

英伟达(NVIDIA) (NVDA.O)

买入

FY2024Q3 点评：数据中心业务保持强劲，AI 应用端进展将成为后续重点

核心观点

财务表现：大模型快速发展驱动公司需求高景气度，英伟达 FY24Q3 整体财务表现及指引强劲。①**整体：**英伟达 FY24Q3 收入 181.2 亿美元（同比+206%，环比+34%），高于公司此前 160（±2%）亿美元的指引范围。GAAP 毛利率 74.0%（同比+20.4pcts，环比+3.9pcts）。营业利润同比+1633%至 104.2 亿美元，GAAP 净利润同比+1259%至 92.4 亿美元。②**分业务：**数据中心营收 145.1 亿美元（同比+279%，环比+41%），游戏营收 28.6 亿美元（同比+81%，环比+15%），专业可视化业务营收 4.16 亿美元（同比+108%，环比+10%），汽车营收 2.61 亿美元（同比+4%，环比+3%）。③**财务指引：**对于 FY24Q4，公司营收指引为 200 亿美元（±2%）。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 74.5%和 75.5%（±50 个基点）。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 31.7 亿美元和 22.0 亿美元。

业务亮点：①**数据中心产品短期仍供不应求，而应用端商业化进展与后续 AI 算力需求持续性成为重点：**目前 A100、H100 仍有较长排产周期，但产能端持续扩展，同时不受 CoWoS 封装产能限制的 L40S GPU 已开始贡献收入。当然考虑目前市场对短期供不应求情况与业绩预期已较为充分，后续应用端商业化进展以及带来的 AI 算力持续性将成为重点。②**H200 提升产品性价比，巩固高性能计算领域的优势地位：**H200 推理性能约为 H100 的 2 倍，可以降低 H100 能耗和总拥有成本的 50%，明年开始将为 AWS、谷歌云、Azure 和 Oracle 云首批供货。我们认为，算力技术进步红利叠加云厂入局自研、算力竞争加剧大背景下，AI 训练、推理成本大幅降低趋势明确，利好下游应用侧发展。③**美国政策禁令预计影响四季度收入：**中国和其他受限制影响的地区约占英伟达数据中心收入的 20%-25%，财报会表示将会对四季度收入带来不利影响，但需求的快速增长足以弥补中国等区域 GPU 销售的缺口。④**游戏业务渠道库存水平正常化后销售回升：**营收 28.6 亿美元（同比+81%，环比+15%），返校购物季需求强劲，RTX 和 BLSS 等创新为游戏生态持续贡献价值。

投资建议：考虑到公司出色的产品力与 AI 带来强劲需求，我们小幅上调盈利预测，预计 2024-2026 财年公司收入为 588/878/958 亿美元（前值 566/849/927 亿美元），净利润 277/468/523 亿美元（250/418/470 亿美元），给予目标价中值 582 美元，对应 2025 财年 PE 30x，维持“买入”评级。

风险提示：下游 AI 应用发展低于预期；AI 芯片竞争加剧；宏观与地缘风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	26,914	26,974	58,760	87,769	95,816
(+/-%)	61.4%	0.2%	117.8%	49.4%	9.2%
调整后归母净利润(百万美元)	9,752	4,368	27,694	46,753	52,272
(+/-%)	125.1%	-55.2%	534.0%	68.8%	11.8%
调整后 EPS (美元)	3.95	1.77	11.21	18.93	21.16
EBIT Margin	37.3%	20.7%	53.3%	60.6%	60.7%
净资产收益率 (ROE)	36.6%	19.8%	56.1%	48.8%	35.4%
市盈率 (PE)	123	275	43	26	23
EV/EBITDA	109	172	36	21	18
市净率 (PB)	45	54	24	13	8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

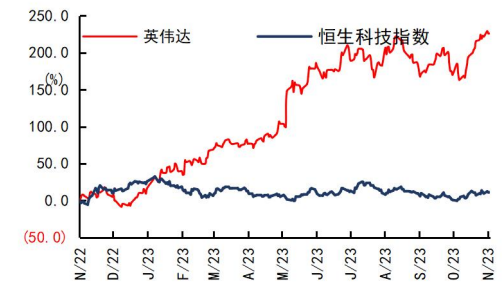
互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：刘子谭
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	565.00 - 600.00 美元
收盘价	499
总市值/流通市值	12366/12366 亿美元
52 周最高价/最低价	505/141
近 3 个月日均成交额	4560 万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) -FY2024Q2 点评：AI 高景气度驱动业绩强劲增长，持续推出新品满足市场需求》——2023-08-31

财报表现：数据中心业务强劲，短期供不应求，后续关注应用商业化进展与需求持续性

主要观点：①AI 浪潮下数据中心业务强劲，芯片限制政策将影响四季度收入，但快速增长的需求有望弥补缺口。美国芯片出口限制政策 10 月 23 日开始实施，中国和其他受限制影响的地区约占英伟达数据中心收入的 20%-25%，财报会表示将会对四季度收入带来不利影响，但需求的快速增长足以弥补中国等区域 GPU 销售的缺口。②短期供不应求，供应链侧持续扩产，中期关注 AI 应用商业化进展。尽管已经快速扩展 CoWoS 封装等产能，但是 A100、H100 供应仍然紧张。同时，NVIDIA L40S GPU 不受 CoWoS 封装产能限制，目前已经开始贡献收入。当然考虑目前市场对短期供不应求情况与业绩预期已较为充分，后续应用端商业化进展以及带来的 AI 算力持续性将成为重点。对于需求的持续性，财报会上黄仁勋表示相信数据中心可以增长到 2025 年。③架构更替，H200 提升产品性价比巩固高性能计算领域的优势地位。本季度 Hopper 架构产品接棒 Ampere 架构产品持续推动高增长。新推出的 H200 根据官方测量推理性能约为 H100 的 2 倍，可以降低 H100 能耗和总拥有成本的 50%。由于显存与带宽配置显著受限，H100 架构不能支持主核充分发挥算力，尤其是大模型计算场景。此次 H200 大幅强化芯片的显存与 Input/Output 能力、提升性价比，一定程度或也是回应 AMD 发布 MI300 以及云厂广泛自研芯片的新竞争环境。H200 发布以及计划于 24 年下半年发布的 B100 有望带来进一步算力红利，叠加云厂入局自研、算力竞争加剧大背景，AI 训练、推理成本大幅降低趋势明确，利好下游应用侧发展。

①**整体看：**FY24Q3 收入 181.2 亿美元（同比+206%，环比+34%），收入的增长反映了各行业平台从通用计算到加速计算和生成式 AI 的过渡。NVIDIA GPU、CPU、网络、AI 代工服务和 NVIDIA AI Enterprise 软件有望成为未来收入增长的引擎。GAAP 毛利率 74.0%（同比+20.4pcts，环比+3.9pcts），高利润的数据中心收入增长以及净库存准备金和相关费用降低带动利润率持续提升。GAAP 运营费用同比增长 16%、环比增长 12%，主要受薪酬和福利（包括股票薪酬）影响。营业利润同比+1633%至 104.2 亿美元，GAAP 净利润同比+1259%至 92.4 亿美元。

②分业务看：

◆ **数据中心：**营收 145.1 亿美元（同比+279%，环比+41%）。

① **收入归因：**本季度收入主要反映了云服务提供商（CSP）、企业基于 Hopper GPU 架构的 HGX 平台的强劲增长。Amper GPU 架构的数据中心产品正在向 Hopper 架构切换，Amper GPU 架构销售额连续下降。同时，L40S GPU 和 GH200 Grace 也开始贡献收入。下游用户角度，CSP 贡献了大约一半的数据中心收入，而消费互联网公司和企业约占另一半。

② **网络业务增长快速：**网络业务年化营收现已超过 100 亿美元，同比增长 155%，环比增长 52%，主要因为支持 HGX 平台的 InfiniBand 基础设施的强劲增长，本季度 InfiniBand 收入同比增长了五倍。

③ **美国政府禁令影响四季度收入：**政策限制范围包括 A100、A800、H100、H800、L4、L40、L40S 和 RTX 4090，10 月 23 日开始实施，受限制地区贡献了约 20-25%收入（中国等），预计这些地区销售额将在四季度大幅下降，英伟达正在努力扩展产品提供不需要许可证的解决方案，但预计需要几个月的时间。

④ **预计将于明年 Q2 上市全新 H200：**搭载 HBM3e 高显存与带宽，拥有 141GB 显存、4.8TB/秒带宽，相比于 H100 容量接近翻倍，缓存带宽 1.4 倍。据官方初步测量，对 Llama 2（130 亿参数）、GPT-3（1750 亿参数）、Llama 2（700 亿参

数)模型推理, H200 性能为 H100 的 1.4/1.6/1.9 倍。相比 H100, H200 可以降低能耗和总拥有成本 50%。明年开始将为 AWS、谷歌云、Azure 和 Oracle 云首批供货。

⑤ **推出 AI 代工服务:** 将首先在 Microsoft Azure 上提供。与一系公司合作开展 AI 计划, 包括 Amdocs、Dropbox、富士康、Infosys、联想、Reliance Industries、Scaleway 和塔塔集团等。

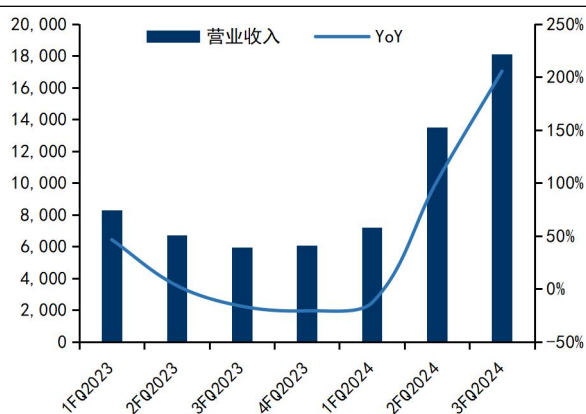
⑥ **与全球云服务提供商合作取得进展:** Google Cloud Platform 在 Google Cloud Marketplace 中正式发布了由 NVIDIA H3 Tensor Core GPU 和 NVIDIA AI Enterprise 软件提供支持的新 A100 实例; Microsoft Azure 将为客户提供 NVIDIA Omnivers 云服务, 以加速汽车数字化, 以及采用 NVL H100 Tensor Core GPU 和具有机密计算功能的 H100; Oracle Cloud Infrastructure 在 Oracle Cloud Marketplace 中提供了 NVIDIA DGX Cloud 和 NVIDIA AI Enterprise 软件。

◆ **游戏:** 营收 28.6 亿美元 (同比+81%, 环比+15%), 返校购物季需求强劲。通过 RTX 和 BLSS 等创新为游戏生态系统带来价值, 增加了 56 款 DLSS 游戏和超过 15 款 Reflex 游戏, 使 RTX 游戏和应用程序总数超过 475 款。推出 DLSS 3.5 光线重建技术, 发布适用于 Windows 的 TensorRT-LLM, 将设备上的 LLM 推理速度提高 4 倍。

◆ **专业可视化:** 营收 4.16 美元 (同比+108%, 环比+10%), 渠道库存水平正常化后销售回升, 由企业工作站需求驱动和基于 Ada Lovelace GPU 架构的工作站增长带动收入提升。同时, 奔驰宣布正在使用 NVIDIA Omniverse 创建数字孪生。

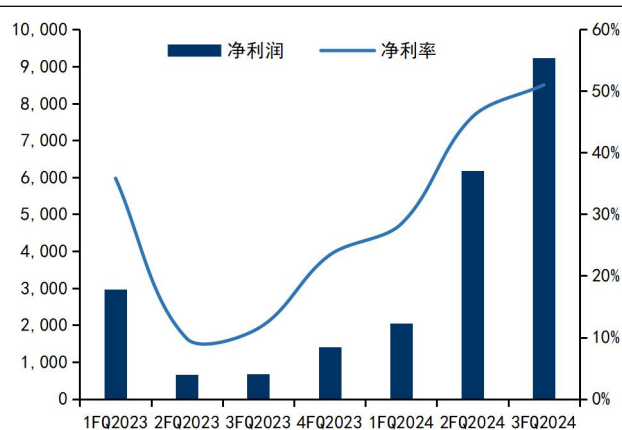
◆ **汽车:** 营收 2.61 亿美元 (同比+4%, 环比+3%), 主要由自动驾驶平台的销售推动。将进一步与富士康合作, 使用下一代 NVIDIA DRIVE Hyperion 平台和 NVIDIA DRIVE Thor 片上系统, 为全球市场开发下一代电动汽车。

图1: 英伟达季度收入与 YoY (百万美元、%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图2: 英伟达季度销售净利润与净利润率 (百万美元、%)



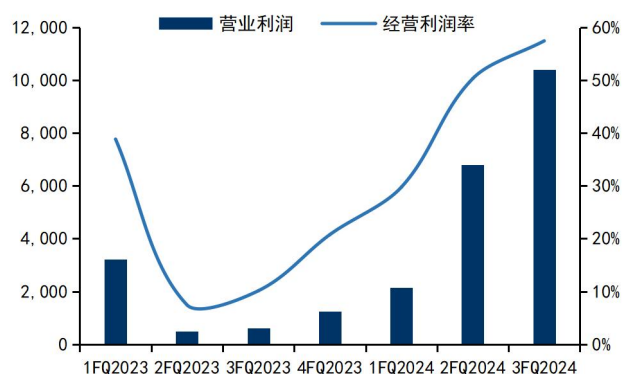
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图3: 英伟达季度毛利与毛利率 (百万美元、%)

图4: 英伟达季度经营利润与经营利润率 (百万美元、%)

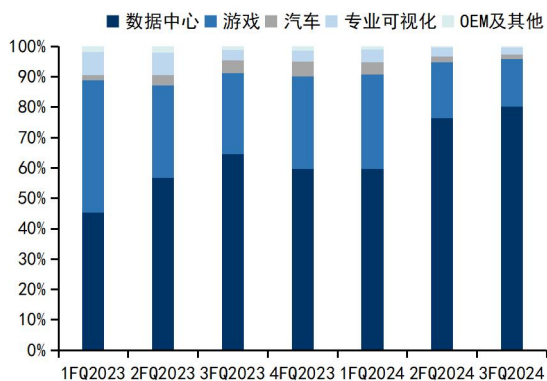


资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理



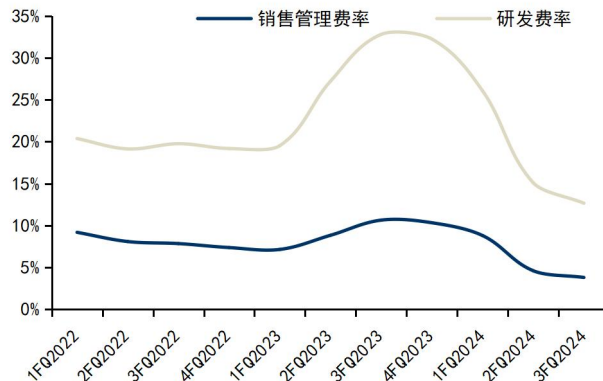
资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

图5: 英伟达分业务收入占比变化 (%)



资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

图6: 英伟达研发与销售管理费率变化情况 (%)



资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

业绩展望: 对于 FY24Q4, 公司营收指引为 200 亿美元 (±2%)。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 74.5%和 75.5% (±50 个基点)。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 31.7 亿美元和 22.0 亿美元。

财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,389	29,711	75,207	126,368
应收款项	4,618	10,060	15,026	16,404
存货净额	5,159	6,979	9,447	10,372
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	23,073	57,152	110,602	164,612
固定资产	3,807	4,514	5,156	5,724
无形资产及其他	6,048	5,746	5,458	5,185
投资性房地产	7,955	7,755	7,655	7,455
长期股权投资	299	371	580	589
资产总计	41,182	75,538	129,451	183,566
短期借款及交易性金融负债	1,250	1,375	1,513	1,664
应付款项	1,660	2,245	3,040	3,337
其他流动负债	3,653	7,284	12,891	14,363
流动负债合计	6,563	10,904	17,443	19,364
长期借款及应付债券	9,703	9,703	9,703	9,703
其他长期负债	2,815	5,536	6,557	6,878
长期负债合计	12,518	15,239	16,260	16,581
负债合计	19,081	26,143	33,703	35,945
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	22,101	49,395	95,748	147,620
负债和股东权益总计	41,182	75,538	129,451	183,566

关键财务与估值指标

	2023	2024E	2025E	2026E
经调整 EPS	1.8	11.2	18.9	21.2
每股红利	0.2	0.2	0.2	0.2
每股净资产	8.95	20.00	38.76	59.77
ROIC	28%	118%	189%	201%
ROE	20%	56%	49%	35%
毛利率	57%	72%	74%	74%
EBIT Margin	21%	53%	61%	61%
EBITDA Margin	26%	56%	63%	63%
收入增长	0%	118%	49%	9%
净利润增长率	-55%	534%	69%	12%
资产负债率	46%	35%	26%	20%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	275	43	26	23
P/B	54	24	13	8
EV/EBITDA	170	36	21	18

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,974	58,760	87,769	95,816
营业成本	11,618	16,404	22,424	24,480
研发费用	(7,338)	(8,454)	(9,484)	(10,067)
销售及管理费用	(2,440)	(2,603)	(2,675)	(3,089)
营业利润	5,578	31,299	53,186	58,181
财务费用	4	383	1,496	2,956
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	(47)	(15)	0	0
税前利润	4,181	31,667	54,682	61,137
所得税费用	(187)	3,973	7,929	8,865
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	4,368	27,694	46,753	52,272
经调整归母净利润	4,368	27,694	46,753	52,272

现金流量表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	4,368	27,694	46,753	52,272
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(1,544)	(1,401)	(1,965)	(2,255)
公允价值变动损失	(47)	(15)	0	0
财务费用	(4)	(383)	(1,496)	(2,956)
营运资本变动	2,986	124	(88)	12
其它	(122)	2,831	3,929	4,509
经营活动现金流	5,641	29,234	48,630	54,539
资本开支	(2,573)	(2,108)	(2,319)	(2,551)
其它投资现金流	9,311	(495)	(520)	(546)
投资活动现金流	7,375	(2,636)	(2,872)	(3,130)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1,243)	0	0	0
支付股利、利息	(398)	(400)	(400)	(400)
其它融资现金流	(8,335)	125	138	151
融资活动现金流	(11,617)	(275)	(262)	(249)
现金净变动	1,399	26,322	45,496	51,161
货币资金的期初余额	1,990	3,389	29,711	75,207
货币资金的期末余额	3,389	29,711	75,207	126,368
企业自由现金流	3,809	26,791	45,032	49,461
权益自由现金流	(6,510)	27,251	46,449	52,140

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032