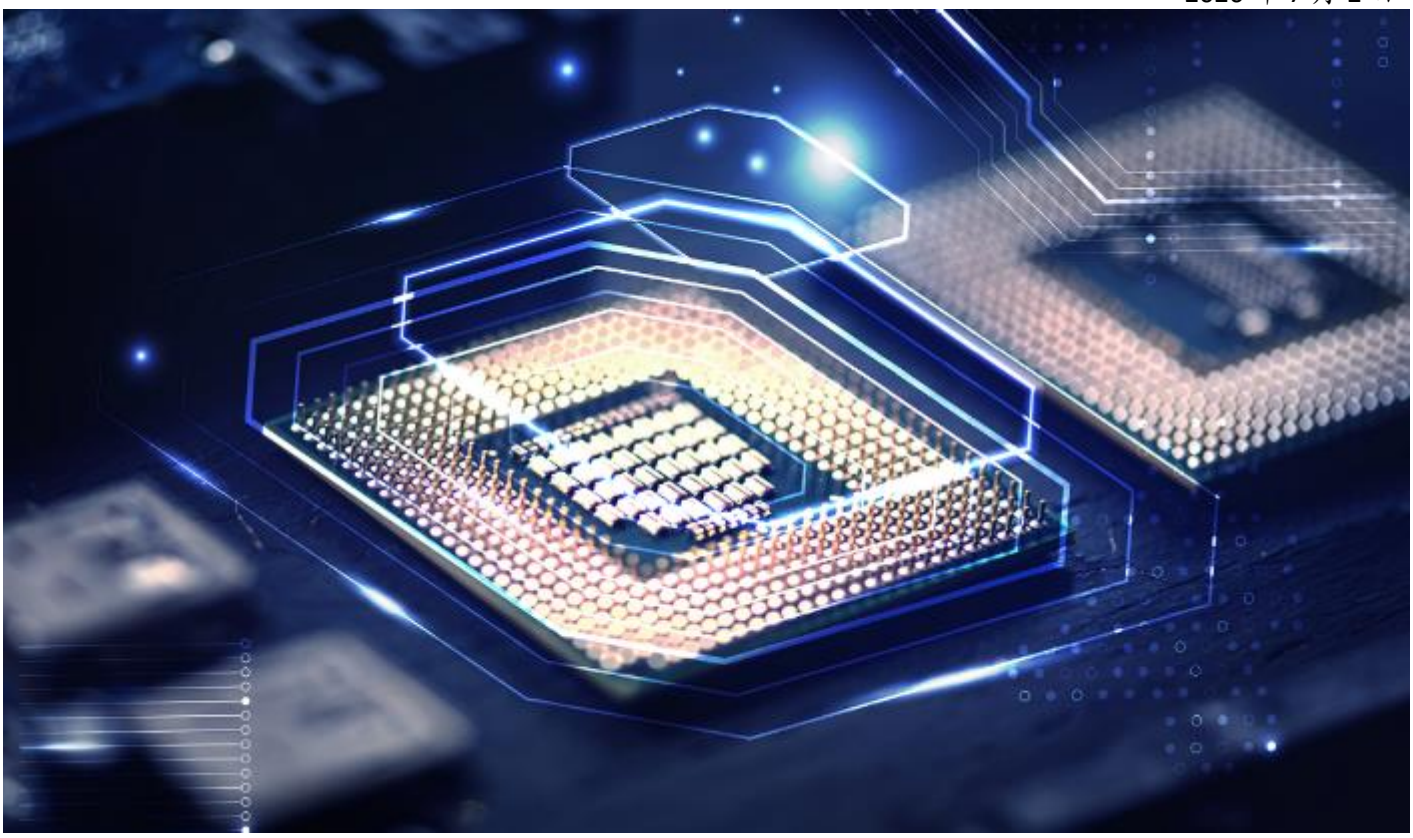
下载日志已记录，仅供内部参考

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

2026 年 7 月 2 日



Agentic Era 系列一：智能体 AI 浪潮已至，CPU 与 IC 载板迎来非线性跃迁

超配 **首次覆盖**

随着 Agentic AI 加速发展，AI 产业范式从“训练”与“推理”向“代理式”切换，推动 Token（词元）消耗量指数级提升，显著抬升 CPU 在 AI 系统中的价值。受此驱动，AI 服务器 CPU 与 GPU 配比正从过去的 1:8 收敛至 1:1、甚至更低，我们测算当 CPU 与 GPU 的配比从 1:4 提升到 1.5:1 时，这会为全球 CPU 总可触达市场规模（TAM）增长带来超两倍弹性。与此同时，服务器 CPU 的爆发与先进封装的规格质变，叠加 IC 载板上游材料市场格局的高度集中与产能供需的结构性失衡，也直接带动 IC 载板行业进入涨价超级周期。因此，我们重申对 Agentic AI 带动下的 CPU 及 IC 载板行业的“超配”评级。首次覆盖安谋控股（ARM.US）、深南电路（002916.CH）、兴森科技（002436.CH），均给予“买入”评级；恢复覆盖超威半导体（AMD.US），给予“持有”评级。深南电路（002916.CH）是我们在 CPU 及 IC 载板行业的首选股。

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

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

欢迎关注
浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

Agentic AI Era 系列一：智能体 AI 浪潮已至，CPU 与 IC 载板迎来非线性跃迁 4
人类社会对计算能力的需求尚未充分发掘 4
AI 应用范式切换，驱动 CPU 开启超级周期 7
CPU 行业自身机会：长期 ARM 增量弹性强，短期 x86 仍受益 12
CPU 市场空间测算 16
CPU 需求向上游传导，IC 载板进入涨价超级周期 18
安谋控股（ARM.US）：算力架构之王，架构升级与 AGI CPU 双轮驱动第二成长曲线 25
超威半导体（AMD.US）：CPU+GPU 双轮驱动，Helios 平台重塑 AI 基础设施格局 30
深南电路（002916.CH）：算力基建核心供应商，载板业务迎顺风破局时刻 35
兴森科技（002436.CH）：PCB 样板冠军，载板国产替代进入加速期 39

下载日志已记录，仅供内部参考

浦银国际研究

首次覆盖 | 科技行业

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

Agentic AI Era 系列一：智能体 AI 浪潮已至，CPU 与 IC 载板迎来非线性跃迁

- **Agentic AI 渗透加快，开启 CPU 与 IC 载板超级周期：**2026 年 Agentic AI 加速发展，带动生产效率进一步提升，全球算力进入以“执行”为核心的代理时代。AI 算力关注点逐步从 GPU 依赖转向“GPU+CPU”双协同。CPU 角色的转变和在 Agentic AI 时代的地位提升，带来了需求的增加与产品角色的重构。与此同时，作为与 CPU 出货量存在 1:1 刚性需求映射的 IC 载板，面对 CPU 需求的爆发式增长和先进封装的规格提升，在产能约束下享受到涨价超级周期红利。因此，我们强烈看好 CPU 及其上游产业链的增长潜力，给予“超配”评级。ARM（ARM.US）受益于架构升级与 AGI CPU 双轮驱动，首次覆盖给予“买入”评级。超威半导体（AMD.US）受益于 CPU+GPU 双轮驱动和 Helios 全栈平台战略，我们恢复覆盖超威半导体，给予“持有”评级。兴森科技（002436.CH）受益于从 PCB 样板龙头切入 AI 服务器赛道，通过载板国产替代进入加速期，首次覆盖给予“买入”评级。深南电路（002916.CH）受益于 BT 载板与 FC BGA 载板的双重“顺风破局时刻”，首次覆盖给予“买入”评级。深南电路是我们在 CPU 及 IC 载板行业的首选股。
- **Agentic AI 时代 CPU 核心价值凸显，ARM 或长期红利最大，AMD 短期受益：**Agentic AI 时代，AI 角色从“对话工具”转变为“任务执行者”，Agents 在数量、任务频率、单次复杂度上都得到扩展，带动人类在线活动时间延长，实现了人类注意力及能力边界的扩展，进而推动 Token 消耗量的指数级跃迁。伴随这一变化，CPU 也凭借其在复杂逻辑、低延迟和多任务调度上的固有优势，从早期辅助角色升级为现在的控制平面和编排中枢，其在代理任务中的工作量迎来爆发式增长。根据各主流厂商的业绩指引，AI Agent 推动的服务器 CPU 需求呈结构性放量增长，并为 CPU 总可触达市场规模（TAM）带来巨大弹性。根据我们的测算，当 CPU 与 GPU 的配比从 1:4 提升到 1.5:1 时，全球 CPU TAM 增长或超 2 倍。我们认为短期内 AMD 凭借 x86 生态、产品兑现能力和市场份额的快速增长，更有望率先受益；长期看，ARM 依托其架构特点、商业模式升级和生态布局，具备更强的增量弹性。
- **服务器 CPU 的爆发打开 IC 载板结构性投资机遇：**Agentic AI 对 IC 载板的影响呈现逐层放大的乘数效应：首先，Agentic AI 推动 GPU 与 CPU 配比从 8:1 走向 1:1，直接拉动 CPU 出货量增长，并等比例带动对 ABF 载板的需求；其次，AI 对 CPU 性能要求的提升也直接驱动了载板层数和面积的增加，进而带来更多对铜箔与 ABF 薄膜等材料的消耗，并推高了载板的单位成本；最后，上游材料 ABF 薄膜产能扩张受限及高端载板本身产线建设周期较长的刚性约束，导致 ABF 载板的市场供需日趋紧张，并促使 IC 载板行业从“消费电子周期”转向“AI 算力超级周期”，从而为头部载板厂商带来量价齐升的良机。
- **投资风险：**全球宏观经济波动导致企业 AI 资本开支增长不及预期，进而影响算力基建扩张速度；AI 大模型演进及生态发展速度不及预期导致 Agent 渗透率滞后，制约其对高性能 CPU 及上游零部件的需求放量；上游关键材料（如 ABF 薄膜等）的供给短缺或受制于资本、地缘政治因素，亦可能对产业链企业的业绩释放带来压力。

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

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

2026 年 7 月 2 日

安谋控股 (ARM.US)	**买入**
目标价（美元）	**397**
潜在升幅/降幅	**+16%**
目前股价（美元）	343.6
超威半导体 (AMD.US)	**持有**
目标价（美元）	**574**
潜在升幅/降幅	**+6%**
目前股价（美元）	539.5
深南电路 (002916.CH)	**买入**
目标价（人民币）	**600**
潜在升幅/降幅	**+31%**
目前股价（人民币）	457.9
兴森科技 (002436.CH)	**买入**
目标价（人民币）	**61**
潜在升幅/降幅	**+20%**
目前股价（人民币）	51.0

注：美股股价截至 2026 年 6 月 29 日收盘，A 股股价截至 2026 年 6 月 30 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际 | 首次覆盖 | Agentic AI Era 系列一

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

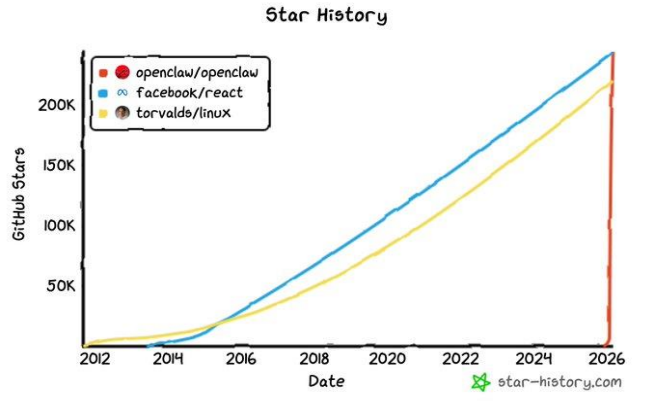
Agentic AI Era 系列一：智能体 AI 浪潮已至，CPU 与 IC 载板迎来非线性跃迁

人类社会对计算能力的需求尚未充分发掘

2025 年是 Agentic AI 兴起之年，2026 年 Agentic AI 迎来加速发展期。随着推理模型的日渐成熟、主流 AI Agent 开发平台和框架的兴起，Agentic AI 在 2025 年开始经历从“**Copilot**”向“**Autopilot**”的范式切换。2025 年 11 月奥地利开发者 Peter Steinberger 发布开源 AI 智能体项目 OpenClaw；2026 年 1-2 月 OpenClaw 在 GitHub 迅速走红；3 月“**养虾潮**”席卷中国（从专业技术极客到普通民众都排队部署开源 AI 智能体 OpenClaw，让 AI 接管电脑自主处理任务的一种现象级 AI 应用热潮），OpenClaw 的出现和火爆，推动 AI 从“**对话式**”走向“**执行**”，从工具转变为“**Coworker**”，并带动 Token 消耗的进一步放量。

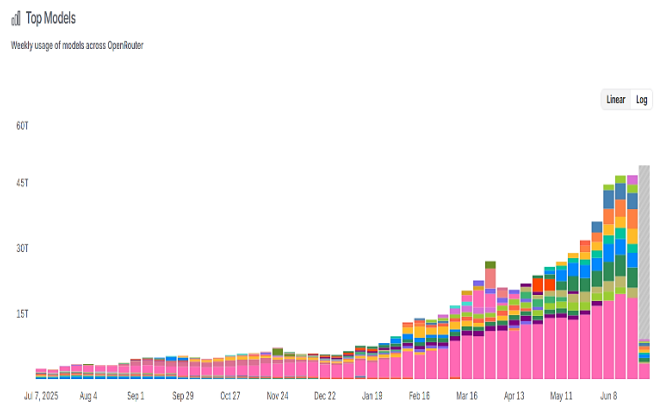
根据 OpenRouter 平台调用数据，顶尖文本大模型的周度 Token 调用量从 2025 年 7 月 7 日的 **2.37T** 抬升到 2026 年 6 月 22 日的 **46.7T**（19 倍+）。根据国家数据局相关负责人在国新办新闻发布会上的介绍，中国日均 Token 调用量 2024 年初为 **1000 亿**，到 2025 年底跃升至 **100 万亿**，2026 年 3 月已突破 **140 万亿**，两年增长超千倍。根据火山引擎披露的数据，自 2024 年 5 月发布以来，豆包日均 Token 调用量从首次披露的 **1200 亿**已经迅速提升到 2026 年 6 月 **180 万亿**（仅从 2025 年底到今年 6 月，其日均 Token 调用量就增长至原来的三倍以上），两年增长了 1500 倍。

图表 1：2026 年初 OpenClaw 在 GitHub 上出现现象级爆火



注：原贴发布于 2026 年 3 月 26 日，展示了 OpenClaw 短期内从默默无闻到垂直暴涨 20 万+stars，快速超过经历十几年积累的 Linux 和挑战 Meta 的 React；
资料来源：GitHub、X、浦银国际

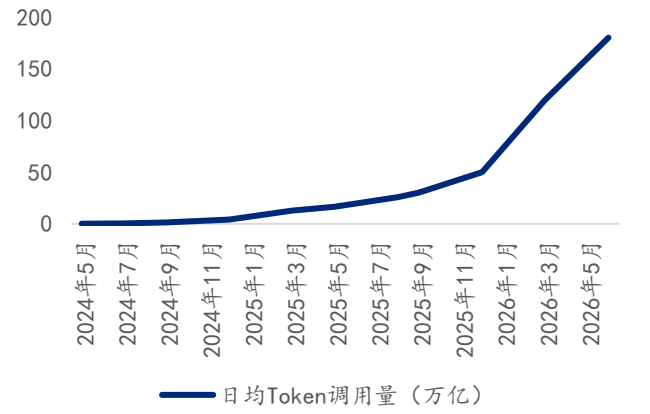
图表 2：过去一年 OpenRouter 主流文本模型的周度使用情况变化



注：数据截至 2026 年 6 月 29 日起那周
资料来源：OpenRouter、浦银国际

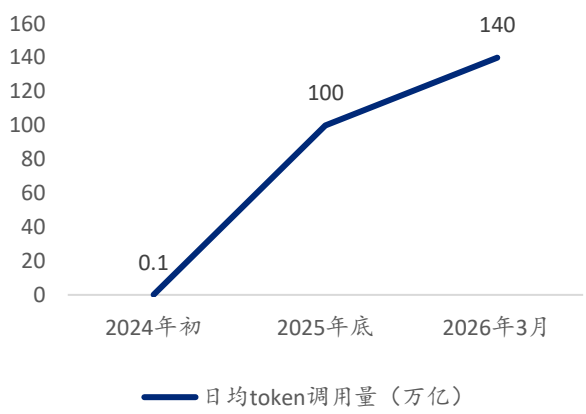
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3：字节跳动豆包大模型发布以来日均 Token 调用量变化情况



资料来源：字节跳动火山引擎原动力大会、字节跳动发布会、浦银国际

图表 4：中国日均 Token 调用量变化情况



资料来源：国家数据局、浦银国际

此外，作为长期持续降价的通缩型产品，算力也开始出现“预付锁单”模式。美东时间 5 月 19 日，Open AI 推出名为“Guaranteed Capacity”（保障算力）的新产品，主要为企业客户提供限量的 1-3 年的算力使用协议，年限越长折扣越大。相较于上游锁定供应链资源的长协机制（LTA），OpenAI 作为大模型公司，首次在需求侧推出这种算力订阅产品，本质上反映出下游客户对算力确定性的需求刚性。

未来 Token 需求预计将随着 Agent 数量和任务执行量的激增而进一步爆发。根据 IDC 发布的预测，全球企业活跃 Agent 数量将从 2025 年的约 **2860 万**大幅增长到 2030 年的 **22 亿**（年复合增长率 139%）；Agents 的年执行任务次数将从 2025 年的 **440 亿次**暴涨到 2030 年的 **415 万亿次**（年复合增长率 524%）；同时 Token 的年消耗量也将从 2025 年的 **0.0005** PetaTokens 暴增至 2030 年的 **152,667** PetaTokens（年复合增长率 3418%）。

类似的，黄仁勋在 2026 年 5 月的戴尔科技大会上强调未来世界上将出现**数十亿**的 AI agents，它们可以实现全天候且快速地使用工具（类似人类使用电脑），且每个人类可能拥有上百个数字代理同时工作，因此生产力曲线将发生非线性的跃迁，AI gents 对 Token 及 Token 背后的算力需求也将迎来指数级的跃迁。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：IDC 对 2025-2030 年全球企业活跃 Agent 关键数据预测



资料来源：IDC、浦银国际

综上，Agentic AI 渗透率仍在持续提升，企业及个人借助 Agents 协作和执行任务的需求在不断放大，Agents 数量和执行任务次数逐步上升，执行单次任务的复杂度和深度也在逐步深化，最终将带动人类进一步拓展在线活动的时长，拓展人类个体注意力及能力的边界，从而推动 Token 消耗指数级提升。当前人类对算力需求的探索仍处于早期阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

AI 应用范式切换，驱动 CPU 开启超级周期

AI 算力需求已经历三次范式跃迁：训练——推理——代理。1. 训练时代（2020-2023 年），AI 产业重心是通过海量数据喂养和万亿参数更新，训练出更强大的基础模型，涉及高吞吐、大批量、超高并发的矩阵运算工作负载。这一阶段极度依赖 GPU 并行性能，CPU 仅作为辅助调度。2. **推理时代（2023-2025）**随着 ChatGPT 的爆发而开启，此时重心已经转向如何高效、低延迟地为用户提供实时智能推理服务（即使用已训练模型对新数据做预测），使用场景也开始多样化（RAG、多轮交互、API 对接等），此时需要 CPU 承担一系列前处理与后处理任务，从而协助提升 GPU 的利用率，保障整个系统的效率。3. **代理时代（2025-至今）**，与此前的问答式推理不同，更多是人类给定目标后由 Agent 实现自主任务规划、工具调用、多步任务执行和结果验证与迭代，强调长记忆和多智能体协同，高度依赖 CPU 支持海量分支、长链路的通用计算任务。CPU 已经成为 Agentic AI 阶段智能体系统的核心中枢。

图表 6：训练——推理——代理三阶段演化对比

对比维度	训练阶段（2020-2023）	推理阶段（2023-2025）	代理阶段（2025-现在）
主要任务	在有限时间和成本内最大化模型收敛与参数优化，高效学习数据	把已训练好的模型，低成本、低延迟、高并发地服务于海量用户与业务	让 AI 能够自主完成多步多任务执行，实现“目标驱动任务闭环”
价值侧重	关注模型能力：参数量、架构、数据质量、收敛效果	关注服务效率：延迟、Token 效率、Token 成本等	关注任务完成率：人工干预频率、流程周期、流程效率提升等
工作负载	前向+反向+权重更新，大批量、高度可并行的矩阵运算、高吞吐优先但单步延迟不敏感、运行时间长	单次前向传播（无需反向传播 or 权重更新）、高并发、多请求、低延迟、模型已固定、运行时长短	多步推理+工具调用+反馈修正闭环、长上下文+持久记忆、多智能体协同、任务链长、流程复杂
典型场景	大模型预训练、模型微调、新模型架构研究与验证	客服 Chatbot、代码助手、实时对话、语音助手	自动客户支持、自动订单处、自动软件开发
Token 消耗	仅训练数据处理	单轮推理，1x Token	多轮代理工作流，5-30x Token
CPU 工作占比	5-20%	15-50%	70-90%
GPU 角色	绝对核心	重要推理引擎，但不是唯一选择，CPU/NPU/ASIC 在部分场景可替代	仍为核心推理引擎，CPU 成为核心瓶颈
CPU 角色	负责数据加载、预处理、参数同步等，计算任务次要，必要但不稀缺	配合 GPU 进行任务调度、利用率优化，承担部分简单推理任务	任务编排的核心，从宿主层升级为控制平面和编排中枢
CPU 与 GPU 配比趋势	**1:8**	**1:4（1:2）**	**1:1 或更高**

资料来源：Intel 及 AMD 等业绩会、Gartner、渠道调研、浦银国际整理

下载日志已记录，仅供内部参考

CPU 和 GPU 在设计取向和工作负载上天然有差异。CPU 的设计目标是让单个线程尽快完成复杂、串行、控制流密集的任务，关注的是单核性能、低延迟和通用性，在晶体管分配上更侧重缓存和控制。其核心是用复杂控制逻辑和大缓存来换取低延迟和通用性，因此更擅长处理串行任务、控制流密集型、低延迟敏感型和多样型的任务，这与 Agentic AI 时代的工作负载特征（多步推理+工具调用、长上下文+持续记忆、多智能体协同和复杂的控制流与逻辑调度）比较契合。相比之下，**GPU** 的设计目标是让海量并行线程同时执行同一套简单计算，最大化总吞吐量，关注的是并行度、吞吐量和高带宽，在晶体管分配上明显向计算单元倾斜，核心是用海量简单核心和高带宽换取极致吞吐和并行计算能力，因此更擅长处理高度并行、计算密集、吞吐量优先和数据同构的任务。因此，虽然在 Agentic AI 时代 GPU 仍然是推理算子主力，但是整体系统的吞吐会受限于 CPU 的调度能力、任务的划分和数据流的管理能力。

图表 7：CPU 与 GPU 对比

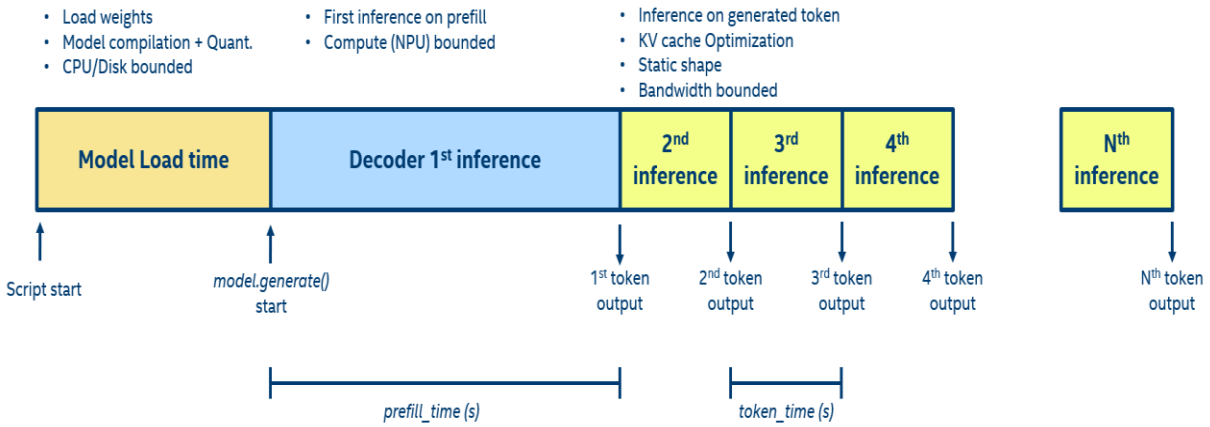
对比维度	CPU	GPU
设计目标	让单个线程尽快完成复杂、串行、控制流密集的任务	让海量并行线程同时执行同一套简单计算，最大化总吞吐量
设计理念	少核心（几十个高性能核心）+强单核+复杂控制+大缓存，侧重低延迟+通用性	海量小核心（数千个小型核心）+SIMT（单指令多线程）+高带宽内存+专用矩阵单元，侧重高吞吐+高并行
架构差异	晶体管分配上用大量控制逻辑和缓存支撑复杂、串行、多分支任务	纯计算密集型芯片，把大部分晶体管都设置为计算单元，牺牲控制能力换取极致并行计算
工作负载	擅长处理复杂逻辑、分支、调度、I/O、控制的通用处理器	擅长处理海量简单重复计算、高度并行、数据同构的专用并行处理器
典型负载	操作系统内核、数据库引擎、业务逻辑、Web 服务器、工具调用等	AI 训练、AI 推理、图形渲染、科学计算、视频编解码等
Agentic AI 时代角色	任务编排、工具调度、异常处理、权限控制等的总指挥	仍然是核心推理引擎，负责执行 CPU 下发推理任务

资料来源：Intel 官网、CSDN、浦银国际整理

传统推理与 Agentic AI 对 CPU 需求的侧重点不同。在传统大模型推理场景下，大模型推理可以划分为三个阶段：**模型加载（Model Loading）、预填充（Prefill）**和**解码（Decode）**。1) **加载阶段**是推理服务启动的第一步，该阶段中 CPU 主导将大模型从磁盘“搬进”GPU 显存，完成权重加载、量化、编译等工作的初始化。这一步本质上属于 I/O 密集型任务，CPU 的加载效率决定了系统能否快速启动和热切换；2) **预填充阶段**是从用户发送请求后到模型开始生成并输出第一个 Token 之前的处理过程，属于计算密集型任务。虽然 GPU 需要承担主要的矩阵运算，但 CPU 在此阶段需要负责的分词处理（Tokenization）、格式化、KV cache 初始化与安全及合规检查等工作，是前置于 GPU 任务的。因此，如果 CPU 处理速度不够快、出现 CPU Starvation，就会导致 GPU 的空闲。3) **解码阶段**即“模型正在回答”的阶段，属于内存带宽密集型任务，需要从 GPU 显存中读取整个模型的权重和不断增长的 KV cache，CPU 在此阶段主要负责采样策略、反分词处理、KV-Cache 增量更新、停止条件判断、结果序列化与网络传输等工作。CPU 必须跟上 GPU 的 Token 生成速度，否则会出现 GPU 已经生成 Token 但是 CPU 来不及处理的现象（即 Backpressure）。因此，尽管在传统大模型的推理阶段，CPU 也是贯穿全程的决定整个推理服务质量的不可或缺部分。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：传统大模型推理流程中 CPU 角色示意图



注：图中的上箭头表示系统发起的操作，是计算阶段的起点，如脚本启动；下箭头表示生成与交付输出。

资料来源：Intel GitHub Pages、浦银国际

而在 Agentic AI 场景下，AI 工作模式的核心改变在于：从“一问一答”的 Chatbot 交互，转变为“给定目标情况下自主完成一段任务流程闭环”，AI 从单纯的“**问题回答**”升级为“**任务完成**”的 AI Agents。对于用户给出的目标，AI Agent 可以自行将其拆分为子任务、自主规划执行路径、调用工具（如 API、数据库、搜索引擎等）、获取中间结果、验证输出质量，并在必要时进行多轮迭代修正。在 Agent 由目标驱动的多步执行中，每一步都要重新带上下文、调用工具、更新状态，每次都伴随着 Token 消耗量的放大。CPU 不仅需要处理在传统推理任务中负责的分词、上下文管理等任务，还要承担传统推理中不存在的“编排 + 工具执行 + 状态管理 + 决策判断+多智能体协同”CPU 密集型任务，其中工具调用（Tool Calling）环节更是 CPU 专属处理环节。这些因素导致 CPU 在整个流程中的工作量大幅度增加。知名半导体与 AI 研究机构 SemiAnalysis 指出当前的 AI Agent Coding 工作流中有 **42%**的时间是花在 CPU 上，用于执行工具调用，例如编辑文件、运行 Bash 脚本、运行代码检查（lints）等。考虑到当前 Agentic AI 时代的经济模型是“Dollar per token”，SemiAnalysis 认为增加 CPU 算力才是推动更多 Token 生成的关键。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：传统大模型推理与 Agentic AI 场景中各自 CPU 工作循环对比

对比维度	传统推理	Agentic AI
任务形态	一次请求完成一次推理，一个 CPU 工作循环，最终给出一个答案	目标驱动，多轮循环完成一个任务，最终是为了完成一个任务或交付一个结果
CPU 工作循环流程	[接收请求] → [分词] → [调度] → {GPU 推理} → [采样] → [反分词] → [返回结果]	[接收任务] → [任务分解/规划] → **循环开始**{[工具选择与参数构造] → [分词+上下文组装] → [调度+批处理] → {GPU 推理} → [输出解析] → [工具执行] → [结果验证] → [状态更新] → [决策：继续/终止/回退]} → **循环结束（5-50 轮）** → [最终结果整合] → [返回结果]
CPU 角色	前后处理器，配合 GPU 完成一次回答	流程总指挥，串起多轮推理与工具链路，循环过程多维 CPU 密集及 CPU 独占任务
工具调用	基本不涉及	高度依赖，多次调用
循环次数	1 次	5-50 次，复杂任务更多
Token 消耗	相对固定，线性增长	多轮叠加，Token 消耗显著放大

资料来源：腾讯云、经济观察报、CSDN（《AI 智能体核心原理综述：从 Agentic AI 到 AI Agent 的演进之路》，2025 年 9 月）、浦银国际整理

图表 10：Agentic AI 相较于传统推理对 CPU 工作量的放大效应

指标	传统单轮推理	Agentic AI	放大倍数
LLM 调用次数	1	20-40（含重试）	20-40×
总 Token 消耗	~1,000	30,000-100,000	30-100×
CPU 分词/反分词周期	1	20-40	20-40×
CPU 工具调用执行	0	10-30（搜索/API/代码）	新增
CPU 状态管理操作	0	20-40（每步读写状态）	新增
CPU 结果验证	0	20-40（格式/安全/质量）	新增
网络 I/O 请求	1（返回结果）	30-80（工具调用+结果返回）	30-80×
端到端执行时间	1-5 秒	30 秒-10 分钟	10-100×

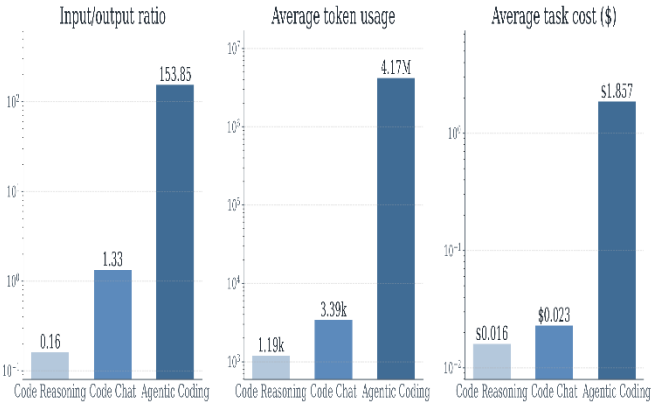
资料来源：Gartner、AMD 业绩会、渠道调研、浦银国际整理

图表 11：AI Agent coding 中 CPU 与 GPU 时间消耗分布为 42% vs 58%



资料来源：SemiAnalysis（2026 年 5 月 27 日在社交媒体平台 X 的推文）、浦银国际

图表 12：代码推理 vs 代码问答 vs Agentic 代码三种任务下平均输入/输出比，平均总 Token 消耗，以及平均成本消耗



资料来源：How Do Coding Agents Spend Your Money? Analyzing and Predicting Token Consumptions in Agentic Coding Tasks (University of Michigan，Stanford University，AllHands AI，Google DeepMind，MIT Preprints,April 2026)、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

综上，AI 从训练时代到 Agentic AI 时代的演进过程，本质上是任务主线从探索“模型能力极限”到追求“系统任务闭环率”的进化，是算力需求重心从以 GPU 为主向“GPU+CPU”系统协同的切换，也是工作负载从批量矩阵运算向多任务、高并发、长链路的持续推理与自我迭代的的迁移。

之所以 Agentic AI 显著抬升 CPU 价值，不是因为推理次数简单增加，而是因为 AI 工作负载从单轮问答变成了多步规划、工具调用、状态管理和结果验证的长链路执行，CPU 因而从辅助角色升级为流程编排与任务控制的核心中枢。因此，Agentic AI 带动的并不仅仅是 CPU 需求的增加，而是 CPU 在整个 AI 系统中的角色重定义与产品重构。

下载日志已记录，仅供内部参考

CPU 行业自身机会：长期 ARM 增量弹性强，短期 x86 仍受益

Agentic AI 时代，CPU 角色开始出现分化。随着系统瓶颈向 CPU 倾斜，Agentic AI 时代面对的工作任务也向着高度复杂、异构和多样化发展 随之而来的是 CPU 需求和设计的分化。参考 AMD 近期业绩会表述和 SemiAnalysis 等机构的市场研究，我们根据 Agent 的工作负载和场景差异，将 CPU 划分为三类：云端及通用计算型、头节点型（即 HeadNode）和网络化 CPU。1. **云端及通用计算型 CPU** 主要服务于传统企业 IT 和云端，具备高核心密度、高能效且拥有高吞吐量，但缓存和 I/O 较为精简，代表产品如 AWS Graviton5、AMD Bergamo/Turin-Dense 等；2. **头节点型 CPU** 是专为配合 GPU 等 AI 加速器作为主控调度节点设计，具有高性能单核、高带宽内存，并与 GPU 紧密耦合，以 NVIDIA Vera 等为代表；3. **网络化 CPU** 是一种具备数据处理和网络能力、用于应对 AI 集群海量数据需求和模型上下文卸载的 CPU/DPU。我们认为 Agentic AI 时代下不再存在一种应对所有场景工作负载的全能 CPU，而是出现了针对不同工作负载和架构痛点的分化型 CPU 产品生态。

图表 13：不同应用场景下对应 CPU 类型

应用场景	对应 CPU 类型	关键特征	主要需求	代表厂商/产品
RL 训练环境（代码、数学、仿真）	通用 x86	高频、强 IPC、SMT 低尾延迟	需要大量编译、验证、工具执行等，强调单核响应与并行调度	AMD Venice、Intel Diamond Rapids
Agent 工具调用与 RAG 推理	Cloud-native	高密度、高吞吐、低功耗	多轮工具调用、检索、路由、长上下文管理会增加 CPU 调度与 I/O 压力	Graviton5、Cobalt 200
GPU HeadNode	ARM 定制	高单核+高带宽+低延迟	负责喂数、调度、编排 GPU 任务	NVIDIA Vera、Venice-F
KV-Cache 卸载与上下文存储	DPU 化 CPU	CPU+网络融合、数据搬运能力强	上下文、KV cache、状态管理	BlueField-4
数据预处理、Tokenization	Cloud-native+通用	高吞吐、广泛适配、通用性强、性价比	数据爆炸带来大量 ETL、切分、清洗、Tokenize 和批处理任务	全部
VibeCoding/Codegen 后端	通用 x86	高吞吐 x86、兼顾编译和验证	服务于大量代码生成、编译、测试、静态/动态验证	AMD/Intel

资料来源：AMD 及英伟达等业绩会、SemiAnalysis、浦银国际整理

下载日志已记录，仅供内部参考

Agentic AI 时代的服务器 CPU 更关注四大需求。传统数据中心对服务器 CPU 的评价维度相对简单——核心数越多、频率越高、价格越低，就越受欢迎。但 Agentic AI 时代，一颗能够大量优化端到端体验的 CPU，需要满足四个维度的需求：高并发核心密度、内存系统能力、高能效比、生态/指令集兼容性。1. **高并发核心密度**之所以重要，是因为 Agentic AI 的本质是多 Agent 并发、工具链并发、沙箱并发和任务分叉并发，决定系统上限的不是单次推理速度，而是同一时刻能稳定运行多少执行单元的并发承载能力。近期头部 CPU 的路线也都朝着更高核心密度的方向演化。2.**内存系统能力**的关注来自于 Agentic AI 不是纯计算密集型任务，而是强状态、强检索、强数据搬运的工作负载，因此 CPU 能够快速、稳定访问和管理数据的能力日益关键。3.**高能效比**的重要性在于 Agentic AI 时代 CPU 已经演变为持续在线的控制平面和执行层，如何降低每个 agent 的持续运行成本成为关键。4.**生态/ISA**（Instruction Set Architecture，指令集架构）**兼容性**决定的是能不能真正跑进生产环境，因为 Agentic AI 不只是运行模型本身，最终是要通过对接现有软件栈与工具链，在生产环境中进行部署。

图表 14：Agentic AI 时代服务器 CPU 核心能力

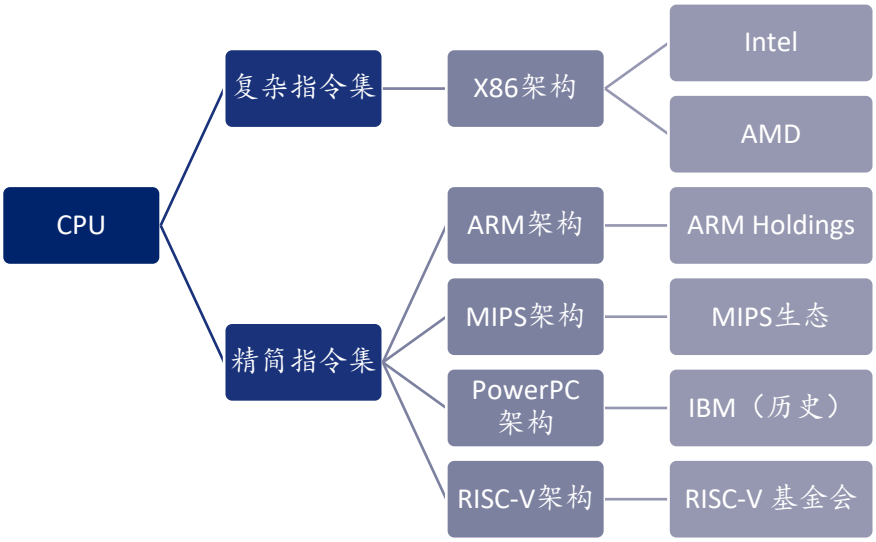
	高并发核心密度	内存系统能力	高能效比	生态/ISA 兼容性
解决本质	能同时跑多少任务，CPU 同时承载多个 Agent、工具链和沙箱任务的能力	任务能否快速拿到数据，CPU 高效访问、缓存和管理上下文/状态数据的能力	能否大规模长期运行，在持续负载下维持性能输出并控制功耗的能力	能否真正进入生产环境，与现有软件栈、工具链和企业系统适配的能力
解决问题	多任务并发不足导致排队、超时和延迟放大	内存系统弱会导致数据拿不到、状态切换慢、RAG 和 KV cache 效率低	长期在线运行会带来 TCO 和机架部署成本高、散热和机架密度问题	CPU 的生态成熟与否决定生产落地
对应系统约束	并发编排	数据访问	持续运行成本	工具链落地
关键指标	核数、线程数、SMT、调度吞吐、尾延时控制	DRAM 带宽、容量、缓存、NUMA、CXL/MRDIMM 扩展	Performance per watt、TDP、制程、持续负载效率	x86/Arm 生态、虚拟化、安全性、软件迁移成本

资料来源：Arm 官网、CSDN、腾讯云等公开文章、浦银国际整理

主导当前服务器 CPU 市场的两大主流指令集架构分别是 x86 和 ARM。x86 是一种 CISC（Complex Instruction Set Computer，复杂指令集）架构，最大的优势在于其极为成熟的软件生态系统，全球绝大多数服务器操作系统、虚拟化平台（VMware、KVM）、容器编排系统（Kubernetes）、推理框架（vLLM、TensorRT-LLM）和企业应用都原生支持 x86。对于需要运行复杂编排逻辑的 Agentic AI 场景，x86 的软件生态成熟度意味着更短的开发周期、更低的部署风险和更丰富的调试工具。**ARM** 是一种 RISC（Reduced Instruction Set Computer，精简指令集）架构，其设计哲学强调简洁性和能效，ARM 架构的每条指令执行周期更短、功耗更低，天然适合高能效场景。ARM 在服务器市场最大的突破来自超大规模云服务商（Hyperscalers）的自研芯片浪潮，如 AWS 的 Graviton 系列、Google 的 Axion 系列、Microsoft 的 Cobalt 系列等。结合上述 Agentic AI 时代对服务器 CPU 的四个需求，目前在生态和 ISA 兼容性上 x86 领先较为明显，在能效比上 ARM 优势较为明显，而在高并发核心密度和内存系统能力上，x86 仍占优势，ARM 也在快速追赶。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：CPU 主要指令集及指令集架构



资料来源：浦银国际

图表 16：x86 和 ARM 两大架构对比

对比维度	x86	ARM
所属指令集	CISC 复杂指令集	RISC 精简指令集
单核/控制流	单核性能更强，适合复杂控制流，和复杂软件支持	单核相对弱，但是可通过高核心密度弥补
功耗	功耗相对高	功耗相对低、能效更优
核心密度	高核路线在推进，但是能效压力更大	更适合高核心数与高密度部署
生态情况	企业与服务器生态最成熟，深度绑定 Windows/Vmware/Oracle	云端和 AI 生态快速完善，但企业兼容仍是约束，主要在 Linux 和云原生已全面适配
定制化	通用性更强	对于大型云服务商在自研/定制化上更有优势
企业兼容性	传统企业 IT 无缝迁移	需应用重编译/适配
Agentic AI 适配度	企业 Agent、低时延控制面更强	云端 Agent、头节点、独立 CPU 机架更强
下游客户在 Agentic AI 的拉动	Xeon、EPYC，是企业 Agent 部署首选（无需改造 IT 栈）	AWS Gravition、Google Axion、Microsoft Cobalt 100

资料来源：Arm 官网、腾讯云、浦银国际整理

我们认为 ARM 阵营或有望成为长期增量弹性的最大受益者。首先，ARM 架构本身更强调每瓦性能，其路线更容易把芯片设计重点放在高核数和高密度部署上，侧重性能、规模和效率的组合，比较适合 Agentic AI 时代对高并发、低功耗、可规模化编排节点的需求；且相较于 x86 没有太多历史兼容包袱，更便于在新建 AI 基础设施中做系统级优化。其次，ARM 的商业模式近

下载日志已记录，仅供内部参考

期正在从**纯 IP 授权商**转变为 **IP 授权+数据中心 CPU 芯片**双轮驱动，其于 2026 年 3 月正式发布 ARM AGI CPU，这是一款专为 Agentic 数据中心设计的高密度、高带宽、高能效服务器 CPU，具备 136 核、3.7GHz，采用 3nm 工艺，300W TDP，高带宽内存且低延迟等特点。公司曾在业绩会披露，预计这部分业务到 2031 财年将创造 150 亿美元的 AGI CPU 收入，若量产与客户导入顺利，将成为 ARM 新增核心增长曲线。最后，ARM 在云厂商市场有较好的生态基础，如 NVIDIA Vera 已经采用 ARM 路线进行自研，其他还包括 AWS Graviton5、Google Axion、Microsoft Cobalt 等项目，公司亦在 2026 年 5 月的业绩会中披露其在超大规模云厂商中的市场份额已经接近 50%。但是，考虑到短期内 AGI CPU 尚处于量产导入阶段，以及新的商业模式产生业绩贡献仍需要时间兑现，因此我们更看好其长期增量弹性。

x86 阵营 AMD 或短期受益最大。在 Agentic AI 带来的 CPU 新周期下， AMD 因为更匹配现阶段主流客户的可落地采购需求，可以直接用 x86 的兼容性承接，直接服务于企业和数据中心大量既有的建立在 x86 上的软件、工具链、运维体系等。AMD 在 2026 年 5 月 21 日于其官网发布了已经开始量产的、代号为“Venice”的第六代 AMD EYPC 处理器，这是业内首款采用台积电先进 2nm 工艺实现量产的高性能计算产品。Venice 处理器包含至多 256 个 2nm 的 Zen 6 微架构核心，拥有 2 倍的 CPU 与 GPU 通信带宽，代际性能提升达到 70%，内存总带宽高达 1.6TB/s，几乎专为“CPU 作为编排控制平面”而设计。值得注意的是，当前 AMD 在 x86 生态中的市场位置具备较好的持续强化势能。根据 Mercury Research 发布的数据，1Q26 AMD 在服务器 CPU 营收份额攀升至创纪录的 46.2%，AMD 在整体 x86 CPU 市场的份额首次达到 30%的门槛，较去年同期提升 5.6 个百分点。此外，AMD 采用 Fabless 模式，选择台积电代工（Venice 是业界首个进入台积电 2nm 量产阶段的高性能计算产品），具备较好的灵活性和良率保证，上市节奏和兑现能力的历史记录也较好，加之业务上还享受 GPU+CPU 的双轮驱动，因此我们更看好 AMD 在短期内把需求转化为实际出货的红利兑现能力。相比之下，Intel 虽然也受益于短期 CPU 新周期和供需机遇，但长期可能同时面临 AMD 对市场份额的持续侵蚀和 ARM 的潜在替代风险。

图表 17：AMD 服务器 CPU 营收份额在 1Q26 达到创纪录的 46.2%

AMD	2026Q1		2025Q4		2025Q1	
市场份额（%）	Unit Share	Revenue Share	Unit Share	Revenue Share	Unit Share	Revenue Share
Server	**33.2%**	**46.2%**	**30.0%**	**41.3%**	**27.2%**	**39.5%**
Desktop	33.2%	37.6%	36.4%	42.6%	28.0%	34.4%
Mobile	28.3%	28.9%	26.0%	24.9%	22.5%	22.2%
Total Client	29.6%	31.4%	29.2%	31.2%	24.1%	26.6%
Total CPU	30.0%	38.1%	29.3%	35.4%	24.4%	31.7%

资料来源：Mercury Research、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18：CPU 三家代表厂商对比

指标	Intel	AMD	ARM 阵营（云厂商自研）
核心架构	x86	x86	ARM（RISC）
最新代表/代号	至强 6+ (Clearwater Forest)	EPYC Venice (Zen 6)	AWS Graviton 5、Arm AGI CPU
制程工艺	Intel 18A	TSMC 2nm	TSMC 3nm
代工模式	IDM	Fabless	Fabless / 自研 + 定制
设计哲学	强调平台整合、广泛兼容、主要面向传统企业客户	强调核心数、吞吐、性价比与可扩展性	强调每瓦性能、高密度部署、云原生适配
高并发核心密度	强，最高核数持续提升，但部分平台缺 SMT	很强，Venice 预计最高 256 核，SMT 保留	很强，云厂商普遍朝高核密度、低功耗优化
内存系统能力	很强，DDR5 / CXL / 大带宽，平台完善	很强，Venice 带宽与容量显著提升	很强，尤其重视高带宽、低时延、CPU-GPU 协同
能效比	中上，但新平台需要证明持续竞争力	强，尤其在高核数下的 performance per watt	最强，ARM 的核心优势之一
生态/ISA 兼容性	最强，企业软件生态最成熟	很强，兼容 x86 存量生态	中上，云生态强，但企业存量兼容性仍在追赶

资料来源：公司官网、业绩会、浦银国际

综上，Agentic AI 时代下不再存在一种应对所有场景工作负载的全能 CPU，而是按照系统位置和功能发生分化，并围绕高并发、内存系统、能效比和生态兼容性四个维度的需求根据场景持续优化。短期看，AMD 凭借 x86 生态、产品兑现能力和市场份额提升更有望率先受益；长期看，ARM 依托其架构特点、商业模式升级和生态布局，具备更强的增量弹性。

CPU 市场空间测算

Agent 本质是一种能够围绕请求来执行完整工作流程，且最终可交付一个直接可用的结果的工具。Agent 带来的一项核心改变在于 Token 消费模式的转变，而 Token 消费模式的转变又会引起系统结构的改变（当前的 AI 性能已经上升到系统性能），并带来 CPU 在 Agentic AI 时代的价值重新定义。

Agentic AI 场景下 CPU 增量可观。我们基于全球 AI 加速器总出货量和 CPU:GPU 配比假设，倒推出 AI 场景所需的服务器 CPU 的增量，叠加传统服务器 CPU 的出货量，以及 PC、笔记本、桌面等传统终端 CPU 出货量的自然增长，配合各部分 ASP 的假设，得出 CPU 行业总可触达市场规模（TAM）的弹性变化区间。我们根据 TrendForce 的定义，将 AI 服务器 CPU 的出货划分为两种模式进行测算：柜内头节点模式（位于 GPU 算力柜内部）和柜外独立式机柜模式（位于 GPU 算力柜外部，不替代原有的 Host CPU，当前渗透率低、弹性大），并主要通过调整 AI 服务器的渗透率和 CPU:GPU 的配比变化，来测算远期不同情形下的 TAM 变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19：CPU 市场空间测算表

	2025A	2026E	2027E	悲观	中性	乐观
1.价值量（单位：亿美元）						
1)全球 CPU 总 TAM	1165	1401	1877	2573	2906	3323
AI 服务器 CPU TAM	78	219	483	968	1167	1434
传统服务器 CPU TAM	196	237	261	415	413	430
传统终端 CPU TAM	891	946	1133	1191	1326	1459
2)价值量 Mix(单位：%)						
AI 服务器 CPU TAM	7%	16%	26%	38%	40%	43%
传统服务器 CPU TAM	17%	17%	14%	16%	14%	13%
传统终端 CPU TAM	**76%**	**68%**	**60%**	**46%**	**46%**	**44%**
2.出货量（单位：万颗）						
1)全球 CPU 总出货量	**69761**	**66341**	**70,720**	**72412**	**74427**	**76868**
2)全球 AI 加速器总出货量	**1050**	**1502**	**2048**	**3072**	**3072**	**3072**
CPU：GPU 配比假设	1:4	1:2.5	1:1.6	1:1.2	1:1	1.5:1
单 GPU 对应 AI CPU 数量（颗）	**0.3**	**0.4**	**0.6**	**0.8**	**1**	**1.5**
头节点（柜内）	0.23	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
独立式机柜（柜外）	0.03	0.08	0.19	0.3	0.5	1.0
独立式机柜渗透率	*10%*	*20%*	*30%*	*40%*	*50%*	*67%*
3）AI 服务器 CPU 出货量	**341**	**781**	**1510**	**2765**	**3072**	**3584**
头节点（柜内）	236	480	896	1536	1536	1536
独立式机柜（柜外）	105	300	614	1229	1536	2048
4）传统服务器 CPU 出货量	**2000**	**2200**	**2310**	**4147**	**3755**	**3584**
5）传统终端 CPU 出货量	**67420**	**63360**	**66900**	**65500**	**67600**	**69700**
PC CPU 出货量	33710	31680	33450	33000	34000	35000
Notebook CPU 出货量	25120	23150	24880	24000	25000	26000
Desktop CPU 出货量	8590	8530	8570	8500	8600	8700
3. ASP（单位：美元）						
AI 服务器 CPU ASP	2300	2800	3200	3500	3800	4000
传统服务器 CPU ASP	978	1075	1129	1000	1100	1200
传统终端 PC CPU ASP	135	145	157	180	190	200
传统终端 Notebook CPU ASP	105	126	150	160	179	195
传统终端 Desktop CPU ASP	200	228	274	250	270	290

E=浦银国际整理测算

资料来源：TrendForce、Mercury Research、SemiAnalysis、各公司业绩会、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 20：Intel、AMD、ARM、英伟达近期业绩会关于 CPU TAM 的表述汇总

公司	TAM 表述
Intel	“我们关注的一个统计指标是 CPU 与 GPU 的比率。如果看训练解决方案，通常大约是 7–8 个 GPU 配 1 个 CPU。看推理的话，可能会降到大约 3–4 比 1。进入具有主体性的 Agentic 和多代理场景时，可能会变成 1 比 1，甚至在某些情况下向另一个方向略有翻转。”
AMD	“在（2025 年）11 月的金融分析师日上，我们曾预计未来 3-5 年服务器 CPU 市场年增长率约为 18%。基于当前看到的需求信号以及智能体 AI 推动的 CPU 算力需求结构性增长，我们现在预计服务器 CPU 总市场（TAM）年增长率将超过 35%，到 2030 年规模将突破 1200 亿美元。”
ARM	“过去 CPU 与 GPU 的比例主要是作为主机节点，比例大概是 1 比 4 或 1 比 8；现在正在逐步接近 1 比 1。如果未来有大量 agent，甚至可以想象 CPU 数量超过 GPU。” “随着智能体 AI 的规模化发展，数据中心对 CPU 算力的需求将达到当前水平的四倍以上，到 2030 年将创造超 1000 亿美元的数据中心 CPU 市场机遇。” “关于和 AMD 业绩会所提出的 1200 亿美元 TAM 对比，（我们）认为当然有可能达到。” “关于配比，我的思考方式是，从芯片数量看，CPU 数量未必会超过 GPU；但从核心数量看，很可能会超过。”
英伟达	“Vera CPU 为英伟达打开了一个全新的 **2000 亿美元 TAM**，这是我们此前从未进入过的市场。”“我们今年对 CPU 总收入的可见度接近 **200 亿美元，这将使我们有望成为全球领先的 CPU 供应商。**”

资料来源：各家公司近期业绩会、公司报告、浦银国际

CPU 需求向上游传导，IC 载板进入涨价超级周期

IC 载板：芯片封装的“地基”与“桥梁”。IC 载板（IC Substrate）是一种用于芯片封装的直接载体，承担着上层芯片裸片（Die）与下层印刷电路板（PCB）之间“地基”与“桥梁”的双重角色，是裸片走向可用产品的关键基础设施。和 PCB（印刷电路板）相比，虽然二者广义上都属于“电路板/基板”的大类，且技术上存在一定承继关系，但两者仍存在较大的差异。PCB 处于系统组装层，提供各类元器件之间的连接电路，属于电子产品的关键电子互联件；而 IC 载板处在芯片封装层，用于承载芯片，相较于普通的 PCB 产品具备更细的线路、更高的层数和更复杂的孔结构，技术门槛也相对更高。

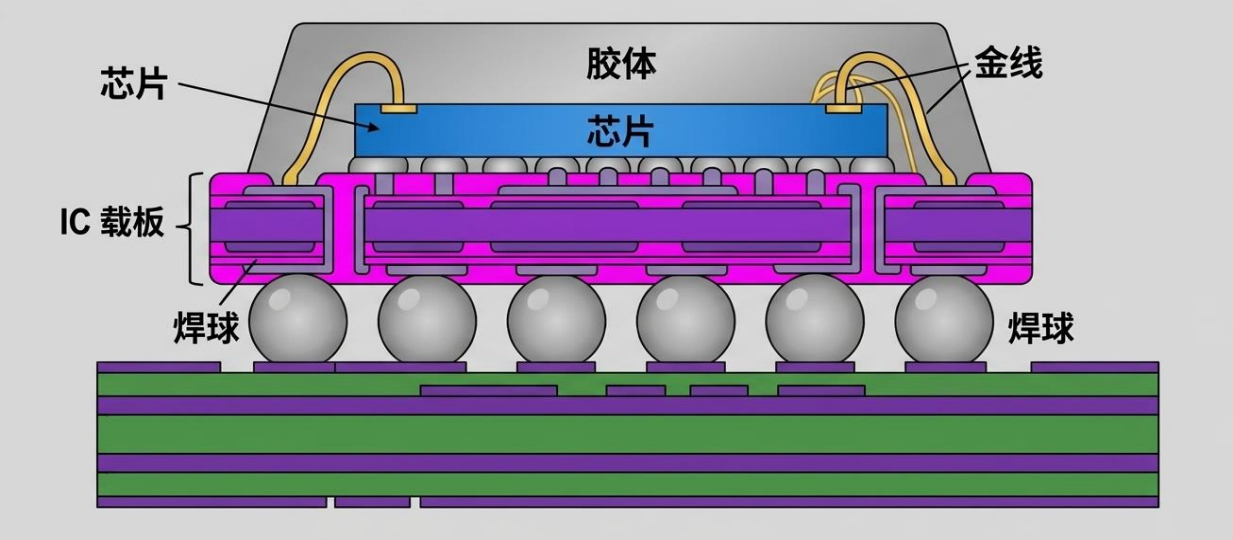
IC 载板具备三大核心功能：**一是电气互连**，通过多层精密布线将裸片上微小的 I/O 引脚间距（通常<100 μm）扇出（Fan-out）至主板级的球栅阵列封装（BGA, Ball Grid Array）焊球间距（通常 0.8-1.0 mm），实现信号可靠传输；**二是机械支撑**，为大尺寸高端裸片（如 AI GPU 或高端服务器 CPU）提供物理支撑平台，防止芯片在回流焊及使用中发生物理弯曲或开裂；**三是散热通道**，协助 TDP（热设计功耗，衡量芯片散热需求的指标）动辄达到 300-500W+的高性能芯片高效散热，而载板的材料选择和结构设计会直接影响散热效率。

IC 载板根据核心绝缘层材料的不同，主要可划分为 ABF 载板与 BT 载板两种。**ABF 载板**（Ajinomoto Build-up Film Substrate）采用日本味之素集团（Ajinomoto）生产的 ABF 薄膜（生产工艺门槛极高，拥有核心专利），具备高层数、高布线密度和高价格特点，适合线路较细、高脚数、高传输 IC，是目前高端芯片封装的标准选择，如服务器 CPU、AI GPU、高端 PC CPU 等；

下载日志已记录，仅供内部参考

BT 载板（Bismaleimide-Triazine Substrate）采用双马来酰亚胺-三嗪树脂（BT Resin）作为核心材料，布线精度低于 ABF 载板，但成本更低、产量更大，主要用于中低端应用，如通信基频芯片、存储芯片和消费级芯片等。

图表 21：IC 载板结构示意图



资料来源：未来半导体、浦银国际

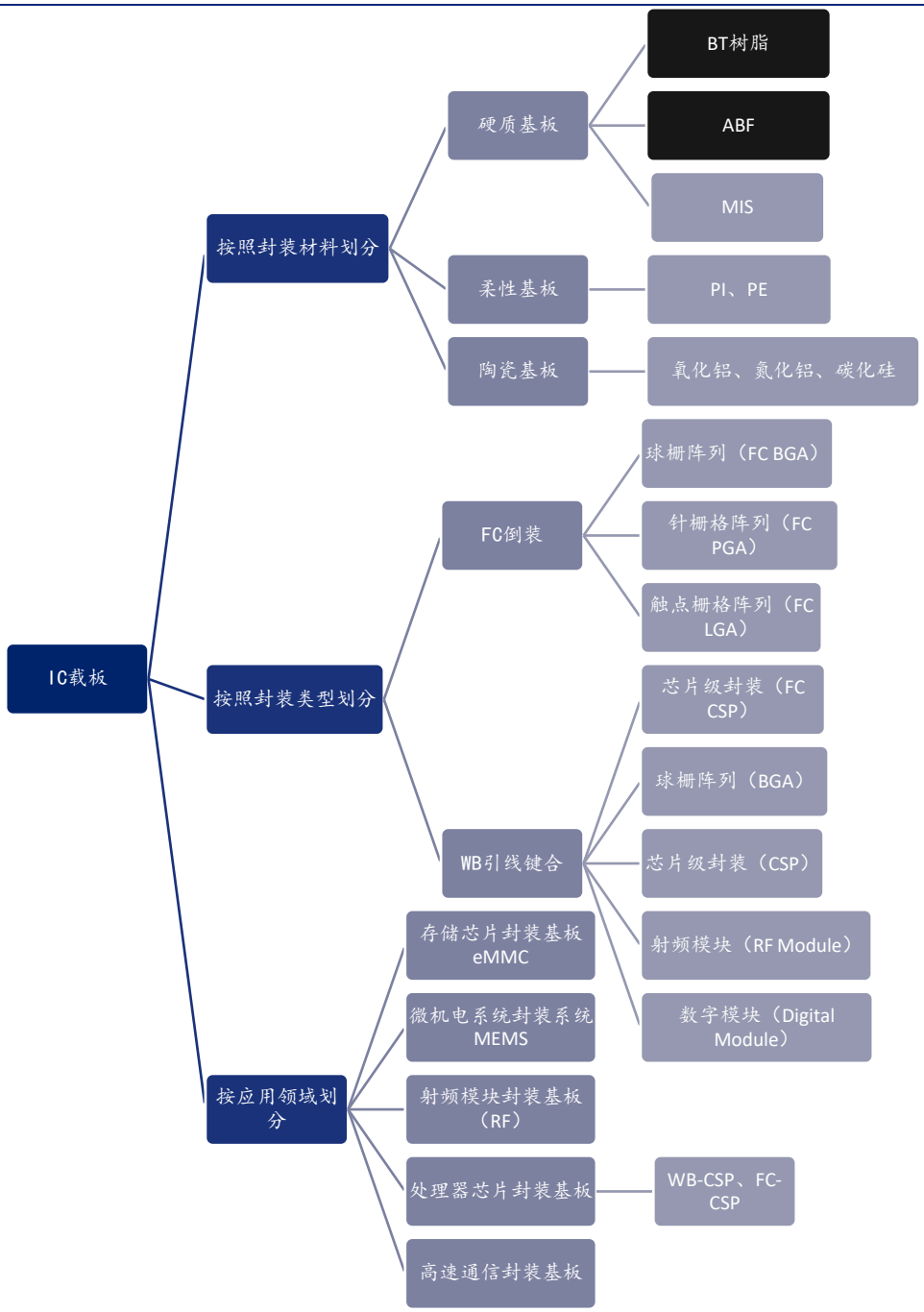
图表 22：PCB vs HDI vs IC 载板

	PCB	HDI	IC 载板
中文名称	印刷电路板	高密度互连板	集成电路载板 / 封装基板
英文名称	Printed Circuit Board	High Density Interconnect PCB	IC Substrate
定义	用于承载并连接电子元器件的基础电路板	更高布线密度的 PCB，解决传统 PCB 在高密度、小型化、高速信号上的不足	用于连接裸芯片与 PCB 的封装互连基板，承担信号转接、支撑与散热
所处层级	系统组装层	系统组装层的高密度版本	芯片封装层
核心工艺	通孔钻孔、孔金属化、压合、蚀刻	微孔激光钻孔、盲埋孔、任意层互连、叠孔、电镀填孔	MSAP、SP、AP 等；以及高精度压合、超细线路、微孔互连
典型层数	常见为 2–8 层，复杂板可更高	常见 4–12 层，阶数越高越复杂	常见 8–20+ 层，高端 CPU/GPU 载板可更高
线宽线距	较宽	更细	最细
孔结构	通孔为主，复杂度较低，孔径较大，孔位精度一般	微孔、盲孔、埋孔、叠孔，孔结构升级，孔径较小，孔位精度高	微孔、激光盲孔、通孔、叠孔、填孔，孔径最小，孔位精度最高，最复杂
制造难度	中低	中高	最高
成本水平	最低	中高	最高
典型应用	通用电子、家电、工控、通信设备、汽车电子	手机、平板、笔记本、穿戴设备、高速通信设备	CPU、GPU、ASIC、FPGA、存储芯片、AI 服务器芯片

资料来源：iPCB、电子发烧友、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

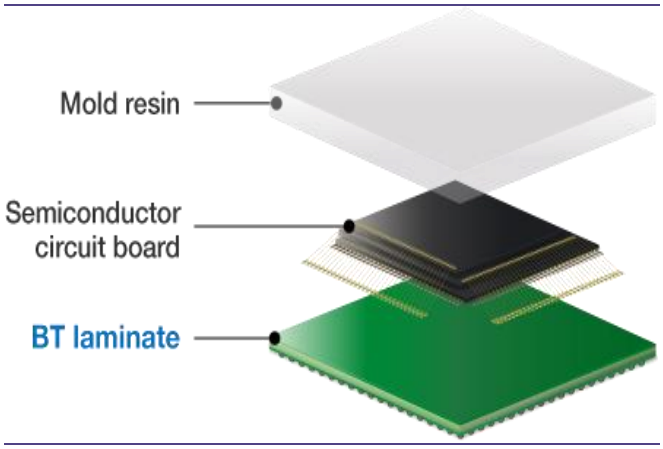
图表 23：IC 载板分类



资料来源：PSElectronics、浦银国际

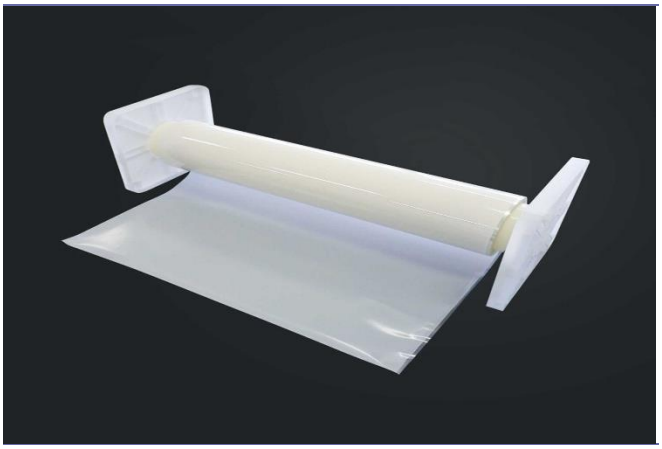
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24：BT 载板



资料来源：PSElectronics、浦银国际

图表 25：ABF 材料



资料来源：PSElectronics、浦银国际

图表 26：IC 载板中 ABF 载板与 BT 载板对比

	ABF 载板	BT 载板
核心绝缘层材料	日本味之素集团生产的 **ABF 薄膜**	**BT 树脂**（双马来酰亚胺-三嗪树脂）
材料特性	低介电损耗、高精度布线能力与高层数堆叠，硬度高、厚度薄	成本更低、工艺成熟、产量更大、综合性能均衡，但较 ABF 基板更硬，较难布线，无法满足细线路要求
材料供给格局	上游高度集中，味之素近乎垄断——全球市占率超过 90%	供应相对分散，国产化和通用化程度更高，供给弹性更大
封装特点	高层数、超细线宽线距、高 I/O 数、高速信号传输、散热要求高	层数较低或中等，强调成本、量产和稳定性，适合中低复杂度封装
常见层数	8–20+ 层，先进应用可进一步提升	4–8 层较常见，部分高阶应用可更高
典型面积	从 25×25 mm 起，AI/服务器可到 120×120 mm 以上	以 15×15 mm 到 35×35 mm 为主
线宽线距	极细，通常优于 BT 载板很多，适合高密度互连	相对较宽，满足大多数成熟消费与存储封装需求
电性能	更适合高频高速、低延迟、大带宽场景	更适合常规信号传输，对超高频高速不占优
主要应用	高端芯片封装，如 CPU、GPU、ASIC、服务器芯片、AI 芯片	中低端应用，如存储、手机 SoC、IoT、通信基频芯片
价值量	高	低

资料来源：未来半导体、浦银国际

全球 ABF 载板市场高度集中，寡头垄断下面临产能瓶颈。鉴于 Agentic AI 驱动的服务器 CPU/GPU 需求更直接作用于 ABF 载板市场，因此下文将更聚焦于 ABF 载板市场的变化与格局。市场呈现高度集中的寡头格局，根据 TPCA 数据（台湾电路板协会），前五大厂商市占率常年超 80%：第一梯队为日系龙头 **Ibiden**（揖斐电 4062.JP，深度绑定 Intel 且与味之素有长期合作关系）与 **Shinko**（新光电气 6967.JP，Fujitsu 集团子公司，Intel 和 AMD 重要供应商），技术储备领先，属于高端载板市场核心参与者；第二梯队为台系厂商

下载日志已记录，仅供内部参考

Unimicron（欣兴电子 3037.TT，AMD 和 NVIDIA 主要载板供应商）、**Nan Ya PCB**（南亚电路板 8046.TT，其母公司南亚塑胶是全球重要 CCL 供应商）及 **Kinsus**（景硕科技 3189.TT），通过快速扩产和性价比优势迅速追赶；第三梯队为大陆厂商，如**深南电路**（002916.CH）、**兴森科技**（002436.CH）等，正在积极突破高端 FC-BGA 载板技术瓶颈，但技术上仍有一定差距。

同时，ABF 载板的上游材料供应链，同样因为寡头垄断，目前存在三大关键瓶颈：一是味之素垄断了全球超 90%的 **ABF 薄膜供应**，短期无可替代且控价权极强；二是 AI 服务器对高频信号传输和低传输损耗的要求，提升了 ABF 载板对关键材料**高速铜箔**（HVLP, High-profile Very Low-Profile）的需求并触及紧平衡；三是 **T-Glass 玻纤布**（低损耗玻纤布，用于高端 CCL 和载板）高度集中于 Nittobo（日东纺织，3110.JP，垄断全球最先进的高阶玻纤布供应）和 NEG（日本电气硝子，5214.JP）等少数日系厂商，使 AI 服务器的增长面临紧张，进一步加剧了载板上游材料的成本压力。高端产线面临 5-10 亿美元的资本开支与 2.5-3 年的漫长扩产周期，导致供给端短期无法迅速释放。

图表 27：ABF 载板市场竞争主要参与者情况

竞争梯队	代表厂商	主要情况及特点	重要客户
第一梯队（日系领跑高阶算力）	Ibiden（揖斐电，4062.JP）	全球 ABF 载板龙头，超高层数（16L+）、超精细线宽（L/S ≤ 10μm）领先，与味之素长期合作或在 ABF 薄膜供应配给上有优势	Intel（Xeon 系列）、NVIDIA、AMD 等
	Shinko Electric（新光电气，6967.JP）	Fujitsu 集团子公司，在高端 FCBGA 载板领域具有强竞争力，在先进封装（如 Chiplet 互连载板）领域具备领先技术储备	AMD、Intel、苹果
	Unimicron（欣兴电子，3037.TT）	台系载板龙头，近年来在 AI 相关载板领域快速扩产，产品线较全，是 CoWoS 等先进封装平台的主要载板供应商之一	Intel、AMD、NVIDIA
第二梯队（台系产能扩张积极追赶）	Nan Ya PCB（南亚电路板，8046.TT）	台塑集团成员，因母公司南亚塑胶是全球重要的 CCL 供应商，故具备上游材料（CCL 铜箔基板）的垂直整合优势	AMD、MediaTek、NVIDIA
	Kinsus（景硕科技，3189.TT）	BT 载板领域的重要厂商，受益于 HBM 封装对载板的需求，近年来大力投资 ABF 载板，致力于向高端产品转型。	NVIDIA、SK Hynix、苹果
第三梯队（大陆厂商崛起推动国产替代）	深南电路（002916.CH）	国内 PCB 龙头及封装基板国产化的核心推动者，目前已实现 16 层及以下 FC-BGA 产品的量产，并具备 18 和 20 层产品的相关样品制造能力	AMD、Intel、高通、大量国内 CPU/GPU 厂商订单
	兴森科技（002436.CH）	自 2022 年开始布局 ABF 载板（广州与珠海基地），是国内坚定的高端载板追赶者，当前公司良率持续改善	积极导入海外客户 CPU 产品及尝试拓展射频芯片客户

资料来源：公司官网、台湾电路板协会（TPCA）、未来半导体、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

Agentic AI 的快速发展传导至 IC 载板，推动其进入涨价超级周期。Agentic AI 对 IC 载板的影响不是线性传导的，而是带有逐层放大效应。首先，Agentic AI 推动 GPU 与 CPU 配比从 8:1 走向 1:1 甚至更低，催生服务器 CPU 出货量爆发式增长。其次，基于服务器 CPU 出货量与 ABF 载板是接近 1:1 的刚性映射（每颗 CPU 需要 1 片 FC GBA 型的 ABF 载板），因此 CPU 的出货量大幅增长会等比例拉动 ABF 载板需求。最后，Agentic AI 时代对服务器 CPU 性能的要求提升也会推动载板规格的持续升级，带动载板层数和面积的增加。以 AI GPU/ASIC 的载板为例，单颗 NVIDIA B200 的载板面积可达~100x100 mm（约 10,000 mm²），是高端服务器 CPU 载板的 2.5 倍以上。而载板面积的增长又意味着需要消耗更多 ABF 薄膜与铜箔，层数的增加则意味着更长的生产周期和更高制造难度，从而推高载板的单位成本和对上游材料的用量。值得注意的是，在 CPU 出货量的增长带动载板出货量增长和单颗载板面积增长的乘数效应下，载板也面临供给侧的刚性约束：1）味之素业绩会及管理层发言曾指出“由 AI 驱动的需求增长远超预期”，公司 2026 年 5 月 7 日宣布将投资 12 亿日元用于收购 ABF 生产基地以应对 2030 年后的需求扩张，预计新工厂 2028 年正式开工建设，2032 年建成投产，产能建设周期接近 4 年，因此味之素的 ABF 薄膜产能扩张速度远低于下游需求；2）一条高端载板产线本身的建设周期需要 2-3 年，投资额高达 5-10 个亿美元，头部厂商（如揖斐电、欣兴电子、南亚电路板）的大规模扩产也需要等到 2028-2029 年才会迎来实质性产能释放；3）ABF 的载板供需已经进入紧张区间，核心原材料高速铜箔的供需也已经接近紧平衡。

图表 28：CPU 代际演变与载板规格变化

代表产品	年份	核心数	内存通道	载板层数	载板尺寸（估算）	载板面积指数
AMD EPYC Genoa	**2022**	96 核	12ch DDR5	10-12L	~55×55 mm	1.0×
AMD EPYC Turin	**2024**	192 核	12ch DDR5	12-14L	~60×60 mm	1.2×
AMD EPYC Venice	**2026E**	256 核	16ch DDR5	14-16L	~65×65 mm	1.4×
Intel Xeon SPR	**2022**	60 核	8ch DDR5	8-10L	~50×50 mm	0.83×
Intel Xeon GNR	**2024**	128 核	12ch DDR5	12-14L	~60×60 mm	1.2×

注：载板面积指数以 2022 年 EPYC Genoa 为基准 1.0x，E=浦银国际预测

资料来源：公司官网、业绩会、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

当前 IC 载板涨价周期已开启。根据媒体芯智讯 2026 年 5 月 12 日报道，日本材料大厂味之素（Ajinomoto）已确认 ABF 开始涨价，并采取逐一客户调整方式调涨价格。参考今年 3 月底曾有报道指味之素曾考虑调涨 ABF 薄膜价格约 30%，考虑到一般 ABF 薄膜占载板总成本比例的 10%-20%（具体取决于载板层数和尺寸），再结合当前供不应求的格局，我们预计这至少会推高载板成品涨幅 30%以上；同时，根据中国台湾电路板协会（TPCA）2026 年 5 月 6 日发布的新闻，AI 伺服器、数据中心的升温已经带动 PCB 核心材料 CCL（铜箔基板）供应紧张，韩国 PCB 行业面临罕见缺料压力。韩国关税厅资料显示，今年 3 月 CCL 进口单价达到每公吨 20728 美元，已经较去年同期增长 74.5%。业内人士还指出，已经有客户开始通过提前下单 CCL 和扩大订单的用量规模来缓解供应不足，但也面临交期拉长的问题，过去一个月可取得的材料现在交期可能拉长至半年以上。因此，随着核心材料 CCL 的供应紧张，PCB 从业者的接单和交货压力也持续升高。

综上，在 Agentic AI 引发的计算架构变革下，服务器 CPU 的爆发式增量与先进封装的规格质变，带动 IC 载板行业从“消费电子周期”向“AI 算力超级周期”迁移。伴随着 IC 载板所在行业上游材料的市场格局高度集中和产能供需结构性失衡影响，行业或将从“买方市场”沉淀为“卖方市场”，我们预计本轮超级周期至少持续 **2-3 年**，具备高确定性与投资弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

安谋控股(ARM.US)：算力架构之王，架构升级与 AGI CPU 双轮驱动第二成长曲线

我们首次覆盖安谋控股（ARM.US），给予“买入”评级，目标价为 397 美元，潜在升幅 16%。

- **架构升级与 CSS 渗透持续推高版税费率，基本盘增长确定性极高：**作为全球半导体 IP 授权龙头，公司凭借 Armv9 架构与计算子系统(CSS)的渗透率提升，持续提高版税费率。FY26Q4 授权收入同比增长 29%至创纪录的 8.19 亿美元，其中包括两项新一代 CSS 授权合同。数据中心版税收入持续实现同比翻倍以上增长。管理层在 FY26Q4 业绩会上表示，IP 与 CSS 仍是版税增长的基石，版税收入有望在未来继续保持强劲增长态势，基本盘增长确定性高。
- **AI Agent 驱动推理负载向 CPU 迁移，Arm 服务器 CPU 份额持续跃升：**随着 AI 从模型训练转向部署持续运行的 AI Agent，Token 生成量快速增长，对 CPU 的推理协调与数据搬运需求大幅提升。管理层在业绩会上披露，Arm 在头部超大规模云商中的 CPU 市场份额约 50%。管理层表示，Arm 架构 CPU 已被三大 GPU 供应商采用，成为 AI 基础设施中不可或缺的组成部分。随着数据中心从“兆瓦级”迈向“吉瓦级”，每吉瓦所需 CPU 容量预计超过当前的四倍以上，Arm 高能效架构的结构性优势将持续兑现。
- **AGI CPU 客户需求强劲翻番，打开第二成长曲线：**公司在 2026 年 3 月“Arm Everywhere”投资者日发布首款自研芯片——AGI CPU，其基于 Neoverse V3 平台，单颗 CPU 集成多达 136 个 Neoverse V3 核心，单机架性能优异。客户进展方面，Meta 为联合开发首席合作伙伴，已承诺跨代合作路线图；Cerebras、Cloudflare、OpenAI、SAP、SK Telecom 等亦已确认部署计划；此外，还有超过 50 家行业领先企业公开表态支持。管理层在 FY26Q4 业绩会上披露，AGI CPU 客户需求已超过 20 亿美元（覆盖 FY2027+FY2028），较 2024 年 3 月发布时的 10 亿美元实现翻番，并表示公司正朝着在 FY2031 前实现 AGI CPU 收入 150 亿美元的目标稳步前行。
- **估值：**我们采用前瞻市盈率（PE）估值方法。假设公司在服务器 CPU 份额提升与 AGI CPU 放量的驱动下保持高成长，预计 FY2029E 的 Non-GAAP 净利润为 31.4 亿美元，对应 EPS 2.9 美元。考虑到商业模式的稀缺性与 AGI CPU 后续持续超预期的潜力，给予 FY2029E 135 倍目标市盈率，推导得到目标价 397 美元，潜在升幅 16%，首予“买入”评级。

安谋科技（ARM.US） 买入

目标价（美元）	**397**
潜在升幅/降幅	**+16%**
目前股价（美元）	343.6
52 周内股价区间（美元）	100.0 -452.7
总市值（百万美元）	366,970
近 3 月日均成交额（百万美元）	3,107.0

注：截至 2026 年 6 月 29 日收盘价

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价相对表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

- **投资风险：**AGI CPU 量产与客户交付延迟；RISC-V 在低端市场蚕食份额；自研芯片占比提升压低整体毛利率；宏观经济下行压制终端需求；估值偏高导致容错空间窄；地缘政治风险影响全球客户采购决策。

图表 29：盈利预测和财务指标

百万美元	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	4,007	4,920	5,951	7,751	9,701
营收同比增速	24%	23%	21%	30%	25%
毛利率	97.0%	97.5%	96.3%	86.3%	78.0%
净利润	792	904	1,363	1,765	2,037
净利润增速	134%	14%	51%	30%	15%
Non-GAAP 基本每股收益（美元）	1.6	1.6	2.1	2.6	2.9
目标 PE (x)	243.0	241.1	185.6	152.8	135.0

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表分析与预测

利润表

百万美元	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	**4,007**	**4,920**	**5,951**	**7,751**	**9,701**
营业成本	-121	-121	-217	-1,062	-2,139
毛利润	**3,886**	**4,799**	**5,734**	**6,689**	**7,562**
毛利率	97.0%	97.5%	96.3%	86.3%	78.0%
研发费用（GAAP）	2,071	2,776	3,067	3,526	4,040
研发费用（Non-GAAP）	1,340	1,911	2,205	2,594	3,030
销售管理费用（GAAP）	984	1,115	1,315	1,355	1,426
销售管理费用（Non-GAAF	709	806	991	1,018	1,076
GAAP 营业利润	**831**	**900**	**1,344**	**1,799**	**2,088**
GAAP 营业利润率	20.7%	18.3%	22.6%	23.2%	21.5%
Non-GAAP 营业利润	**1,871**	**2,115**	**2,568**	**3,111**	**3,495**
Non-GAAP 营业利润率	46.7%	43.0%	43.1%	40.1%	36.0%
折旧与摊销（D&A）	183	241	252	252	252
Non-GAAP EBITDA	**2,054**	**2,356**	**2,820**	**3,363**	**3,747**
EBITDA 利润率	51.3%	47.9%	47.4%	43.4%	38.6%
权益投资收益	-237	14	-	-	-
利息收入（净）	116	111	123	157	203
其他营业外收入	10	132	-	-	-
所得税费用（GAAP）	72	-253	-104	-190	-255
GAAP 净利润	**792**	**904**	**1,363**	**1,765**	**2,037**
GAAP 净利率	19.8%	18.4%	22.9%	22.8%	21.0%
Non-GAAP 净利润	**1,737**	**1,759**	**2,287**	**2,777**	**3,143**
Non-GAAP 净利率	43%	36%	38%	36%	32%
股权激励费用（SBC）	820	1,082	1,216	1,304	1,399
SBC 占收入比	20.5%	22.0%	20.4%	16.8%	14.4%
GAAP 稀释 EPS（$）	**0.7**	**0.8**	**1.3**	**1.7**	**1.9**
Non-GAAP 稀释 EPS（$）	**1.6**	**1.6**	**2.1**	**2.6**	**2.9**
基本流通股（百万）	1,050	1,061	1,062	1,062	1,062
稀释流通股（百万）	1,063	1,068	1,069	1,069	1,069

资产负债表

百万美元	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
货币资金	2,085	2,751	3,127	3,967	5,282
短期投资	740	850	850	850	850
应收账款	1,107	1,300	2,110	2,742	3,268
合同资产	642	977	977	977	977
预付款及其他	256	358	358	358	358
流动资产合计	**4,830**	**6,236**	**7,422**	**8,895**	**10,734**
固定资产（净值）	394	841	1,615	2,589	3,563
使用权资产	320	379	379	379	379
权益投资	565	387	395	403	411
商誉	1,620	1,623	1,620	1,620	1,620
无形资产（净值）	151	230	388	546	704
递延所得税资产	401	375	375	375	375
其他非流动资产	305	312	312	312	312
非流动资产合计	4,102	4,467	5,404	6,544	7,684
资产总计	**8,932**	**10,703**	**12,826**	**15,439**	**18,418**
应计薪酬	140	154	154	154	154
应交税费	124	106	106	106	106
合同负债	209	294	294	294	294
其他流动负债	426	447	447	447	447
流动负债合计	929	1,040	1,040	1,040	1,040
非流动合同负债	702	752	752	752	752
非流动租赁负债	316	393	393	393	393
其他非流动负债	79	161	161	161	161
非流动负债合计	1,164	1,377	1,377	1,377	1,377
负债合计	**2,093**	**2,417**	**2,417**	**2,417**	**2,417**
实收资本（APIC）	2,922	3,467	4,227	5,075	6,018
其他综合收益	372	370	370	370	370
留存收益	3,543	4,447	5,810	7,575	9,612
股东权益合计	**6,839**	**8,286**	**10,409**	**13,022**	**16,001**
负债和股东权益合计	**8,932**	**10,703**	**12,826**	**15,439**	**18,418**

现金流量表

百万美元	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
净利润	792	904	1,363	1,765	2,037
折旧与摊销	183	249	252	252	252
股权激励费用（SBC）	820	1,052	1,216	1,304	1,399
递延所得税	-218	15	0	0	0
营运资本变动等	-1,180	-696	-807	-633	-525
经营活动现金流（CFO）	397	1,524	2,024	2,689	3,162
资本支出（CapEx）	-219	-545	-1,000	-1,200	-1,200
投资活动现金流（CFI）	-35	-325	-1,072	-1,272	-1,272
融资活动现金流（CFF）	-202	-548	-576	-576	-576
汇率变动影响	2	15	0	0	0
现金净变动	162	666	376	841	1,314
期初现金	1,923	2,085	2,751	3,127	3,967
期末现金	2,085	2,751	3,127	3,967	5,282

财务指标

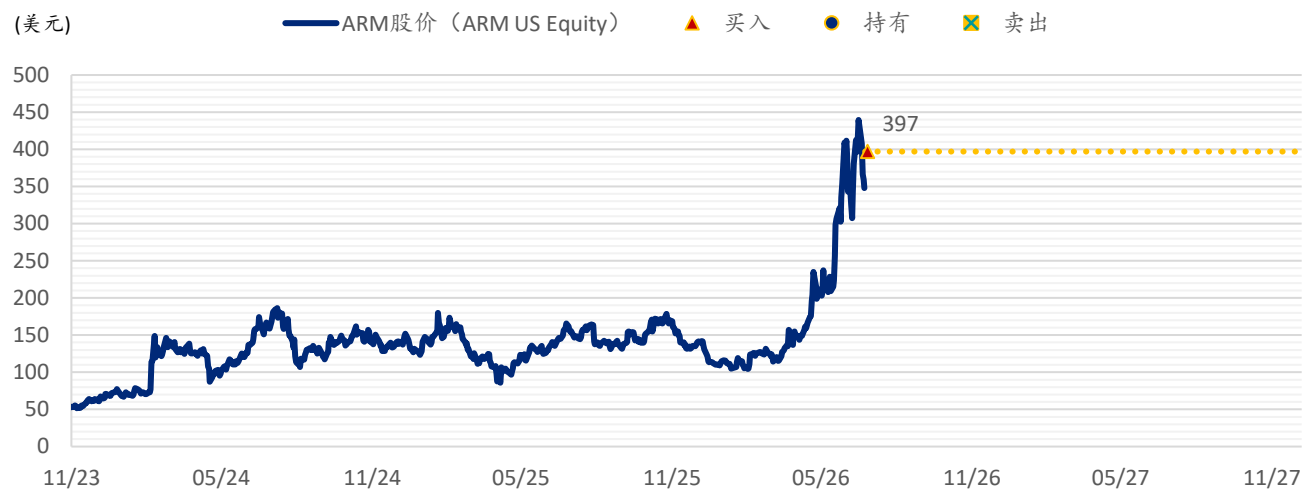
百万美元	FY2025	FY2026	FY2027E	FY2028E	FY2029E
毛利率	97.0%	97.5%	96.3%	86.3%	78.0%
GAAP 营业利润率	20.7%	18.3%	22.6%	23.2%	21.5%
Non-GAAP 营业利润率	46.7%	43.0%	43.1%	40.1%	36.0%
GAAP 净利率	19.8%	18.4%	22.9%	22.8%	21.0%
Non-GAAP 净利率	43.3%	35.8%	38.4%	35.8%	32.4%
EBITDA 利润率	51.3%	47.9%	47.4%	43.4%	38.6%
增长率					
收入同比增长	23.9%	22.8%	21.0%	30.2%	25.2%
GAAP 营业利润同比	544.2%	8.3%	49.3%	33.9%	16.1%
Non-GAAP 净利润同比	31.9%	1.3%	30.0%	21.4%	13.2%
Non-GAAP EPS 同比	29.7%	0.8%	29.9%	21.4%	13.2%
效率与回报					
应收账款周转天数（DS	101	96	129	129	123
净资产收益率（ROE）	11.6%	10.9%	13.1%	13.6%	12.7%
总资产收益率（ROA）	8.9%	8.4%	10.6%	11.4%	11.1%

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、iFind、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30：SPDBI 目标价：安谋控股（ARM.US）



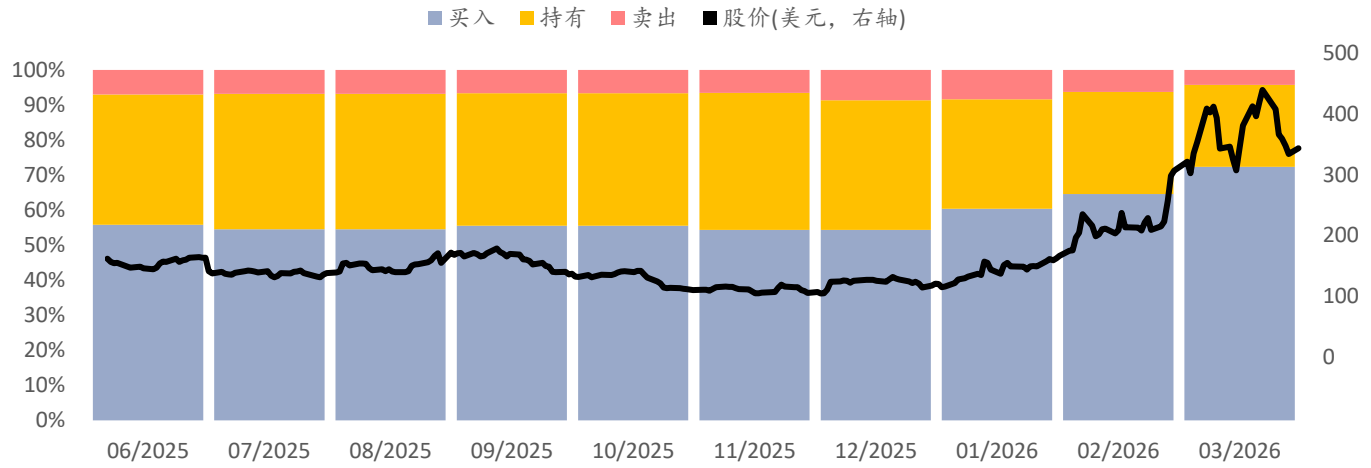
注：截至 2026 年 6 月 29 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

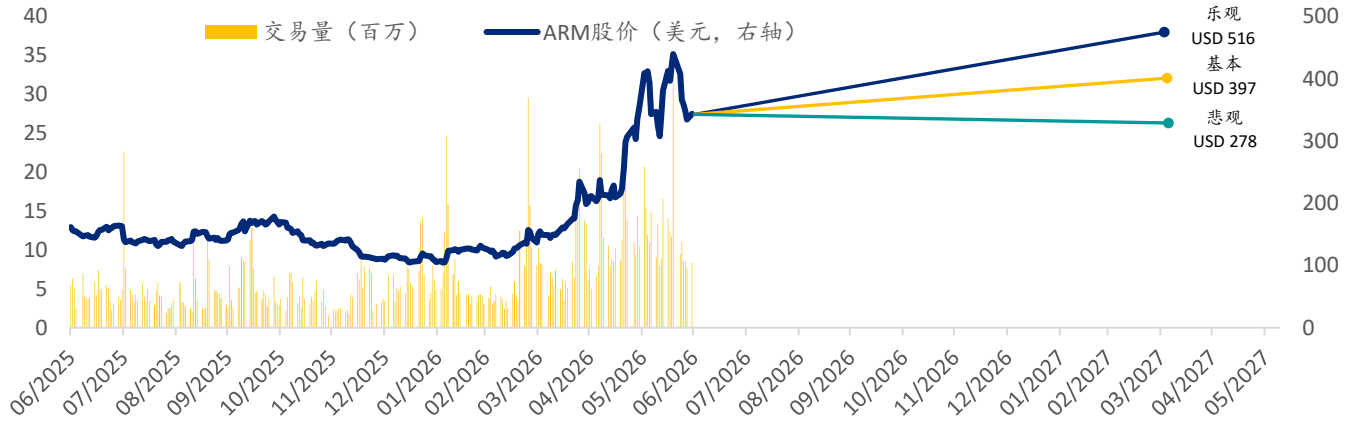
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 31：市场普遍预期：安谋控股（ARM.US）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 32：SPDBI 情景假设：安谋控股（ARM.US）



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：516 美元	**目标价：278 美元**
概率：20%	**概率：25%**
• AGI CPU 新业务进展超预期； • IP 渗透率及版税费率持续提升； • CSP 等大客户自研需求提升。	• AGI CPU 量产与客户交付延迟； • RISC-V 在低端市场蚕食市场份额； • 地缘政治风险影响客户采购决策。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

超威半导体（AMD.US）：CPU+GPU 双轮驱动，Helios 平台重塑 AI 基础设施格局

我们恢复覆盖超威半导体（AMD.US），给予“持有”评级，目标价为 574 美元，潜在升幅 6%。

- **Agentic AI 结构性重估 CPU 算力需求，服务器 CPU 迎来历史性增长拐点：**AMD 作为全球 x86 服务器 CPU 第二大供应商，正充分受益于 Agentic AI 对 CPU 算力的结构性新增需求——该类工作负载需要大量 CPU 资源进行任务编排、数据调度与工具调用，促使 CPU 与 GPU 配比从传统的 1:8 向 1:1 迈进。管理层已在 1Q26 业绩会上将 2030 年服务器 CPU TAM 从 600 亿美元上调至 1,200 亿美元以上，对应 CAGR 从 18%跃升至 35%以上。第六代 Venice 当前上量的速度超越任何前代 EPYC 产品，1Q26 服务器 CPU 收入份额已达约 46%。管理层指引 2Q26 服务器 CPU 收入将同比增长超 70%，增长加速态势确定性高。
- **锁定与 Meta、OpenAI 合计 12GW GPU 部署协议，数据中心 GPU 进入战略性放量期：**AMD 已与全球两大 AI 算力消费方达成史无前例的长期合作——与 Meta 签署 6GW 多年期 Instinct GPU 部署协议，与 OpenAI 达成 6GW 级部署协议，合计 12GW 的合同锁定为 GPU 收入提供了多年高可见度的增长基石。上述部署将采用基于 MI450 架构的定制化 Instinct GPU，首批出货预计于 2H26 启动。管理层在 1Q26 业绩会上表示，头部客户采购订单指引已超出公司初始预期，大规模部署管线持续扩大，GPU 爆发确定性显著增强。
- **Helios 全栈平台战略落地，从芯片供应商升级为 AI 基础设施平台商：**AMD 已构建基于开放标准的全栈 AI 基础设施平台 Helios——集成 EPYC CPU、Instinct GPU、Pensando Vulcano AI NIC 及 ROCm 软件栈于统一的液冷机架架构中。通过收购 ZT Systems 获取机架级系统设计能力（制造业务已剥离给 Sanmina），AMD 实现了从“卖芯片”到“卖整柜方案”的战略跃迁。Meta 的大规模部署正是以 Helios 为基础架构，这标志着平台战略已获头部客户验证。机架级整体方案显著提升单客户钱包份额与客户粘性，开放标准定位亦吸引主权 AI 等多元化客户群。
- **估值：**我们采用前瞻市盈率估值方法。假设 AMD 2026E-2028E 利润分别为 95.9/181.1/246.5 亿美元，CAGR 60%。给予 2028E 38 倍 PE，得到目标价 574 美元，潜在升幅 6%，给予“持有”评级。
- **投资风险：**MI450/Helios 量产进度不及预期；NVIDIA 加速迭代及 ASIC 份额扩张致 GPU 竞争加剧；核心客户部署进度慢于预期；美国对华出口管制进一步收紧；GPU 规模扩张稀释整体毛利率；宏观经济下行导致 IT 支出放缓。

超威半导体（AMD.US） **持有**

目标价（美元）	**574**
潜在升幅/降幅	**+6%**
目前股价（美元）	539.5
52 周内股价区间（美元）	133.5-563.0
总市值（百万美元）	879,693
近 3 月日均成交额（百万美元）	14,619

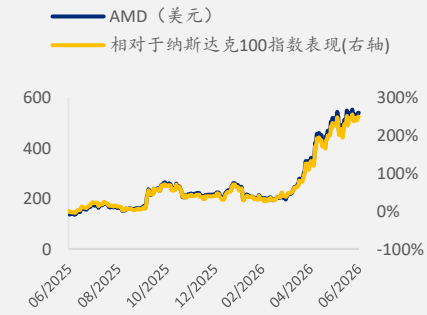
注：截至 2026 年 6 月 29 日收盘价

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价相对表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 33：盈利预测和财务指标

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25,784	34,638	50,999	77,000	96,000
营收同比增速	14%	34%	47%	51%	25%
毛利率	49.3%	49.5%	53.8%	54.9%	55.4%
净利润	1,641	4,335	9,586	18,106	24,654
净利润增速	92%	164%	121%	89%	36%
基本每股收益（美元）	1.0	2.6	5.9	11.1	15.1
目标 PE (x)	574.2	216.7	98.0	51.9	38.1

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表分析与预测

利润表

百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**25,784**	**34,638**	**50,999**	**77,000**	**96,000**
营业成本	13,060	17,487	23,568	34,727	42,786
毛利润	**12,724**	**17,151**	**27,432**	**42,274**	**53,214**
经营支出	10,687	13,458	16,546	21,514	24,928
销售管理费用	4,231	5,367	6,420	7,966	8,984
研发费用	6,456	8,091	10,126	13,549	15,944
经营利润	**2,037**	**3,693**	**10,886**	**20,760**	**28,287**
利息收入	181	577	315	200	200
财务费用	-92	-131	-148	-148	-148
税前利润	2,126	4,139	11,053	20,812	28,339
所得税费用	-381	103	-1,466	-2,705	-3,684
净利润	**1,641**	**4,335**	**9,586**	**18,106**	**24,654**
稀释股数（百万）	1,641	1,636	1,636	1,636	1,636
稀释每股收益（美元）	1	3	6	11	15

资产负债表

百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,787	5,539	13,208	26,637	49,171
现金等价物	1,345	5,013	6,762	6,762	6,762
应收账款和应收票据	6,820	6,315	8,520	12,422	14,733
存货	5,734	7,920	10,810	15,518	18,282
其他流动资产	1,363	2,160	2,200	2,200	2,200
流动资产合计	**19,049**	**26,947**	**41,500**	**63,539**	**91,148**
物业、厂房及设备	1,802	2,312	2,704	3,044	3,424
无形资产	43,769	41,831	39,516	38,316	37,116
其他非流动资产	4,457	5,836	4,500	4,500	4,500
总资产	**69,226**	**76,926**	**88,220**	**109,399**	**136,188**
短期借贷	0	874	0	0	0
应付账款和应付票据	1,990	2,929	5,219	7,492	8,826
应付税务	-	-	-	-	-
其他流动负债	5,291	5,652	6,000	6,000	6,000
流动负债合计	**7,281**	**9,455**	**11,219**	**13,492**	**14,826**
长期借款	1,721	2,348	1,719	1,719	1,719
其他非流动负债	2,656	2,124	2,000	2,000	2,000
总负债	**11,658**	**13,927**	**14,938**	**17,211**	**18,545**
储备	2,364	6,699	16,303	34,409	59,063
其他权益项	55,204	56,300	56,980	57,780	58,580
股东权益总额	57,568	62,999	73,283	92,189	117,643
总负债和股东权益	69,226	76,926	88,220	109,399	136,188

现金流量表

百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流					
净利润	1,641	4,335	9,586	18,106	24,654
折旧摊销	3,177	3,004	3,277	3,840	4,480
股份支付	2,420	2,800	2,950	3,000	3,000
其他	-2,099	-52	0	0	0
营运资金变动					
应收账款变动	-2,098	-2,378	-2,573	-6,337	-3,741
经营活动现金流合计	**3,041**	**7,709**	**13,240**	**18,609**	**28,394**
投资活动现金流					
资本支出	-636	-974	-1,000	-1,300	-1,500
其他投资活动	-465	-4,559	-3,676	-2,000	-2,000
投资活动现金流合计	**-1,101**	**-5,533**	**-4,676**	**-3,300**	**-3,500**
融资活动现金流					
股份回购	-862	-1,923	-1,855	-2,000	-2,000
其他融资	-1,200	1,492	0	0	0
融资活动现金流合计	**-2,062**	**-431**	**-1,855**	**-2,000**	**-2,000**
现金及等价物净增减	**-122**	**1,745**	**6,709**	**13,309**	**22,894**
自由现金流	2,405	6,735	12,240	17,309	26,894

主要财务比率

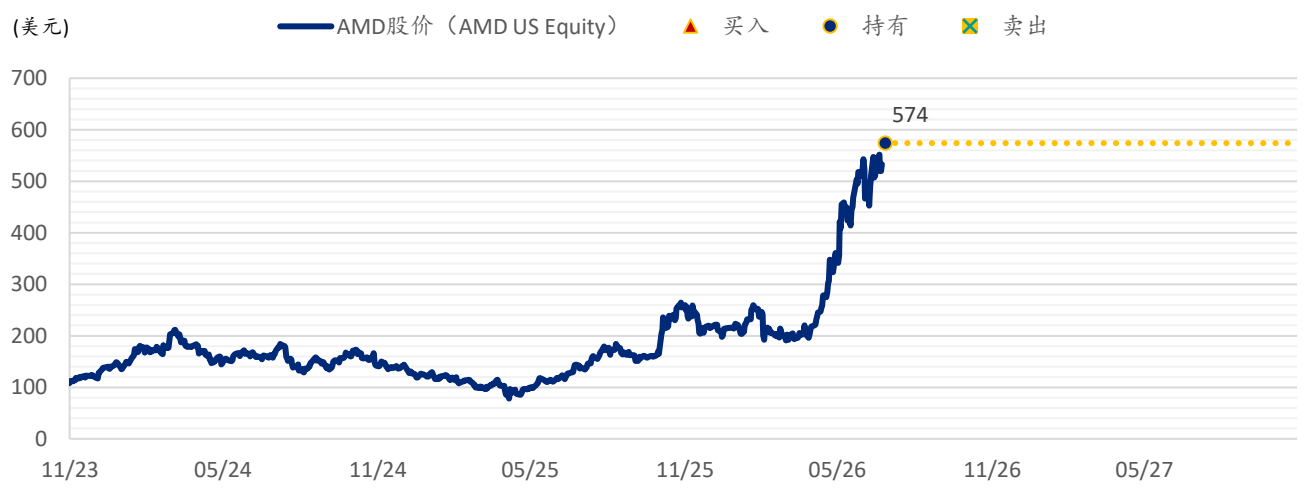
百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营运指标增速					
营业收入增速	13.7%	34.3%	47.2%	51.0%	24.7%
毛利润增速	21.6%	34.8%	59.9%	54.1%	25.9%
营业利润增速	455.7%	81.3%	194.8%	90.7%	36.3%
净利润增速	92.2%	164.2%	121.1%	88.9%	36.2%
盈利能力					
净资产收益率	2.9%	6.9%	13.1%	19.6%	21.0%
总资产报酬率	2.4%	5.6%	10.9%	16.6%	18.1%
投入资本回报率	3.0%	6.2%	15.3%	26.8%	35.1%
利润率					
毛利率	49.3%	49.5%	53.8%	54.9%	55.4%
营业利润率	7.9%	10.7%	21.3%	27.0%	29.5%
净利润率	6.4%	12.5%	18.8%	23.5%	25.7%
营运能力					
现金循环周期	201	171	148	143	137
应收账款周转天数	97	67	61	59	56
存货周期天数	160	165	167	163	156
应付账款周转天数	56	61	81	79	75

E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、iFind、浦银国际预测



下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34：SPDBI 目标价：超威半导体（AMD.US）



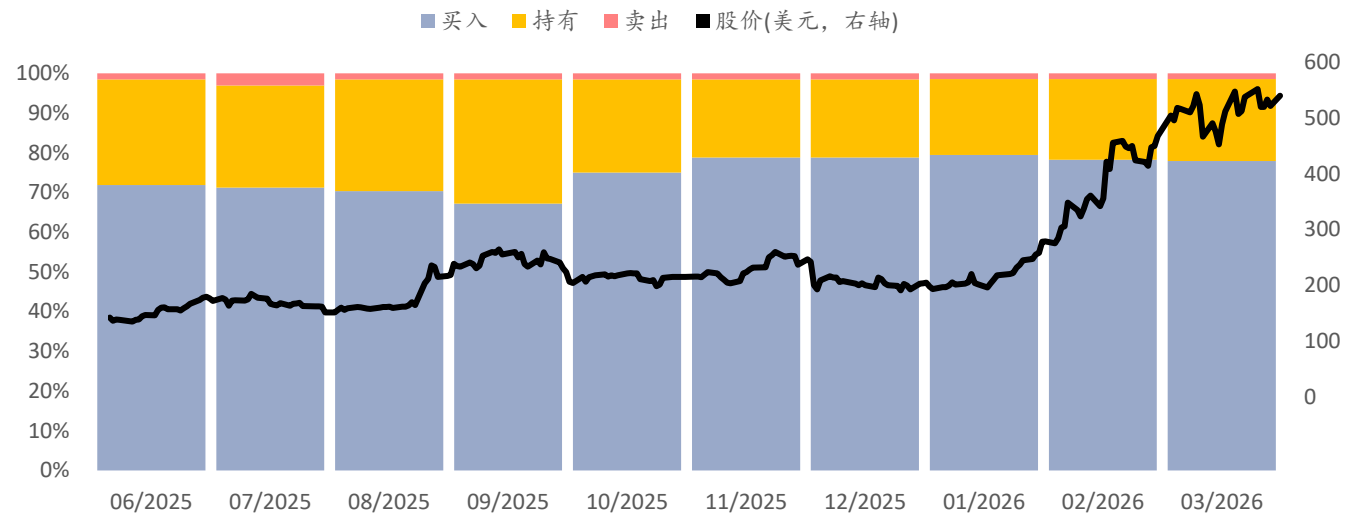
注：截至 2026 年 6 月 29 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

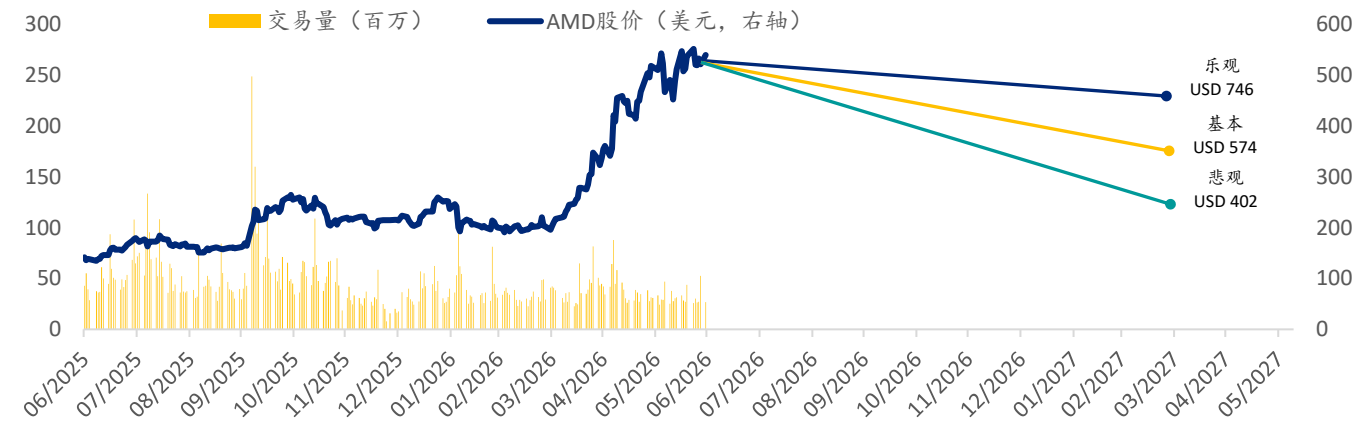
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 35：市场普遍预期：超威半导体（AMD.US）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 36：SPDBI 情景假设：超威半导体（AMD.US）



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：746 美元	**目标价：402 美元**
概率：20%	**概率：20%**
• 市场份额持续超预期提升； • 核心客户部署进展超预期。	• MI450/Helios 量产进度不及预期； • NVIDIA 加速迭代及 ASIC 份额扩张致 GPU 竞争加剧。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

深南电路（002916.CH）：算力基建核心供应商，载板业务迎顺风破局时刻

我们首次覆盖深南电路（002916.CH），给予“买入”评级，目标价为人民币 600 元，潜在升幅 31%。深南电路是我们在 CPU 及 IC 载板行业的首选股。

- **AI 算力需求爆发驱动高端 PCB 需求喷涌，数通业务迎来量价双击：**公司是全球高端数通 PCB 供应商。受益于 AI 算力及高速交换机需求爆发，高多层板需求出现井喷。2025 年公司印制电路板业务收入同比增长 36.84%至人民币 143.59 亿元（产品结构升级带动其毛利率提升至 35.53%）。公司投资不超过 46 亿元的无锡高速高密、高多层 PCB 项目建设顺利，预计于 2027 年投产释放，达产后年产值有望新增 40-50 亿元，进一步增厚高端产能。大客户份额持续提高，业务增长确定性较高。
- **BT 载板受益存储行业高增，FC-BGA 载板迎顺风破局时刻：**公司是国内封装基板龙头。受益于算力及存储芯片自主可控需求，载板国产替代加速。2025 年公司封装基板业务收入达 41.48 亿元（同比增长 30.80%，毛利率达 22.58%）。BT 载板业务在头部存储厂商中占据优势份额，在存储高景气周期中有望持续高增长。FC-BGA 载板已实现 22 层及以下产品量产，虽然产能爬坡阶段的折旧费用增加对短期利润带来阶段性压力，但 Agentic AI 渗透率急速爬升带来的 CPU 供应链短缺，有望为公司产能爬坡提供良机。
- **“三合一”业务协同构筑壁垒，经营杠杆释放驱动利润成长：**公司构建了印制电路板、封装基板和电子装联“三合一”独特架构。该业务架构构建了深厚的技术与客户协同优势，满足高端数通及半导体客户一站式采购需求。随着高毛利产品如 AI、光模块 PCB 等占比提升，高端数通板与封装基板产能持续放量，折旧摊薄有望使公司整体盈利能力长期维持稳健提升态势，且短期又具备拐点弹性。
- **估值：**我们采用市盈率（PE）估值方法。我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 54.30/79.19/117.75 亿元，对应每股收益（EPS）为 8.14/11.87/17.65 元。考虑到公司在封装基板国产替代中的龙头稀缺性，我们给予其 2028 年 34 倍 PE，推导出目标价为人民币 600 元，潜在升幅 31%，首予“买入”评级。
- **投资风险：**AI 算力基础设施建设进度慢于预期；FC-BGA 高阶封装基板研发及新客户验证进度不及预期；主要原材料价格大幅波动；新产线产能爬坡进度慢于预期；行业竞争加剧拖累产品毛利率表现；地缘政治、贸易摩擦加剧影响供应链安全。

图表 37：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,907	23,647	32,295	42,185	50,871
营收同比增速	32%	32%	37%	31%	21%
毛利率	24.8%	28.3%	29.4%	30.9%	35.6%
归母净利润	1,878	3,276	5,430	7,919	11,775
净利润增速	34%	74%	66%	46%	49%
基本每股收益（元）	2.8	4.9	8.1	11.9	17.7
目标 PE (x)	213.2	122.2	73.7	50.6	34.0

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

深南电路（002916.CH） 买入

目标价（人民币）	600
潜在升幅/降幅	+31%
目前股价（人民币）	457.9
52 周内股价区间（人民币）	105.0-470.0
总市值（百万人民币）	311,906
近 3 月日均成交额（百万人民币）	4,664.7

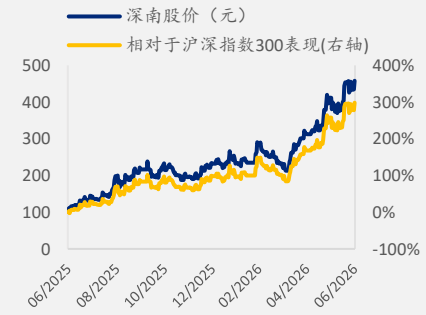
注：截至 2026 年 6 月 30 日收盘价

市场预期区间



SPDBI 目标价 目前价 市场预期区间
资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价相对表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**17,907**	**23,647**	**32,295**	**42,185**	**50,871**
营业成本	13,460	16,951	20,574	26,248	30,896
毛利润	**4,447**	**6,696**	**9,489**	**13,052**	**18,094**
经营支出	2,302	3,038	3,157	3,891	4,605
销售管理费用	305	381	451	550	637
研发费用	1,272	1,591	1,563	1,965	2,352
经营利润	**2,145**	**3,658**	**6,333**	**9,161**	**13,489**
利息收入	10	16	12	45	148
财务费用	47	49	95	62	-41
税前利润	**2,102**	**3,608**	**6,247**	**9,109**	**13,540**
所得税费用	-145	-345	-812	-1,184	-1,760
除税后利润	1,879	3,279	5,435	7,924	11,780
少数股东权益	1	3	5	5	5
归母净利润	**1,878**	**3,276**	**5,430**	**7,919**	**11,775**
稀释股数（百万）	667	667	667	667	667
稀释每股收益（元）	**2.8**	**4.9**	**8.1**	**11.9**	**17.7**

资产负债表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,553	998	1,382	5,658	14,989
应收账款和应收票据	3,806	5,250	6,774	8,515	10,190
存货	3,395	5,140	5,944	7,167	7,998
其他流动资产	2,091	2,230	2,230	2,230	2,230
流动资产合计	**10,854**	**13,654**	**16,350**	**23,590**	**35,427**
物业、厂房及设备	13,364	15,282	18,145	19,191	19,229
无形资产	585	639	639	639	639
其他非流动资产	498	1,008	961	961	961
总资产	**25,302**	**30,583**	**36,094**	**44,380**	**56,255**
短期借贷	10	15	15	15	15
应付账款和应付票据	2,687	3,934	4,874	6,036	6,932
应付税务	59	216	200	200	200
其他流动负债	4,733	5,859	5,847	5,847	5,847
流动负债合计	**7,489**	**10,024**	**10,936**	**12,097**	**12,993**
长期借款	2,577	2,679	2,679	2,679	2,679
其他非流动负债	590	699	701	701	701
总负债	**10,656**	**13,402**	**14,316**	**15,477**	**16,374**
储备	8,165	10,774	14,578	20,125	28,371
其他权益项	6,196	6,042	6,042	6,042	6,042
股东权益总额	14,646	17,181	20,989	26,536	34,782
总负债和股东权益	25,302	30,583	35,305	42,014	51,155

现金流量表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流					
净利润	1,879	3,279	5,435	7,924	11,780
折旧摊销	1,502	1,668	3,137	3,454	3,461
股份支付	-	-	-	-	-
其他	782	23	-	-	-
营运资金变动	-1,227	-1,180	-1,388	-1,803	-1,609
应收账款变动	-715	-1,444	-1,524	-1,741	-1,675
经营活动现金流合计	**2,982**	**3,838**	**7,279**	**9,638**	**13,591**
投资活动现金流					
资本支出	-2,526	-3,765	-6,000	-4,500	-3,500
其他投资活动	601	10	-	-	-
投资活动现金流合计	**-1,925**	**-3,756**	**-6,000**	**-4,500**	**-3,500**
融资活动现金流					
股份回购	31	0.1	-	-	-
其他融资	390	137	-	-	-
融资活动现金流合计	**-389**	**-650**	**-895**	**-862**	**-759**
现金及等价物净增减	**668**	**-567**	**384**	**4,276**	**9,332**
自由现金流	1,057	83	1,279	5,138	10,091

主要财务比率

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营运指标增速					
营业收入增速	32.4%	32.1%	36.6%	30.6%	20.6%
毛利润增速	40.3%	50.6%	41.7%	37.5%	38.6%
营业利润增速	74.9%	70.6%	73.1%	44.7%	47.2%
净利润增速	34.3%	74.5%	65.8%	45.8%	48.7%
盈利能力					
净资产收益率	12.8%	19.1%	25.9%	29.8%	33.9%
总资产报酬率	7.4%	10.7%	15.0%	17.8%	20.9%
投入资本回报率	12.7%	17.5%	24.7%	33.8%	52.2%
利润率					
毛利率	24.8%	28.3%	29.4%	30.9%	35.6%
营业利润率	12.0%	15.5%	19.6%	21.7%	26.5%
净利润率	10.5%	13.9%	16.8%	18.8%	23.1%
营运能力					
现金循环周期	97	106	96	90	84
应收账款周转天数	78	81	78	75	72
存货周期天数	92	110	100	95	90
应付账款周转天数	73	85	82	80	78

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、iFind、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 38：SPDBI 目标价：深南电路（002916.CH）



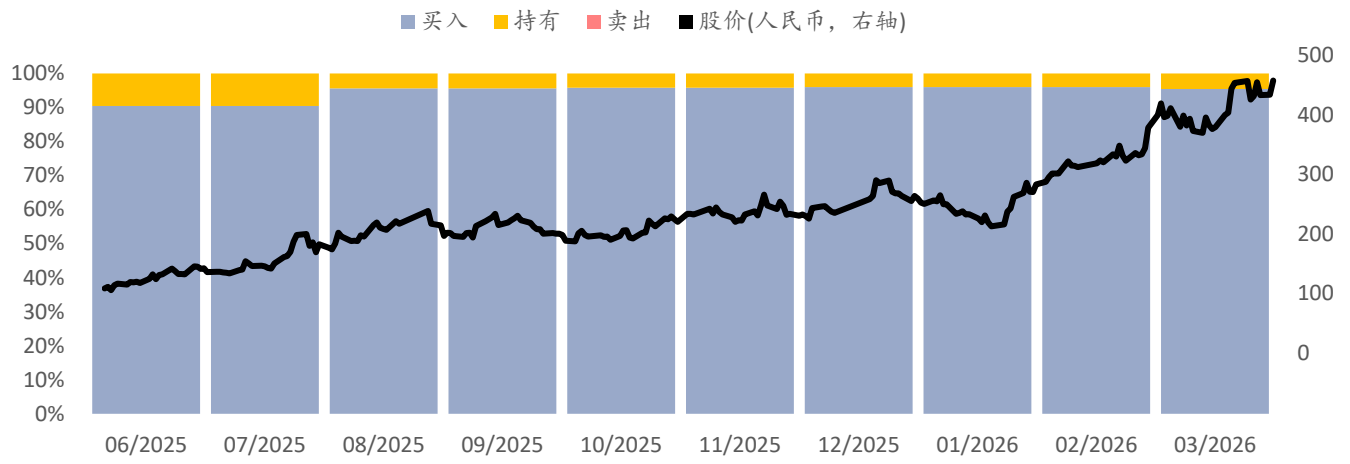
注：截至 2026 年 6 月 30 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

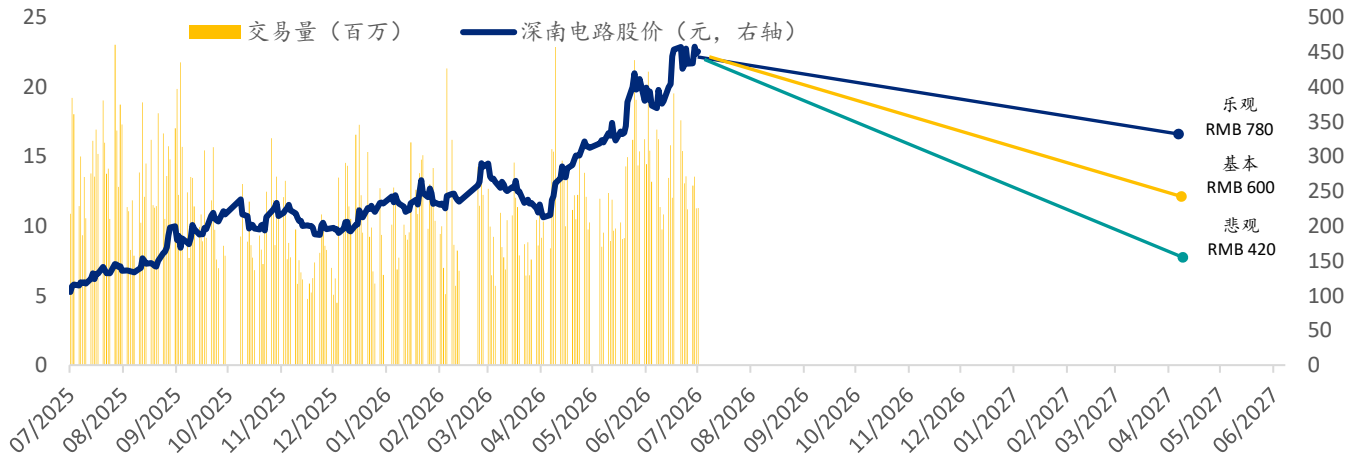
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 39：市场普遍预期：深南电路（002916.CH）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 40：SPDBI 情景假设：深南电路（002916.CH）



乐观情景：公司收入增长好于预期
目标价：780 元
概率：20%

- BT 载板业务进展高于预期且领先明显；
- AI 算力需求带动数通业务持续放量；
- 高毛利业务占比持续优化。

悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：420 元
概率：20%

- FC-BGA 高阶封装基板研发及客户验证进度不及预期；
- 主要原材料价格大幅波动；
- 新产线爬坡进度慢于预期。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

兴森科技（002436.CH）：PCB 样板冠军，载板国产替代进入加速期

我们首次覆盖兴森科技（002436.CH），给予“买入”评级，目标价为人民币 61 元，潜在升幅 20%。

- **PCB 样板龙头地位稳固，切入 AI 服务器赛道：**公司在高端样板领域国内市占率居首位。2025 年 PCB 业务营收人民币 48.97 亿元（收入占比 68.1%），毛利率为 25.3%，提供稳健现金流。公司于 2026 年 2 月签约宜兴高阶 HDI 项目切入 AI 服务器赛道，预计 2026 年底产能释放。因此，传统 PCB 业务的稳健升级将为公司奠定坚实的成长基础。
- **存储高景气推动 CSP 载板满产满销，FC BGA 载板曙光已现：**公司在 CSP 载板领域领先，已导入三星等客户。受益于存储回暖，2025 年封装基板收入 16.70 亿元，同比大增 49.7%。目前 CSP 载板产能 S1+S2 合计 5.5 万平方米/月并满产满销，S3 扩产 2.5 万平方米/月在持续推进，推动半导体业务毛利率同比提升 27.80 个百分点，为 FC BGA 载板业务打下良好财务基础。
- **FC BGA 封装基板填补国内空白，开启第二曲线：**公司是国内极稀缺的 FC-BGA（ABF 载板）量产厂商，深度绑定国内主流芯片厂商等平台，后续有望在海外客户拓展方面取得持续突破。目前公司已具备 20 层及以下量产能力，低层板良率超 95%，高层板良率超 90%。预计 ABF 载板收入将在 2026E/2027E/2028E 增至 4.87 亿/14.23 亿/20.77 亿元。产能利用率爬升将大幅摊薄折旧，助力公司开启高弹性的第二成长曲线。
- **估值：**我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 4.79/8.12/11.87 亿元，对应股东权益总额为 62.26/73.54/90.25 亿元。考虑到公司在 FC BGA 封装基板上大规模前期投入带来的前期拖累与后续的经营杠杆弹性，我们给予其 2028 年 13 倍 PB，推导出目标价为 61 元，潜在升幅 20%，首予“买入”评级。
- **投资风险：**传统 PCB 竞争加剧；FC-BGA 认证延迟或良率爬坡不及预期；下游芯片出货波动；原材料大幅涨价；先进封装技术路线发生重大变化；BT 载板毛利率低于模型假设。

图表 41：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,817	7,195	10,562	13,072	14,657
营收同比增速	9%	24%	47%	24%	12%
毛利率	15.9%	19.6%	23.4%	26.6%	28.7%
归母净利润	(198)	135	479	812	1,187
净利润增速	(194%)	168%	255%	70%	46%
基本每股收益（元）	(0.1)	0.1	0.3	0.5	0.7
PB (x)	21.0	19.5	18.0	15.8	13.4

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

兴森科技（002436.CH） 买入

目标价（人民币）	61
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价（人民币）	51.0
52 周内股价区间（人民币）	12.3-55.0
总市值（百万人民币）	86,598
近 3 月日均成交额（百万人民币）	5,655.2

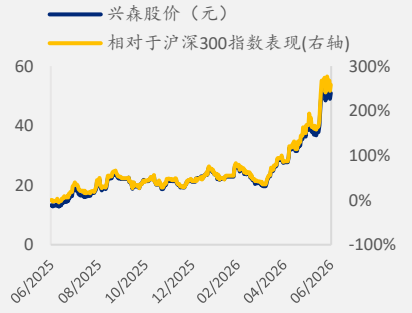
注：截至 2026 年 6 月 30 日收盘价

市场预期区间



SPDBI 目标价 目前价 市场预期区间
资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价相对表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表与盈利预测

利润表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**5,817**	**7,195**	**10,562**	**13,072**	**14,657**
营业成本	4,894	5,787	8,089	9,593	10,453
营业税金及附加	92	62	91	112	126
销售费用	202	222	317	392	410
管理费用	508	544	760	915	997
财务费用	127	180	115	106	89
资产减值损失	-127	-37	-30	-28	-25
公允价值变动收益	-48	-50	0	0	0
投资净收益	2	42	61	76	85
营业利润	**-567**	**-82**	**567**	**1,191**	**1,764**
营业外收入	8	7	7	7	7
营业外支出	16	12	11	11	11
利润总额	**-575**	**-87**	**563**	**1,187**	**1,760**
所得税	-44	17	25	59	88
净利润	**-531**	**-104**	**538**	**1,128**	**1,672**
少数股东损益	-333	-239	59	316	485
归属母公司净利润	**-198**	**135**	**479**	**812**	**1,187**
EBITDA	295	808	2,745	3,136	4,186
EPS（元）	**-0.1**	**0.1**	**0.3**	**0.5**	**0.7**

资产负债表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**4,383**	**5,526**	**7,953**	**10,519**	**13,896**
现金	618	859	1,570	2,955	5,565
应收账款	1,913	2,216	3,390	4,156	4,651
其他应收款	26	28	48	57	64
预付账款	27	71	74	92	104
存货	771	982	1,319	1,577	1,723
其他流动资产	1,028	1,369	1,553	1,682	1,789
非流动资产	**9,285**	**9,556**	**9,071**	**8,344**	**7,178**
长期投资	347	342	347	347	348
固定资产	6,168	6,070	8,193	10,029	11,241
无形资产	292	288	315	336	355
其他非流动资产	2,478	2,855	216	-2,368	-4,767
资产总计	**13,668**	**15,082**	**17,024**	**18,863**	**21,073**
流动负债	**3,788**	**4,116**	**5,566**	**6,277**	**6,816**
短期借款	152	574	594	697	826
应付账款	1,462	1,567	2,433	2,787	3,038
其他流动负债	2,174	1,974	2,538	2,794	2,952
非流动负债	**4,304**	**5,222**	**5,232**	**5,232**	**5,232**
长期借款	2,869	3,657	3,657	3,657	3,657
其他非流动负债	1,434	1,565	1,575	1,575	1,575
负债合计	**8,092**	**9,338**	**10,798**	**11,510**	**12,048**
少数股东权益	641	395	454	770	1,255
股本	1,690	1,700	1,700	1,700	1,700
资本公积	649	797	798	798	798
留存收益	2,597	2,851	3,274	4,086	5,273
归属母公司股东权益	4,935	5,348	5,771	6,583	7,770
负债和股东权益	**13,668**	**15,082**	**17,024**	**18,863**	**21,073**

现金流量表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**376**	**-63**	**2,254**	**2,486**	**3,731**
净利润	-531	-104	538	1,128	1,672
折旧摊销	611	699	2,066	1,843	2,337
财务费用	156	134	128	130	133
投资损失	-2	-42	-61	-76	-85
营运资金变动	-3	-737	-440	-572	-356
其他经营现金流	-383	620	1,002	1,734	2,058
投资活动现金流	**-1,185**	**-746**	**-1,548**	**-1,074**	**-1,116**
资本支出	-1,126	-848	-1,492	-1,150	-1,201
长期投资	-186	19	-4	-0.4	-1
其他投资现金流	128	82	-51	76	85
筹资活动现金流	**-643**	**1,028**	**15**	**-27**	**-5**
短期借款	-288	422	20	103	128
长期借款	-63	788	-	-	-
普通股增加	0.004	10	-	-	-
资本公积增加	38	148	0.4	-	-
其他筹资现金流	-331	-340	-5	-130	-133
现金净增加额	**-1,446**	**252**	**711**	**1,385**	**2,610**

主要财务比率

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.5%	23.7%	46.8%	23.8%	12.1%
营业利润	-1664.1%	85.6%	795.9%	110.0%	48.0%
归属于母公司净利润	-193.9%	168.1%	254.8%	69.6%	46.1%
获利能力					
毛利率（%）	15.9%	19.6%	23.4%	26.6%	28.7%
净利率（%）	-3.4%	1.9%	4.5%	6.2%	8.1%
ROE（%）	-4.0%	2.5%	8.3%	12.3%	15.3%
ROIC（%）	-3.0%	1.2%	5.6%	9.6%	12.0%
偿债能力					
资产负债率（%）	59.2%	61.9%	63.4%	61.0%	57.2%
净负债比率（%）	145.1%	162.6%	173.4%	156.5%	133.5%
流动比率	115.7%	134.3%	142.9%	167.6%	203.9%
速动比率	81.7%	93.5%	106.7%	131.1%	167.9%
营运能力					
总资产周转率	40.7%	50.0%	65.8%	72.9%	73.4%
应收账款周转率	309.8%	348.5%	376.8%	346.5%	332.8%
应付账款周转率	317.3%	382.0%	404.4%	367.6%	358.9%

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、iFind、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 42：SPDBI 目标价：兴森科技（002436.CH）



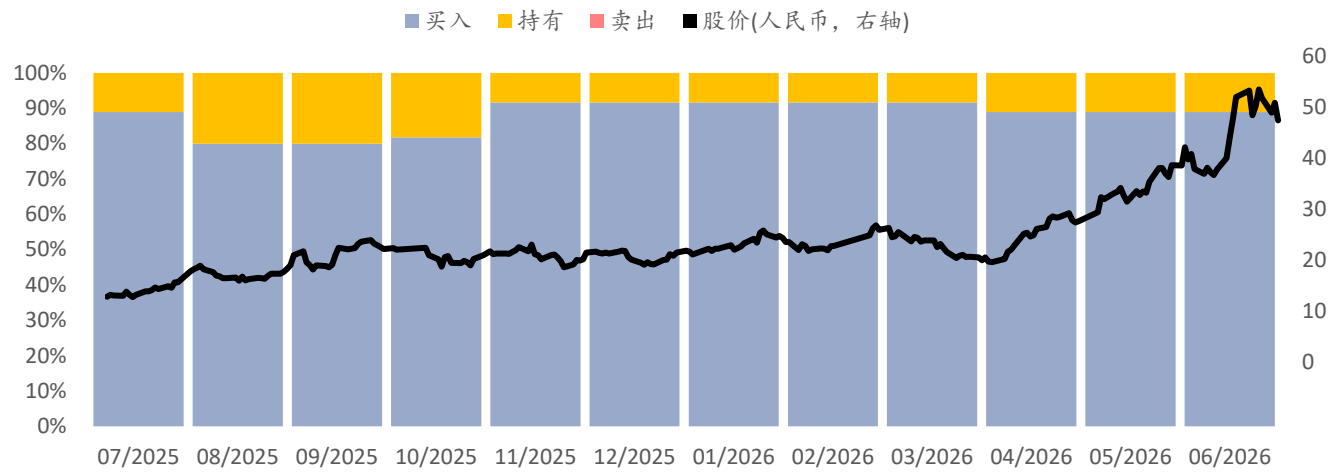
注：截至 2026 年 6 月 30 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

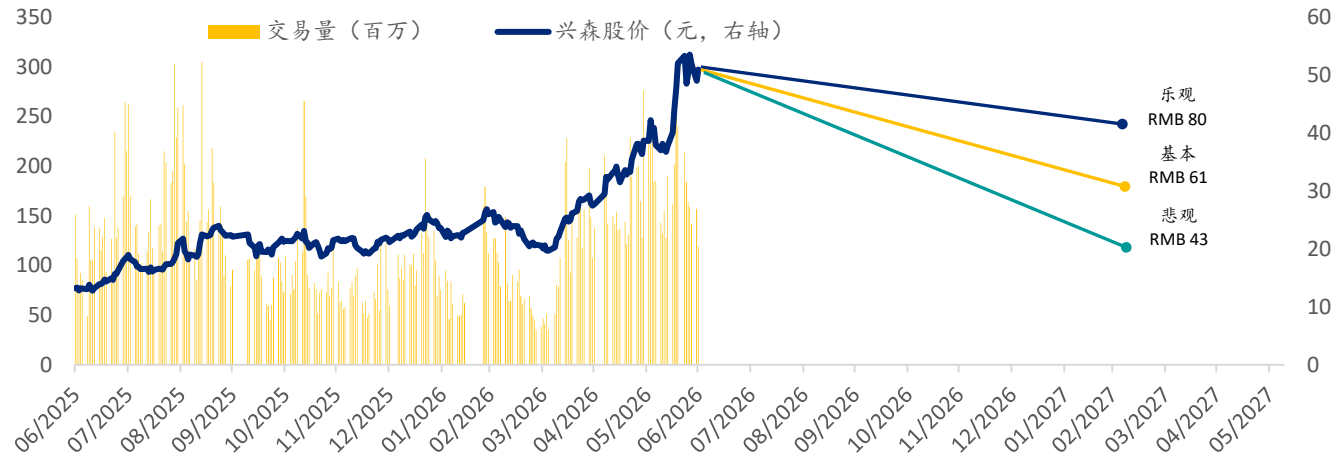
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 43：市场普遍预期：兴森科技（002436.CH）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 44：SPDBI 情景假设：兴森科技（002436.CH）



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：80 元	目标价：43 元
概率：20%	概率：15%
• FC-BGA 客户认证及良率进展超预期； • 大客户出货进展超预期； • BT 载板毛利率高于预期。	• 传统 PCB 竞争加剧； • FC BGA 认证延迟或良率爬坡不及预期； • 先进封装技术路线发生重大变化。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

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

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

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

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

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

美国

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

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

英国

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

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

权益披露

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

下载日志已记录，仅供内部参考

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

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

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

浦银国际证券机构销售团队

杨增希
essie_yang@spdbi.com
(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆
vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼