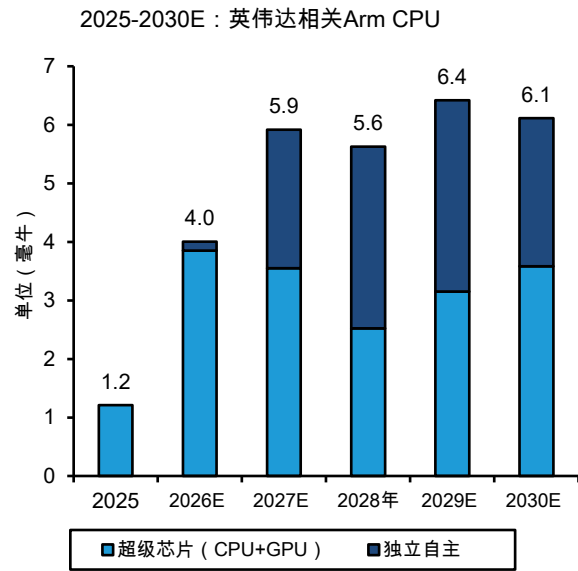
使我们能够识别不同的采用驱动因素、体积逻辑、版税概况以及Arm的战略影响。从宏观层面来看,我们预计到本世纪末服务器CPU的总地址市场(TAM)将急剧上升,因为代理需求将加速器和CPU之间的平衡转移到一边。我们基于自下而上的预测,到2030年服务器CPU的总地址市场为2230亿美元,其中我们预计Arm将占据1230亿美元(展示16)。

关于不同需求,首先是对英伟达的需求,我们进一步将其细分为GPU连接式机架和独立CPU机架。前者主要基于我们基于CoWoS的GPU预估和连接率(或者说,多少GPU是在机架规模上出售而不是独立出售),后者则基于Nvidia CPU将满足多少代理需求,以及因此将连接多少CPU。我们将其模型设定为从CY25的120万单位显著增长到CY30的610万单位(展示17)。

展览16: 我们预计2030年服务器CPU市场规模约为2230亿美元,其中我们相信Arm的市场规模将达到约1230亿美元。



展示17: 我们预计到2030年,与Nvidia相关的Arm CPU单元将增长5倍。



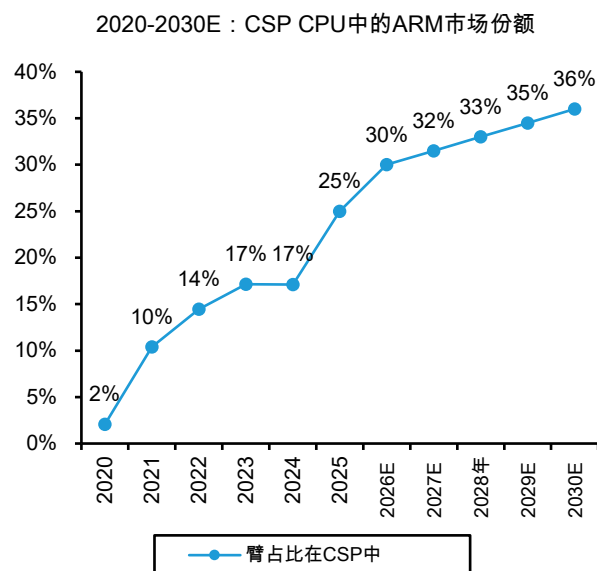
来源: 公司公告、Mercury、Bernstein估计和分析。

来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

对于大型云服务提供商内部使用的CPU,例如AWS Graviton和Google Axion,我们将它建模为服务器单元假设以及ODM直接服务器暴露的函数,并应用Arm在云服务提供商服务器基础中的渗透率。在我们的模型中,我们假设Arm渗透率将从CY25的25%增长到CY30的36%(见附录18)。

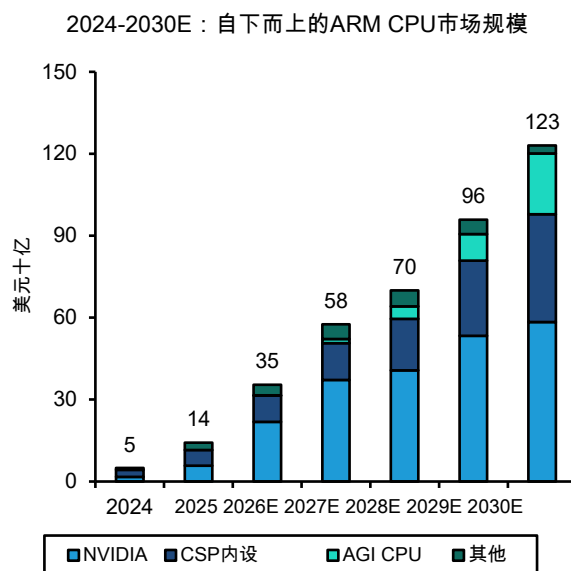
包括其他/商家Arm CPU,包括Arm自家的AGI CPU,我们自下而上的2030年TAM预估与从上而下的1230亿美元基本吻合,其中与Nvidia相关的需求为580亿美元,CSP ASIC部分为390亿美元,Arm AGI CPU为220亿美元(见表19),大部分仍为Nvidia/OSP相关的定制芯片需求。

展示 18：我们预期Arm在CSP CPU市场中的份额将稳定增长，到2030年达到36%。



来源：公司披露、Mercury、IDC、Bernstein估计和分析。

展览19：在预计的2030年总地址市场 (TAM) 1230亿美元中，英伟达/CSP需求占据主导地位。



来源：公司公告，伯恩斯坦估算与分析。

服务器CPU中的ARM版税

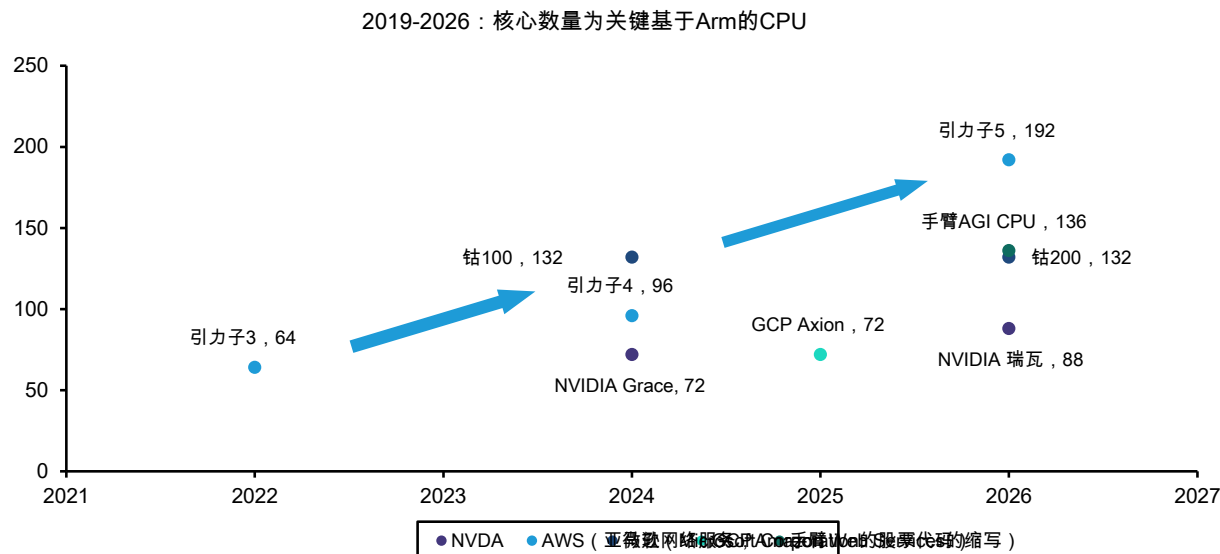
Arm服务器CPU的版税增加，由核心数量增加和版税率提升驱动

即使在没有AGI CPU贡献之前，Arm的云CPU版税模式已经变得更具吸引力。Arm在其2026年第三季度收益中表示，云AI/通用数据中心版税收入同比增长超过100%，Neoverse部署量超过100亿核心，Arm在顶级超大规模计算领域的份额预计将接近50%。

第一个驱动力是 **核心数** 增长率迅速上升 (展览20)。AWS Graviton 5现在拥有192个核心，比Graviton 4增加2倍；NVIDIA Vera有88个基于Arm的核心，而Grace有72个；微软的Cobalt 200拥有132个核心。在“Arm无处不在”活动中，管理层表示，下一波云计算CPU可能会进入200-300个核心的范围，并在某些情况下，随着时间的推移，可能达到500个核心。

我们认为，根本原因与推动AGI CPU机遇的相同：工作负载混合正在发生变化。具有主动性和始终在线推理的功能将更多瓶颈转移到编排、内存处理和协调工作上，这反过来又增加了对更高核心计数、节能CPU的需求，特别是在人工智能集群中。ARM公司自己表示，转向基于代理的推理正在重新定义AI数据中心设计，并提高了对具有更高能效核心的CPU芯片的需求。

附录20：服务器端CPU的核心数量正在增加。



来源：公司公告，伯恩斯坦分析。

第二驾驶员是**每核心更高的版税**。目前，Arm的授权商为第一代v9服务器CPU支付约每核心0.50美元，为第一代CSS（计算子系统）约每核心1美元，而对于后续的CSS代，可能是每核心1.50美元，未来的每一代将带来更大的增值。换句话说，Arm不仅从更多核心中获得收益，而且是从更有价值的核心中获得收益，CSS是这一飞跃的关键。

Arm将CSS描述为预先集成、预先验证、性能验证的子系统产品，有助于合作伙伴更快地实现生产硅芯片。换句话说，CSS位于核心级别之上：它围绕CPU核心添加了高度互连、MMU/NoC系统IP、内存通道和I/O，使得芯片公司不必从头开始组装整个服务器平台。

公司表示，CSS的采用是 royalty 增长的重要推动力，客户可以通过采用CSS节省大量工程努力，并将产品上市时间缩短大约一年。Arm 还表示，CSS 客户报告称，从项目启动到实现工作芯片只需13个月，通过外包非差异化设计和验证工作，节省了80年工程时间。正是这种更高的价值主张，使得 Arm 能够对核心 IP 单独收费之外，收取更高的 royalty。

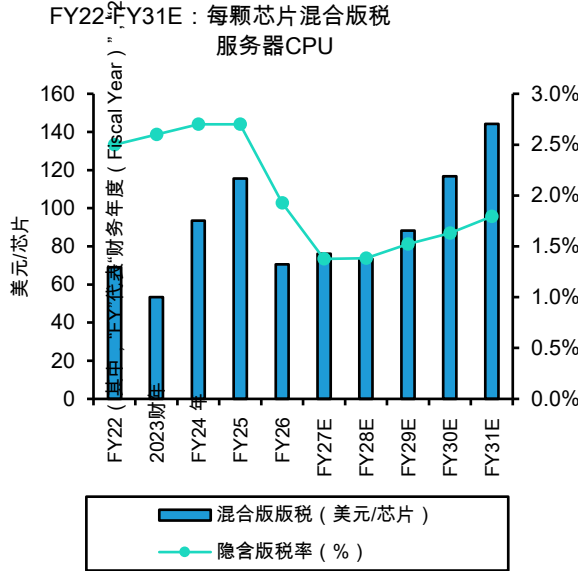
CSS不仅包括Neoverse核心，还捆绑了CMN网格、系统IP、系统管理、电源管理、软件以及将平台快速推向市场所需的开发工具。Arm将其定位为云、AI、5G和网络芯片生产硅的最快途径，因为合作伙伴可以专注于定制，而不是重建围绕核心的通用基础设施。

产品更新的节奏也很重要。管理层的笔记显示服务器CPU通常每两到三年更新一次，但越来越多地以每年一次的节奏进行更新，这在实际操作中使得CSS更具价值，因为客户需要更快的周转时间以保持在最新的节点和架构上。这种动态应该支持更频繁的许可活动以及更快地向高版税产品的混合转变。

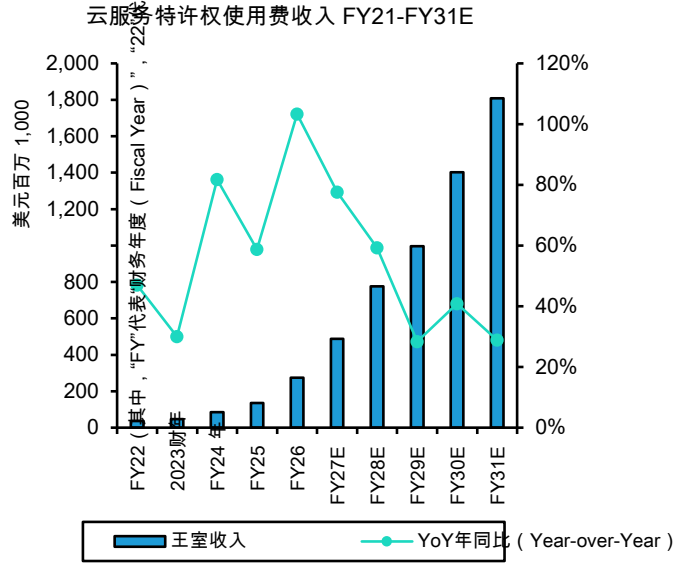
在云端方面，这种转变的早期迹象已经显而易见。微软的钴蓝系列是基于Neoverse CSS明确构建的。公司还提到，CSS应在截止至财年27年达到云人工智能特许权的10%以上，并于截止至财年29年上升至30%以上，截至财年31年超过50%。如果这种趋势基本正确，那么特许权的组合应会在接下来几年内持续偏移至更有价值的服务器设计上。

总的来说，我们看到Arm的服务器版税收入（展示22）强劲增长，在财年31达到18亿美元，从财年25的约1.35亿美元增长，这得益于核心数量的增加以及每核版税率的提高，即使在给予Arm自身AGI CPU硅片收入任何贡献之前，这也导致了结构性的服务器CPU版税增长。

展示21: 我们预计由于Grace / Vera, 26-27财年每芯片版税将下降, 但预计由于版税率的增加, 未来将强劲增长。



展示22: 我们预计云计算收入将有显著增长。



来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

来源: 公司公告、IDC、Mercury、Bernstein估算和分析。

财务和估值变更

展览23总结了我们的估计变化。我们保留了除服务器CPU之外所有分段的估计。

在估值方面, Arm在过去一个月内大幅重估, 目前股价意味着基于一年前向P/E的174倍市盈率, 接近历史交易范围的+5σ (见24号图表)。因此, 我们认为在FY31E财务年度评估Arm更为合理, 届时Arm的AGI CPU业务预计将部分恢复正常。2030财年也是大多数关于CPU总市场规模 (TAM) 的讨论所锚定的年份, 包括Arm的TAM估计以及我们自己的估计。

因此, 我们将估值基准从我们通常的Q5-Q8 EPS框架转变为FY31E EPS, 因为市场讨论越来越集中在公司FY31E的机会上。我们将P业务估值定为70倍, 硅业务估值定为40倍 (此前为30倍, 鉴于CPU市场增长加速的预期而提高), 通过净收入贡献比例进行倍数混合, 得到54.5倍的FY31E P/E, 并以10%的WACC折现回2.75年, 以使基准年份与我们的常规24个月前瞻性估值范围相一致。

简单来说, 我们用相当于42倍的FY31E每股收益11.86美元来计算PT为500美元 (见附录28), 并重申“超越表现”。

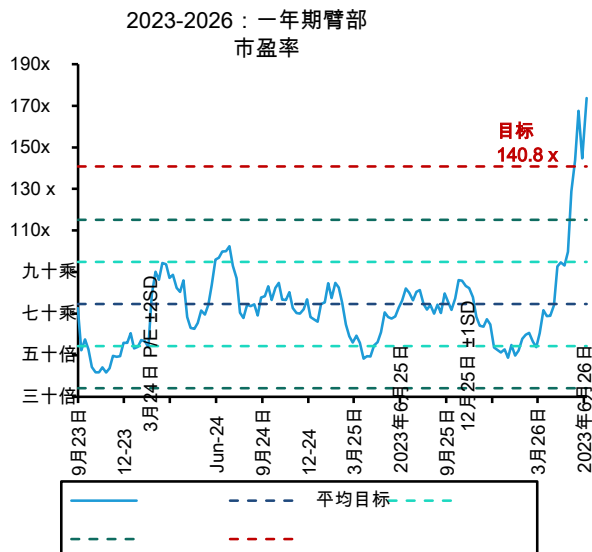
在这个估值框架中, 我们认为Arm的最大影响因素将是人工智能资本支出总额以及Arm硅芯片所能占据的市场份额。我们的敏感性分析 (附件26、附件27) 显示, 31财年的每股收益预期范围为9-16美元, 估值范围为379-677美元。

展览23：手臂：估价变更摘要

手臂：估算变化	FY26/3财年26/3	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	FY27/3E	FY28/3E	FY29/3E
收入 (百万美元)								
Bernstein - 伯恩斯坦	4,920.0	1,282.7	1,353.2	1,609.4	1,934.1	6,179.5	8,180.8	10,352.2
同比增长	22.8%	21.8%	19.2%	29.6%	29.8%	25.6%	32.4%	26.5%
伯恩斯坦 - 新	4,920.0	1,275.6	1,353.0	1,609.5	1,908.6	6,146.7	8,636.6	12,743.8
同比增长	22.8%	21.1%	19.2%	29.6%	28.1%	24.9%	40.5%	47.6%
共识		1,264.3	1,351.2	1,527.2	1,860.3	6,007.1	7,931.9	10,163.9
同比增长		20.1%	19.0%	23.0%	24.9%	22.1%	32.0%	28.1%
新与旧		-0.6%	0.0%	0.0%	-1.3%	-0.5%	5.6%	23.1%
伯恩斯坦对共识		0.9%	0.1%	5.4%	2.6%	2.3%	8.9%	25.4%
营运利润 (百万美元)								
Bernstein - 伯恩斯坦	2,115.0	497.6	535.3	717.5	991.3	2,741.6	3,794.3	4,837.1
同比增长	13.0%	358.7%	371.3%	393.2%	581.5%	29.6%	38.4%	27.5%
边距	43.0%	38.8%	39.6%	44.6%	51.3%	44.4%	46.4%	46.7%
伯恩斯坦 - 新	2,115.0	490.6	535.1	717.6	966.2	2,709.5	3,894.1	5,611.8
同比增长	13.0%	352.2%	371.1%	368.7%	531.0%	28.1%	43.7%	44.1%
边距	43.0%	38.5%	39.5%	44.6%	50.6%	44.1%	45.1%	44.0%
共识		480.4	537.0	672.9	940.1	2,550.6	3,473.6	4,567.6
同比增长		287.5%	395.0%	492.5%	514.0%	20.6%	36.2%	31.5%
边距		38.0%	39.7%	44.1%	50.5%	42.5%	43.8%	44.9%
新与旧		-1.4%	0.0%	0.0%	-2.5%	-1.2%	2.6%	16.0%
伯恩斯坦对共识		2.1%	-0.4%	6.6%	2.8%	6.2%	12.1%	22.9%
EPS (美元)								
Bernstein - 伯恩斯坦	1.77	0.42	0.45	0.60	0.82	2.28	3.12	3.94
同比增长	8.6%	6.7%	4.0%	-0.7%	-53.8%	28.7%	37.1%	26.3%
伯恩斯坦 - 新	1.77	0.41	0.45	0.60	0.80	2.25	3.21	4.58
同比增长	8.6%	5.3%	4.0%	-0.6%	-54.9%	27.2%	42.5%	42.9%
共识		0.40	0.45	0.55	0.78	2.20	3.03	3.85
同比增长		15.4%	14.1%	28.8%	29.8%	24.4%	37.7%	27.0%
新与旧		-1.4%	0.0%	0.0%	-2.5%	-1.1%	2.7%	16.3%
伯恩斯坦对共识		1.7%	0.5%	7.6%	2.5%	2.2%	5.8%	19.0%

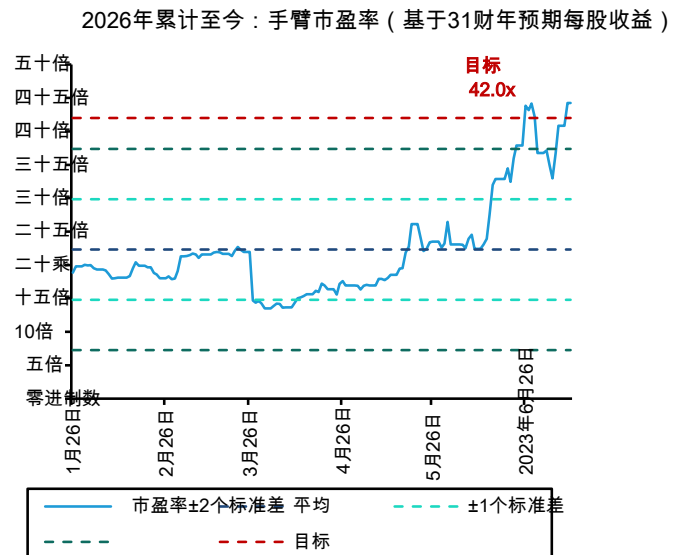
来源：公司公告、彭博社、伯恩斯坦估算和分析。

展品24：过去一个月，股价大幅重估，目前其一年期前瞻市盈率 (P/E) 为历史波动范围的+5SD。



来源：彭博社、伯恩斯坦分析及预测

展示25：因此，我们认为在价值Arm公司31财年的每股收益 (EPS) 方面更加合理，公司正是以此为基础进行预测。在31财年每股收益上，目前的股价交易在44倍，接近今年以来范围的标准差+3。



来源：彭博，伯恩斯坦分析。

展示26: 我们的敏感性分析表明, FYE31每股收益 (EPS) 范围在9.0至16.1美元之间。

敏感性分析 - 臂EPS

市场估值	CY30服务器CPU TAM (亿美元)					
	(美元)	(USD)	122.5	173.7	223.4	295.1 330.2
5.0%	6.9	7.9	8.8	10.1	10.8	
7.5%	7.7	9.0	10.3	12.1	13.0	
10.0%	8.6	10.2	11.8	14.1	15.3	
12.5%	9.4	11.4	13.3	16.1	17.5	
15.0%	10.2	12.6	14.9	18.2	19.8	

来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

展示27: 我们的敏感性分析得出, 结果是一个\$379-\$677的估值范围。

敏感性分析 - 臂估值

市场估值	CY30服务器CPU TAM (亿美元)					
	(美元)	(USD)	122.5	173.7	223.4	295.1 330.2
5%	290	330	368	424	452	
8%	324	379	432	509	546	
10%	359	429	496	593	640	
13%	394	478	560	677	734	
15%	429	528	623	761	828	

来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

展示28: 通过计算两个业务板块的市盈率平均数, 得到隐含的目标市盈率为42倍, 目标股价为500美元。

fy31E 财务报表	IP/ CSS 器件硅	
段落OP	7,209	7,733
PF净利润 (百万美元)	6,128	6,573
一年期远期市盈率	七十乘	四十倍
PF市值 (亿美元)	428,941	262,934
手臂 PF 市值		691,874
营业利润 (美元百万)		12,701
PF混合前向市盈率 (FY31E)		54.5倍
折现因子 (2.75年, 加权平均资本成本=10%)		1.30
隐含市盈率 (折现至2年未来)		41.9x
臂式EPS (SCBe)		\$11.86
目标价格		\$500

来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

软银：Agentic AI CPU的间接受益者

在将我们对Arm的预测和价格目标上调之后，鉴于Arm仍然是其最大的合并子公司之一，我们相应地提高了对软银的每股净资产（NAV）的估计。排除Arm以及软银上市股权投资中的股价变动，我们保持对软银的其他预测不变（附录29，附录30）。鉴于每股净资产有所提高，我们将我们的价格目标上调至 **¥11,200**（与之前¥8,200相比），基于30%的净值折让。我们重申我们 **超越** 股票评级

展览29：软银：估计变更摘要

软银：预估变化总结	FY26/3	1Q27/3E	财年26/3 第一季度27/3E	3Q27/3E	4Q27/3E	FY27/3E	FY28/3E	FY29/3E
营业收入 (亿日元)								
Bernstein - 伯恩斯坦	7,798.7	1,947.1	2,055.0	2,156.0	2,261.4	8,419.5	9,054.1	9,369.3
同比增长	7.7%	7.0%	7.2%	8.8%	8.8%	8.0%	7.5%	3.5%
伯恩斯坦 - 新	7,798.7	1,961.0	2,068.8	2,169.5	2,274.1	8,473.5	9,178.3	10,060.9
同比增长	7.7%	7.7%	7.9%	9.4%	9.4%	8.7%	8.3%	9.6%
共识		1,970.2	2,014.9	2,133.6	2,259.1	8,319.0	8,857.7	9,504.9
同比增长		8.2%	5.1%	7.6%	8.6%	6.7%	6.5%	7.3%
新与旧		0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	1.4%	7.4%
伯恩斯坦对共识		-0.5%	2.7%	1.7%	0.7%	1.9%	3.6%	5.8%
税前利润 (亿日元)								
Bernstein - 伯恩斯坦	6,134.9	985.3	341.3	352.5	326.2	2,012.5	1,220.6	1,447.9
同比增长	259.9%	42.8%	-88.6%	-27.0%	-83.4%	-67.2%	-39.3%	18.6%
边距	78.7%	50.6%	16.6%	16.4%	14.4%	23.9%	13.5%	15.5%
伯恩斯坦 - 新	6,134.9	1,085.3	394.3	405.5	381.9	2,261.9	1,273.9	1,647.2
同比增长	259.9%	57.3%	-86.8%	-16.0%	-80.6%	-63.1%	-43.7%	29.3%
边距	78.7%	55.3%	19.1%	18.7%	16.8%	26.7%	13.9%	16.4%
共识		456.9	227.6	376.9	132.6	1,247.7	1,099.0	1,214.7
同比增长		-33.8%	-92.4%	-21.9%	-93.3%	-79.7%	-11.9%	10.5%
边距		23.2%	11.3%	17.7%	5.9%	15.0%	12.4%	12.8%
新与旧		10.1%	15.5%	15.0%	17.1%	12.4%	4.4%	13.8%
伯恩斯坦对共识		137.5%	73.2%	7.6%	188.0%	81.3%	15.9%	35.6%
EPS (日元)								
Bernstein - 伯恩斯坦	872.5	122.5	43.2	44.6	40.0	251.3	152.4	180.8
同比增长	349.8%	68.3%	-90.1%	6.1%	-87.5%	-71.2%	-39.4%	18.6%
伯恩斯坦 - 新	872.5	135.4	49.1	50.5	47.5	282.5	159.1	205.7
同比增长	349.8%	85.9%	-88.8%	19.9%	-85.1%	-67.6%	-43.7%	29.3%
共识		36.2	14.0	32.1	16.7	131.4	101.6	102.4
同比增长		-50.3%	-96.8%	-23.7%	-94.8%	-84.9%	-22.7%	0.8%
新与旧		10.5%	13.5%	13.1%	18.9%	12.4%	4.4%	13.8%
伯恩斯坦对共识		273.9%	251.4%	57.2%	184.7%	115.0%	56.6%	100.9%

来源：公司公告、彭博社、伯恩斯坦估算和分析。

附件30: 软银估值: 情景分析

软银1年期净资产价值对估值 (亿美元)		
	形式现款	
股臂价值 (美元)	500.00	412.55
分享次数 (mn)	1,052	1,052
市值 (亿美元)	526,000	434,003
持有百分比	86.9%	86.9%
OpenAI估值 (亿美元)	852	852
持有百分比	10.7%	10.7%
未来总资产净值 (亿美元)		
手臂	457.0	377.1
OpenAI	91.6	91.6
其他人	23.7	23.7
总共	572.3	492.3
总计 (日元十亿)	91.1	78.4
折扣	30%	48%
分享次数 (mn)	5,699	5,699
目标价格 (日元)	11,200	未提供 (n.a.)
当前价格 (日元)	7,102	7,102
正面/反面	58%	未提供 (n.a.)

截至2026年6月16日, 软银的股价; 截至2026年6月15日, ARM的股价。来源: 公司公告、彭博社、伯恩斯坦的估计和分析。

X86还将享受Agentic人工智能服务器CPU工作量的顺风助力。

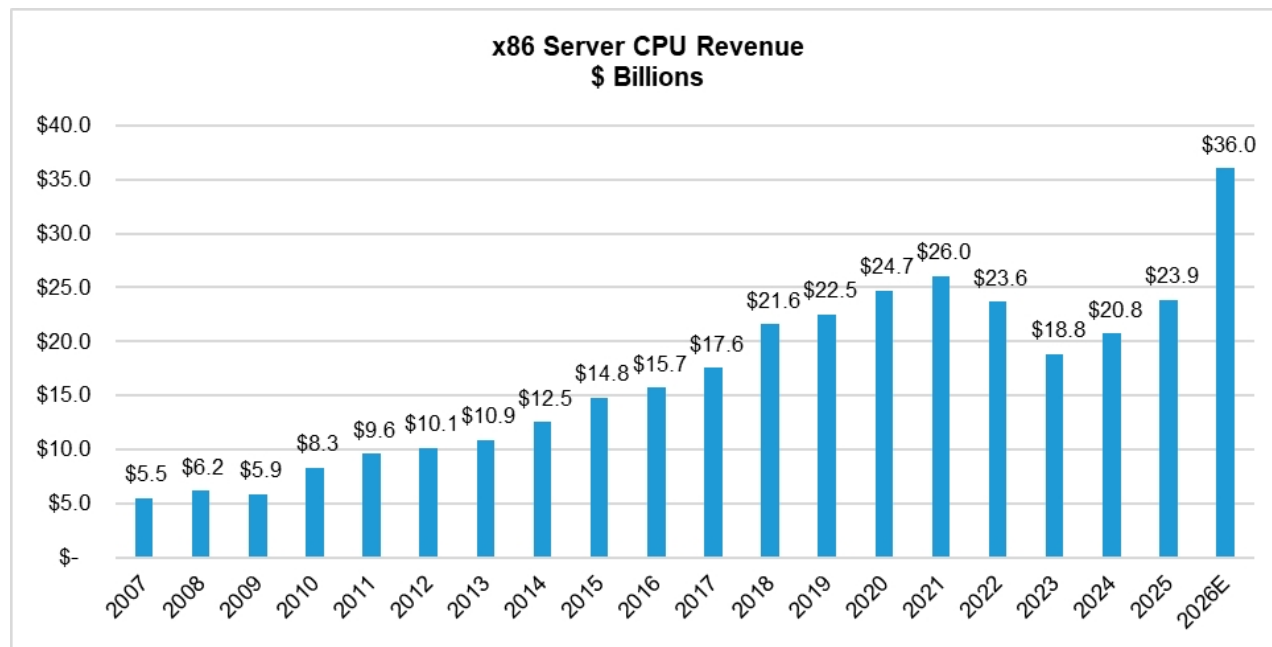
英特尔和AMD目前正受益于极强服务器需求，这既是过去几年COVID疫情后短缺的周期性复苏的结果，也是（更近期的）与代理人工智能需求相关的需求急剧上升的修正（展示31），英特尔和AMD都从中受益。

我们注意到公司对代理人工智能可能推动CPU需求的响应（甚至意识）存在差异。英特尔似乎完全措手不及（实际上，他们在去年七月还在出售所谓的“过剩”工具，相信需求会保持低迷，但在去年年底却不得不仓促应对，尽管他们现在正在纠正错误）。AMD在确保产能方面更加积极，第一季度他们连续增加的x86市场份额在英特尔受限的情况下加速增长（展示32）。然而，英特尔也受益于需求环境，事实上需求如此强劲，以至于他们设法卖掉了之前已经报废的部分（可能是他们丢弃的），但这些产品仍然找到了买家，因为客户愿意购买他们能拿到的任何东西。

在他们11月的分析师日 **AMD为2030年设定的CPU市场总规模（TAM）预期约为6000亿美元。** 关于代理式人工智能的兴起。显然，他们也被增长的速度和轨迹所惊讶，因为在他们的Q126收益电话会议中，他们在5月份将数字翻倍，达到1200亿美元。而且，公司不仅受益于需求环境，还受益于其竞争定位，因为他们继续扩大市场份额，这得益于其优越的产品组合（英特尔希望在Coral Rapids发布后几年内缩小差距，但承认他们目前的提供物还有待提高）。

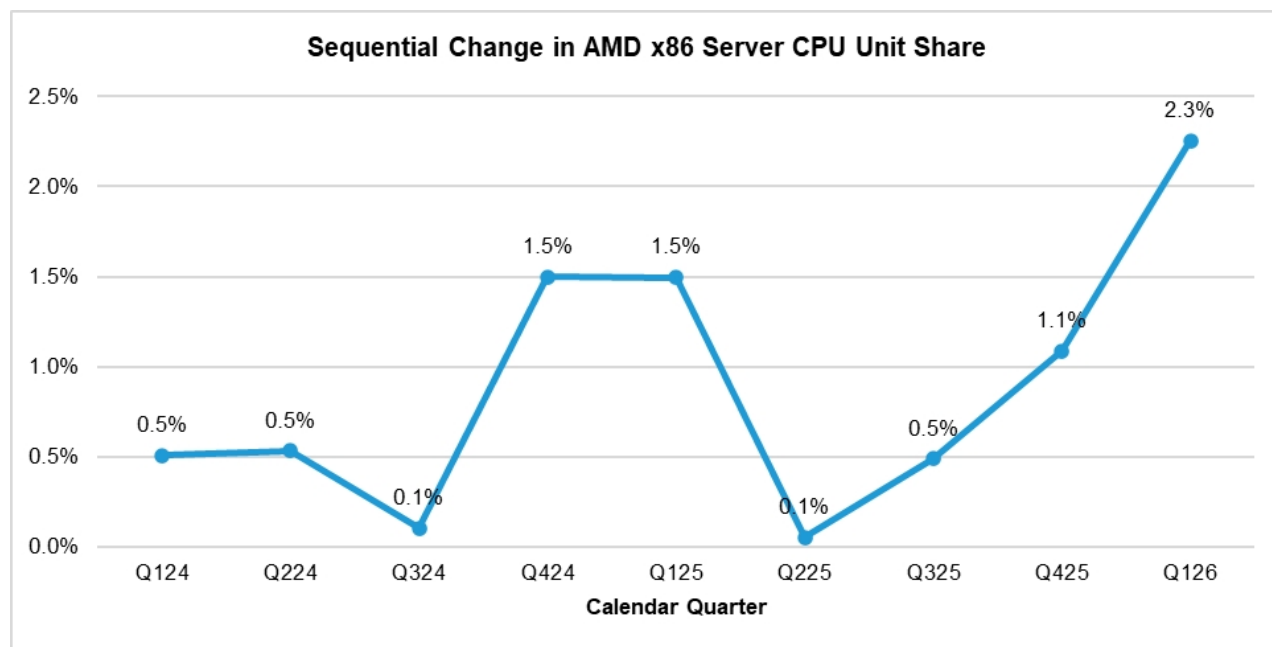
今天我们更新了AMD和英特尔的数量和目标股价。两家公司应从更强的（并更持续的）服务器需求中受益，尽管AMD的产品目前仍然更优越（我们也认为它们将继续其市场份额增长趋势）。我们的估计变化可以在第33号（AMD）和第34号（英特尔）演示材料中找到。我们的现有AMD模型已与更强的服务器CPU环境保持一致，估计略有调整；然而，我们现在将我们的INTC模型与这些假设保持一致，并在很大程度上提高估计；我们还根据今年大约过半的事实，将评估范围向前推移到27/28年（与之前的27年相比）。我们的AMD目标股价调整为600美元；INTC为100美元。我们将AMD评级为OP，INTC评级为MP。

展示31：本年度，代理人工智能推动了x86服务器CPU增长的大幅上调



来源：水银研究，伯恩斯坦估计与分析

展示32: AMD在第一季度中x86市场份额增长加速, 因为英特尔发现自己面临限制



来源: 水银研究, 伯恩斯坦分析

展示33: AMD - 伯恩斯坦对估计的年度变化

年	2026E			2027E			2028年		
	新的	老变新	改变	新的	古老	改变	新的	古老	改变
收入	\$47,944	\$47,899	0.1%	\$82,189	\$82,206	0.0%	\$107,210	\$107,053	0.1%
正式毛利率	55.6%	55.6%	5bps	54.9%	54.9%	5bps	56.2%	56.1%	6bps
形式性运营支出	\$13,495	\$13,495	0.0%	\$15,700	\$15,700	0.0%	\$17,450	\$17,450	0.0%
非GAAP经营利润	27.5%	27.4%	7bps	35.8%	35.8%	4比特每秒	39.9%	39.8%	9bps
非GAAP稀释每股收益	\$6.98	\$6.95	0.4%	\$14.61	\$14.60	0.1%	\$19.53	\$19.46	0.4%

来源: 伯恩斯坦估计和分析

展示34: 英特尔 - 伯恩斯坦对预估的年度变化

年	2026E			2027E			2028年		
	新的	古老	改变	新的	古老	改变	新的	古老	改变
非GAAP收入	\$57,604	\$57,249	0.6%	\$63,339	\$61,176	3.5%	\$68,799	\$64,944	5.9%
正式毛利率	40.9%	40.9%	1比特每秒	43.2%	43.3%	-8bps	44.7%	44.3%	37bps
非GAAP营业费用	\$16,502	\$16,502	0.0%	\$17,300	\$17,300	0.0%	\$17,800	\$17,800	0.0%
非GAAP经营利润	12.2%	12.1%	19bps	15.9%	15.0%	89比特/秒	18.8%	16.9%	191 bps
非GAAP稀释每股收益	\$1.07	\$1.04	2.5%	\$1.50	\$1.35	11.2%	\$1.96	\$1.63	20.2%

来源: 伯恩斯坦估计和分析

什么可能出错？

我们上面的预测没有考虑生产能力，但TSMC和英特尔，以及在一定程度上三星的生产能力可能不足以支持预期的增长。TSMC的生产能力尤其关键，因为大多数供应商将TSMC视为他们的首选，鉴于TSMC的领先技术、效率和执行力。同时，几乎所有GPU/加速器供应商也在使用TSMC进行生产，他们也发现TSMC的生产能力不足以满足他们的需求。TSMC和这些客户需要在这些需求之间找到一个平衡点，因为人工智能的发展需要CPU和GPU/加速器。

内存容量也可能成为另一个瓶颈。CPU需要配备足够的内存才能执行其功能，GPU/加速器也是如此。因此，内存容量可能成为另一个瓶颈，使得我们上面的预测过高。

我们正在尝试回答这两个问题，并将任何值得注意的发现更新给投资者。

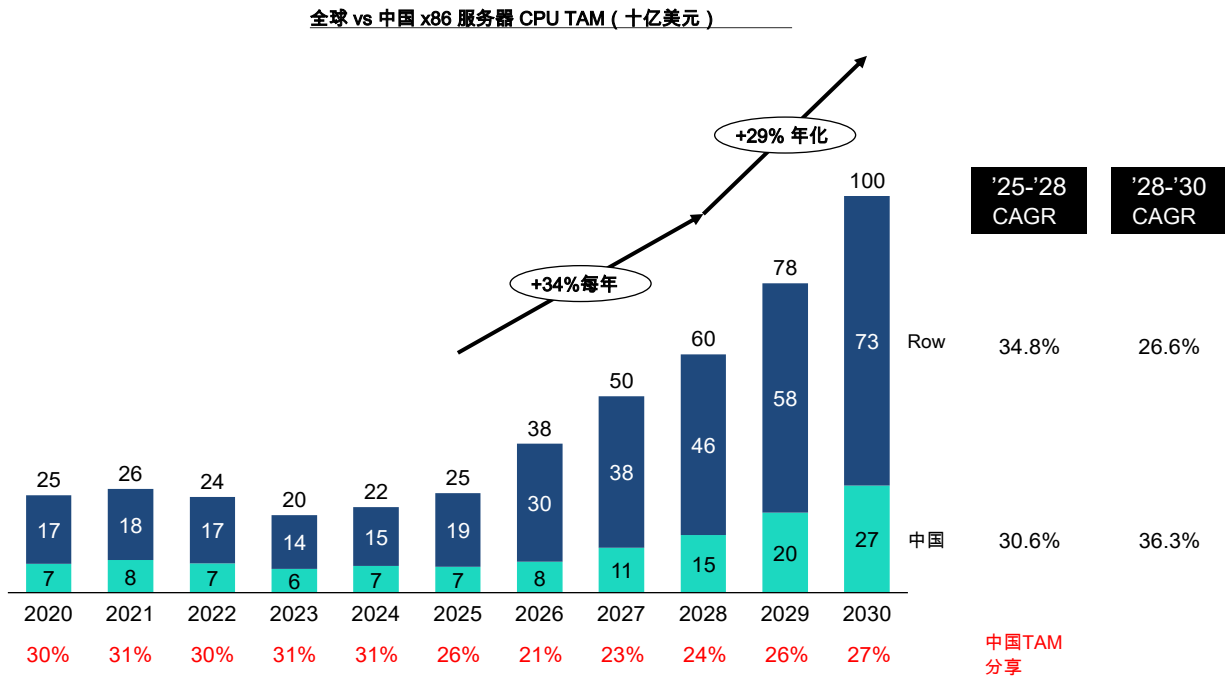
另一个重要但较不为人知的考虑因素是，HBM与GPU/加速器一同打包。因此，HBM的成本构成了这些芯片的可变成本的一部分。然后，NVIDIA等公司将这一成本“涨价”，以便这些GPU/加速器供应商可以对整个包装芯片收取高达60%至70%的毛利润。对于AI超级计算器来说，从前这种“加价”的负担较小，但随着内存价格上涨影响传导到HBM，这迅速变得沉重。因此，超级计算器将会尝试直接从内存供应商处采购HBM以避免这种“加价”。目前Alchip和中芯国际正在它们ASIC业务中提供这种商业模式。他们对超级计算器购买的HBM进行必要的资格认证和测试，以确保其与ASIC芯片兼容，并且已经证明这种商业模式在技术上可行。如果超级计算器普遍采用这种模式，HBM的价值将不复存在，而GPU/加速器的尺寸也将变得较小。鉴于我们上面的CPU预测是以GPU/加速器市场规模为基础，超级计算器直接采购HBM的业务模式对我们预测是一个下行风险。

中国x86服务器CPU市场动态

中国TAM与全球TAM

中国的x86服务器CPU市场份额正进入一个短期内的紧缩期，随后在中期内将因结构性因素而实现的复苏。历史上在2020-2024年期间稳定在约30%，我们预计中国的市场份额将下降至2026-2027年约21-23%的低谷，如图35所示。我们将这一近期压缩归因于中国AI服务器建设的结构性限制。由于对全球领先GPU的出口管控以及受晶圆厂产能限制国内替代品供应短缺，导致中国AI基础设施部署步伐放缓。此外，中国的云服务提供商资本支出扩张相比美国的超大规模企业更为温和，后者正在积极投资AI基础设施，特别是快速部署用于代理型人工智能工作负载的服务器。这一动态进一步加剧，因为全球CPU供应商将供应分配优先转向需求可见性和变现途径更强的美国大型云服务提供商和AI实验室，从而提高了AMD和Intel在这些市场的CPU附加率。因此，在周期早期阶段（中国2025-2028年的复合年增长率+30.6%，与世界其他地区+34.8%相比），中国的可用市场规模增长落后于世界其他地区，导致暂时性的需求份额流失。然而，我们预计这种动态将在后期年份发生逆转：随着国内AI芯片供应改善和AI投资加速，中国的可用市场规模增长重新加速（2028-2030年的复合年增长率+36.3%，与世界其他地区+26.6%相比），推动份额恢复到约27%至2030年。总的来说，图表突显了近期错位随后是赶超阶段，中国在中等时期内仍然是全球x86服务器CPU需求的重要贡献者。

展览35：中国的x86服务器CPU市场份额正进入一个短期内的紧缩期，在2027年后将迎来结构性复苏。



来源：Gartner、Mercury、Bernstein分析及预测

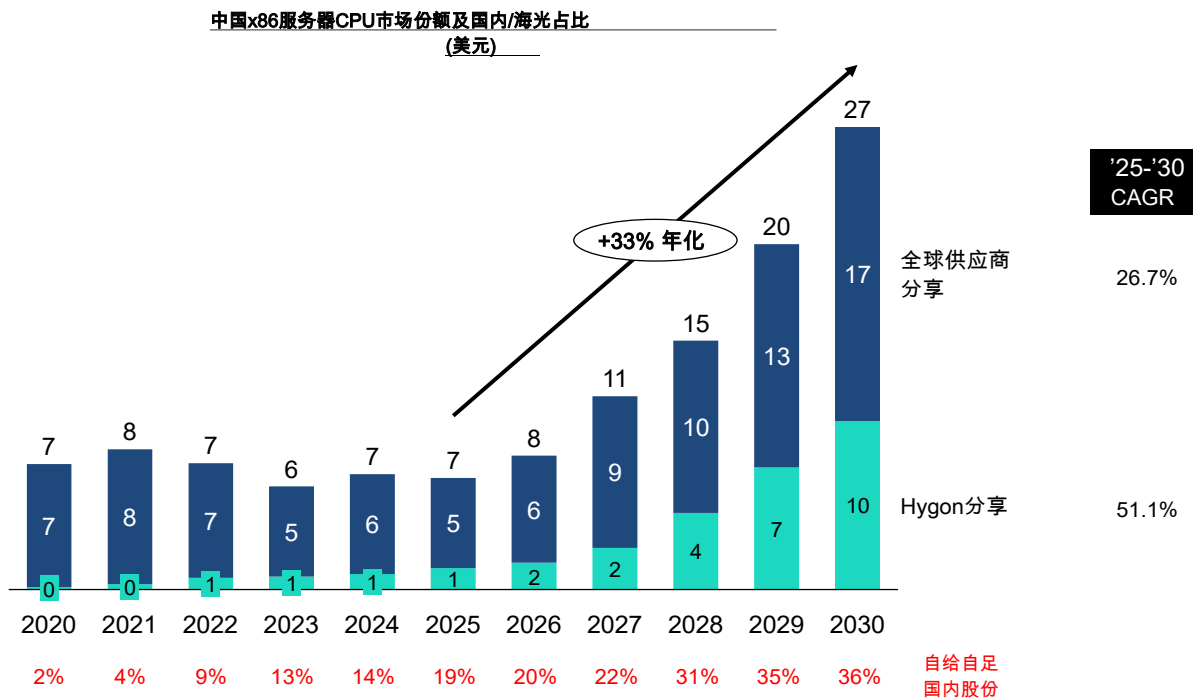
中国半导体

提高本地化份额

中国的x86服务器CPU市场正在稳步转向国产替代，Hygon持续扩大市场份额，并准备进一步加速。展品36显示了海光股份的份额从2020年代初的LSD增加到2026-2027年的约20%，主要受政府和国有企业（SoE）客户对本地化需求的推动。这种政策驱动的采用为国内CPU渗透提供了稳定的基石，尽管短期内整体中国TAM增长仍受限。展望未来，我们预计海光股份的份额增长将加速。

从2028年开始, 国内市场份额将上升到约35%左右, 到2029-2030年。这一转变得益于持续的产品改进(例如性能和生态系统兼容性), 更重要的是, 与国内AI加速器的互操作性得到提升, 这应该使Hygon平台对于云服务提供商(CSPs)来说越来越具有可行性, 而不仅仅是在传统的政府/国有企业和私营企业客户群体。同时, 紧张的全局供应条件可能会持续存在, AMD和Intel将优先考虑高价值、更具战略性的美国客户。这种供应分配动态进一步增强了Hygon扩大其在中国市场影响力的机会, 在中期内推动国内x86服务器CPU市场的结构性行业自给自足水平进一步提高。

展示36: 海光一直在稳定增加市场份额, 并在2027年后将进一步加速。



来源: 水星, 公司报告, 伯恩斯坦分析和预估

中国半导体

附录 - 财务预测

展品37: 损益表

美元百万	FY26/3财年26/31Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	FY27/3E	FY28/3E	FY29/3E	FY30/3E	FY31/3E	
收入	4,920.0	1,275.6	1,353.0	1,609.5	1,908.6	6,146.7	8,636.6	12,743.8	19,285.2	33,186.7
毛利	4,832.0	1,252.3	1,327.9	1,579.3	1,830.0	5,989.6	7,603.4	10,131.7	14,032.1	22,439.5
SG&A译为: 销售管理及行政费用	806.0	218.3	215.2	245.6	280.3	959.4	1,133.3	1,492.4	1,940.1	2,719.9
研发	1,911.0	543.4	577.7	616.1	583.5	2,320.7	2,576.0	3,027.5	3,882.7	4,777.2
其他运营支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
运营利润	2,115.0	490.6	535.1	717.6	966.2	2,709.5	3,894.1	5,611.8	8,209.3	14,942.4
D&A	249.0	60.8	64.5	76.7	90.9	292.9	411.5	607.3	919.0	1,493.4
EBITDA	2,364.0	551.4	599.6	794.3	1,057.2	3,002.4	4,305.7	6,219.1	9,128.2	16,435.8
非运营收入/(支出)	107.0	25.5	27.1	32.2	38.2	122.9	172.7	254.9	385.7	663.7
应税收入	2,222.0	516.1	562.1	749.8	1,004.4	2,832.4	4,066.8	5,866.7	8,595.0	15,606.2
应交税费	253.0	77.4	84.3	112.5	150.7	424.9	610.0	880.0	1,289.2	2,340.9
净利润(扣除少数股东权益前)	1,889.0	438.7	477.8	637.3	853.7	2,407.5	3,456.8	4,986.7	7,305.7	13,265.2
净收入	1,889.0	438.7	477.8	637.3	853.7	2,407.5	3,456.8	4,986.7	7,305.7	13,265.2
稀释每股收益(美元)	1.77	0.41	0.45	0.60	0.80	2.25	3.21	4.58	6.63	11.86
比率										
毛利	98.2%	98.2%	98.1%	98.1%	95.9%	97.4%	88.0%	79.5%	72.8%	67.6%
运营利润	43.0%	38.5%	39.5%	44.6%	50.6%	44.1%	45.1%	44.0%	42.6%	45.0%
EBITDA	48.0%	43.2%	44.3%	49.3%	55.4%	48.8%	49.9%	48.8%	47.3%	49.5%
利润前税	45.2%	40.5%	41.5%	46.6%	52.6%	46.1%	47.1%	46.0%	44.6%	47.0%
净利润	38.4%	34.4%	35.3%	39.6%	44.7%	39.2%	40.0%	39.1%	37.9%	40.0%
同比增长										
收入	22.8%	-68.2%	28.5%	41.8%	53.7%	24.9%	40.5%	47.6%	51.3%	72.1%
毛利	23.3%	-68.1%	28.8%	41.6%	49.9%	24.0%	26.9%	33.3%	38.5%	59.9%
运营利润	13.0%	-73.8%	29.9%	53.7%	91.3%	28.1%	43.7%	44.1%	46.3%	82.0%
EBITDA	15.1%	-73.2%	27.0%	52.2%	86.1%	27.0%	43.4%	44.4%	46.8%	80.1%
利润前税	11.3%	-74.2%	27.8%	52.7%	87.0%	27.5%	43.6%	44.3%	46.5%	81.6%
净利润	8.8%	-74.7%	27.8%	52.8%	86.8%	27.5%	43.6%	44.3%	46.5%	81.6%

来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

附件38: 资产负债表

美元百万	FY24/3 (注: FY24/3可能指滚动财年或财年, 具体含义需要根据上下文确定。)								
现金及现金等价物	2,923.0	2,825.0	3,601.0	6,245.8	9,787.0	14,209.8	20,219.3	30,838.6	
应收账款	781.0	1,107.0	1,300.0	1,258.4	1,768.1	2,444.0	3,698.5	5,455.3	
合同资产 - 流动	336.0	642.0	977.0	1,251.5	1,440.4	2,229.2	3,321.4	5,496.9	
其他流动资产	157.0	256.0	358.0	362.0	362.0	362.0	362.0	362.0	
总流动资产	4,197.0	4,830.0	6,236.0	9,117.7	13,357.6	19,245.0	27,601.2	42,152.8	
固定资产、固定资产和设备, 净额	420.0	714.0	1,220.0	1,418.8	1,525.5	1,555.4	1,600.7	1,268.9	
长期投资	741.0	565.0	387.0	387.0	387.0	387.0	387.0	387.0	
其他非流动资产	2,569.0	2,823.0	2,860.0	2,949.9	3,011.8	3,270.1	3,627.9	4,340.4	
总资产	7,927.0	8,932.0	10,703.0	13,873.4	18,281.8	24,457.6	33,216.8	48,149.1	
ST债务和租赁义务	27.0	30.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0	
其他流动负债	1,478.0	899.0	1,001.0	1,001.0	1,001.0	1,001.0	1,001.0	1,001.0	
总计流动负债	1,505.0	929.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	1,040.0	
LT负债和租赁义务	194.0	316.0	393.0	393.0	393.0	393.0	393.0	393.0	
其他非流动负债	933.0	848.0	984.0	984.0	984.0	984.0	984.0	984.0	
总负债	2,632.0	2,093.0	2,417.0	2,417.0	2,417.0	2,417.0	2,417.0	2,417.0	
股东权益	5,295.0	6,839.0	8,286.0	11,456.4	15,864.8	22,040.6	30,799.8	45,732.1	
总负债及股东权益	7,927.0	8,932.0	10,703.0	13,873.4	18,281.8	24,457.6	33,216.8	48,149.1	

来源: 公司报告, 伯恩斯坦分析及估计

展品39: 资产负债表

美元百万	FY24/3 (注: FY24/3可能指滚动财年或财年, 具体含义需要根据上下文确定。)								
净收入	1,324.0	1,737.0	1,889.0	2,407.5	3,456.8	4,986.7	7,305.7	13,265.2	
D&A	162.0	183.0	249.0	292.9	411.5	607.3	919.0	1,493.4	
资产负债调整	-757.8	-1,483.0	190.0	-322.7	-760.6	-1,723.0	-2,704.4	-4,644.9	
其他调整	361.8	-860.0	-804.0	1,036.5	1,292.9	1,615.5	1,974.7	2,265.0	
运营现金流	1,090.0	-423.0	1,524.0	3,414.2	4,400.6	5,486.4	7,495.0	12,378.8	
资本支出	-92.0	-219.0	-545.0	-491.7	-518.2	-637.2	-964.3	-1,161.5	
其他	-424.0	184.0	220.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
投资现金流	-516.0	-35.0	-325.0	-491.7	-518.2	-637.2	-964.3	-1,161.5	
融资现金流	-208.0	-202.0	-548.0	-277.6	-341.3	-426.4	-521.3	-597.9	
汇率变动净效应	3.0	2.0	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
现金净变动	-568.0	-660.0	651.0	2,644.8	3,541.2	4,422.8	6,009.5	10,619.3	

来源: 公司报告, 伯恩斯坦分析及估计

展示40: 软银: 收益表

日元十亿	FY23/3 (注: 此处的FY(通常指的自然年)指软银集团财年, 财年编号在软银集团财年或月份的编号, 具体见)						
收入	6,570.4	6,756.5	7,243.8	7,798.7	8,473.5	9,178.3	10,060.9
毛利润	3,328.0	3,542.4	3,754.2	4,016.1	4,415.8	4,838.1	5,388.7
SG&A译为: 销售管理及行政费用	2,695.3	2,982.4	3,024.4	4,020.9	5,744.9	3,992.5	4,376.5
非营业收入	-266.8	57.1	-2,726.2	-1,146.8	-2,102.6	-2,086.1	-2,086.1
应税收入	-469.1	57.8	1,704.7	6,134.9	2,261.9	1,273.9	1,647.2
应交税费	320.7	-151.4	101.6	502.9	565.5	318.5	411.8
净利润(扣除少数股东权益前)	-789.8	209.2	1,603.1	5,632.0	1,696.4	955.4	1,235.4
净收入	-970.1	-227.6	1,153.3	5,002.3	1,617.1	910.8	1,177.7
稀释每股收益(日元)	-154.6	-44.2	194.0	872.5	282.5	159.1	205.7
边际							
毛利润	50.7%	52.4%	51.8%	51.5%	52.1%	52.7%	53.6%
EBITDA	59.9%	60.3%	121.3%	153.7%	111.5%	96.0%	95.7%
利润前税	-7.1%	0.9%	23.5%	78.7%	26.7%	13.9%	16.4%
净利润	-14.8%	-3.4%	15.9%	64.1%	19.1%	9.9%	11.7%
同比增长							
收入	5.6%	2.8%	7.2%	7.7%	8.7%	8.3%	9.6%
毛利润	1.9%	6.4%	6.0%	7.0%	10.0%	9.6%	11.4%
EBITDA	261.7%	3.6%	115.7%	36.4%	-21.1%	-6.7%	9.2%
利润前税	N.M.	N.M.	2849.3%	259.9%	-63.1%	-43.7%	29.3%
净利润	N.M.	N.M.	N.M.	333.7%	-67.7%	-43.7%	29.3%

来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

展示41: 软银: 资产负债表

日元十亿	FY23/3 (注: 此处的FY(通常指的自然年)指软银集团财年, 财年编号在软银集团财年或月份的编号, 具体见)						
现金及现金等价物	7,105.4	6,437.8	3,976.2	5,362.2	-1,996.1	-145.5	2,051.7
应收账款	2,358.9	2,562.1	2,679.7	3,302.6	3,611.9	3,912.3	4,288.5
存货	163.8	161.9	198.3	240.2	257.5	275.4	296.5
其他流动资产	958.4	2,279.6	2,578.8	2,910.7	2,910.7	2,910.7	2,910.7
总流动资产	10,586.5	11,441.4	9,432.9	11,815.6	4,783.9	6,952.9	9,547.3
固定资产、固定资产和设备, 净额	2,639.7	2,642.2	3,688.1	4,368.2	6,504.7	5,349.7	4,431.8
长期投资	18,196.2	20,076.5	19,597.5	27,760.3	38,166.6	38,166.6	38,166.6
其他非流动资产	12,513.9	12,564.2	12,295.2	16,805.4	16,805.4	16,805.4	16,805.4
总资产	43,936.4	46,724.2	45,013.8	60,749.5	66,260.6	67,274.6	68,951.2
应付账款和应计费用	3,081.1	3,232.2	3,038.1	3,799.2	4,073.1	4,356.6	4,689.9
ST债务和租赁义务	5,313.2	8,420.9	5,795.0	7,436.3	7,436.3	7,436.3	7,436.3
其他流动负债	2,186.5	2,367.1	3,768.6	3,598.1	3,598.1	3,598.1	3,598.1
总计流动负债	10,580.7	14,020.3	12,601.7	14,833.5	15,107.5	15,391.0	15,724.3
LT负债和租赁义务	15,002.0	12,941.1	13,118.3	18,227.3	21,602.3	21,602.3	21,602.3
其他非流动负债	7,704.4	6,525.7	5,340.7	7,220.3	7,220.3	7,220.3	7,220.3
总负债	33,287.2	33,487.1	31,060.7	40,281.1	43,930.0	44,213.6	44,546.9
股东权益	10,649.2	13,237.2	13,953.0	20,468.4	22,330.6	23,061.0	24,404.3
总负债及股东权益	43,936.4	46,724.2	45,013.8	60,749.5	66,260.6	67,274.6	68,951.2

来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

展示42: 软银: 现金流量表

日元十亿	FY23/3 (注: 此处的FY(通常指的自然年)指软银集团财年, 财年编号在软银集团财年或月份的编号, 具体见)						
净收入	-970.1	-227.6	1,153.3	5,002.3	1,617.1	910.8	1,177.7
D&A	893.5	858.6	866.8	918.8	1,027.2	1,112.7	1,219.7
资产负债调整	4,241.5	-1,870.1	-124.1	-1,448.9	-52.7	-34.8	-64.0
其他调整	-3,423.5	1,489.7	-1,692.5	-4,901.0	-5,693.6	0.0	0.0
运营现金流	741.3	250.5	203.6	-428.8	-3,101.9	1,988.6	2,333.3
资本支出	-633.8	-622.6	-854.2	-1,733.8	-2,846.0	-275.3	-301.8
其他	1,181.3	-218.8	-777.4	-2,773.3	-4,712.7	0.0	0.0
投资现金流	547.6	-841.5	-1,631.5	-4,507.2	-7,558.7	-275.3	-301.8
融资现金流	191.5	-606.2	-1,116.4	6,377.3	3,302.3	137.4	165.6
汇率变动净效应	211.7	529.5	82.7	-55.3	0.0	0.0	0.0
现金净变动	1,692.1	-667.6	-2,544.3	1,441.3	-7,358.3	1,850.6	2,197.1

来源: 公司公告, 伯恩斯坦估算与分析。

展品43：伯恩斯坦AMD收入报表

AMD：收入报表 (百万美元)					Q1'25															
AMD (百万)	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q2'26E	Q3'26E	Q4'26E	Q1'27E	Q2'27E	Q3'27E	Q4'27E
收入	\$ 34,639.0	\$ 47,943.6	\$ 62,169.4	\$ 107,210.2	\$ 7,438.0	\$ 7,655.0	\$ 9,246.0	\$ 10,270.0	\$ 10,253.0	\$ 11,233.0	\$ 11,730.2	\$ 14,727.6	\$ 18,885.3	\$ 19,670.5	\$ 21,401.8	\$ 22,231.9	\$ 17,487.0	\$ 22,226.3	\$ 37,957.5	\$ 47,901.1
成本减去毛利 (Cost of Goods Sold)	\$ 17,152.0	\$ 25,717.4	\$ 44,231.9	\$ 59,308.1	\$ 3,736.0	\$ 3,059.0	\$ 4,760.0	\$ 5,577.0	\$ 5,416.0	\$ 6,070.7	\$ 6,350.8	\$ 7,880.0	\$ 10,078.8	\$ 10,593.1	\$ 11,550.5	\$ 12,008.5	\$ 10,222.4	\$ 13,495.3	\$ 15,700.0	\$ 17,450.0
毛利	\$ 17,487.0	\$ 22,226.3	\$ 17,937.5	\$ 47,901.1	\$ 3,702.0	\$ 4,596.0	\$ 4,486.0	\$ 4,693.0	\$ 4,837.0	\$ 5,162.3	\$ 5,379.5	\$ 6,847.5	\$ 8,806.5	\$ 9,077.4	\$ 9,851.3	\$ 10,223.4	\$ 7,265.0	\$ 8,731.0	\$ 12,257.5	\$ 20,451.1
研发	\$ 8,091.0	\$ 10,447.0	\$ 12,200.0	\$ 13,700.0	\$ 1,728.0	\$ 1,894.0	\$ 2,139.0	\$ 2,330.0	\$ 2,397.0	\$ 2,550.0	\$ 2,700.0	\$ 2,800.0	\$ 2,900.0	\$ 3,000.0	\$ 3,100.0	\$ 3,200.0	\$ 2,800.0	\$ 3,300.0	\$ 3,800.0	\$ 4,300.0
SG&A译为：销售及行政费用	\$ 4,144.0	\$ 5,053.0	\$ 5,700.0	\$ 6,150.0	\$ 886.0	\$ 991.0	\$ 1,069.0	\$ 1,198.0	\$ 1,253.0	\$ 1,250.0	\$ 1,250.0	\$ 1,300.0	\$ 1,350.0	\$ 1,400.0	\$ 1,450.0	\$ 1,500.0	\$ 1,300.0	\$ 1,500.0	\$ 1,800.0	\$ 2,100.0
无形资产摊销	\$ 1,223.0	\$ 1,160.0	\$ 1,160.0	\$ 1,160.0	\$ 316.0	\$ 308.0	\$ 302.0	\$ 297.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0
许可 (收益)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
其他运营费用/收入	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
非公认会计准则费用	\$ 13,458.0	\$ 16,660.0	\$ 19,060.0	\$ 21,010.0	\$ 2,930.0	\$ 3,193.0	\$ 3,510.0	\$ 3,825.0	\$ 3,940.0	\$ 4,090.0	\$ 4,240.0	\$ 4,390.0	\$ 4,540.0	\$ 4,690.0	\$ 4,840.0	\$ 4,990.0	\$ 4,390.0	\$ 4,950.0	\$ 5,600.0	\$ 6,250.0
运营收入	\$ 3,694.0	\$ 9,057.4	\$ 25,171.9	\$ 38,299.1	\$ 806.0	\$ (134.0)	\$ 1,270.0	\$ 1,752.0	\$ 1,476.0	\$ 1,980.7	\$ 2,110.8	\$ 3,490.0	\$ 5,538.8	\$ 6,903.1	\$ 6,710.5	\$ 7,019.5	\$ 3,265.0	\$ 4,807.0	\$ 8,657.5	\$ 12,201.1
网络利息收入 (亏损)	\$ 6.0	\$ (44.0)	\$ 60.0	\$ 60.0	\$ 19.0	\$ 60.0	\$ (37.0)	\$ (36.0)	\$ (37.0)	\$ (37.0)	\$ 15.0	\$ 15.0	\$ 15.0	\$ 15.0	\$ 15.0	\$ 15.0	\$ 15.0	\$ 15.0	\$ 15.0	\$ 15.0
其他非运营收入 (亏损)	\$ 440.0	\$ 262.0	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 82.0	\$ 358.0	\$ 165.0	\$ 97.0	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
EBT在股权投资之前	\$ 4,140.0	\$ 9,275.4	\$ 25,231.9	\$ 38,359.1	\$ 825.0	\$ (74.0)	\$ 1,315.0	\$ 2,074.0	\$ 1,604.0	\$ 2,040.7	\$ 2,125.8	\$ 3,505.0	\$ 5,553.8	\$ 6,918.1	\$ 6,725.5	\$ 7,034.5	\$ 3,265.0	\$ 4,807.0	\$ 8,657.5	\$ 12,201.1
权益法下被投资企业净利润 (亏损)	\$ 15.0	\$ 6.0	\$ -	\$ -	\$ 7.0	\$ 8.0	\$ -	\$ -	\$ 6.0	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
税前收入	\$ 4,155.0	\$ 9,281.4	\$ 25,231.9	\$ 38,359.1	\$ 832.0	\$ (66.0)	\$ 1,315.0	\$ 2,074.0	\$ 1,610.0	\$ 2,040.7	\$ 2,125.8	\$ 3,505.0	\$ 5,553.8	\$ 6,918.1	\$ 6,725.5	\$ 7,034.5	\$ 3,265.0	\$ 4,807.0	\$ 8,657.5	\$ 12,201.1
股权激励	\$ (103.0)	\$ 1,235.3	\$ 3,280.2	\$ 4,986.7	\$ 123.0	\$ (834.0)	\$ 153.0	\$ 455.0	\$ 238.0	\$ 265.3	\$ 276.4	\$ 455.7	\$ 722.0	\$ 769.4	\$ 874.3	\$ 914.5	\$ 103.0	\$ 1,235.3	\$ 3,280.2	\$ 4,986.7
收入 (亏损) 对ATMP合营企业的公平性	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 104.0	\$ 81.0	\$ (108.0)	\$ 11.0	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
GAAP净收入	\$ 4,258.0	\$ 8,046.2	\$ 21,951.8	\$ 33,372.4	\$ 709.0	\$ 872.0	\$ 1,243.0	\$ 1,511.0	\$ 1,383.0	\$ 1,775.4	\$ 1,849.4	\$ 3,049.4	\$ 4,831.8	\$ 5,148.8	\$ 5,851.2	\$ 6,120.0	\$ 3,162.0	\$ 4,571.7	\$ 8,377.5	\$ 12,086.6
形式减损	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
无形资产摊销	\$ 1,223.0	\$ 1,160.0	\$ 1,160.0	\$ 1,160.0	\$ 316.0	\$ 308.0	\$ 302.0	\$ 297.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0	\$ 290.0
基于股票的薪酬	\$ 1,612.0	\$ 1,979.0	\$ 2,200.0	\$ 2,400.0	\$ 359.0	\$ 363.0	\$ 412.0	\$ 478.0	\$ 479.0	\$ 500.0	\$ 500.0	\$ 500.0	\$ 550.0	\$ 550.0	\$ 550.0	\$ 550.0	\$ 550.0	\$ 550.0	\$ 550.0	\$ 550.0
其他调整	\$ (339.0)	\$ 392.2	\$ 346.2	\$ 320.2	\$ 182.0	\$ (762.0)	\$ 8.0	\$ 233.0	\$ 113.0	\$ 93.1	\$ 93.1	\$ 93.0	\$ 96.5	\$ 96.6	\$ 96.6	\$ 96.6	\$ 96.5	\$ 96.6	\$ 96.6	\$ 96.6
形式净收益	\$ 6,831.0	\$ 11,588.3	\$ 25,658.0	\$ 37,252.6	\$ 1,566.0	\$ 781.0	\$ 1,965.0	\$ 2,519.0	\$ 2,265.0	\$ 2,658.4	\$ 2,732.5	\$ 3,932.4	\$ 5,758.4	\$ 6,075.3	\$ 6,777.7	\$ 7,046.6	\$ 3,065.5	\$ 4,275.7	\$ 8,074.1	\$ 11,590.6
GAAP基本每股收益 (美元)	\$ 2.62	\$ 4.90	\$ 12.91	\$ 19.34	\$ 0.44	\$ 0.54	\$ 0.76	\$ 0.93	\$ 0.85	\$ 1.08	\$ 1.12	\$ 1.85	\$ 2.84	\$ 3.03	\$ 3.44	\$ 3.60	\$ 1.52	\$ 2.12	\$ 4.04	\$ 5.76
GAAP稀释每股收益 (美元)	\$ 2.60	\$ 4.85	\$ 12.66	\$ 17.95	\$ 0.44	\$ 0.53	\$ 0.76	\$ 0.92	\$ 0.84	\$ 1.07	\$ 1.11	\$ 1.83	\$ 2.80	\$ 2.98	\$ 3.37	\$ 3.51	\$ 1.50	\$ 2.10	\$ 3.99	\$ 5.69
PF基本EPS (\$)	\$ 4.20	\$ 7.05	\$ 15.08	\$ 21.58	\$ 0.97	\$ 0.48	\$ 1.21	\$ 1.55	\$ 1.39	\$ 1.62	\$ 1.66	\$ 2.38	\$ 3.39	\$ 3.57	\$ 3.98	\$ 4.14	\$ 1.52	\$ 2.12	\$ 4.04	\$ 5.76
PF稀释每股收益 (美元)	\$ 4.17	\$ 6.98	\$ 14.61	\$ 19.53	\$ 0.96	\$ 0.48	\$ 1.20	\$ 1.53	\$ 1.37	\$ 1.60	\$ 1.65	\$ 2.35	\$ 3.32	\$ 3.47	\$ 3.85	\$ 3.97	\$ 1.50	\$ 2.10	\$ 3.99	\$ 5.69
加权平均基本股	1,625	1,644	1,701	1,726	1,620	1,623	1,626	1,630	1,631	1,641	1,651	1,651	1,701	1,701	1,701	1,701	1,625	1,644	1,701	1,726
加权平均稀释股	1,637	1,661	1,756	1,907	1,626	1,630	1,641	1,645	1,650	1,660	1,661	1,674	1,737	1,749	1,762	1,775	1,637	1,661	1,756	1,907

边缘	2025	2026E	2027E	2028E	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q2'26E	Q3'26E	Q4'26E	Q1'27E	Q2'27E	Q3'27E	Q4'27E
毛利	49.5%	53.6%	53.8%	55.3%	50.2%	39.8%	51.7%	54.3%	52.8%	54.0%	54.1%	53.5%	54.0%	53.9%	54.0%	54.0%
PF毛利率	52.4%	55.6%	54.9%	56.2%	53.7%	43.3%	54.0%	57.0%	55.4%	56.0%	56.1%	55.0%	54.6%	55.0%	55.0%	55.0%
符合美国通用会计准则的研发收入占销售百分比	23.4%	21.8%	14.8%	12.8%	23.2%	24.6%	23.1%	22.7%	23.4%	22.7%	23.0%	19.0%	15.4%	15.3%	14.5%	14.4%
GAAP SG&A 销售百分比	12.0%	10.5%	6.9%	5.7%	11.9%	12.9%	11.6%	11.7%	12.2%	11.1%	10.7%	8.8%	7.1%	7.1%	6.8%	6.7%
形式运营支出占销售百分比	30.0%	28.1%	19.1%	16.3%	29.8%	31.6%	29.8%	29.2%	30.7%	29.4%	29.4%	24.4%	19.6%	19.6%	18.7%	18.7%
GAAP Operating Margin公允价值调整	10.7%	18.9%	30.6%	35.7%	10.8%	-1.7%	13.7%	17.1%	14.4%	17.6%	18.0%	23.7%	29.3%	30.0%	31.4%	31.6%
固定运营周期	22.4%	27.5%	35.8%	39.9%	23.9%	11.7%	24.2%	27.8%	24.8%	26.7%	26.6%	30.6%	35.0%	35.4%	36.3%	36.4%
税率	-2.5%	13.3%	13.0%	13.0%	14.8%	1263.6%	11.6%	21.9%	14.8%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
形式净利率	19.7%	24.2%	31.2%	34.7%	21.1%	10.2%	21.3%	24.5%	22.1%	23.7%	23.3%	26.7%	30.5%	30.9%	31.7%	31.7%
GAAP净利率	12.3%	16.8%	26.7%	31.1%	9.5%	11.3%	13.4%	14.7%	13.5%	15.8%	15.8%	20.7%	25.6%	26.2%	27.3%	27.3%

每单位增长 (%)	2025	2026E	2027E	2028E	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q2'26E	Q3'26E	Q4'26E	Q1'27E	Q2'27E	Q3'27E	Q4'27E
总收入	34.3%	38.4%	71.4%	30.4%	35.9%	31.7%	35.6%	34.1%	37.8%	48.2%	28.9%	43.4%	84.2%	75.1%	82.4%	51.0%
正式毛利率	(92)bp	317bp	(70)减基对	125减基	140个减基对	(987)bp	(987)bp	36个减基对	295减基对	179个减基对	1,277减基对	207减基对	(198)bp	(89)减基对	(105)bp	104 bp
GAAP 研发	25.3%	29.1%	16.8%	12.3%	13.3%	19.6%	30.7%	36.1%	38.7%	34.6%	26.2%	20.2%	21.0%	17.6%	14.8%	14.3%
GAAP Selling, General and Administrative公允价值调整, 一般与管理	48.9%	21.9%	12.8%	7.9%	42.9%	52.5%	48.3%	51.3%	41.4%	26.1%	16.9%	8.5%	7.7%	12.0%	16.0%	15.4%
GAAP运营费用	24.3%	23.8%	14.4%	10.2%	15.5%	22.6%	29.6%	34.9%	34.5%	28.1%	20.8%	14.8%	15.2%	14.7%	14.2%	13.7%
GAAP Operating Margin公允价值调整	330个减基对	823bp	1,173个减基对	510减基	1,018个减基对	(635)bp	六三十五个减基对	326个减基对	356个减基对	1,938个减基对	426个减基对	664个减基对	1,493个减基对	1,238个减基对	1,336个减基对	788 bp
形式净利率	(130)个减基对	445减基对	705减基对	353bp	255个减基对	(913)bp	(79)减基对	132个减基对	104减基对	1350减基对	204减基对	217减基对	840bp	722bp	837减基对	499个减基对
GAAP净利率	593bp	446减基对	993bp	442bp	726减基对	681bp	214bp	599个减基对	399个减基对	446减基对	232减基对	596个减基对	1210减基对	1,037个减基对	1,197个减基对	692bp
正式每股收益	26.0%	67.1%	109.5%	33.7%	55.8%	-30.3%	30.3%	40.5%	42.6%	37.4%	37.4%	53.8%	141.6%	116.9%	133.8%	69.0%
PF (股份支付) 基于股份的薪酬, 稀释每股收益	29.4%	81.6%	133.7%	38.5%	87.7%	-46.5%	33.8%	40.1%	45.9%	407.0%	42.0%	66.3%	179.1%	145.6%	166.8%	81.1%
加权平均稀释股	0.1	24.6	94.6	151.2	(12.5)	(7.0)	5.0	15.0	23.5	30.0	20.0	24.8	86.6	89.4	101.2	101.2

来源：公司报告、伯恩斯坦估计和分析

附录44：Bernstein AMD资产负债表和现金流量表

AMD：资产负债表 (百万美元)												
AMD (日历)	2025				2026E				2027E			
	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
现金及短期投资	\$ 10,552.0	\$ 14,781.4	\$ 23,796.6	\$ 59,311.6	\$ 7,310.0	\$ 5,867.0	\$ 7,243.0	\$ 10,552.0	\$ 12,347.0	\$ 12,821.6	\$ 14,049.4	\$ 14,781.4
应收账款	\$ 6,315.0	\$ 8,868.8	\$ 13,085.9	\$ 16,101.8	\$ 5,443.0	\$ 5,115.0	\$ 6,201.0	\$ 6,315.0	\$ 6,035.0	\$ 6,611.8	\$ 6,904.5	\$ 6,868.8
存货	\$ 7,920.0	\$ 10,301.7	\$ 15,551.5	\$ 18,394.8	\$ 6,416.0	\$ 6,677.0	\$ 7,313.0	\$ 7,920.0	\$ 8,045.0	\$ 8,777.5	\$ 9,163.5	\$ 10,301.7
其他流动资产	\$ 2,160.0	\$ 3,681.9	\$ 5,558.0	\$ 6,838.9	\$ 2,426.0	\$ 6,860.0	\$ 6,243.0	\$ 2,160.0	\$ 2,201.0	\$ 2,471.3	\$ 2,932.6	\$ 3,681.9
流动资产	\$ 26,947.0	\$ 37,433.8	\$ 63,992.0	\$ 100,647.1	\$ 21,695.0	\$ 24,519.0	\$ 27,000.0	\$ 26,947.0	\$ 28,628.0	\$ 30,682.2	\$ 33,049.9	\$ 37,433.8
网络固定资产	\$ 2,312.0	\$ 2,751.4	\$ 3,338.7	\$ 4,175.1	\$ 1,921.0	\$ 2,128.0	\$ 2,205.0	\$ 2,312.0	\$ 2,723.0	\$ 2,704.5	\$ 2,697.7	\$ 2,751.4
投资GlobalFoundries	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
与取得相关的无形资产，净额	\$ 16,705.0	\$ 15,284.0	\$ 14,124.0	\$ 12,964.0	\$ 18,363.0	\$ 17,812.0	\$ 17,250.0	\$ 16,705.0	\$ 16,154.0	\$ 15,864.0	\$ 15,574.0	\$ 15,284.0
商誉	\$ 25,126.0	\$ 25,344.0	\$ 25,344.0	\$ 25,344.0	\$ 24,839.0	\$ 25,063.0	\$ 25,126.0	\$ 25,126.0	\$ 25,344.0	\$ 25,344.0	\$ 25,344.0	\$ 25,344.0
其他长期资产	\$ 5,836.0	\$ 9,070.0	\$ 13,786.2	\$ 16,963.7	\$ 4,832.0	\$ 5,278.0	\$ 5,353.0	\$ 5,836.0	\$ 6,793.0	\$ 7,010.9	\$ 7,137.5	\$ 9,070.0
非流动资产	\$ 49,979.0	\$ 52,449.3	\$ 56,592.9	\$ 59,446.7	\$ 49,955.0	\$ 50,301.0	\$ 49,891.0	\$ 49,979.0	\$ 51,014.0	\$ 50,923.4	\$ 50,753.2	\$ 52,449.3
总资产	\$ 76,926.0	\$ 89,883.2	\$ 120,584.9	\$ 160,093.8	\$ 71,550.0	\$ 74,820.0	\$ 76,891.0	\$ 76,926.0	\$ 79,642.0	\$ 81,605.6	\$ 83,803.1	\$ 89,883.2
应付账款	\$ 2,929.0	\$ 4,563.7	\$ 7,034.6	\$ 8,690.4	\$ 2,206.0	\$ 3,080.0	\$ 3,483.0	\$ 2,929.0	\$ 2,997.0	\$ 3,805.1	\$ 3,791.7	\$ 4,563.7
应付GLOBALFOUNDRIES账款	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
当期部分长期债务及资本租赁义务	\$ 874.0	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 947.0	\$ -	\$ 873.0	\$ 874.0	\$ 874.0	\$ -	\$ -	\$ -
其他流动负债	\$ 5,652.0	\$ 9,180.7	\$ 13,950.9	\$ 17,177.0	\$ 4,550.0	\$ 6,763.0	\$ 7,344.0	\$ 5,652.0	\$ 6,635.0	\$ 7,108.0	\$ 7,334.6	\$ 9,180.7
流动负债	\$ 9,455.0	\$ 13,744.4	\$ 20,985.4	\$ 26,867.4	\$ 7,703.0	\$ 9,843.0	\$ 11,700.0	\$ 9,455.0	\$ 10,506.0	\$ 10,913.2	\$ 11,126.3	\$ 13,744.4
长期债务和资本租赁	\$ 2,973.0	\$ 2,350.0	\$ 2,350.0	\$ 2,350.0	\$ 3,217.0	\$ 3,886.0	\$ 2,347.0	\$ 2,973.0	\$ 2,350.0	\$ 2,350.0	\$ 2,350.0	\$ 2,350.0
其他长期负债	\$ 1,499.0	\$ 2,652.6	\$ 3,961.5	\$ 4,816.1	\$ 2,749.0	\$ 1,426.0	\$ 2,054.0	\$ 1,499.0	\$ 2,324.0	\$ 2,105.1	\$ 2,240.0	\$ 2,652.6
非流动负债	\$ 13,927.0	\$ 16,747.0	\$ 27,297.0	\$ 33,033.6	\$ 13,669.0	\$ 15,153.0	\$ 16,101.0	\$ 13,927.0	\$ 15,160.0	\$ 15,368.2	\$ 15,716.3	\$ 16,747.0
股东权益	\$ 62,999.0	\$ 71,136.2	\$ 93,287.9	\$ 127,060.3	\$ 57,881.0	\$ 59,665.0	\$ 60,790.0	\$ 62,999.0	\$ 64,462.0	\$ 66,237.4	\$ 68,086.8	\$ 71,136.2
总计负债及股东权益	\$ 76,926.0	\$ 89,883.2	\$ 120,584.9	\$ 160,093.8	\$ 71,550.0	\$ 74,820.0	\$ 76,891.0	\$ 76,926.0	\$ 79,642.0	\$ 81,605.6	\$ 83,803.1	\$ 89,883.2

AMD：现金流量表 (百万美元)												
AMD (日历)	2025				2026E				2027E			
	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
净收入	\$ 4,258.0	\$ 8,046.2	\$ 21,951.8	\$ 33,372.4	\$ 709.0	\$ 872.0	\$ 1,243.0	\$ 1,511.0	\$ 1,383.0	\$ 1,775.4	\$ 1,849.4	\$ 3,049.4
D&A	\$ 3,004.0	\$ 2,352.5	\$ 2,216.4	\$ 2,467.9	\$ 742.0	\$ 757.0	\$ 754.0	\$ 751.0	\$ 757.0	\$ 533.1	\$ 531.5	\$ 530.9
其他	\$ 447.0	\$ (1,881.4)	\$ (5,509.2)	\$ (2,181.1)	\$ (512.0)	\$ 382.0	\$ 162.0	\$ 336.0	\$ 815.0	\$ (235.2)	\$ (418.6)	\$ (2,053.6)
经营活动产生的现金流量	\$ 7,709.0	\$ 8,517.2	\$ 16,659.0	\$ 33,659.1	\$ 939.0	\$ 2,011.0	\$ 2,159.0	\$ 2,600.0	\$ 2,955.0	\$ 2,073.3	\$ 1,962.3	\$ 1,526.6
资本支出	\$ (974.0)	\$ (1,142.8)	\$ (1,643.8)	\$ (2,144.2)	\$ (212.0)	\$ (282.0)	\$ (258.0)	\$ (222.0)	\$ (389.0)	\$ (224.7)	\$ (234.6)	\$ (294.6)
其他	\$ (4,559.0)	\$ (2,176.0)	\$ -	\$ -	\$ (145.0)	\$ (2,016.0)	\$ (1,079.0)	\$ (1,319.0)	\$ (2,176.0)	\$ -	\$ -	\$ -
现金流量来自投资	\$ (5,533.0)	\$ (3,318.8)	\$ (1,643.8)	\$ (2,144.2)	\$ (357.0)	\$ (2,298.0)	\$ (1,337.0)	\$ (1,541.0)	\$ (2,565.0)	\$ (224.7)	\$ (234.6)	\$ (294.6)
网络股票发行 (回购)	(1,031.0)	(1,716.0)	(2,000.0)	(2,000.0)	(745.0)	(323.0)	(79.0)	116.0	(216.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
长期债务和资本租赁义务变更	\$ 1,494.0	\$ (874.0)	\$ -	\$ -	\$ 1,494.0	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ (874.0)	\$ -	\$ -
其他	\$ (894.0)	\$ (134.0)	\$ -	\$ -	\$ 917.0	\$ (996.0)	\$ (371.0)	\$ (444.0)	\$ (134.0)	\$ -	\$ -	\$ -
融资现金流量	\$ (431.0)	\$ (2,724.0)	\$ (2,000.0)	\$ (2,000.0)	\$ 1,666.0	\$ (1,319.0)	\$ (450.0)	\$ (328.0)	\$ (350.0)	\$ (1,374.0)	\$ (500.0)	\$ (500.0)
现金流量、短期及长期投资期初	5,132.0	10,552.0	14,781.4	29,796.6	5,132.0	7,310.0	5,867.0	7,243.0	10,552.0	12,347.0	12,821.6	14,049.4
现金流量、短期及长期投资期末余额	10,552.0	14,781.4	29,796.6	59,311.6	7,310.0	5,867.0	7,243.0	10,552.0	12,347.0	12,821.6	14,049.4	14,781.4

AMD (日历)												
	2025				2026E				2027E			
	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
运营现金流	\$ 7,160.0	\$ 8,517.2	\$ 16,659.0	\$ 33,659.1	\$ 939.0	\$ 1,462.0	\$ 2,159.0	\$ 2,600.0	\$ 2,955.0	\$ 2,073.3	\$ 1,962.3	\$ 1,526.6
扣除资本支出	\$ (974.0)	\$ (1,142.8)	\$ (1,643.8)	\$ (2,144.2)	\$ (212.0)	\$ (282.0)	\$ (258.0)	\$ (222.0)	\$ (389.0)	\$ (224.7)	\$ (234.6)	\$ (294.6)
FCF	\$ 6,186.0	\$ 7,374.4	\$ 17,015.2	\$ 31,514.9	\$ 727.0	\$ 1,180.0	\$ 1,901.0	\$ 2,378.0	\$ 2,566.0	\$ 1,848.6	\$ 1,727.7	\$ 1,232.1
运营收入	\$ 3,694.0	\$ 9,057.4	\$ 25,171.9	\$ 38,299.1	\$ 806.0	\$ (134.0)	\$ 1,270.0	\$ 1,752.0	\$ 1,476.0	\$ 1,980.7	\$ 2,110.8	\$ 3,490.0
研发D&A	\$ 3,004.0	\$ 2,352.5	\$ 2,216.4	\$ 2,467.9	\$ 742.0	\$ 757.0	\$ 754.0	\$ 751.0	\$ 757.0	\$ 533.1	\$ 531.5	\$ 530.9
EBITDA	\$ 6,698.0	\$ 11,409.9	\$ 27,388.4	\$ 40,766.9	\$ 1,548.0	\$ 623.0	\$ 2,024.0	\$ 2,503.0	\$ 2,233.0	\$ 2,513.8	\$ 2,642.2	\$ 4,020.9

来源：公司报告、伯恩斯坦估计和分析

展示45：伯恩斯坦收入报表

英特尔：利润表 (百万美元)

Table with 14 columns (2025, 2026E, 2027E, 2028年, Q125, Q225, Q325, Q425, Q126, Q226E, Q326E, Q426E, Q127E, Q227E, Q327E) and multiple rows of financial data including GAAP收入, 成本减去毛利, GAAP毛利, 非GAAP营业收入, 研发, 运营费用, 非GAAP净收入, 每股收益, 毛利率, and 同比增长.

来源：公司报告、伯恩斯坦估计和分析

展示46：伯恩斯坦公司资产负债表和现金流量表

英特纳：资产负债表 (百万美元)																
英特纳 (日历)	2025	2026E	2027E	2028E	Q125	Q225	Q325	Q425	Q126	Q226E	Q326E	Q426E	Q127E	Q227E	Q327E	Q427E
现金及短期投资	37,416.0	26,980.9	30,917.2	33,901.4	21,048.0	21,206.0	30,935.0	37,416.0	32,789.0	23,328.5	25,114.6	26,980.9	27,645.4	28,301.3	29,796.4	30,917.2
应收账款	3,839.0	4,066.0	4,066.0	4,066.0	3,064.0	2,360.0	3,202.0	3,839.0	4,066.0	4,066.0	4,066.0	4,066.0	4,066.0	4,066.0	4,066.0	4,066.0
存货	11,618.0	11,776.3	12,698.3	13,503.9	12,281.0	11,377.0	11,489.0	11,618.0	12,426.0	12,431.1	12,092.9	11,776.3	12,636.6	12,769.9	12,579.1	12,698.3
其他流动资产	10,815.0	12,876.0	12,876.0	12,876.0	5,741.0	8,432.0	6,105.0	10,815.0	12,876.0	12,876.0	12,876.0	12,876.0	12,876.0	12,876.0	12,876.0	12,876.0
总流动资产	63,688.0	55,699.2	60,557.5	64,347.3	42,134.0	43,375.0	51,731.0	63,688.0	62,157.0	52,701.6	54,149.6	55,699.2	57,224.0	58,013.1	59,317.5	60,557.5
网络固定资产	105,414.0	109,109.7	117,451.4	127,835.0	109,763.0	109,510.0	105,047.0	105,414.0	104,458.0	105,942.5	107,499.6	109,109.7	110,768.7	112,950.5	115,167.9	117,451.4
善意	23,912.0	20,465.0	20,465.0	20,465.0	24,693.0	23,912.0	23,912.0	23,912.0	20,465.0	20,465.0	20,465.0	20,465.0	20,465.0	20,465.0	20,465.0	20,465.0
其他长期资产	18,415.0	18,252.0	18,252.0	18,252.0	15,652.0	15,723.0	23,824.0	18,415.0	18,252.0	18,252.0	18,252.0	18,252.0	18,252.0	18,252.0	18,252.0	18,252.0
总长期资产	147,741.0	147,826.7	156,168.4	166,552.0	150,108.0	149,145.0	152,783.0	147,741.0	143,175.0	144,689.5	146,216.6	147,826.7	149,485.7	151,667.5	153,884.9	156,168.4
总资产	211,429.0	203,525.9	216,725.8	230,899.2	192,242.0	192,520.0	204,514.0	211,429.0	205,332.0	197,361.1	200,366.2	203,525.9	206,709.7	209,680.6	213,202.3	216,725.8
应付账款	9,882.0	7,159.0	7,159.0	7,159.0	10,896.0	10,666.0	10,268.0	9,882.0	7,159.0	7,159.0	7,159.0	7,159.0	7,159.0	7,159.0	7,159.0	7,159.0
短期债务	2,499.0	-	-	-	5,240.0	6,731.0	2,496.0	2,499.0	2,004.0	-	-	-	-	-	-	-
其他流动负债	19,194.0	17,722.0	17,722.0	17,722.0	16,038.0	17,569.0	19,533.0	19,194.0	17,722.0	17,722.0	17,722.0	17,722.0	17,722.0	17,722.0	17,722.0	17,722.0
总流动负债	31,575.0	24,881.0	24,881.0	24,881.0	32,174.0	34,966.0	32,297.0	31,575.0	26,885.0	24,881.0	24,881.0	24,881.0	24,881.0	24,881.0	24,881.0	24,881.0
长期债务	44,086.0	48,527.0	48,527.0	48,527.0	44,911.0	44,026.0	44,057.0	44,086.0	43,027.0	48,527.0	48,527.0	48,527.0	48,527.0	48,527.0	48,527.0	48,527.0
其他长期负债	9,408.0	10,431.0	10,431.0	10,431.0	8,744.0	7,777.0	11,430.0	9,408.0	10,431.0	10,431.0	10,431.0	10,431.0	10,431.0	10,431.0	10,431.0	10,431.0
总负债	85,069.0	83,839.0	83,839.0	83,839.0	85,829.0	86,769.0	87,784.0	85,069.0	80,343.0	83,839.0	83,839.0	83,839.0	83,839.0	83,839.0	83,839.0	83,839.0
股东权益	126,360.0	119,686.9	132,886.8	147,060.2	106,413.0	105,751.0	116,730.0	126,360.0	124,989.0	113,522.1	116,527.2	119,686.9	122,870.7	125,841.6	129,363.3	132,886.8
总计负债及股东权益	211,429.0	203,525.9	216,725.8	230,899.2	192,242.0	192,520.0	204,514.0	211,429.0	205,332.0	197,361.1	200,366.2	203,525.9	206,709.7	209,680.6	213,202.3	216,725.8

英特纳：现金流量表 (百万美元)																
英特纳 (日历)	2025	2026E	2027E	2028E	Q125	Q225	Q325	Q425	Q126	Q226E	Q326E	Q426E	Q127E	Q227E	Q327E	Q427E
净收入	26.0	(2,358.1)	4,674.9	6,973.4	(887.0)	(3,024.0)	4,270.0	(333.0)	(4,281.0)	408.1	680.1	834.7	808.8	920.9	1,471.7	1,473.5
折旧与摊销	11,706.0	12,239.7	12,726.8	13,632.4	2,674.0	3,013.0	2,992.0	3,027.0	3,136.0	2,997.8	3,034.0	3,071.9	3,111.2	3,151.7	3,204.9	3,259.0
其他	(2,035.0)	4,390.7	1,278.0	1,594.4	(974.0)	2,061.0	(4,716.0)	1,594.0	2,241.0	494.9	838.2	816.6	(310.3)	416.7	740.8	430.8
经营活动产生的现金流	9,697.0	14,272.3	18,679.7	22,200.1	813.0	2,050.0	2,546.0	4,288.0	1,096.0	3,900.7	4,552.3	4,723.3	3,609.7	4,489.3	5,417.4	5,163.2
毛资本支出	(14,646.0)	(16,041.3)	(19,268.4)	(22,215.9)	(5,183.0)	(3,550.0)	(2,425.0)	(3,488.0)	(3,636.0)	(4,032.2)	(4,141.1)	(4,232.0)	(4,320.3)	(4,883.4)	(4,972.3)	(5,092.5)
其他	(175.0)	(7,471.0)	-	-	5,264.0	1,464.0	(3,825.0)	(3,078.0)	6,729.0	(14,200.0)	-	-	-	-	-	-
现金流来自投资	(14,821.0)	(23,512.3)	(19,268.4)	(22,215.9)	81.0	(2,086.0)	(6,250.0)	(6,566.0)	3,093.0	(18,232.2)	(4,141.1)	(4,232.0)	(4,320.3)	(4,883.4)	(4,972.3)	(5,092.5)
网络股票回购	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
股息	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合作伙伴贡献	5,108.0	5,439.0	3,525.0	2,000.0	955.0	1,283.0	1,414.0	1,456.0	2,064.0	1,125.0	1,125.0	1,125.0	1,125.0	800.0	800.0	800.0
其他	(4,173.0)	3,173.0	1,000.0	1,000.0	(1,151.0)	(501.0)	3,738.0	4,393.0	(3,270.0)	3,746.0	250.0	250.0	250.0	250.0	250.0	250.0
期末现金	8,947.0	9,693.0	11,141.0	14,712.0	8,947.0	9,693.0	11,141.0	14,712.0	17,695.0	8,234.5	10,020.6	11,886.9	12,551.4	13,207.3	14,702.4	15,823.2

英特纳 (日历)	2025	2026E	2027E	2028E	Q125	Q225	Q325	Q425	Q126	Q226E	Q326E	Q426E	Q127E	Q227E	Q327E	Q427E
运营现金流	9,697.0	14,272.3	18,679.7	22,200.1	813.0	2,050.0	2,546.0	4,288.0	1,096.0	3,900.7	4,552.3	4,723.3	3,609.7	4,489.3	5,417.4	5,163.2
扣除资本支出	(14,646.0)	(16,041.3)	(19,268.4)	(22,215.9)	(5,183.0)	(3,550.0)	(2,425.0)	(3,488.0)	(3,636.0)	(4,032.2)	(4,141.1)	(4,232.0)	(4,320.3)	(4,883.4)	(4,972.3)	(5,092.5)
FCF	(4,949.0)	(1,769.1)	(588.8)	(15.8)	(4,370.0)	(1,500.0)	121.0	800.0	(2,540.0)	(131.5)	411.2	491.3	(710.6)	(394.1)	445.2	70.7
运营收入	(2,214.0)	(136.6)	6,488.7	9,071.2	(301.0)	(3,176.0)	683.0	580.0	(3,136.0)	735.5	1,045.1	1,218.8	1,217.7	1,343.7	1,962.6	1,964.6
恢复D&A	11,706.0	12,239.7	12,726.8	13,632.4	2,674.0	3,013.0	2,992.0	3,027.0	3,136.0	2,997.8	3,034.0	3,071.9	3,111.2	3,151.7	3,204.9	3,259.0
EBITDA	9,492.0	12,103.0	19,215.4	22,703.6	2,373.0	(163.0)	3,675.0	3,607.0	-	3,733.2	4,079.1	4,290.7	4,329.0	4,495.4	5,167.5	5,223.5

来源：公司报告、伯恩斯坦估计和分析

展示47：Bernstein NVDA利润表

NVIDIA：利润表

日历季度	2025 2026年		2027E	2028年
财政年度	2026	2027E	2028年	2029E
GAAP收入	215,938	398,818	539,563	622,987
成本减去毛利 (Cost of Goods Sold)	62,475	100,076	144,398	168,206
GAAP 毛利润	153,463	298,742	395,165	454,780
研发	18,497	27,745	32,374	36,820
SG&A译为：销售管理及行政费用	4,579	6,582	7,618	8,329
其他	-	-	-	-
总体运营费用	23,076	34,327	39,992	45,149
GAAP 利润	130,387	264,415	355,173	409,631
网络利息支出/其他	11,062	19,146	8,155	16,735
应课前收入	141,449	283,561	363,328	426,366
税项	(21,382)	(47,904)	(61,766)	(72,482)
净收入	120,067	235,657	301,562	353,883
非GAAP指标				
毛利润	153,994	299,159	395,489	455,104
运营支出	16,695	33,905	39,892	45,049
营业利润	137,299	265,254	355,597	410,055
净收入	116,996	223,376	301,914	354,235
GAAP 稀释股份总数	24,515	24,331	24,171	24,011
非GAAP 稀释股份数量	24,515	24,316	24,116	23,916
GAAP 稀释每股收益	\$4.90	\$9.69	\$12.48	\$14.74
非GAAP 稀释每股收益	\$4.77	\$9.19	\$12.52	\$14.81
增长和利润	2026	2027E	2028年	2029E
QoQ 收入增长	-	-	-	-
年同比增长	65.5%	84.7%	35.3%	15.5%
GAAP 毛利率百分比	71.1%	74.9%	73.2%	73.0%
非GAAP 毛利率百分比	71.3%	75.0%	73.3%	73.1%
研发占销售额的百分比	8.6%	7.0%	6.0%	5.9%
SG&A 占销售额的百分比	2.1%	1.7%	1.4%	1.3%
一般会计原则营业成本占销售额的百分比	10.7%	8.6%	7.4%	7.2%
非GAAP 运营费用占销售额百分比	7.7%	8.5%	7.4%	7.2%
GAAP Operating Margin 公允价值营业利润	60.4%	66.3%	65.8%	65.8%
非GAAP 运营利润	63.6%	66.5%	65.9%	65.8%
GAAP 税率	(15.1%)	(16.9%)	(17.0%)	(17.0%)
GAAP 净利率	55.6%	59.1%	55.9%	56.8%
非GAAP 净利率	54.2%	56.0%	56.0%	56.9%

Q125	Q225	Q325	Q425	Q126	Q226E	Q326E	Q426E	Q127E	Q227E	Q327E	Q427E	Q128E	Q228E	Q328E	Q428E
44,062	46,743	57,006	68,127	81,615	91,000	102,683	123,521	128,375	134,241	136,171	140,775	147,175	153,575	160,000	166,500
17,394	12,890	15,157	17,034	20,458	22,841	25,773	31,004	33,378	36,245	36,766	38,009	39,400	40,800	42,200	43,600
26,668	33,853	41,849	51,093	61,157	68,159	76,910	92,517	94,998	97,996	99,405	102,766	107,775	112,775	117,800	122,900
3,989	4,291	4,705	5,512	6,321	6,825	7,188	7,411	7,703	8,054	8,170	8,446	8,722	9,000	9,278	9,556
1,041	1,122	1,134	1,282	1,300	1,684	1,746	1,853	1,861	1,879	1,906	1,971	2,036	2,101	2,166	2,231
5,030	5,413	5,839	6,794	7,621	8,509	8,933	9,264	9,564	9,934	10,077	10,417	10,757	11,097	11,437	11,777
21,638	28,440	36,010	44,299	53,536	59,651	67,976	83,253	85,434	88,062	89,328	92,348	94,529	96,710	98,891	101,072
272	2,766	1,926	6,098	16,367	765	895	1,118	1,406	1,814	2,233	2,703	3,172	3,641	4,110	4,579
21,910	31,206	37,936	50,397	69,903	60,416	68,871	84,371	86,839	89,876	91,562	95,051	98,540	101,029	103,518	106,007
(3,135)	(4,784)	(6,026)	(7,437)	(11,582)	(10,271)	(11,708)	(14,343)	(14,763)	(15,279)	(15,566)	(16,159)	(16,752)	(17,345)	(17,938)	(18,531)
18,775	26,422	31,910	42,960	58,321	50,145	57,163	70,028	72,077	74,597	75,996	78,892	80,789	82,686	84,583	86,480
26,858	33,960	41,967	51,209	61,232	68,273	77,024	92,631	95,079	98,077	99,486	102,847	105,205	108,564	111,923	115,282
3,593	3,795	4,215	5,102	7,449	8,309	8,908	9,239	9,539	9,909	10,052	10,392	10,732	11,072	11,412	11,752
23,275	30,165	37,752	46,107	53,783	59,965	68,115	83,392	85,540	88,168	89,434	92,454	94,602	96,750	98,898	101,046
19,694	25,783	31,767	39,552	45,548	50,406	57,278	70,143	72,165	74,685	76,084	78,980	80,976	82,972	84,968	86,964
24,611	24,532	24,483	24,432	24,391	24,351	24,311	24,271	24,231	24,191	24,151	24,111	24,071	24,031	23,991	23,951
24,611	24,532	24,483	24,432	24,391	24,341	24,291	24,241	24,191	24,141	24,091	24,041	23,991	23,941	23,891	23,841
\$0.76	\$1.08	\$1.30	\$1.76	\$2.39	\$2.06	\$2.35	\$2.89	\$2.97	\$3.08	\$3.15	\$3.27	\$3.34	\$3.41	\$3.48	\$3.55
\$0.81	\$1.05	\$1.30	\$1.62	\$1.87	\$2.07	\$2.36	\$2.89	\$2.98	\$3.09	\$3.16	\$3.29	\$3.36	\$3.43	\$3.50	\$3.57
Q126	Q226	Q326	Q426	Q127	Q227E	Q327E	Q427E	Q128E	Q228E	Q328E	Q428E	Q129E	Q229E	Q329E	Q429E
12.0%	6.1%	22.0%	19.5%	19.8%	11.5%	12.8%	20.3%	3.9%	4.8%	1.4%	3.4%	12.0%	11.5%	11.0%	10.5%
69.2%	55.6%	62.5%	73.2%	85.2%	94.7%	80.1%	81.3%	57.3%	47.5%	32.6%	14.0%	60.5%	72.4%	73.4%	75.0%
60.5%	72.4%	73.4%	75.0%	74.9%	74.9%	74.9%	74.9%	74.0%	73.0%	73.0%	73.0%	71.3%	75.0%	73.3%	73.1%
9.1%	9.2%	8.3%	8.1%	7.7%	7.5%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	8.6%	7.0%	6.0%	5.9%
2.4%	2.4%	2.0%	1.9%	1.6%	1.9%	1.7%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	2.1%	1.7%	1.4%	1.3%
11.4%	11.6%	10.2%	10.0%	9.3%	9.4%	8.7%	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%	7.4%	10.7%	8.6%	7.4%	7.2%
8.1%	8.1%	7.4%	7.5%	9.1%	9.1%	8.7%	7.5%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.7%	8.5%	7.4%	7.2%
49.1%	60.8%	63.2%	65.0%	65.6%	65.6%	66.2%	67.4%	66.6%	65.6%	65.6%	65.6%	60.4%	66.3%	65.8%	65.8%
52.8%	64.5%	66.2%	67.7%	65.9%	65.9%	66.3%	67.5%	66.6%	65.7%	65.7%	65.7%	63.6%	66.5%	65.9%	65.8%
(14.3%)	(15.3%)	(15.9%)	(14.8%)	(16.6%)	(17.0%)	(17.0%)	(17.0%)	(17.0%)	(17.0%)	(17.0%)	(17.0%)	(15.1%)	(16.9%)	(17.0%)	(17.0%)
42.6%	56.5%	56.0%	63.1%	71.5%	55.1%	55.7%	56.7%	56.1%	55.6%	55.8%	56.0%	55.6%	59.1%	55.9%	56.8%
45.2%	55.2%	55.7%	58.1%	55.8%	55.4%	55.8%	56.8%	56.2%	55.6%	55.9%	56.1%	54.2%	56.0%	56.0%	56.9%

来源：公司报告、伯恩斯坦估计和分析

演示48：伯恩斯坦NVDA资产负债表

英伟达：资产负债表

日期	2025	2026E	2027E	2028年
财政年度	2026	2027E	2028年	2029E
资产				
流动资产：				
现金	10,605	80,626	267,689	556,276
短期投资	51,951	67,335	67,335	67,335
网络应收账款	38,466	67,936	77,426	81,124
库存	21,403	38,612	47,410	56,844
预先支出	3,180	3,916	3,916	3,916
其他流动资产	-	-	-	-
总流动资产	125,605	258,426	463,776	765,494
非流动资产：				
固定资产、固定资产和设备，净额	10,383	15,832	21,406	21,431
善意	20,832	20,894	20,894	20,894
无形资产，净	3,306	2,463	2,313	2,163
其他长期资产	46,677	72,062	72,062	72,062
总非流动资产	81,198	111,251	116,675	116,550
总资产	206,803	369,677	580,451	882,045
负债和权益				
当前负债：				
应付账款	9,812	18,953	23,391	26,967
累计负债	21,352	29,787	29,787	29,787
可转换短期债务	999	-	-	-
其他流动负债	-	-	-	-
总计流动负债	32,163	48,740	53,178	56,754
长期负债：				
长期债务	7,469	7,470	7,470	7,470
资本租赁义务，长期	2,572	3,878	3,878	3,878
递延税务负债	-	-	-	-
其他长期负债	7,306	8,768	8,768	8,768
总非流动负债	17,347	20,116	20,116	20,116
总负债	49,510	68,856	73,294	76,870
股东权益：				
普通股	24	24	24	24
额外实缴资本	10,118	16,440	25,280	33,320
库存股	-	(60,000)	(140,000)	(180,000)
累积其他补偿损失	178	137	137	137
保留盈余	146,973	344,220	621,716	951,694
总股东权益	157,293	300,821	507,157	805,175
总负债和股东权益	206,803	369,677	580,451	882,045

Q125	Q225	Q325	Q425	Q126	Q226E	Q326E	Q426E	Q127E	Q227E	Q327E	Q427E
Q126	Q226	Q326	Q426	Q127	Q227E	Q327E	Q427E	Q128E	Q228E	Q328E	Q428E
15,234	11,639	11,486	10,605	13,237	26,877	50,381	80,626	123,584	167,764	217,148	267,689
38,457	45,152	49,122	51,951	67,335	67,335	67,335	67,335	67,335	67,335	67,335	67,335
22,132	27,808	33,391	38,466	40,710	50,050	56,476	67,936	70,606	73,833	74,894	77,426
11,333	14,962	19,784	21,403	25,797	28,409	32,074	38,612	41,621	45,205	45,857	47,410
2,779	2,658	2,709	3,180	3,916	3,916	3,916	3,916	3,916	3,916	3,916	3,916
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
89,935	102,219	116,492	125,605	150,995	176,587	210,182	258,426	307,062	358,053	409,150	463,776
7,136	9,141	9,780	10,383	12,403	13,305	14,400	15,832	17,245	18,675	20,045	21,406
5,498	5,755	6,261	20,832	20,894	20,894	20,894	20,894	20,894	20,894	20,894	20,894
769	755	936	3,306	3,120	2,901	2,682	2,463	2,426	2,388	2,351	2,313
21,916	22,870	27,679	46,677	72,062	72,062	72,062	72,062	72,062	72,062	72,062	72,062
35,319	38,521	44,656	81,198	108,479	109,162	110,038	111,251	112,627	114,019	115,352	116,675
125,254	140,740	161,148	206,803	259,474	285,749	320,220	369,677	419,689	472,072	524,502	580,451
7,331	9,064	8,624	9,812	13,097	14,233	15,538	18,953	20,710	22,308	22,543	23,391
19,211	15,193	16,452	21,352	29,787	29,787	29,787	29,787	29,787	29,787	29,787	29,787
-	-	999	999	1,000	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
26,542	24,257	26,075	32,163	43,884	44,020	45,325	48,740	50,497	52,095	52,330	53,178
8,464	8,466	7,468	7,469	7,470	7,470	7,470	7,470	7,470	7,470	7,470	7,470
1,521	1,831	2,014	2,572	3,878	3,878	3,878	3,878	3,878	3,878	3,878	3,878
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,884	6,055	6,694	7,306	8,768	8,768	8,768	8,768	8,768	8,768	8,768	8,768
14,869	16,352	16,176	17,347	20,116	20,116	20,116	20,116	20,116	20,116	20,116	20,116
41,411	40,609	42,251	49,510	64,000	64,136	65,441	68,856	70,613	72,211	72,446	73,294
24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
11,475	11,200	10,626	10,118	10,275	12,330	14,385	16,440	18,650	20,860	23,070	25,280
-	-	-	-	-	(20,000)	(40,000)	(60,000)	(80,000)	(100,000)	(120,000)	(140,000)
186	170	339	178	137	137	137	137	137	137	137	137
72,158	88,737	107,908	146,973	185,038	229,122	280,233	344,220	410,265	478,841	548,825	621,716
83,843	100,131	118,897	157,293	195,474	221,613	254,779	300,821	349,076	399,862	452,056	507,157
125,254	140,740	161,148	206,803	259,474	285,749	320,220	369,677	419,689	472,072	524,502	580,451

来源：公司报告、伯恩斯坦估计和分析

展览49：伯恩斯坦NVDA现金流量表

NVIDIA：现金流量表

日历季度	2025	2026E	2027E	2028年
财政年度	2026	2027E	2028年	2029E
经营活动产生的现金流量：				
GAAP净利润	120,067	235,657	301,562	353,883
调整，以使净收益与经营活动提供的净现金流相协调：				
折旧与摊销	2,843	4,569	5,367	6,355
基于股票的薪酬	6,386	8,093	8,840	8,040
重估/其他	-	-	-	-
债务折扣摊销	-	-	-	-
净收益（出售/处置长期资产/投资）	-	(15,936)	-	-
亏损：早期债务转换	-	-	-	-
递延所得税	(1,424)	1,584	-	-
股票期权补偿的税收优惠	-	-	-	-
其他	(287)	(94)	-	-
资产和负债变动（扣除收购影响）：				
应收账款，净额	(15,399)	(29,469)	(9,490)	(3,698)
库存	(11,324)	(17,235)	(8,798)	(9,433)
预付费用/其他资产	577	(983)	-	-
应付账款	3,096	8,066	4,438	3,576
已计提及其他流动负债	5,257	7,763	-	-
其他长期负债	1,844	1,217	-	-
经营活动提供的净现金流	102,718	203,232	301,920	358,723
现金流入/流出投资活动：				
净销售收入（出售可销售证券所得）	(31,651)	(24,585)	-	-
销售收入（长期资产/投资）	-	-	-	-
购置房产、设备和设施	(6,042)	(8,101)	(10,791)	(6,230)
收购	(14,535)	(87)	-	-
报销总部大楼开发费用	-	-	-	-
其他	-	-	-	-
净现金用于投资活动	(52,228)	(32,773)	(10,791)	(6,230)
经营活动产生的现金流量：				
从发行债券所得，净	-	-	-	-
关于普通股回购的付款	(40,086)	(79,312)	(80,000)	(40,000)
可转换债券的偿还	-	(1,000)	-	-
支付的股息	(974)	(18,398)	(24,066)	(23,906)
其他	(110)	(114)	-	-
净现金（由）经营活动提供	(48,474)	(100,438)	(104,066)	(63,906)
自由现金流	96,676	195,131	291,128	352,493

Q125	Q225	Q325	Q425	Q126	Q226E	Q326E	Q426E	Q127E	Q227E	Q327E	Q427E
Q126	Q226	Q326	Q426	Q127	Q227E	Q327E	Q427E	Q128E	Q228E	Q328E	Q428E
18,775	26,422	31,910	42,960	58,321	50,145	57,163	70,028	72,077	74,597	75,996	78,892
611	668	752	812	997	1,137	1,177	1,257	1,192	1,292	1,391	1,492
1,474	1,624	1,655	1,633	1,928	2,055	2,055	2,055	2,210	2,210	2,210	2,210
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	(2,247)	(1,354)	(5,317)	(15,936)	-	-	-	-	-	-	-
(2,177)	18	124	611	1,584	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
77	(100)	(80)	(184)	(94)	-	-	-	-	-	-	-
933	(5,675)	(5,583)	(5,074)	(2,243)	(9,340)	(6,426)	(11,461)	(2,670)	(3,226)	(1,062)	(2,532)
(1,258)	(3,622)	(4,823)	(1,621)	(4,420)	(2,612)	(3,666)	(6,538)	(3,009)	(3,585)	(651)	(1,554)
560	387	(89)	(281)	(983)	-	-	-	-	-	-	-
941	1,314	(223)	1,064	2,210	1,136	1,305	3,415	1,757	1,598	235	849
7,128	(4,053)	1,129	1,053	7,763	-	-	-	-	-	-	-
350	629	332	533	1,217	-	-	-	-	-	-	-
27,414	15,365	23,750	36,189	50,344	42,521	51,609	58,757	71,557	72,886	78,119	79,357
(3,606)	(4,592)	(6,694)	(16,759)	(24,585)	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(1,227)	(1,894)	(1,637)	(1,284)	(1,757)	(1,820)	(2,054)	(2,470)	(2,568)	(2,685)	(2,723)	(2,815)
(383)	(294)	(694)	(13,164)	(87)	-	-	-	-	-	-	-
-	(346)	-	346	-	-	-	-	-	-	-	-
(5,216)	(7,126)	(9,025)	(30,861)	(26,429)	(1,820)	(2,054)	(2,470)	(2,568)	(2,685)	(2,723)	(2,815)
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(14,095)	(9,721)	(12,456)	(3,814)	(19,312)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
-	-	-	-	-	(1,000)	-	-	-	-	-	-
(244)	(244)	(243)	(243)	(243)	(6,062)	(6,052)	(6,042)	(6,032)	(6,022)	(6,012)	(6,002)
(52)	(21)	(24)	(13)	(114)	-	-	-	-	-	-	-
(15,553)	(11,834)	(14,878)	(6,209)	(21,283)	(27,062)	(26,052)	(26,042)	(26,032)	(26,022)	(26,012)	(26,002)
26,187	13,471	22,113	34,905	48,587	40,701	49,556	56,287	68,989	70,201	75,396	76,542

来源：公司报告、伯恩斯坦估计和分析

演示50：伯恩斯坦NVDA营收模型

NVDA：收入模式（百万美元）

日历年度 财政年度于1月结束 财年（截至1月）：	CY2025 (CY为英文缩写，意为“Calendar Year”，表示“日历和会计公历”，2025代表具体的年份。) 财年2025 FY2027E财年2027E								CY2027E Fiscal Year 2028E			
	Q126 Q226 Q326 Q426				Q127 Q227E Q327E Q427E				Q128E Q228E Q328E Q428E			
	Q126	Q226	Q326	Q426	Q127	Q227E	Q327E	Q427E	Q128E	Q228E	Q328E	Q428E
城市零售收入												
游戏	3,763	4,287	4,265	3,727	3,548	3,448	3,348	3,278	2,973	3,333	3,712	3,642
专业可视化	509	601	760	1,321	1,974	1,974	2,072	2,176	1,964	2,062	2,165	2,273
数据中心	39,112	41,096	51,215	62,314	75,246	84,673	96,327	117,054	122,328	127,675	129,110	133,587
汽车工业	567	586	592	604	665	721	742	830	903	963	965	1,065
OEM	111	173	174	161	182	184	193	183	207	209	220	208
知识产权	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
总计收入	44,062	46,743	57,006	68,127	81,615	91,000	102,683	123,521	128,375	134,241	136,171	140,775

日历年度 财政年度于1月结束 财年（截至1月）：	CY2025 (CY为英文缩写，意为“Calendar Year”，表示“日历和会计公历”，2025代表具体的年份。) 财年2025 FY2027E财年2027E								CY2027E Fiscal Year 2028E			
	Q126 Q226 Q326 Q426				Q127 Q227E Q327E Q427E				Q128E Q228E Q328E Q428E			
	Q126	Q226	Q326	Q426	Q127	Q227E	Q327E	Q427E	Q128E	Q228E	Q328E	Q428E
QoQ增长												
游戏	47.9%	13.9%	-0.5%	(12.6%)	(4.8%)	(2.8%)	(2.9%)	(2.1%)	(9.3%)	12.1%	11.4%	(1.9%)
专业可视化	(0.4%)	18.1%	26.5%	73.8%	49.4%	0.0%	5.0%	5.0%	(9.7%)	5.0%	5.0%	5.0%
数据中心	9.9%	5.1%	24.6%	21.7%	20.8%	12.5%	13.8%	21.5%	4.5%	4.4%	1.1%	3.5%
汽车工业	(0.5%)	3.4%	1.0%	2.0%	10.0%	8.4%	3.0%	11.8%	8.8%	6.6%	0.2%	10.4%
OEM	(11.9%)	55.9%	0.6%	(7.5%)	13.3%	1.0%	5.0%	(5.5%)	13.3%	1.0%	5.0%	(5.5%)
知识产权	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
总计收入	12.0%	6.1%	22.0%	19.5%	19.8%	11.5%	12.8%	20.3%	3.9%	4.6%	1.4%	3.4%

日历年度 财政年度于1月结束 同比增速	CY2025E				CY2026E				CY2027E			
	FY2026E (请注意，\FY\ 通常表示 \Fiscal Year\，即财年，但在此处它可能指的是 \Fiscal Year 2026\，即2026财年，FY2026E则表示 \Estimate\)											
	Q126	Q226	Q326	Q426	Q127	Q227E	Q327E	Q427E	Q128E	Q228E	Q328E	Q428E
城市零售收入												
游戏	42.2%	48.9%	30.1%	46.5%	-5.7%	-19.6%	-21.5%	-12.0%	-16.2%	-3.4%	10.9%	11.1%
专业可视化	19.2%	32.4%	56.4%	158.5%	287.8%	228.4%	172.7%	64.7%	-0.5%	4.5%	4.5%	4.5%
数据中心	73.3%	56.4%	66.4%	75.1%	92.4%	106.0%	88.1%	87.8%	62.6%	50.8%	34.0%	14.1%
汽车工业	72.3%	69.4%	31.8%	6.0%	17.2%	23.0%	25.3%	37.4%	35.8%	33.6%	30.1%	28.3%
OEM	42.3%	96.6%	79.4%	27.8%	64.3%	6.5%	11.2%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
知识产权	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
总计收入	69.2%	55.6%	62.5%	73.2%	85.2%	94.7%	80.1%	81.3%	57.3%	47.5%	32.6%	14.0%

来源：公司报告、伯恩斯坦估计和分析

日历年度	2025	2026E	2027E	2028年
FYE 一月：				
收入按业务分部				
游戏	16,042	13,623	13,660	14,405
专业可视化	3,191	8,196	8,464	8,842
数据中心	193,737	373,300	512,700	593,905
汽车工业	2,349	2,957	3,895	4,877
OEM	619	743	844	968
知识产权	-	-	-	-
总计收入	215,938	398,818	539,563	622,987

日历年度	2025	2026E	2027E	2028年
FYE 一月：				
QoQ增长				
游戏				
专业可视化				
数据中心				
汽车工业				
OEM				
知识产权				
总计收入				

日历年度	2025	2026E	2027E	2028年
FYE 一月：				
同比增速				
游戏	41.3%	-15.1%	0.3%	5.5%
专业可视化	69.9%	156.8%	3.3%	4.5%
数据中心	68.2%	92.7%	37.3%	15.8%
汽车工业	38.7%	25.9%	31.7%	25.2%
OEM	59.1%	20.0%	13.5%	13.5%
知识产权	-	-	-	-
总计收入	65.5%	84.7%	35.3%	15.5%

附表51: 伯恩斯坦海贡损益表

净利润表	2025	2026E	2027E	2028年	2029E	2030E
收入	14,377	23,477	39,667	65,921	102,869	148,978
收入同比	57%	63%	69%	66%	56%	45%
销售成本 (输入为-)	(6,063)	(9,134)	(15,237)	(24,995)	(38,700)	(55,751)
毛利润	8,314	14,343	24,430	40,925	64,169	93,226
毛利率%	57.8%	61.1%	61.6%	62.1%	62.4%	62.6%
YoY Bp Δ年同比	580 bps	326 bps	49 bps	50 bps	30 bps	20 bps
销售费用	(633)	(702)	(1,064)	(1,570)	(2,224)	(2,994)
一般及管理费用	(134)	(279)	(427)	(644)	(952)	(1,319)
总收入支出	(767)	(981)	(1,491)	(2,215)	(3,176)	(4,313)
研发费用	(4,145)	(6,363)	(10,617)	(16,977)	(26,358)	(37,405)
财务收入/(支出)	175	139	207	245	448	824
净利润/净亏损(来自投资)	(4)	0	0	0	0	0
其他收入/(亏损)	33	16	53	71	120	168
总运营费用	(4,709)	(7,188)	(11,848)	(18,875)	(28,966)	(40,726)
比率分析 & 假设						
销售费用比率	(4%)	(3%)	(3%)	(2%)	(2%)	(2%)
行政管理费比率	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)
销售与行政费用比率	(5%)	(4%)	(4%)	(3%)	(3%)	(3%)
研发比例	(29%)	(27%)	(27%)	(26%)	(26%)	(25%)
财务比率	1%	1%	1%	0%	0%	1%
财务费用占期初的百分比						
净债务平衡(年度化)	(3%)	(3%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)
投资收益占期初的百分比						
LT投资平衡(年度化)	(20%)	1%	1%	1%	1%	1%
其他收入/(亏损)至销售额	0%	0%	0%	0%	0%	0%
总运营费用比率	(33%)	(31%)	(30%)	(29%)	(28%)	(27%)
销售费用比率	4%	3%	3%	2%	2%	2%
行政管理费比率	1%	1%	1%	1%	1%	1%
研发比例	29%	27%	27%	26%	26%	25%
金融、投资及其他						
盈亏比率	-1%	-1%	-1%	0%	-1%	-1%
营业利润率%	25%	30%	32%	33%	34%	35%
运营利润	3,605	7,154	12,582	22,050	35,203	52,500
运营利润率25.1%		30.5%	31.7%	33.4%	34.2%	35.2%
非经营性活动	(9)	--	--	--	--	--
税前利润	3,596	7,154	12,582	22,050	35,203	52,500
税费(输入费用为负数)	23	(715)	(1,258)	(2,205)	(3,520)	(5,250)
有效税率	0.6%	(10.0%)	(10.0%)	(10.0%)	(10.0%)	(10.0%)
净利润	3,619	6,439	11,324	19,845	31,682	47,250
损失/(收益)归因于						
非控制权益	1,074	1,706	3,001	5,259	8,396	12,521
少数股东权益占净利润的比例	29.7%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
公司归属于股东的所有利润	2,545	4,733	8,323	14,586	23,287	34,729
净利润率% 17.7%		20.2%	21.0%	22.1%	22.6%	23.3%
网络净利润同比	32%	86%	76%	75%	60%	49%
基本 EPS	1.10	2.04	3.59	6.30	10.05	14.99
稀释每股收益	1.10	2.04	3.59	6.30	10.05	14.99
基本EPS同比增长	32.5%	85.7%	75.9%	75.2%	59.6%	49.1%
股息	556	947	1,665	2,917	4,657	6,946
DPS	0.24	0.41	0.72	1.26	2.01	3.00
派息率	22%	20%	20%	20%	20%	20%

来源: WIND, 伯恩斯坦分析及预测

展品52: 伯恩斯坦·海贡资产负债表

资产负债表	2025	2026E	2027E	2028年	2029E	2030E
资产						
现金及等价物	8,874	13,719	15,766	21,747	38,762	66,421
金融资产交易持有 账户及其他应收款	--	--	--	--	--	--
预付款	7,153	9,790	13,901	21,908	31,009	39,167
存货	6,406	6,770	13,017	18,405	25,684	35,560
其他流动资产	2,641	1,337	2,775	5,574	7,249	11,171
总流动资产	25,074	31,617	45,459	67,635	102,705	152,318
	--	--	--	--	--	--
总固定资产, 无形资产, 在用运营资产						
投资物业	4,286	3,863	3,540	3,389	3,241	3,157
长期股权投资	32	32	32	32	32	32
善意	--	--	--	--	--	--
其他非流动资产	6,247	6,247	6,247	6,247	6,247	6,247
总计非流动资产	10,565	10,142	9,819	9,668	9,520	9,436
总资产	35,638	41,759	55,278	77,303	112,225	161,754
负债和股东权益						
应付账款及其他应付款	2,375	3,073	5,032	7,257	11,089	15,048
短期借贷	3,450	3,450	3,450	3,450	3,450	3,450
合同负债	2,019	2,149	3,823	6,353	9,826	14,330
其他流动负债	470	382	707	1,149	1,792	2,602
总流动负债	8,314	9,053	13,012	18,209	26,156	35,431
	-	-	-	-	-	-
长期的借款	500	400	300	200	150	100
其他非流动负债	856	856	856	856	856	856
总非流动负债	1,356	1,256	1,156	1,056	1,006	956
总负债	9,670	10,309	14,168	19,265	27,162	36,386
	-	-	-	-	-	-
资本储备 & 额外附加 首府	17,138	17,138	17,138	17,138	17,138	17,138
较少: 库存股票	(332)	(332)	(332)	(332)	(332)	(332)
保留盈余/(累计亏损)	5,677	9,463	16,122	27,791	46,420	74,203
其他全面收益/(亏损)	10	--	--	--	--	--
其他股权工具	--	--	--	--	--	--
总股东权益	22,493	26,269	32,928	44,597	63,226	91,009
少数股东权益	3,475	5,182	8,182	13,441	21,837	34,359
总权益	25,968	31,450	41,110	58,038	85,063	125,368
总负债和权益	35,638	41,759	55,278	77,303	112,225	161,754

来源: WIND, 伯恩斯坦分析及预测

展览53: 伯恩斯坦辉龙现金流量表

现金流量表	2025	2026E	2027E	2028年	2029E	2030E
净收入	3,619	6,439	11,324	19,845	31,682	47,250
折旧与摊销	1,860	1,433	1,366	1,226	1,190	1,137
其他人	897	--	--	--	--	--
营运资金资产	16,200	17,897	29,693	45,887	63,942	85,898
营运资本负债	5,720	6,459	10,418	15,615	23,562	32,836
净营运资本	10,480	11,439	19,275	30,273	40,381	53,061
资本净额变动	(4,279)	(958)	(7,836)	(10,998)	(10,108)	(12,681)
经营活动产生的现金	2,097	6,914	4,853	10,073	22,765	35,707
网络资本支出	(1,170)	(1,011)	(1,042)	(1,074)	(1,043)	(1,053)
现金支付的股权投资	(12)	--	--	--	--	--
其他投资	(2,750)	--	--	--	--	--
经营活动产生的现金	(3,931)	(1,011)	(1,042)	(1,074)	(1,043)	(1,053)
债务变动	1,537	(100)	(100)	(100)	(50)	(50)
股权变动	290	--	--	--	--	--
现金支付分红						
利润与利息偿还	(416)	(947)	(1,665)	(2,917)	(4,657)	(6,946)
其他与融资相关的现金支付活动	(326)	(10)	--	--	--	--
融资活动产生的现金	1,085	(1,057)	(1,765)	(3,017)	(4,707)	(6,996)
现金净额交换收益(损失)	--	--	--	--	--	--
期间现金净变动	(750)	4,846	2,046	5,982	17,015	27,658

来源: WIND, 伯恩斯坦分析及预测

披露附录

I. 应披露事项

在本次公开信息中，“Bernstein”或“公司”一词所指代的具体实体如下：Bernstein Institutional Services LLC（自2024年4月1日起），Sanford C. Bernstein & Co., LLC（2024年4月1日之前），Bernstein Autonomous LLP，BSG France S.A.（自2024年4月1日起），Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited 盛博香港有限公司，Sanford C. Bernstein (Canada) Limited，Sanford C. Bernstein (India) Private Limited（SEBI注册号INH000006378），Sanford C. Bernstein (Singapore) Private Limited，Sanford C. Bernstein Japan KK（サンフォード・C・バーンスタイン株式会社）以及受雇于Société Générale Africa Technologies & Services、根据Bernstein与Société Générale之间的全球服务协议提供Bernstein研究分析服务的分析师。

贝林斯坦是法国兴业银行（SG）和美国伯恩斯坦有限公司（AB）的合资企业的一部分。除非特别注明，本披露中关于贝林斯坦“关联方”的提及涉及SG和AB及其各自的关联方。

估值方法

ARM Holdings PLCARM控股有限公司

对于ARM，我们将我们31财年的每股收益（EPS）预估11.86美元乘以42倍，得到目标股价为500美元。

软银集团股份有限公司

对于软银，我们将其一年期净资产价值（NAV）5720亿美元打30%折扣，以美元兑日元汇率为159.21，计算出我们的目标股价为11200日元。

汇龙信息技术有限公司

我们重视海光（中文名：海光，市值约450亿元人民币），基于2028预期每股收益6.30元人民币和71倍市盈率。

Advanced Micro Devices Inc. 高级微设备公司

对于AMD，我们将其FY27/FY28非GAAP每股收益估算平均值（约\$17.07）乘以约35倍，得出600美元的价格目标。

英特尔公司

对于INTC，我们将平均的FY27/FY28销售额预估（约661亿美元）乘以8倍EV倍数，得出100美元的目标价。

英伟达公司

我们对2028财年（2027财年）非美国通用会计准则每股收益的估计值12.52美元应用了约25倍的价格倍数，并将我们的目标股价定为315美元。

风险

ARM Holdings PLCARM控股有限公司

对Arm的价格目标造成下行风险的因素包括：新AGI CPU业务增长放缓和服务器CPU市场份额增长不足；不同终端市场版税增长率提升缓慢；v9和CSS渗透率增长放缓；加速AGI CPU业务的成本高于预期；以及维持大规模预测增长的运营成本高于预期。

软银集团股份有限公司

对我们为软银设定的价格目标的下行风险包括：(1) Arm的估值低于预期，受其新兴AGI CPU业务增长放缓和服务器CPU领域市场份额增长有所驱动；(2) 在OpenAI面临激烈竞争的背景下，可能出现市场份额流失；(3) OpenAI的货币化策略执行风险，特别是其扩大收入以抵消不断上升的运营费用和计算成本的能力；(4) 财政稳定性风险，包括因持续大规模投资OpenAI和其他战略举措可能导致的信用评级下调。

汇龙信息技术有限公司

负面影响风险：

- 未能开发下一代服务器CPU产品或跟上英特尔/AMD的技术迭代。
- 由于海光科技被列入美国BIS实体清单，与其AMD技术授权和先进节点晶圆厂产能相关的供应链风险。
- 未来几年，由于中国宏观经济预期不如预期疲软，中国Xinchuang服务器部署放缓的相关风险。
- 鉴于辉龙被列入实体清单，美国及其西方盟友可能继续对公司施加越来越严格的制裁。

Advanced Micro Devices Inc. 高级微设备公司

潜在风险包括PC市场下滑，特别是在下半年，AI GPU客户集中度，市场份额趋势，利润压力，以及AI支出环境的整体可持续性。

英特尔公司

对英特尔（INTC）价格目标的上涨风险包括预期之外的PC或数据中心增长、微处理器平均售价（ASP）强劲、相邻业务取得重大成功、进一步的市场份额增长，或可能的战略/结构变动。下行风险包括宏观经济逆风、进一步路线图延误、更大利润率逆风或更大的市场份额损失。

英伟达公司

我们对目标股价的下行风险包括短期内业务趋势可能出现的波动性、关键终端市场预期收入增长放缓（影响股价倍数并降低运营杠杆）、竞争对手对股价或定价施压的风险、客户转向内部硅片，以及与技术出口相关的监管风险。

评分定义、基准和分布**股权评级定义****伯恩斯坦品牌**

The Bernstein brand evaluates stocks based on the forecast of their relative performance over the next 12 months compared with the S&P 500 of U.S. and Canadian-listed stocks, with the Bloomberg Europe Developed Markets Large and Mid Cap Price Return Index EUR (EDME) for stocks listed on European exchanges and emerging markets exchanges outside the Asia-Pacific region, with the Bloomberg Japan Large and Mid Cap Price Return Index USD (JPL) for stocks listed on Japanese exchanges, and with the Bloomberg Asia ex-Japan Large and Mid Cap Price Return Index (ASIA) for stocks listed on Asian (excluding Japan) exchanges - unless otherwise specified.

The Bernstein brand has three categories of ratings:

- **超越**：该股票的表现将超过市场指数15个百分点以上
- **市场表现**：股票的表现将与市场指数一致，波动范围在±15个百分点以内。
- **表现不佳**：股票的表现将落后于市场指数超过15个百分点

覆盖暂停：Bernstein研究品牌下某公司的覆盖已暂停。评级和目标价已临时暂停，不再有效，因此不应依赖。

未评级：指在当前时刻无法准确估值的股票或公司业绩时被赋予的评级。覆盖分析师可以继续发布关于该公司的研究报告，以更新投资者关于事件和发展的信息。

未覆盖 (NC) 表示不在覆盖范围内的公司。

伯恩斯坦品牌股票评级基于12个月的时间范围。

自主品牌 - 公共股票

The Autonomous brand rates common stocks as indicated below. As our benchmarks, we use the Bloomberg Europe 500 Banks And Financial Services Index (BEBANKS), the Bloomberg Europe Dev Mkt Financials Large and Mid Cap Price Ret Index EUR (EDMFI) index for developed European banks and Payments, the Bloomberg Europe 500 Insurance Index (BEINSUR) for European insurers, the S&P 500 and S&P Financials for US banks and Payments coverage, S5LIFE for US Insurance, the S&P Insurance Select Industry (SPSIINS) for US Non-Life Insurers coverage, and the Bloomberg Emerging Markets Financials Large, Mid and Small Cap Price Return Index (EMLSF) for emerging market banks and insurers and Payments. Ratings are stated relative to the sector (not the market).

自主品牌有三个常见股票评级类别：

- 超群 (OP) : 股票涨幅将超过相关指数10个百分点以上
- (N): 股票的表现将与市场指数相符, 波动在±10个基点内
- 表现不佳 (UP) : 股价将低于相关指数超过10个百分点

服务暂停：自研品牌下某公司的研究报告服务已被暂停。评级和价格目标临时暂停，不再有效，因此不应依赖。

未评级：指在当前时刻无法准确估值的股票或公司业绩时被赋予的评级。覆盖分析师可以继续发布关于该公司的研究报告，以更新投资者关于事件和发展的信息。

Those denoted as 'Feature' (for example, Feature Outperform FOP, Feature Under Outperform FUP) are our core ideas.

未覆盖 (NC) 表示不在覆盖范围内的公司。

自主牌普通股评级基于12个月的时间范围。

自主品牌——优先股

The Autonomous brand has three categories of preferred stock ratings:

- 预期该优先工具的总回报将在未来六个月内超过其他在类似领域或评级类别中运营的发行人发行的优先证券。
- (N)：预计在未来六个月内，该优先工具的总回报率将与其他在类似行业或评级类别运营的发行人的优先证券表现一致。
- (表现不佳 UP)：预计在未来六个月内，该优先股的总回报将低于在其他类似行业或评级类别运营的发行人的优先股。

自主优先股评级基于6个月的时间范围。

自主信用研究

在本报告中，对于根据《市场操纵规定》第3(1)(35)条定义的信用工具的投资建议，以下信息呈现是为了符合其披露要求。

报告可能还包括对其他自主或伯恩斯坦分析师就本报告中所提及发行人权益证券所发表意见的引用。请注意，本报告作者发布的信用工具投资建议可能与本报告中所提及的发行人权益证券分析师的公开发表观点不同，反之亦然。

信用评级定义

The Autonomous brand has three categories of credit ratings: 自主品牌有三个信用评级类别：

- 信贷超越 (C-OP)：预计在接下来六个月内，参考信贷工具的总回报将超越在类似行业或评级类别运营的其他发行人债券的信用利差。
- 信用中性 (C-N)：预计在未来六个月内，参考信用工具的总回报将与其他在同一行业或评级类别运营的发行人债券的信用利差保持一致。
- 信用表现不佳 (C-UP)：预计在未来六个月内，参考信用工具的总回报将低于在类似行业或评级类别中运营的其他发行人债券的信用利差。

自主信用评级基于6个月的时间范围。

本报告作者提供的所有投资建议清单及信用评级历史，可根据要求提供。

公司对何时启动、更新和停止研究覆盖拥有唯一决定权。公司已建立、维持并依赖信息隔离措施来控制包含在一个或多个区域（即私人方面）内的信息流动，以及进入公司的其他区域、单位、团队或附属机构（即公共方面）。

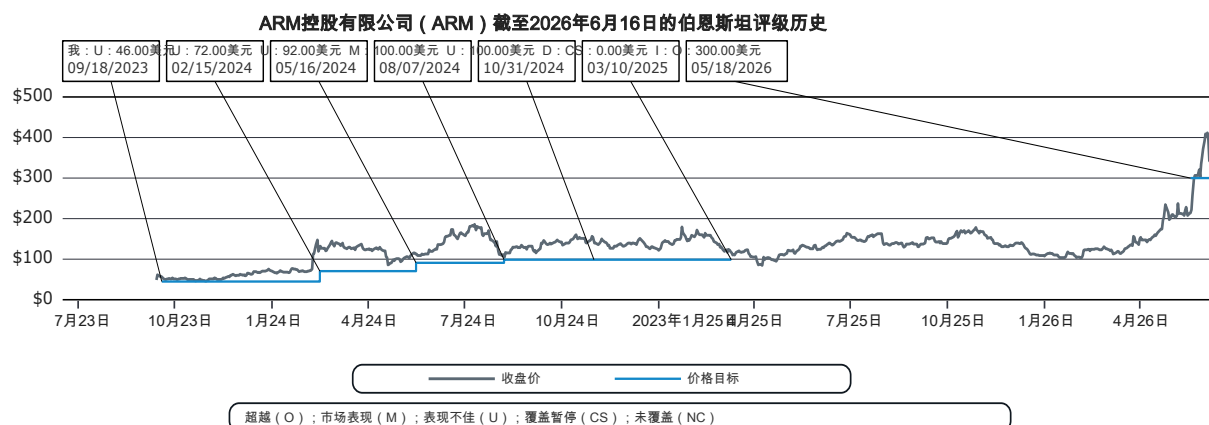
股权评级/投资银行服务分布

股权评级	市场操纵法规 (MAR) 以及美国金融业监管局评级类别	全球评分分布	投资银行关系*
超越	购买	51.1%	16.5%
市场表现 (伯恩斯坦品牌) 中性 (自主品牌)	保持	36.3%	17.8%
表现不佳	卖	12.6%	14.9%

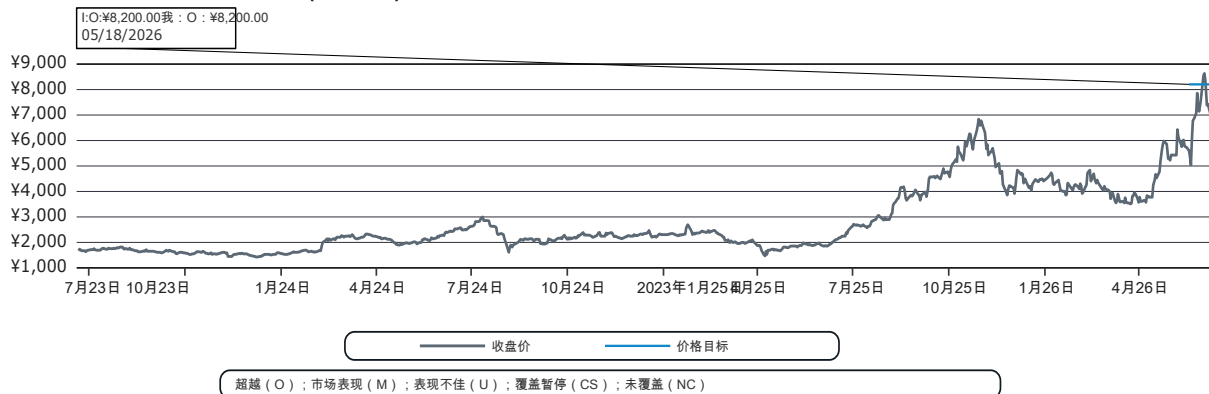
这些数字代表在过去12个月内，伯恩斯坦的分支机构为每个股权评级类别内的公司提供投资银行服务的百分比。截至2026年3月31日。所有数据均按季度更新。

价格图表/评级和价格目标历史

在2024年4月1日之前，Sanford C. Bernstein & Co., LLC. 在下图中发布了以下公司的评级和目标价信息：Advanced Micro Devices Inc、Intel Corp 和 NVIDIA Corp。



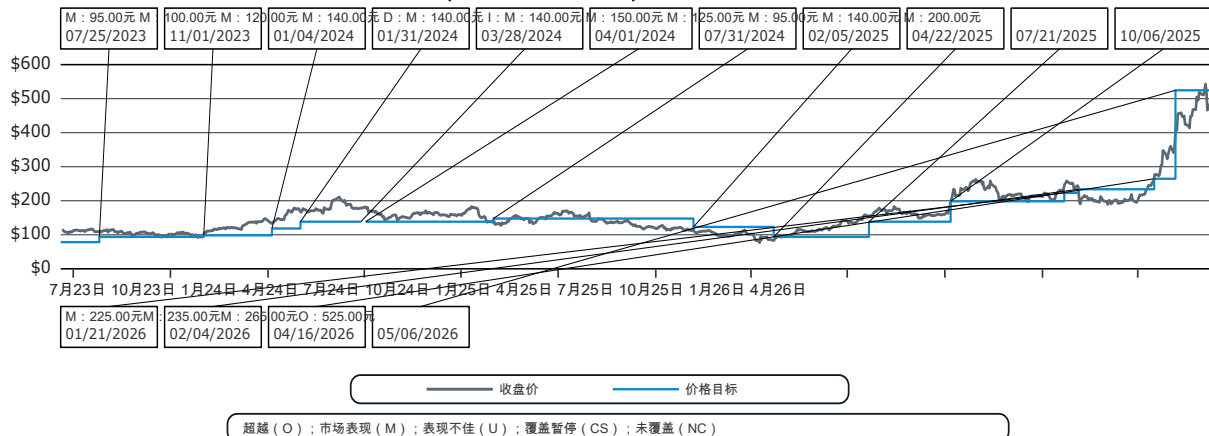
软银集团 (9984.JP) 截至2026年6月16日的伯恩斯坦评级历史

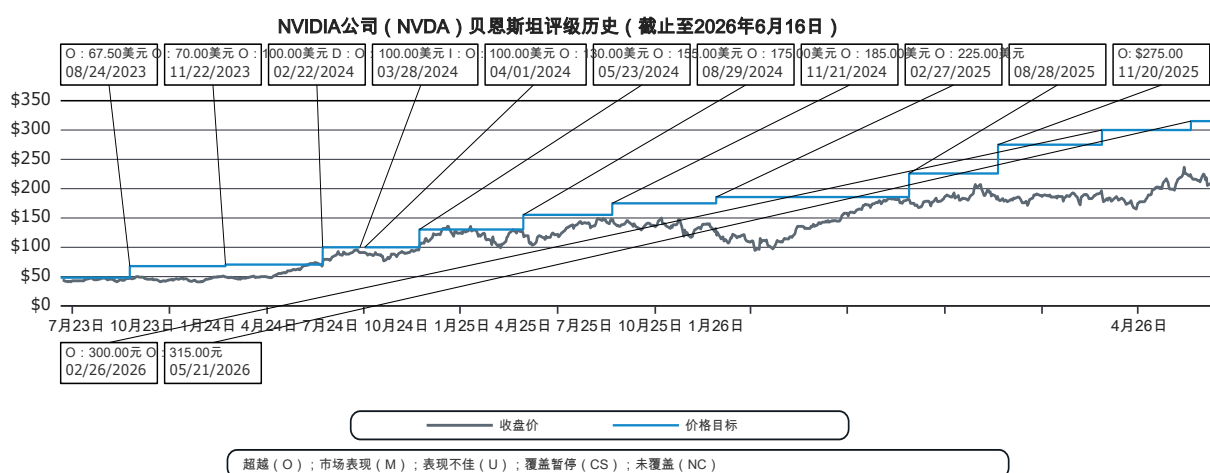
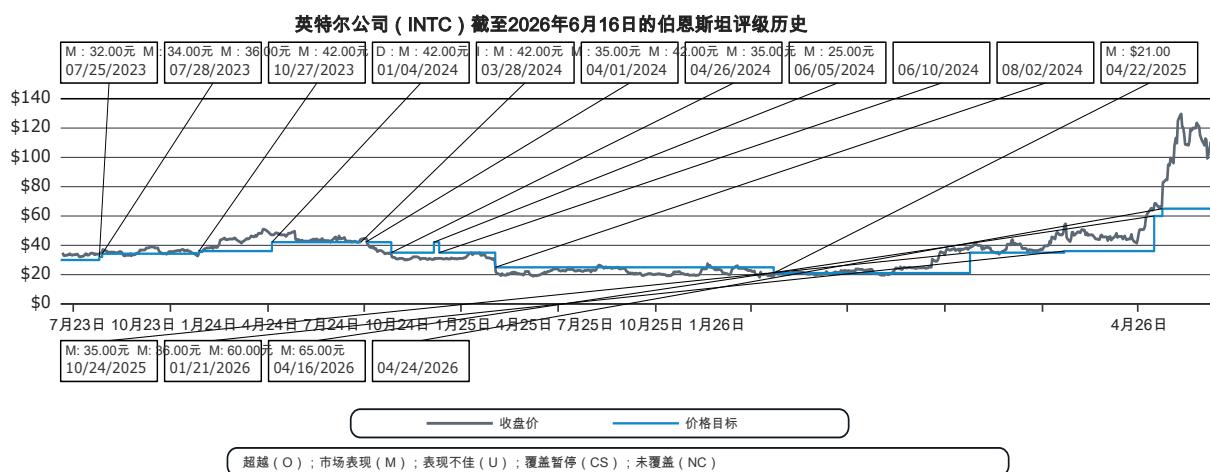


华云信息科技有限公司 (688041.CH) 伯恩斯坦截至2026年6月16日的评级历史



AMD在伯恩斯坦的评级历史 (截至2026年6月16日)





所有图中列出的价格目标和收盘价数据均按本报告“股票代码表”中所述货币计价。

利益冲突

本报告中所称的Gartner相关陈述系伯恩斯坦对Gartner公司作为联席订阅服务内容发布的数据、研究观点或观点的解读，未经Gartner公司审查。Gartner的每一出版物均以原始发布日期为准（而非本报告日期）。Gartner出版物中所表达的见解并非事实陈述，并且可能随时更改，恕不另行通知。

Stacy A. Rasgon持有多种加密货币的长期头寸。Bernstein及其关联方在过去十二个月内因投资银行业务从软银集团股份有限公司获得了报酬。

Bernstein及/或其关联方在过去十二个月内已从以下客户处获得了非投资银行业务的证券相关产品或服务的报酬：ARM Holdings PLC、SoftBank Group Corp 和 Intel Corp。

Bernstein在过去十二个月内已从以下客户处获得非投资银行业务的证券相关产品或服务的补偿：NVIDIA公司。

伯恩斯坦及其关联方预计将在未来三个月内从软银集团股份有限公司获得或寻求投资银行业务的报酬。

某些伯恩斯坦的分支机构在以下公司的股票证券中充当做市商或流动性提供者：ARM控股公司、高级微设备公司、英特尔公司以及英伟达公司。

某些贝尔斯坦分公司在以下公司的债券市场充当做市商或流动性提供者：ARM控股公司、软银集团和英特尔公司。

过去十二个月中，伯恩斯坦及其关联方与软银集团股份有限公司保持了投资银行业务客户关系。

过去十二个月内，伯恩斯坦的关联方管理或共同管理了软银集团股份有限公司的证券公开发行。

其他事项

所列分析师受雇的法人实体及其所在地可以通过他们的国家代码确定。
电话号码，如下所示：

- +1 贝尔斯坦机构服务有限责任公司；美国纽约州纽约
- +44 伯恩斯坦自主合伙企业；伦敦 英国
- +212 Société Générale Africa Technologies & Services；摩洛哥卡萨布兰卡
- +33 BSG 法国有限公司；法国，巴黎
- +34 BSG France S.A.；马德里，西班牙
- +41 伯恩斯坦自主合伙企业；瑞士日内瓦
- +49 BSG France S.A.；德国法兰克福
- +91 圣福德·C·伯恩斯坦（印度）私人有限公司；印度孟买
- +852 Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited 盛博香港有限公司；中国香港
- +65 瑞信·桑福德·伯恩斯坦（新加坡）私人有限公司；新加坡
- +81 瑞士银行日本有限公司；日本东京

该报告系由非美国分支机构聘用的研究分析师编制时，除非以下明确说明，该分析师（们）未注册为伯恩斯坦机构服务有限责任公司或任何其他美国证券交易委员会（SEC）注册经纪交易商的关联人员，也未获得美国证券业协会（FINRA）的研究分析师许可或资格。因此，该分析师（们）可能不受FINRA关于研究分析师与上市公司沟通、研究分析师与投资银行业务人员互动、研究分析师参与投资银行业务交易相关的招揽和市场推广活动、研究分析师的公开露面以及研究分析师账户持有证券交易的限制（包括其他事项）。

本报告如由 Société Générale Africa Technologies & Services（法国兴业集团子公司）的雇员研究分析师编制，则系代表伯恩斯坦公司根据伯恩斯坦与法国兴业集团之间签订的全球服务协议编制。

认证

本报告中所列出的每位研究分析师，主要负责本报告内容的准备，均证明该分析师在此出版物中表达的所有观点均准确反映了该分析师对所涉证券或发行人个人观点的全部内容，且该分析师的报酬部分，无论是目前、过去还是将来，均未直接或间接与其在出版物中的具体推荐或观点有关。

II. 进一步全球冲突披露

公司拥有完全的自由决定何时启动、更新和停止研究覆盖。公司已建立、维护并依赖于信息隔离墙来控制公司内部一个或多个区域（即私人方面）内的信息流动，以及流向公司的其他区域、单位、团队或附属机构（即公共方面）。

III. 其他重要信息和披露

“Bernstein”和“Autonomous”研究产品分别维持独立品牌。

- Bernstein生产多种不同的研究产品,包括但不限于“自主”和“Bernstein”品牌下的基本面分析和量化分析。一种研究产品中的建议可能与另一种类型的研究产品中的建议不同,无论是因为不同的时间范围、方法或其他原因。此外,在一个品牌下发布的研究产品中的观点或建议可能与在另一个品牌下发布、同类型研究产品中的观点或建议不同。两个品牌的研究评级系统以及与这些评级系统相关的其他信息包含在上一个章节中。

- 自主业务在以下实体中作为独立业务单元运营:伯恩斯坦机构服务有限责任公司、伯恩斯坦自主有限责任公司、盛博香港有限公司(Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited)和盛博印度私人有限公司(Sanford C. Bernstein (India) Private Limited)。有关“自主”品牌产品(包括某些销售材料)的信息,请访问:www.autonomous.com。有关伯恩斯坦品牌产品的信息,请访问:www.bernsteinsresearch.com。

分析师的薪酬基于他们对研究品牌的总体贡献,这些贡献通过账户渗透率、生产力以及投资想法的主动性来衡量。没有分析师的薪酬是基于他们在投资银行收入生成中的表现或贡献。

本报告由独立分析师编制,该分析师的定义符合欧盟596/2014市场操纵条例(“MAR”)第3条第1款第34项第1款以及根据2018年欧盟(退出)法案成为英国国内法的一部分的同一条例。

致美国的读者: 伯恩斯坦机构服务有限责任公司,经美国证券交易委员会(“SEC”)注册,是美国金融业监管局(“FINRA”)的成员,正在美国分发此出版物,并对其内容承担责任。当此材料包含对债务产品(们)的分析时,此类材料仅适用于机构投资者,且不受适用于为零售投资者准备的债务研究适用的美国独立性和披露标准所约束。

Bernstein机构服务有限责任公司可以以其自身名义或作为他人的代理人(包括关联方)参与销售或购买本报告中提到的任何证券。本报告旨在满足任何特定个人、实体或账户的目标或需求。

致加拿大读者: 如果这份出版物涉及加拿大注册的公司,它将由桑福德·C·伯恩斯坦(加拿大)有限公司在加拿大分发,该公司由加拿大投资监管局许可和监管。如果出版物涉及非加拿大注册的公司,它将由伯恩斯坦机构服务有限责任公司分发,该公司获得美国证券交易委员会(SEC)和金融业监管局(FINRA)的许可和监管,并按照国际经销商豁免规定进入加拿大。

此文件未经许可,不得在加拿大提供给任何人士,除非该人士符合NI 31-103第1.1节中定义的“许可客户”。

致我们在巴西的读者: 本出版物由伯恩斯坦机构服务有限责任公司编制,巴西地区本报告的发行由巴西BTG Pactual S.A.(“BTG”)负责。

致大不列颠的读者: 本出版物已由在英国授权和受金融 Conduct Authority 监管的Bernstein Autonomous LLP发行或批准发行,公司位于伦敦60 London Wall, 伦敦EC2M 5SH, 电话: +44 (0)20-7170-5000。在英国及威尔士注册号为OC343985。

本文件仅限以下人员分发:(一)具有与2000年金融服务和市场法案(金融促销)命令第19(5)条相关的投资事项的专业经验;(二)属于金融促销命令第49(2)(a)至(d)条的人员(即“高净值公司、非公司团体等”);(三)位于英国境外;(四)可以合法地传达或导致传达参与与任何证券发行或销售相关的投资活动(根据FSMA第21条的含义)邀请或诱导的人员(所有此类人员统称为“相关人员”)。本文件仅针对相关人员,非相关人员不得采取行动或依赖本文件。本文件所涉及的投资或投资活动仅向相关人员提供,并且仅与相关人员进行。

致欧洲经济区成员国读者: 本出版物由BSG France SA发行,该公司经Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)和Autorité des Marchés Financiers (AMF)授权和监管。

致香港的读者: 本出版物由盛博香港有限公司(Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited)在香港分发,该公司经香港证券及期货事务监察委员会(中央实体编号AXC846)许可和监管,可进行第4类(证券咨询)受规管活动,并受所述许可条件的约束。

SFC 公共登记册 (<https://www.sfc.hk/publicregWeb/corp/AXC846/details>)。本出版物仅面向《证券及期货条例》(第571章)定义的专业投资者。本报告的目的是仅为分析本报告中提到的发行人,并不旨在违反香港法律的任何目的。

致新加坡的读者: 该出版物由新加坡Sanford C. Bernstein (新加坡)有限公司在新加坡分发,仅面向符合《新加坡2001年证券和期货法》(“SFA”)定义的合格投资者或机构投资者。新加坡的收件人应就与此出版物相关或关联的事项联系Sanford C. Bernstein (新加坡)有限公司。Sanford C. Bernstein (新加坡)有限公司受新加坡金融管理局监管,并依据SFA获得资本市场服务许可证,持有证券和集体投资计划交易许可证,以及获得豁免财务顾问资格,可就证券的咨询、发行和发布分析报告提供服务。Sanford C. Bernstein (新加坡)有限公司在新加坡注册,公司登记号为20213710W,地址位于新加坡滨海湾金融中心8号滨海大道#12-01,新加坡018981,电话:+65-6326-7000。

致中华人民共和国的读者: 本文件所提及的证券尚未提供或出售,且不得直接或间接在中华人民共和国境内(不包括香港和澳门特别行政区或台湾,简称“中国”)提供或出售,违反中国法律。

本文件不构成向任何在中国境内进行该等要约或招揽为非法的人士出售或购买任何中国内地证券的要约或招揽邀请。

我们不代表此文件可在遵守中华人民共和国(“PRC”)任何适用的注册或其他要求的情况下合法分发,或任何证券可以合法提供,或根据该规定下的豁免进行,也不承担促进此类分发或提供的任何责任。特别是,我们未采取任何可能允许在中国(“PRC”)进行任何证券公开发行或分发此文件的行动。因此,此文件或任何其他文件均不通过此文件或其他文件在中国(“PRC”)提供或销售证券。除符合任何适用法律法规的情形外,本文件、任何广告或其他提供材料均不得在中国(“PRC”)分发或发布。

致日本的读者 本出版物由日本三井·C·伯恩斯坦株式会社(サンフォード・C・バーンスタイン株式会社)在日本发行,该公司在日本注册为金融工具业务运营商,受东京地方财务局(注册号:东京地方财务局金融工具业务运营商主任No.3387)监管,并受金融服务机构监管。它还是日本投资管理协会的成员。本出版物仅面向日本合格的机构投资者,如《金融工具和交易所法》第二条第(3)款第(i)项所定义。

对于获得大和证券集团股份有限公司(“大和”)授权访问Bernstein网站的在日本的机构客户读者,您访问此文件不应被解释为Bernstein向您提供任何投资建议。虽然Bernstein准备了此文件,您与大和的关系,并将继续与大和的关系存在,Bernstein既无任何与您订立的契约关系,也无对您承担任何义务。

致澳大利亚的读者: Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited 盛博香港有限公司负责在澳大利亚分发研究。它在美国法律下由证券交易委员会监管,在英国法律下由金融服务管理局监管,这与澳大利亚法律不同。Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited 盛博香港有限公司根据2001年公司法,在向批发客户提供以下金融服务方面,免于持有澳大利亚金融服务许可证的要求:

- 提供金融产品建议;
- 从事金融产品交易
- 创造一个金融产品的市场;并且
- 提供监护或寄存服务。

致印度读者: 本出版物由印度Sanford C. Bernstein (India) Private Limited (SCB印度)发行,该公司根据2014年《印度证券交易委员会(研究分析师)规定》作为研究分析师实体,经印度证券交易委员会(“SEBI”)许可和监管,注册号为INH000006378,同时作为证券经纪人,注册号为INZ000213537。SCB印度目前正在从事提供研究和证券经纪服务业务。如需更多信息,请访问www.bernsteinresearch.in。

- SCB India是一家根据2013年《公司法》于2017年4月12日注册成立的私营有限公司,拥有企业识别号U65999MH2017FTC293762,注册办公地点位于第一国际金融中心3A层第4层。

中心, C-54号和C-55号地块, G区, 靠近CBI办公室, 班德拉-库拉拉综合体, 班德拉(东), 孟买400098, 马哈拉施特拉邦, 印度(电话号码: +91-22-68421401)。

- 关于SCB印度联营公司(即分支机构/子公司)的详细信息, 请发送电子邮件咨询 MUM-伯恩斯坦-InCompliance@bernsteinsg.com。
- 截至本报告之日, 印度SCB没有任何纪律历史。
- 除上述所述外, SCB India及其/或其关联公司(即附属机构/集团公司), 撰写本报告的研究分析师及其亲属
 - 不具有该目标公司的任何财务利益
 - 不具备对目标公司证券的实际/受益所有权, 持股比例不超过1%。
 - 并不参与任何为印度公司提供投资银行服务的活动。
- 过去十二个月内未曾独立管理或联合管理过任何印度公司的公开募股。
- 过去12个月内, 从该公司未获得投资银行服务或商人银行业务的任何补偿。
- 在过去十二个月内, 尚未从该公司获得经纪服务费用补偿。
- 尚未收到与本报告具体推荐或观点相关的, 来自该公司或第三方补偿或其他利益。
- 目前不担任、但未来可能会作为报告涵盖的公司的金融工具的市场做市商行事。
- 截至本报告日期, 本人对此事公司并无任何利益冲突。
- 除了上述情况外, 目标公司在过去十二个月中并非SCB印度的客户。在过去十二个月内, SCB印度及其关联方(即附属公司/集团公司)未从目标公司获得除投资银行、商人银行或经纪服务以外的任何产品或服务的报酬。
- 主要研究报告分析师、分析师团队成员及其家庭成员并非报告中所涉及公司的官员、董事、雇员或顾问委员会成员。
- 我们的合规官/投诉官是Rupal Talati女士, 您可以通过+91-22-68421451与她取得联系。 MUM-伯恩斯坦-InCompliance@bernsteinsg.com / scbin-investorgrievance@bernsteinsg.com
- 《SCB印度研究投资者宪章》和《SCB印度服务条款和条件》可在其网站上查阅, 访问方式如下: [桑德福德·C·贝恩斯坦\(印度\)有限公司](https://bernsteinresearch.in/) (https://bernsteinresearch.in/) 作为参考。
- 免责声明: SEBI颁发的注册和NISM颁发的认证, 在任何情况下都不是对中介机构业绩的保证, 也不能为投资者提供任何收益保障。证券市场投资存在市场风险。投资前请仔细阅读所有相关文件。

致瑞士的读者们: 本文件由瑞士的Bernstein Autonomous LLP提供或通过其提供, 仅向符合《瑞士集体投资计划法》(“CISA”)第10条定义的合格投资者提供, 并严格遵守集体投资计划条例的相关条款和瑞士适用法律及规定。本文件中提到的产品可能不适合所有类型的投资者。本文件基于瑞士银行家协会(SBA)于2008年1月发布的《金融研究独立性指南》。

致中东的读者: Bernstein Autonomous LLP, DIFC分支机构的主办公地为迪拜自贸区06号门村, 阿拉伯联合酋长国。Bernstein Autonomous LLP, DIFC分支机构受迪拜金融服务局(DFSA)监管, 注册号为CL10040, 负责安排投资交易和就金融产品提供咨询。所有沟通和服务仅针对专业客户和交易对手方(如DFSA定义)。

《规则手册》)。除专业客户和市场交易对手之外的人员,例如零售客户,并不是我们通信或服务的预期接收者。

法律

所有研究出版物都会通过公司在bernsteinresearch.com和autonomous.com等受密码保护的网站上发布,供客户获取。部分研究出版物也通过第三方供应商提供给客户,或者通过其他电子方式重新分发,以便客户方便获取。

该出版物已根据公司关于投资研究利益冲突管理的政策发布和分发,该政策的副本可通过伯恩斯坦机构服务有限责任公司获取,地址:纽约州纽约市帕克大道245号,合规总监,邮编10167。关于伯恩斯坦业务的额外披露和信息可在我们的网站上找到:www.bernsteinresearch.com。

所述证券可能在某些司法管辖区或对某些投资者类别不可销售,因为这些许可配置与所述实体的许可证不一致。本文件仅按法律允许的范围分发。本出版物不针对、也不打算分发给或供任何公民、居民或位于任何地区、州、国家或其他司法管辖区的人员或实体使用,在该司法管辖区进行此类分发、出版、可用性或使用可能违反法律或法规,或者可能使本文件中提及的任何实体或其子公司或关联公司在该司法管辖区受到任何注册或许可要求。本出版物基于我们认为可靠的公开来源,但我们不对出版物的准确性或完整性作出任何保证。我们不承诺向您通知报告的信息或本文件中的任何意见的任何变更。本出版物由本文件中提及的实体准备和发布,以分发给符合条件的交易对手或专业客户。本出版物不是购买或出售任何证券的出价,也不构成投资、法律或税务建议。此处所指的投资可能不适合您。投资者必须根据其具体情况,在与专业顾问协商后自行作出投资决策。投资的价值可能会波动,以外币计价的投资可能会因汇率变动而价值波动。投资过去的表现不一定是未来表现的指南、指标或保证。

本报告仅针对“合格交易对手”、“专业客户”、“机构投资者”和/或“专业投资者”(如上述监管机构所定义),且不得分发给上述监管机构定义的零售客户。收到本报告的零售客户应注意到,本报告中提及的实体向其提供的服务不可用,且不应依赖本报告中的内容做出投资决策。此类行为不会使本报告中提及的实体对因此产生的任何损失承担赔偿责任,因为本报告中提及的实体未注册/授权/许可与零售客户进行交易,并且不会与零售客户签订任何合同协议/安排。本报告的提供以客户与上述实体可能达成的任何协议的条款和条件为依据。所有研究报告均以电子出版物形式同步发送给合格客户。

本报告中的信息由Bernstein仅为其客户的内部商业使用而编制。客户仅可为此有限用途存储、展示、分析、重新格式化和打印报告中的信息。客户不得复制、修改、创建衍生作品、转售、逆向工程、商业利用、分享或以任何目的分发报告中所包含的任何信息部分,除非获得Bernstein的明确书面同意。这些限制包括提取数据或使用内容开发指数或其他产品。此外,您不得使用本报告或本报告的任一部分来训练或微调任何第三方机器学习或人工智能系统,或作为此类系统的提示或输入。未经Bernstein的明确书面同意,您也不得就您自己的内部机器学习或人工智能系统做上述任何行为。

伯恩斯坦可能在准备其资料时使用人工智能工具。所有此类资料在发布前均由伯恩斯坦的研究分析师进行审查。

本报告仅用于信息参考,基于我们认为可靠的当前公开信息编制,但本报告中提到的实体不对所包含信息的来源或数据的准确性、完整性、非误导性或其适合预期用途进行保证或代表(明示或暗示)。尽管本报告中提到的实体依赖可信的数据提供商,但不应将其作为此类信息依赖。所表达的观点仅是作者在材料上所示日期的当前观点,我们不承担通知您关于报告信息或观点变化的任何责任。

任何关于法国兴业银行的提及都纯粹基于事实,基于公开可获得的信息,仅用于比较目的。这些提及并不构成对法国兴业银行证券的意见或推荐。

本出版物由本文件所指实体编制并发表,以分发给符合条件的交易对手或专业客户。本报告中的信息旨在广泛传播,不构成购买或出售任何证券、投资、法律或税务建议,也不构成任何上述监管机构定义的个人推荐。它未考虑个别投资者的特定投资目标、财务状况或需求。本报告未经上述任何监管机构审查,也不代表上述监管机构的任何官方推荐。此处提到的投资可能不适合您。投资者必须在咨询财务顾问关于投资产品适宜性的建议后,根据任何推荐接受者的特定投资目标、财务状况或特定需求,自行做出投资决策,在接受者承诺购买投资产品之前。

本报告所含分析基于众多假设。不同的假设可能导致结果实质性不同。本报告中的信息不构成、也不构成任何出售或发行、购买或认购股份,或诱导参与任何其他投资活动的要约。本报告中提及的任何证券或金融工具的价值可能会根据市场条件波动。投资过去的业绩并不一定是未来表现的指南、指标或保证。本报告中的研究分析师对未来业绩的估计基于可能因市场波动等不可预见因素而无法实现的假设。对于以外币计价而非客户本国货币计价的证券或金融工具,汇率的变动将影响价值,可能有利也可能不利。在采取本报告中任何建议之前,收件人应考虑投资本报告中提及的证券或金融工具的适当性,并在必要时寻求独立的专业建议。

所述证券可能在某些司法管辖区或对某些投资者类别不可销售,因为这些许可配置文件与本文件中提到的实体的许可不一致。本文件仅按法律允许的范围内分发。它不针对、也不打算向任何公民或居住在、位于任何地方、州、国家或其它管辖区的人员或实体分发或使用,在该管辖区此类分发、出版、可用性或使用可能违反法律或法规,或使本文件中提到的实体受到该管辖区的任何监管或许可要求的约束。

来源:彭博指数有限公司。BLOOMBERG®是彭博金融公司及其关联公司(统称为“彭博”)的商标和服务标记。彭博及其许可人拥有彭博指数的所有专有权利。彭博或彭博的许可人并不批准或认可该材料,也不保证其信息的准确性和完整性,并不对该信息的任何结果承担任何明示或默示的保修责任,并且依据法律允许的最大限度内,对与此相关产生的伤害或损失不承担任何责任或责任。

本材料的任何部分未经以下所述实体的事先同意,不得复制、分发、传播或以其他方式提供。版权由Bernstein Institutional Services LLC、Bernstein Autonomous LLP、BSG France S.A.、Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited 盛博香港有限公司、Sanford C. Bernstein (Canada) Limited、Sanford C. Bernstein (India) Private Limited (SEBI注册号INH000006378)、Sanford C. Bernstein (Singapore) Private Limited和Sanford C. Bernstein Japan KK (サンフォード・C・バーンスタイン株式会社)拥有。所有权利保留。本材料中包含的商标和服务标志均为各自所有者的财产。任何未经授权的使用或披露均严格禁止。如果未经授权的使用导致以下所述实体及其在Bernstein和Autonomous品牌下发布的研究受到诽谤和/或声誉风险,则所述实体可能采取法律行动。