

英伟达(NVDA.O)

事件点评：三季度业绩指引不及预期，汽车业务迎来“拐点”

● 事件

公司披露最新业绩指引，预计三季度营收 59 亿美元（区间范围 57.82-60.18 亿美元），GAAP 毛利率为 62.4%（范围 61.9%-62.9%）。公司表示将在第三季度降低游戏业务的销售从而缓解渠道商库存，预计游戏业务将持续拖累公司整体营收。

● 核心观点

二季度业绩不及预期，三季度业绩指引持续悲观

英伟达二季度营收 67 亿美元，不及市场预期；三季度营收指引 59 亿美元，低于市场预期 69 亿美元，也低于今年二季度 67 亿美元。游戏业务将在三季度持续低迷，主要是公司为了减少销售从而缓解渠道商库存。

数据中心业务再创新高，北美超大规模客户同比增长近 100%

数据中心业务营收在二季度环比增长 1%，再创季度历史新高。公司数据业务中心业务营收主要来自于北美超大规模客户，同比增长近 100%；而中国超大规模客户和大型互联网公司销售额有所下滑，拉低数据中心业务整体收入水平。

毛利率大幅下滑，库存创历史新高

二季度毛利率大幅下滑，库存环比上升 23%。今年 Q1 毛利率由 66% 下滑到 Q2 的 44%，创近三年新低。公司的库存周转天数和应收账款天数开始上升，同时成品库存占比明显上升，占比达 35%；库存在 2022Q2 达 39 亿美元，环比 23%，创历史新高。

● 投资建议

由于全球经济低迷和消费需求不足等问题，我们下调了英伟达 2022-2024 年业绩，短期内我们仍需谨慎。不过我们仍长期看好英伟达：因为多个业务线在全球处于绝对领先地位，经济复苏后，公司业绩仍可强劲增长。

● 风险提示

全球经济低迷致终端消费需求放缓、产品研发不及市场预期、估值持续下行风险等。

● 盈利预测

USD in Million	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023E 调整前	FY2023E 调整后	FY2024E	FY2025E
Revenue	10,918	16,675	26,914	31,217	29,292	33,686	38,738
yoy	-7%	53%	61%	16%	9%	15%	15%
Gross Profit	6,768	10,396	17,475	19,508	18,284	22,830	25,180
Gross Margin	62%	62%	65%	62%	62%	68%	65%
Operating Income	2,846	4,532	10,041	9,472	7,998	12,632	12,914
Operating Margin	26%	27%	37%	30%	27%	37%	33%
Net Income	2,796	4,332	9,752	8,475	7,234	11,132	12,047
Net Margin	26%	26%	36%	27%	25%	33%	31%
EPS	1.12	1.73	3.90	3.39	2.89	4.45	4.82

数据来源：公司财报，富途证券

YING UE

分析师

SFC CE Ref: BFN311

magnis@futu.hk

Elisa Deng

联系人

elisadeng@futunn.com

Shari Fang

联系人

starkli@futunn.com

市场数据

英伟达	NVDA.O
日期	2022/8/29
当前价	158.58
总股本	25亿
总市值	3950亿
52周最高/最低价	346.3/140.55
近1月绝对涨跌幅	-13.00%
近12月绝对涨跌幅	-30.15%

数据来源：Wind，富途证券

股价表现（截止 2022 年 8 月 29 日）



数据来源：Wind，富途证券

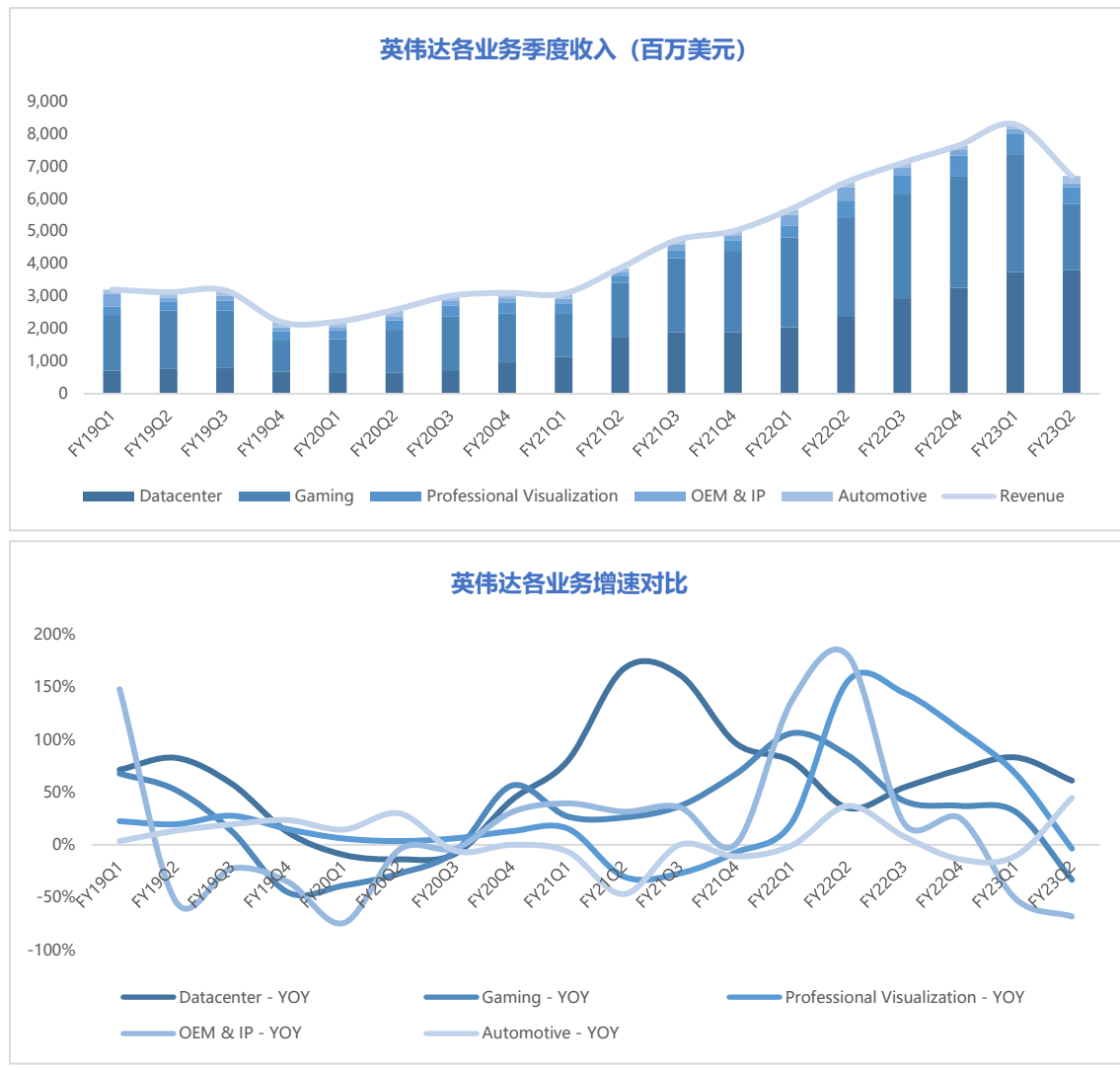
1、二季度业绩不及预期，三季度业绩指引持续悲观

英伟达二季度营收 67 亿美元，不及市场预期；公司三季度的游戏和可视化业务业绩持续悲观，整体营收仍将持续下滑。

英伟达 2022Q2 (2023Q2 财) 67 亿美元，同比+3%，环比-19%；原市场预期 2022Q2 营收 81 亿美元，不及市场预期。

汽车业务和数据中心两大业务持续增长，其余业务存在不同程度的衰退。在公司最新业绩指引里，2022Q3 汽车业务和数据中心业务可保持增长，但游戏和专业可视化业务的下滑将持续拖累公司整体营收。

图 1：英伟达各季度营收对比



资料来源：公司公告，Bloomberg，富途证券整理

公司三季度营收指引 59 亿美元，低于市场预期 69 亿美元，同时也低于今年二季度 67 亿美元；游戏业务在三季度将持续低迷，主要是公司为了减少销售从而缓解渠道商库存。

根据公司披露最新的三季度业绩指引，预计营收 59 亿美元（区间范围 57.82-60.18 亿美元），GAAP 毛利率为 62.4%（范围 61.9%-62.9%）；公司表示将在第三季度降低游戏业务的销售从而缓解渠道商库存，这样有利于公司推出新品。

根据公司披露最新的三季度业绩指引，我们对公司的五大业务板块也做出了相应的调整：我们仅上调了汽车业务 15%，其他业务均有不同程度下调，其中汽车业务我们再次下调 20%。我们对数据中心业务进行微调，主要是考虑到中国超大规模企业和互联网公司今年放缓了投资，云服务增长有限。

图 2：英伟达最新业绩指引

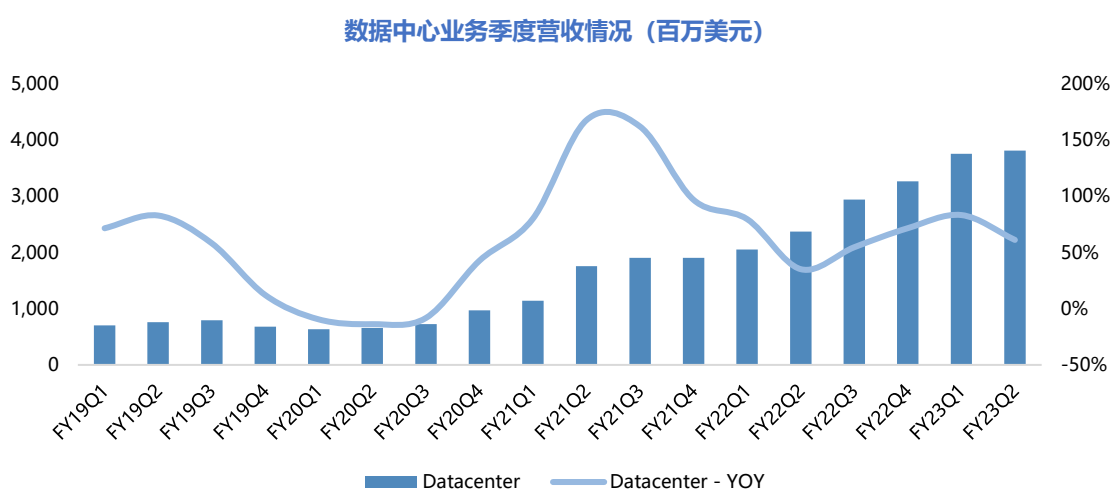
FY2023三季度业绩指引						
Revenue	\$5.90 billion \pm 2%					
Gross Margin	GAAP	62.4% \pm 0.5%				
	non-GAAP	65% \pm 0.5%				
Operating Expenses	GAAP	\$2.59 billion				
	non-GAAP	\$1.82 billion				
Other Income and Expense	GAAP	\$10 million				
Tax Rates	GAAP	9.5% \pm 1%				
	non-GAAP					

单位：百万美元	2023FYQ2营收	QoQ	YoY	2023FYQ3市场预计 (调整前)	2023FYQ3公司指引 (调整后)	对比
Datacenter	3806	2%	61%	4170	4050	-3%
Gaming	2042	-44%	-33%	2752	2215	-20%
Professional Visualization	496	-20%	-4%	581	514	-11%
OEM & IP	140	-18%	-68%	159	150	-6%
Automotive	220	59%	45%	199	228	15%
Revenue	6704	-19%	3%	7767	7156	-8%

资料来源：公司公告，Bloomberg，富途证券整理

数据中心业务营收在二季度环比增长 1%，再创季度历史新高。公司的数据业务中心营收主要来自于北美超大规模客户同比增长近 100%，而中国超大规模客户和大型互联网公司销售额有所下滑，拉低了公司整体数据中心业务整体收入水平。

图 3：英伟达数据中心业务季度收入对比



资料来源：公司公告，富途证券整理

软件进步是平台性能突破的重大关键，7月 NeMo Megatron 框架更新，将大型语言模型的训练速度提高 30%，AI 基础设施性能提升 30%。

目前世界上最快超级计算机 500 强名单中，72%的系统由 NVIDIA 提供支持；此外公司 NVIDIA Grace™

请详细了解并阅读本公司的重要免责声明

超级芯片正被一些世界领先的计算机制造商（包括 Atos、Dell Technologies、GIGABYTE、HPE、浪潮、联想和 Supermicro）用于创建 HGX™ 系统，构建下一代超级计算机。

游戏业务量价齐跌，拖累公司整体业绩。 游戏业务拖累公司整体业绩，公司预计在几个季度减少销售从而纠正渠道商库存。游戏业务为公司贡献 30% 营收，2022Q2 营收 20.4 亿美元，QoQ-44%，YoY-33%，拖累公司整体营收增速以及毛利率。

图 4：英伟达游戏业务季度情况



资料来源：公司公告，富途证券整理

根据公司最新电话会议，**游戏业务是销量和单价双双下跌，导致游戏业务营收大幅低于市场预期。** 目前经销商积压了不少 RTX 30, RTX 3090 Ti 已经按照 \$1499 价格清货，而不是按原价 \$1999。7~9 月是 RTX 20/30 系显卡清货的主要时间段，而后 RTX 40 系将开始登场。

图 5：英伟达显卡最新公布价格

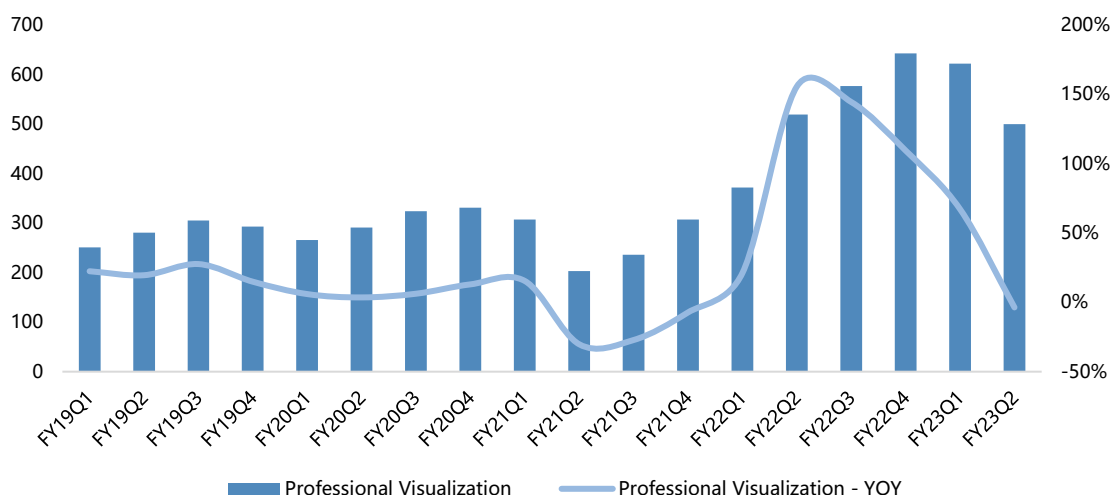
	Original M.S.R.P	New M.S.R.P(7/13)
GeForce RTX 3090 Ti	\$1,999	\$1,499
GeForce RTX 3090	\$1,499	\$1,299
GeForce RTX 3080 Ti	\$1,199	\$1,099
GeForce RTX 3080 (12GB)	-	\$799
GeForce RTX 3080 (10GB)	\$699	-
GeForce RTX 3070 Ti	\$599	-
GeForce RTX 3070	\$499	-
GeForce RTX 3060 Ti	\$399	-
GeForce RTX 3060	\$329	-
GeForce RTX 3050	\$249.99	-

资料来源：网络公开数据，富途证券整理

值得一提的是，NVIDIA RTX 登场便重新定义了计算机图形，GeForce GPU 是游戏玩家梦寐以求的品牌，目前 GeForce 现在注册会员已超 2000 万，Q2 新增 80 款游戏，总数超 1,350 款。

专业可视化业务已连续两季度营收下滑，短期业绩承压。 2022Q2 收入为 4.96 亿美元，QoQ -20%，YoY-4%。不过，根据公司披露业绩指引，专业可视化业务在三季度营收不容乐观，同时我们也相应下调了三季度可视化业务营收 11%。

图 6：英伟达专业可视化业务季度对比（百万美元）

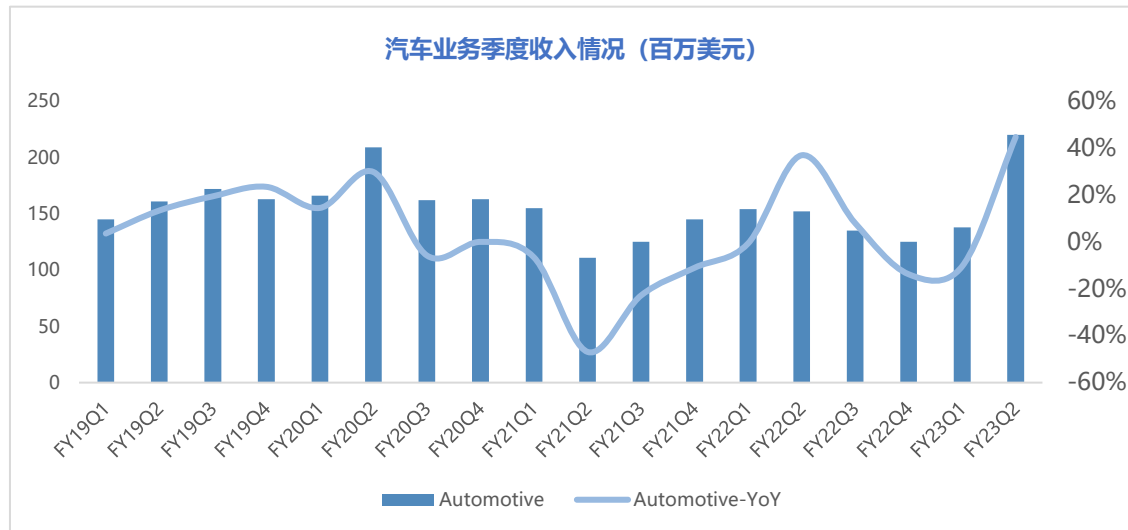


资料来源：公司公告，富途证券整理

专业可视化与西门子合作，Omniverse 连接器总数达 112 个。6 月英伟达与西门子建立合作伙伴关系，启用工业杠杆和人工智能驱动的数字孪生，将西门子的 Xcelerator 平台连接到 NVIDIA Omniverse。公司还推出了 11 个新的 Omniverse 连接器，使 Omniverse USD 生态系统的连接器总数达到 112 个，进一步放开 Omniverse 工作流程。

Orin 芯片增长强劲，二季度是汽车业务转折点。2022Q2 汽车业务为 2.2 亿美元，YoY+44.74%，QoQ+59.42%。本季度英伟达宣布 OEM 合作伙伴 NIO、理想汽车、极度和华人运通的新车推出计划中，小马智行在自动驾驶卡车和出租车也采用了英伟达的 NVIDIA DRIVE 平台。

图 7：英伟达汽车业务季度收入对比及客户



资料来源：公司公告，富途证券整理

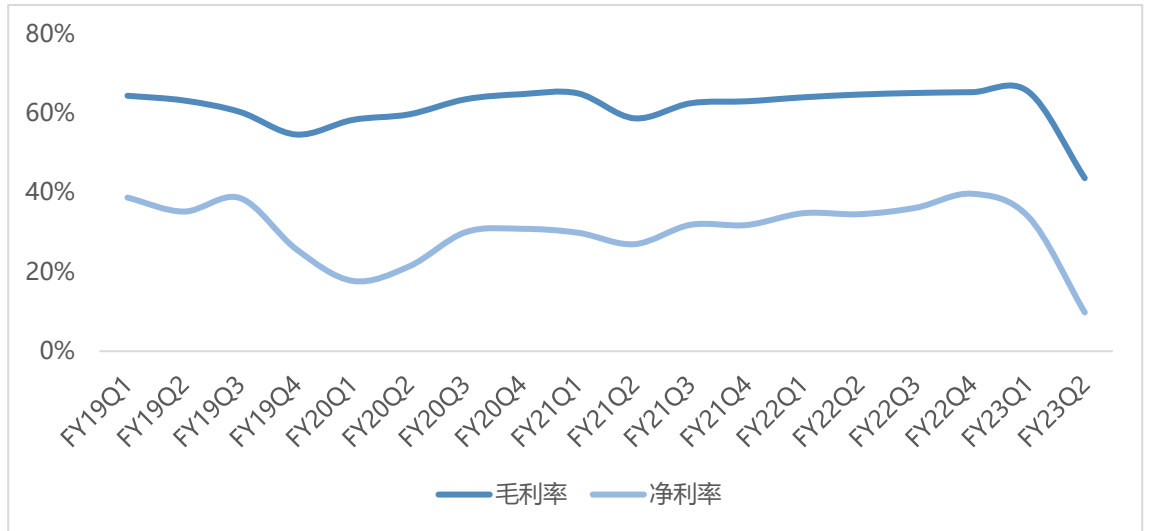
英伟达自动驾驶芯片 Orin 已正式投产，单颗算力 254 TOPS，是目前商业化最为成功的自动驾驶芯片之一。自动驾驶的浪潮来临后，英伟达汽车业务未来 6 年的在手订单超 110 亿美元。

Atlan 系统级芯片是英伟达自动驾驶汽车集中式计算路线图中的最新功能，算力可高达 1000TOPS/颗，预计 2025 年开始大规模使用。它将 AI 和软件与最新的计算、网络和安全技术相融合，实现前所未有的性能与安全，可称为“车轮上的数据中心”。

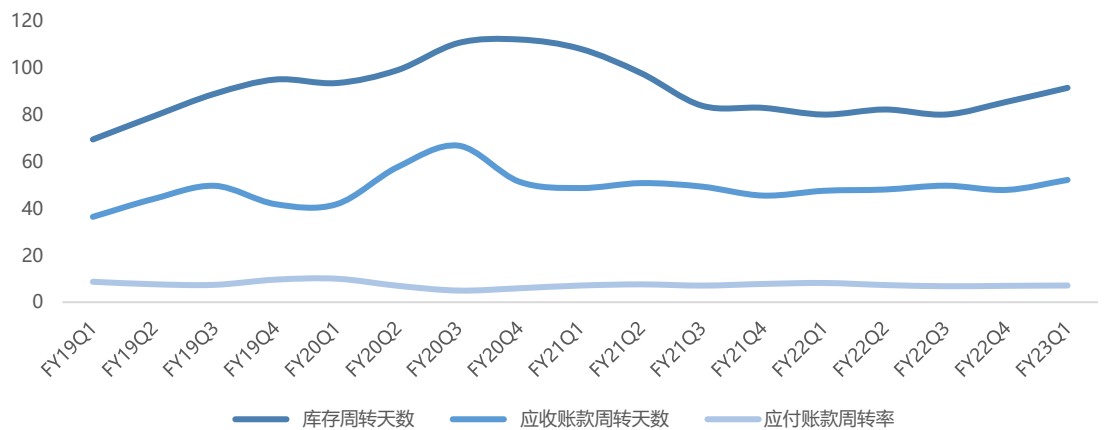
2、毛利率大幅下滑，库存创历史新高

二季度毛利率大幅下滑，预计三季度毛利率将达 62%。今年 Q1 毛利率由 66% 下滑到 Q2 的 44%，创近三年新低。公司的库存周转天数和应收账款天数开始上升，同时成品库存占比明显上升，占比达 35%；库存在 2022Q2 达 39 亿美元，环比 23%，创历史新高。

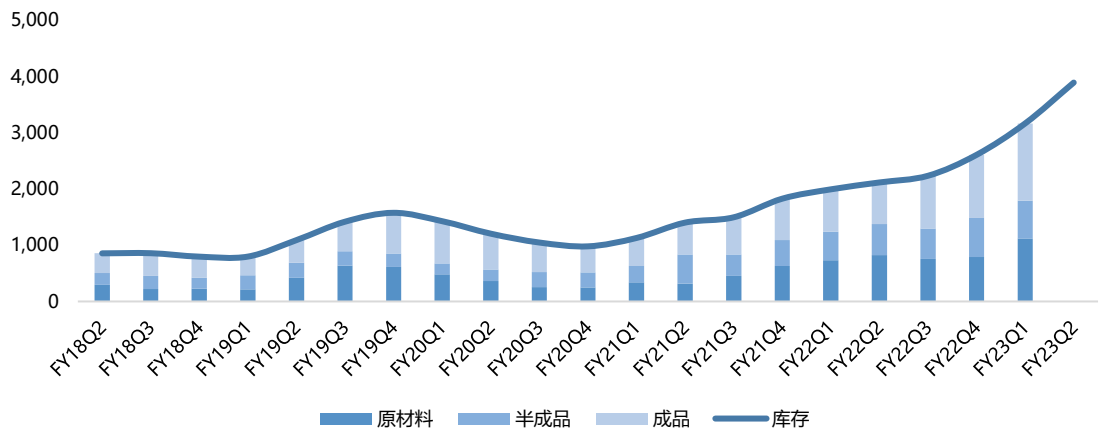
图 8：英伟达毛利率和净利率对比



英伟达周转天数 (天)



英伟达库存情况 (百万美元)



资料来源：公司公告，富途证券整理

3、盈利预测

由于全球经济低迷和消费需求不足，英伟达公司下调三季度营收指引，我们也相对应下调了英伟达 2022-2024 年（即 2023 财年-2025 财年）营收和净利润。我们预测英伟达营收 2022-2024 年分别为 293 亿美元、337 亿美元和 387 亿美元；2022-2024 年净利润分别为 72 亿美元、111 亿美元和 120 亿美元，对应 PE 分别为 56、37 和 34。

图 9：英伟达盈利预测

USD in Million	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023E 调整前	FY2023E 调整后	FY2024E	FY2025E
Revenue	10,918	16,675	26,914	31,217	29,292	33,686	38,738
<i>yoy</i>	-7%	53%	61%	16%	9%	15%	15%
End Market Breakdown							
Datacenter	2,983	6,696	10,613	16,093	15,860	19,321	22,081
Gaming	5,518	7,759	12,462	11,350	10,455	11,237	11,622
Professional Visualization	1,212	1,053	2,111	2,304	2,182	2,272	2,712
OEM & IP	505	631	1,162	610	595	610	387
Automotive	700	536	566	768	826	1,205	1,937
Business Breakdown							
Graphics	7,639	9,834	15,868	16,653	16,653	19,908	18,594
Compute & Networking	3,279	6,841	11,046	14,564	14,917	19,671	20,144
Cost of Revenue	4,150	6,279	9,439	11,709	11,007	10,856	13,558
Gross Profit	6,768	10,396	17,475	19,508	18,284	22,830	25,180
<i>Gross Margin</i>	62%	62%	65%	62%	62%	68%	65%
Total Operating Expenses	3,922	5,864	7,434	10,257	10,287	10,198	12,266
<i>As % of Revenue</i>	36%	35%	28%	33%	35%	30%	32%
Research & Development	2,829	3,924	5,268	6,688	6,707	7,420	8,740
<i>As % of Revenue</i>	25.9%	23.5%	19.6%	21.4%	22.9%	22.0%	22.6%
Selling, General & Administrative	1,093	1,940	2,166	2,527	2,512	2,778	3,526
<i>As % of Revenue</i>	10%	12%	8%	8%	9%	8%	9%
Operating Income	2,846	4,532	10,041	9,472	7,998	12,632	12,914
<i>Operating Margin</i>	26%	27%	37%	30%	27%	37%	33%
Interest Income / (Expense), Net	-124	123	100	169	151	165	142
Pretax Income	2,970	4,409	9,941	9,303	7,847	12,467	12,773
<i>Pretax Margin</i>	27%	26%	37%	30%	27%	37%	33%
Income Taxes	174	77	189	827	613	1,336	726
Net Income	2,796	4,332	9,752	8,475	7,234	11,132	12,047
<i>Net Margin</i>	26%	26%	36%	27%	25%	33%	31%
EPS	1.12	1.73	3.90	3.39	2.89	4.45	4.82

资料来源：公司公告，富途证券整理

4、风险提示

全球经济低迷致终端消费需求放缓、产品研发不及市场预期、估值持续下行风险等。

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并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违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

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

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

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。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futu.hk>上的风险披露声明。