

# 半导体

## 英伟达有望保持长期增长

英伟达于5月22日公布2025财年一季度财报。公司本季度收入为260亿美元，同比增长262%，环比增长17.8%（上季度环比增长22.0%），较彭博一致预期的247亿美元高出5.5%。公司数据中心收入持续增长，本季度达到226亿美元，同比增长426.7%，环比增长22.6%（上季度环比增长26.8%）。

管理层预计二季度收入约280亿美元，同比增长107.3%，环比增长7.5%。该指引比彭博一致预期的268亿美元高出4.4%。英伟达股价于盘后交易时段上涨，涨幅超过5%，突破1,000美元大关。

公司本季度GAAP毛利率为78.4%，与上季度的76.0%和去年同期的64.6%相比，实现稳步增长。管理层预计2025财年二季度的毛利率为74.8%，与此前预期一致。

除强劲的一季度业绩和二季度指引外，英伟达宣布增加股息，并将以10:1的比例进行拆股。预计此举将对公司股价产生积极影响。

### 本次业绩亮点：

- **AI需求持续增长，目前仍处于供不应求的状态。**来自云服务供应商、企业及主权国家等的AI需求强劲。计算机正在从被动接收指令向主动理解、推理和提供解决方案变革，应用场景迅速扩大。
- **公司首次对数据中心销售额进行拆分：**计算类收入占比86%，为194亿美元（同比增长477.7%，环比增长28.7%）；网络类收入占比14%，为32亿美元（同比增长242.1%，环比下降4.8%）。
- **采购承诺、义务库存和制造产能合计为188亿美元，预付供货合约约为56亿美元。**总计金额为244亿美元，环比增长15.6%。
- **Hopper vs. Blackwell:** Hopper系列产品需求在本季度持续增长，英伟达预计该系列产品将在此后一段时间内供不应求。而Blackwell系列将于二季度开始发货，并预期在三季度上量。预计今年Blackwell系列产品将给公司带来可观的收入。另外，管理层预计每代新产品推出的时间间隔仅为一年。对于下游应用者来讲，模型的训练时间至关重要，所以即便公司的下一代产品即将推出，现有产品也可保持强劲需求。**这一定程度上缓解了市场对产品代际之间需求波动的担忧（如订单推迟和取消）。**
- **股东回报：管理层宣布增加股息。**本季度每股股息将从拆分前的0.04美元增加至0.10美元，增长150%。
- **公司计划以10:1的比例进行拆股。**英伟达股票预计于2024年6月7日开市时按照经调整后的价格开始交易。

基于英伟达以及AI产业链相关公司的业绩，我们维持**AI需求将在短期和长期持续增长的观点**。主要云厂商（微软/谷歌/亚马逊）和Meta宣布增加资本支出，以支持AI算力的提升。根据彭博一致预测，目前四大巨头2024年的资本支出总额预计增长36%，高于2月初预期的11%，这将持续利好AI产业链的发展。

**展望未来，AI的创新和应用将持续加速，**我们预计市场的焦点将会从之前的AI硬件投资（如芯片等基础设施）拓展到AI应用和软件开发的进展，即关注AI变

优于大市  
(维持)

### 中国半导体行业

杨天薇, Ph.D

(852) 3916 3716

lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣

(852) 3761 8727

kevinzhang@cmbi.com.hk

过往报告：

1. Semi - Global SME investment set to accelerate on tech advancements, China localization; Initiate Naura w/ BUY ([link](#))
2. InnoLight (300308 CH) - 1Q24 results set stage for accelerated growth in 2024 - 24 Apr 2024 ([link](#))
3. Semi - Semi - Nvidia GTC 2024: A quick take - 20 Mar 2024 ([link](#))
4. Semi - Nvidia continues to impress - 22 Feb 2024 ([link](#))
5. Semi - Hyperscalers' FY23 results review - 7 Feb 2024 ([link](#))
6. Innolight (300308 CH) - True beneficiary in AI value chain - 26 Jan 2024 ([link](#))
7. Semi - Market outlook on optical transceivers - 26 Jan 2024 ([link](#))
8. Thematic investing and megatrends: AI sales exposure reality check, by the number - 12 Jan 2024 ([link](#))
9. CES 2024 wrap up - 10 Jan 2024 ([link](#))
10. Synopsys eyes on Ansys: a potential software giant in the making - 10 Jan 2024 ([link](#))
11. Domestic AI chip makers accelerating their push as Nvidia's alternatives - 14 Dec 2023 ([link](#))
12. AI supply chain will continue riding the tailwind as Nvidia confirmed growth of data center into 2025 - 23 Nov 2023 ([link](#))
13. Hyperscalers to deploy more custom AI chips to optimize & integrate AI infrastructure for maximized performance - 17 Nov 2023 ([link](#))
14. Will Humane's AI-powered screenless device become the successor to smartphones? - 14 Nov 2023 ([link](#))
15. Thematic investment & megatrend: CSP3 & Meta ramp up spending to stay at the AI front line - 10 Nov 2023 ([link](#))
16. Thoughts on Nvidia's customized AI chips for China - 10 Nov 2023 ([link](#))

现策略能否顺利推进，并获得成功。例如，具备 AI 功能（如 co-pilot）的终端设备（AI 智能手机和 AI PC）是否能在未来加速渗透。

- 总结来说，我们看好 AI 供应链的发展，维持中际旭创（300308 CH）的“买入”评级。我们认为天孚通信（300394 CH）、AMD（AMD US）、Broadcom（AVGO US）、Marvell（MRVL US）、Arista（ANET US）、SMCI（SMCI US）、SK Hynix（000660 KS）和 TSMC（TSM US）也将是本次 AI 热潮的主要受益方。

17. Quick note on newly announced restrictions on advanced AI chips - 18 Oct 2023 ([link](#))
18. Thematic investment and megatrend: Riding the AI wave into the next phase – 17 Oct 2023 ([link](#))
19. “Investors focusing on 800G transceivers ramp-up after 1H23 results” – 28 Aug 2023 ([link](#))
20. Implications from Coherent 2Q23 results and guidance” – 18 Aug 2023 ([link](#))

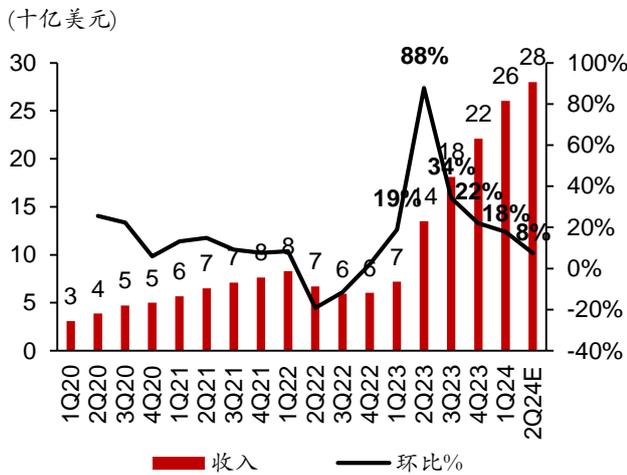
### 英伟达 25 财年一季度收入拆分

**按主营业务拆分：**数据中心的收入为 226 亿美元，同比增长 427%，环比增长 23%。数据中心收入的大幅增长主要归功于 H100 GPU 的需求增长。管理层认为，云服务供应商在英伟达 AI 基础设施上每花费 1 美元，有望在未来四年内获得 5 美元的收益。

AI 领域的强劲需求拉动了 AI 基础设施的投资。特斯拉搭建了拥有 3.5 万个 H100 GPU 的 AI 训练集群，以增强其在自动驾驶方面的能力。Meta 搭建了拥有 2.4 万个 H100 GPU 的集群，以进行 LLM 大模型的训练。

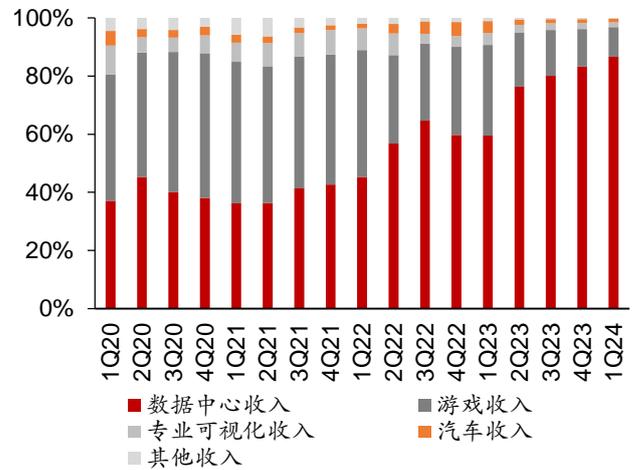
**按地域拆分：**自去年 10 月实施出口禁令以来，英伟达在中国的销售了遭遇大幅下滑。英伟达目前正在为中国市场设计符合监管的新产品，但预计该市场仍将面临激烈的竞争。

图 1: 英伟达季度收入及环比增长



资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场  
注：2024 财年结于 2024 年 1 月 28 日

图 2: 英伟达季度收入（按主营业务划分）



资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场

图 3: 英伟达过往季度业绩

(百万美元)	FY1Q23	FY2Q23	FY3Q23	FY4Q23	FY1Q24	FY2Q24	FY3Q24	FY4Q24	FY1Q25
收入	8,288	6,704	5,931	6,051	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044
...同比	46.4%	3.0%	-16.5%	-20.8%	-13.2%	101.5%	205.5%	265.3%	262.1%
...环比	8.4%	-19.1%	-11.5%	2.0%	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%
毛利	5,431	2,915	3,177	3,833	4,648	9,462	13,400	16,791	20,406
毛利率 (%)	65.5%	43.5%	53.6%	63.3%	64.6%	70.1%	74.0%	76.0%	78.4%
净利润	1,618	656	680	1,414	2,043	6,188	9,243	12,285	14,881
...同比	-15.4%	-72.4%	-72.4%	-52.9%	26.3%	843.3%	1259.3%	768.8%	628.4%
...环比	-46.1%	-59.5%	3.7%	107.9%	44.5%	202.9%	49.4%	32.9%	21.1%
净利率 (%)	19.5%	9.8%	11.5%	23.4%	28.4%	45.8%	51.0%	55.6%	57.1%
稀释后每股收益 (美元)	0.64	0.26	0.27	0.57	0.82	2.48	3.71	4.93	5.98
...同比	-15.8%	-72.3%	-72.2%	-51.7%	28.1%	853.8%	1274.1%	764.9%	629.3%
...环比	-45.8%	-59.4%	3.8%	111.1%	43.9%	202.4%	49.6%	32.9%	21.3%

资料来源：公司资料，彭博，招银国际环球市场

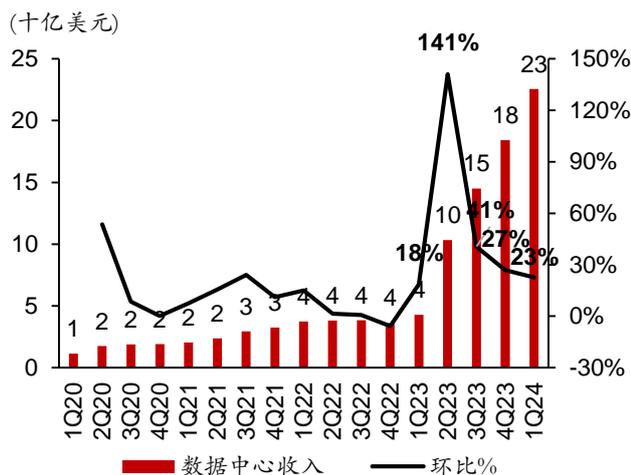
图 4: 英伟达过往季度业绩 (按主营业务划分)

收入(百万美元)	FY1Q23	FY2Q23	FY3Q23	FY4Q23	FY1Q24	FY2Q24	FY3Q24	FY4Q24	FY1Q25
<b>数据中心</b>	<b>3,750</b>	<b>3,806</b>	<b>3,833</b>	<b>3,616</b>	<b>4,284</b>	<b>10,323</b>	<b>14,514</b>	<b>18,404</b>	<b>22,563</b>
...同比	83.1%	60.9%	30.6%	10.8%	14.2%	171.2%	278.7%	409.0%	426.7%
...环比	14.9%	1.5%	0.7%	-5.7%	18.5%	141.0%	40.6%	26.8%	22.6%
...占比	45.2%	56.8%	64.6%	59.8%	59.6%	76.4%	80.1%	83.3%	86.6%
<b>游戏</b>	<b>3,620</b>	<b>2,042</b>	<b>1,574</b>	<b>1,831</b>	<b>2,240</b>	<b>2,486</b>	<b>2,856</b>	<b>2,865</b>	<b>2,647</b>
...同比	31.2%	-33.3%	-51.1%	-46.5%	-38.1%	21.7%	81.4%	56.5%	18.2%
...环比	5.8%	-43.6%	-22.9%	16.3%	22.3%	11.0%	14.9%	0.3%	-7.6%
...占比	43.7%	30.5%	26.5%	30.3%	31.1%	18.4%	15.8%	13.0%	10.2%
<b>专业可视化</b>	<b>622</b>	<b>496</b>	<b>200</b>	<b>226</b>	<b>295</b>	<b>379</b>	<b>416</b>	<b>463</b>	<b>427</b>
...同比	67.2%	-4.4%	-65.3%	-64.9%	-52.6%	-23.6%	108.0%	104.9%	44.7%
...环比	-3.3%	-20.3%	-59.7%	13.0%	30.5%	28.5%	9.8%	11.3%	-7.8%
...占比	7.5%	7.4%	3.4%	3.7%	4.1%	2.8%	2.3%	2.1%	1.6%
<b>汽车</b>	<b>138</b>	<b>220</b>	<b>251</b>	<b>294</b>	<b>296</b>	<b>253</b>	<b>261</b>	<b>281</b>	<b>329</b>
...同比	-10.4%	44.7%	85.9%	135.2%	114.5%	15.0%	4.0%	-4.4%	11.1%
...环比	10.4%	59.4%	14.1%	17.1%	0.7%	-14.5%	3.2%	7.7%	17.1%
...占比	1.7%	3.3%	4.2%	4.9%	4.1%	1.9%	1.4%	1.3%	1.3%
<b>其他</b>	<b>158</b>	<b>140</b>	<b>73</b>	<b>84</b>	<b>77</b>	<b>66</b>	<b>73</b>	<b>90</b>	<b>78</b>
...同比	-51.7%	-65.8%	-68.8%	-56.3%	-51.3%	-52.9%	0.0%	7.1%	1.3%
...环比	-17.7%	-11.4%	-47.9%	15.1%	-8.3%	-14.3%	10.6%	23.3%	-13.3%
...占比	1.9%	2.1%	1.2%	1.4%	1.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
<b>收入总额</b>	<b>8,288</b>	<b>6,704</b>	<b>5,931</b>	<b>6,051</b>	<b>7,192</b>	<b>13,507</b>	<b>18,120</b>	<b>22,103</b>	<b>26,044</b>
...同比	46.4%	3.0%	-16.5%	-20.8%	-13.2%	101.5%	205.5%	265.3%	262.1%
...环比	8.4%	-19.1%	-11.5%	2.0%	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%

资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

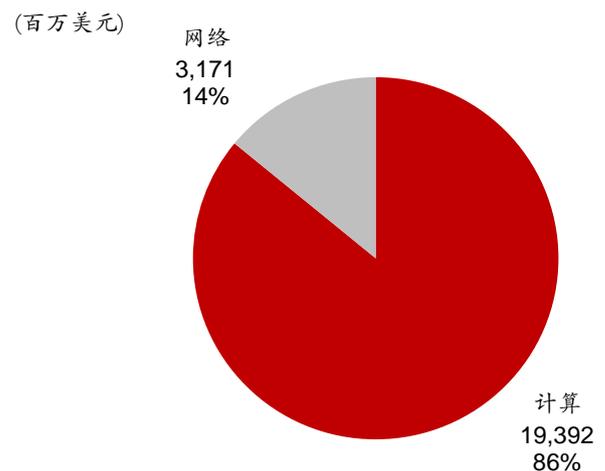
英伟达首次对数据中心收入进行了拆分: 计算类收入占比 86%, 达到 194 亿美元 (同比增长 477.7%, 环比增长 28.7%); 网络类收入占比 14%, 达到 32 亿美元 (同比增长 242.1%, 环比下降 4.8%)。

图 5: 英伟达数据中心季度收入及环比增长



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

图 6: 英伟达收入拆分 (按部门拆分)



资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。