

买入

2024 年 5 月 30 日

未来 GPU 需求持续上升，Blackwell 芯片出货超预期

- 业绩摘要：**2025 财年 Q1 公司收入为 260 亿美元，同比增长 262%，远高于 240 亿美元的公司指引与 247 亿美元的彭博一致预期。毛利率为 78.4%，环比提升 2.4pts，超过公司指引中值的 76.3%与一致预期的 77%。本季度公司 GAAP 净利润 149 亿美元，同比上升 628%，净利润率为 57.1%。GAAP 摊薄每股收益为 5.98 美元，高于彭博一致预期的 5.34 美元。Non-GAAP 摊薄每股收益为 6.12 美元，高于彭博一致预期的 5.65 美元。公司宣布将在 6 月 7 日盘后进行拆股，6 月 7 日前登记在册的每 1 股普通股可收到 9 股额外股份。同时将季度股息由 0.04 美元提升至 0.1 美元。
- Blackwell 加速生产：**英伟达在 3 月份的 GTC 大会上正式发布了 Blackwell 平台，包含 GPU、第五代 NVLink 协议、全新的 IB 和以太网交换机 X800 系列，同时在软件上重点推出推出英伟达推理微服务(NIM)。本次 Blackwell 平台着重强调了互联能力的重要性，通过英伟达自身协议构建的 NVL36、NVL72 等系统将获得比基于 X86 及以太网等通用计算硬件系统更加强大的 AI 算力。因此我们认为公司未来的销售将更多的来自系统级产品。黄仁勋也在业绩会上确认了目前 GPU 仍旧处于供不应求的状态，同时预计 Blackwell 芯片 Q2 就会开始出货，Q3 逐步上量，并预计今年就会带来大量收入，超出了此前市场预期的 Q4 出货。公司共与超过 100 家客户合作建立人工智能数据中心，规模从数百到 10 万规模 GPU。
- AIPC 或驱动 GPU 销量：**GeForce RTX GPU 的装机量已超过 1 亿，目前用户可在 GeForce RTX PC 上部署和运行快速、高效的生成式人工智能推理。英伟达和微软宣布对 Windows 进行 AI 性能优化，帮助在英伟达 GeForce RTX AIPC 上运行 LLM 的速度提高 3 倍。
- 目标价 1350 美元，买入评级：**微软、谷歌、亚马逊、Meta 等大厂的资本开支持续上升，未来两年内对于 GPU 的需求将十分强劲，同时短期内公司数据中心产品无法替代。我们预计 2025-2027 财年公司收入 CAGR 为 46%，GAAP EPS 的 CAGR 为 53%。我们采用 DCF 法对公司进行估值，由于美国今年进入降息周期的可能性较大，维持公司的 WACC 为 9.0%，永续增长率为 4%，得出 1350 美元的目标价，较现价有 18.50%的上涨空间，买入评级。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

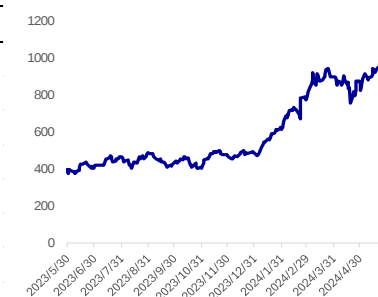
行业	半导体
股价	1139.01 美元
目标价	1350.00 美元 (+18.50%)
股票代码	NVDA
已发行股本	24.6 亿股
总市值	28018 亿美元
52 周高/低	373.56 美元/1149.39 美元
每股净资产	19.96 美元
主要股东	Vanguard Group 8.67% BlackRock, Inc. 7.41% Fidelity Management & Research Co. 4.41% State Street 3.68%

盈利摘要

截至1月28日止财政年度	23财年历史	24财年历史	25财年预测	26财年预测	27财年预测
总营业收入（美元百万元）	26,974	60,922	121,741	169,734	189,739
变动	0.22%	125.85%	99.83%	39.42%	11.79%
净利润	4,368	29,760	64,548	92,967	104,702
GAAP每股盈利（美元）	1.7	11.9	26.2	37.9	42.7
变动	-54.71%	584.87%	119.89%	44.62%	12.62%
基于1139.01美元的市盈率（估）	653.7	95.5	43.4	30.0	26.7
每股派息（美元）	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
股息现价比	0.01%	0.01%	0.04%	0.04%	0.04%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

业绩摘要

本季度公司收入为 260 亿美元，高于彭博一致预期的 247 亿美元。

GAAP 摊薄每股收益为 5.98 美元，高于彭博一致预期的 5.34 美元

2025 财年 Q1 公司收入为 260 亿美元，同比增长 262%，远高于 240 亿美元的公司指引与 247 亿美元的彭博一致预期。毛利率为 78.4%，环比提升 2.4pts，超过公司指引中值的 76.3%与一致预期的 77%。

经营利润为 169 亿美元，同比上升 690%；经营利润率为 64.9%，去年同期为 29.8%。经营利润的大幅上升主要由于本季度数据中心收入大幅增长。Non-GAAP 经营利润 181 亿美元，同比增长 492%。

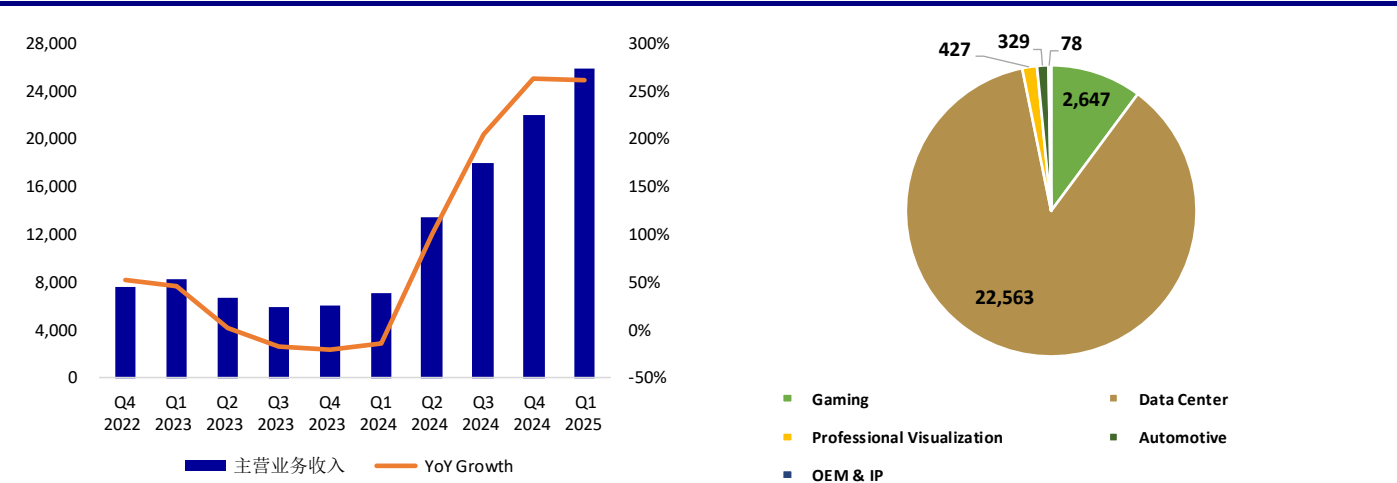
本季度公司 GAAP 净利润 149 亿美元，同比上升 628%，净利润率为 57.1%。GAAP 摊薄每股收益为 5.98 美元，高于彭博一致预期的 5.34 美元，去年同期为 0.82 美元。Non-GAAP 净利润 152 美元，同比增长 462%，Non-GAAP 净利润率为 58.5%。Non-GAAP 摊薄每股收益为 6.12 美元，高于彭博一致预期的 5.65 美元，去年同期为 1.09 美元。

本季度公司共产生自由现金流 149 亿美元，去年同期为 26 亿美元。本季度公司共以回购及股息形式向股东返还 78 亿美元。

公司宣布将在 6 月 7 日盘后进行拆股，6 月 7 日前登记在册的每 1 股普通股可收到 9 股额外股份。同时将季度股息由 0.004 美元提升至 0.01 美元（按拆股后计算）。

图表 1： 季度收入及增速（百万美元）

图表 2： 季度分部收入（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

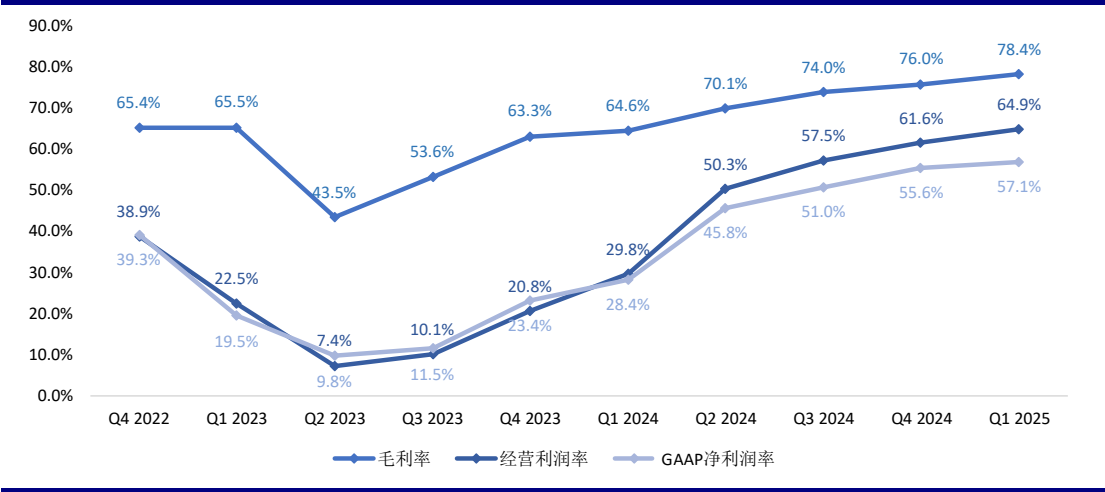
资料来源：公司资料，第一上海

公司预计 2025 财年 Q2 的收入同比增长 107%，高于一致预期的 270 亿美元

公司对下季度的收入指引中值为 280 亿美元，同比增长 107%，高于彭博一致预期的 270 亿美元。GAAP 毛利率中值为 75.2%。公司认为毛利率在下半年将稳定在 75%左右。GAAP 经营开支为 40 亿美元。预计税率约为 17%。

CEO 黄仁勋表示目前 GPU 仍旧处于供不应求的状态，同时预计 Blackwell 芯片 Q2 就会开始出货，Q3 逐步上量，并预计今年就会带来大量收入，超出了此前市场预期的 Q4 出货。国家主权人工智能收入占比将在本财年达到高个位数水平。大量的推理需求将产生，目前 40%的收入来自于推理需求。同时受供应链交付加快影响，网络业务将在第二季度恢复环比增长。目前符合美国出口许可的产品已经向中国发货，但中国区的数据中心收入与去年 10 月份实施新的出口管制限制之前相比大幅下降。

图表 3： 季度毛利率、经营利润率与净利润率趋势



资料来源：公司资料，第一上海

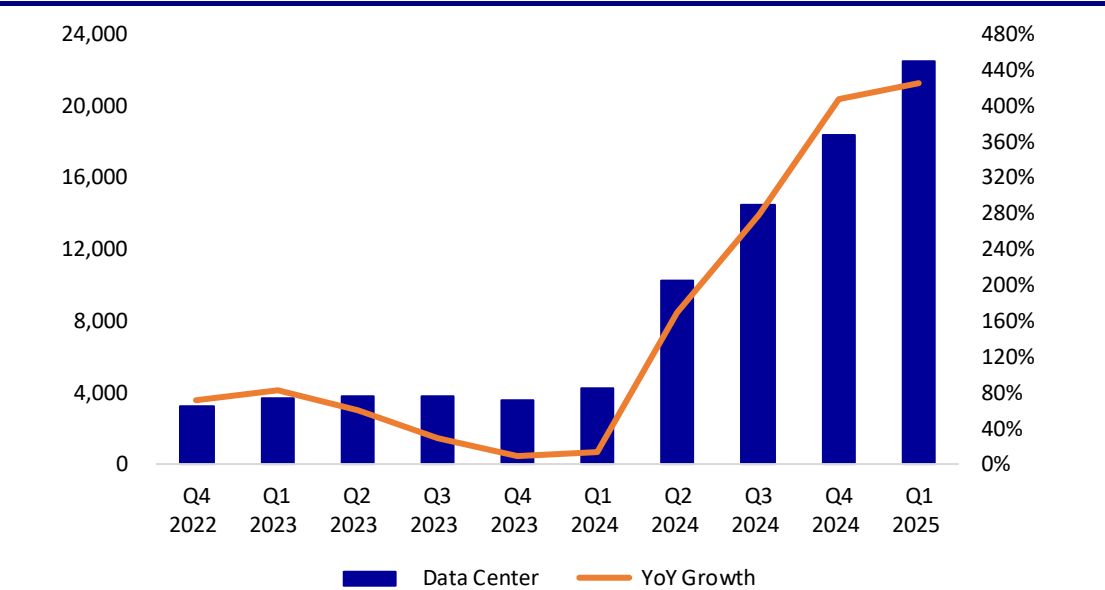
数据中心业务：持续超预期，Blackwell 加速生产

大型 CSP 占 GPU 收入从 50%以上下降至 40%

2025 财年 Q1 公司数据中心业务收入 226 亿美元，同比增长 427%。GPU 收入 194 亿美元，环比增长 29%。大型 CSP 需求从上个季度的 50%以上下降至 40%，同时本季度有 40% 的收入来自于推理需求，我们预计算力租赁商（CoreWeave 等）需求占比也达到了约 15%。Meta 本季度发布了 Llama3 模型在 24000 个 H100 组成的集群上训练完成。公司共与超过 100 家客户合作建立人工智能数据中心，规模从数百到 10 万规模 GPU。

网络业务收入 32 亿美元小幅环比下降 5%，主要是由于供应紧缺影响，公司预计网络业务将在第二季度恢复环比增长。

图表 4： 数据中心业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

发布新一代 Blackwell 平台产品

英伟达在 3 月份的 GTC 大会上正式发布了 Blackwell 平台，包含 GPU、第五代 NVLink 协议、全新的 IB 和以太网交换机 X800 系列，同时在软件上重点推出推出英伟达推理微服务(NIM)。本次 Blackwell 平台着重强调了互联能力的重要性，通过英伟达自身协议构建的 NVL36、NVL72 等系统将获得比基于 X86 及以太网等通用计算硬件系统更加强大的 AI 算力。因此我们认为公司未来的销售将更多的来自系统级产品。

英伟达数据中心业务将持续受益于基础设施的云化、传统计算向加速计算的转变及生成式 AI 技术的算力需求提升。我们认为：

1). GPU 的算力及 CUDA 对于主流 AI 框架的持续优化可以满足深度神经网络规模和复杂性的指数增长。 2). 英伟达的全栈推理平台及开发者社区可以为多种不同框架提供良好的支持。从 TCO 上考虑英伟达产品优于对手产品。3). 目前的大模型对于分布式计算和网络带宽有较高需求，英伟达收购的迈络思为数据中心通信领域龙头，GPU 及 DPU 的协同效应带来 Scale Out 提升。

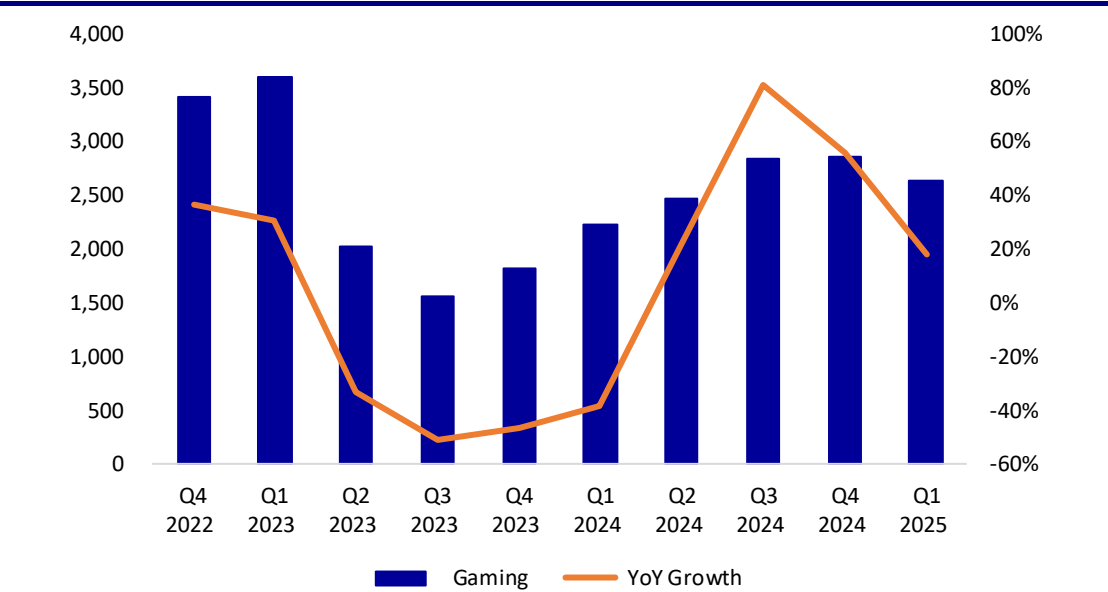
今年公司的软件业务将迎来较好的增长契机，FY24Q4 季度年化收入已经超过 10 亿美元。未来很多公司都将接入预训练大模型的 API，用专有数据进行专业领域的训练来构建定制模型，同时需要制定使用规范并优化模型，以契合公司的安全、隐私需求。因此需要一个类似于台积电的代工厂，来构建自定义的大语言模型。公司通过 AI Enterprise 及 NIM 等软件服务，将市场空间由企业 Capex 扩展至企业的 Opex。

游戏业务：AIPC 或驱动 GPU 销量

游戏业务稳定增长

2025 财年 Q1 公司游戏业务收入 26 亿美元，同比增长 18%。GeForce RTX GPU 的装机量已超过 1 亿，目前用户可在 GeForce RTX PC 上部署和运行快速、高效的生成式人工智能推理。Tensor RT LLM 现在可以加速微软 5.3 迷你模型、谷歌 Gemma 2B 和 7B 模型。英伟达和微软宣布对 Windows 进行 AI 性能优化，帮助在英伟达 GeForce RTX AIPC 上运行 LLM 的速度提高 3 倍。

图表 5： 游戏业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

专业可视化、汽车与 OEM 业务

2025 财年 Q1 公司专业可视化业务收入 4.3 亿美元，同比增长 45%。

本季度公司发布了 RTX 500 和 1000 移动 GPU，及 RTX A400 和 A1000 工作站 GPU。在 GTC 大会上，公司推出了 Omniverse Cloud API，将 Omniverse 接入到 ANSYS、Cadence、西门子等公司的工业软件中。比亚迪正在采用 Omniverse 进行虚拟工厂规划和零售配置。

与多家车企合作

2025 财年 Q1 公司汽车业务收入 3.3 亿美元，同比增长 11%。

比亚迪、小鹏、广汽集团都计划采用 Thor 芯片作为新产品的中央电脑（集成智能座舱及智能驾驶功能）。公司未来 6 年的汽车芯片订单从之前公布的 110 亿美元上升至 140 亿美元。

我们认为，虽然目前公司的汽车业务收入占比较小，但考虑到英伟达在自动驾驶汽车领域无论是硬件还是软件平台都占据重要地位，一旦自动驾驶技术获得突破，公司的汽车业务具有广阔的成长空间，有成为公司第三成长曲线的可能性。

本季度公司 OEM 与 IP 业务收入 7800 万美元，同比增长 1%。

图表 6：专业可视化业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 7：汽车业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

目标价 1350 美元，买入评级

公司未来三年预测收入 CAGR 为 46%，EPS CAGR 为 53%

微软、谷歌、亚马逊、Meta 等大厂的资本开支持续上升，未来两年内对于 GPU 的需求将十分强劲，同时短期内公司数据中心产品无法替代。因此我们基于数据中心业务的快速增长，上调公司未来的收入预测。但同时我们认为，一旦 AI 技术进入发展相对成熟的时期，大厂自研/其他 Fabless 厂商的产品将对公司市场份额构成一定威胁。我们预计 2025-2027 财年公司收入 CAGR 为 46%，GAAP EPS 的 CAGR 为 53%。

我们采用 DCF 法对公司进行估值，由于美国今年进入降息周期的可能性较大，维持公司的 WACC 为 9.0%，永续增长率为 4%，得出 1350 美元的目标价，较现价有 18.50% 的上涨空间，买入评级。

图表 8：DCF 估值

高速成长期						稳定成长期					永续期
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
(百万美元)											
CFO	62,534	94,469	109,591	125,358	142,327						
自由现金流量	61,358	93,199	108,232	123,917	140,800	158,400	175,824	193,406	210,813	227,678	236,785
自由现金流增长率		51.9%	16.1%	14.5%	13.6%	12.5%	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%	4.0%
折合至2024财年的现金流量	61,358	85,504	91,097	95,687	99,746	102,949	104,838	105,800	105,800	104,829	2,180,445
永续期折现值											4,925,121

WACC	9.0%
长期增长率	4.0%

估值	
现金流折现	3,138,052
减：净金融负债	-80,952
减：少数股东权益+合伙人权益	-102,002
股本价值	3,321,007
股本数量（预期）	2,460
DCF法之每股价值（美元）	1,350.00

资料来源：彭博，第一上海

风险因素

- 芯片市场竞争风险

越来越多的互联网科技企业和传统芯片厂商开始切入定制 AI 芯片赛道，对公司的市场份额虎视眈眈。OpenAI 等软件公司也在尝试开发开源库绕过 CUDA 库。若公司不能在市场竞争中保持 GPU 产品及 CUDA 的性能领先优势，可能对公司的增长造成重大影响。
- 技术路线风险

GPU 的价格及功耗较高，如果 Transformer 的技术路线固定，可能出现大量在能耗比上更加优秀的 AISC 产品。从长远来看，如果公司不能及时优化产品的设计，可能丧失在训练市场的优势。
- 自动驾驶系统竞争风险

自动驾驶系统的技术方向目前还未完全定型。如果公司在竞争中输给对手，将失去自动驾驶芯片市场。如果特斯拉将自己的自动驾驶技术对外输出，也有可能对公司的解决方案形成较大的负面冲击。
- 中美关系风险

未来可能会有来自美国政府更多的更严格的禁运要求，进一步降低公司在华销售额。同时，中国将会采购更多自主可控的芯片产品。

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美元, 财务年度截至1月28日											
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年		2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入						盈利能力					
- 主营业务收入成本	11,618	16,621	30,411	41,236	44,981	毛利率 (%)	56.9%	72.7%	75.0%	75.7%	76.3%
毛利	15,356	44,301	91,330	128,498	144,758	EBITDA 利率 (%)	21.4%	56.6%	62.9%	64.8%	65.2%
营业开支	11,132	11,329	15,705	19,519	22,010	净利率 (%)	16.2%	48.8%	53.0%	54.8%	55.2%
销售总务及管理开支	2,440	2,654	3,530	4,243	4,933	营运表现					
研究和开发开支	7,339	8,675	12,174	15,276	17,077	销售及管理费用/收入 (%)	9.0%	4.4%	2.9%	2.5%	2.6%
营业利润	4,224	32,972	75,626	108,978	122,748	研发费用/收入 (%)	27.2%	14.2%	10.0%	9.0%	9.0%
- 利息支出	-5	-609	-1,217	-1,697	-1,897	实际税率 (%)	-4.5%	12.0%	16.0%	16.0%	16.0%
- 营业外亏损净额	48	-237	0	0	0	股息支付率 (%)	9.2%	1.3%	1.5%	1.1%	0.9%
税前利润	4,181	33,818	76,843	110,675	124,646	库存周转	3.0	3.1	4.7	5.0	4.9
- 所得税支出	-187	4,058	12,295	17,708	19,943	应收账款天数	56.6	38.0	41.0	42.0	44.0
非常项目前收入	4,368	29,760	64,548	92,967	104,702	应付账款天数	46.1	43.0	45.0	44.0	43.0
净利润	4,368	29,760	64,548	92,967	104,702	财务状况					
普通股股东所得净利润	4,368	29,760	64,548	92,967	104,702	总负债/总资产	46.3%	34.6%	19.7%	11.8%	8.1%
折旧与摊销	2,694	3,509	4,428	5,408	6,455	收入/净资产	19.8%	69.2%	63.6%	49.1%	36.2%
EBITDA	5,768	34,480	76,545	109,958	123,796	经营性现金流/收入	20.9%	46.1%	51.4%	55.7%	57.8%
主营业务增长 (%)	0.2%	125.9%	99.8%	39.4%	11.8%	税前盈利对利息倍数	(836.2)	(55.5)	(63.1)	(65.2)	(65.7)
EBITDA 增长率 (%)	-94.4%	83.3%	55.0%	30.4%	11.2%	现金流量表					
资产负债表											
	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年		2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	3,389	7,280	57,654	139,873	237,125	+ 净利润	4,368	29,760	64,548	92,967	104,702
+ 短期投资	9,907	18,704	18,704	18,704	18,704	+ 折旧、摊销	1,544	1,508	919	979	1,048
+ 应收账款与票据	3,827	9,999	17,731	21,874	24,507	+ 其他非现金调整	583	544	4,870	5,771	6,451
+ 库存	5,159	5,282	7,558	8,937	9,306	+ 非现金资本变动	-2,207	-3,722	-7,803	-5,249	-2,610
+ 其他流动资产	791	3,080	3,080	3,080	3,080	经营活动现金流量	5,641	28,090	62,534	94,469	109,591
总计流动资产	23,073	44,345	104,727	192,467	292,722	+ 固定资产变动	0	0	0	0	0
+ 长期投资与应收	—	—	—	—	—	+ 资本支出	-1,833	-1,069	-1,176	-1,270	-1,359
+ 总固定资产	6,501	7,423	8,599	9,869	11,228	+ 长期净投资变动	7,528	-8,479	0	0	0
- 累计折旧	2,694	3,509	4,428	5,408	6,455	+ 其他投资活动	1,680	-1,018	0	0	0
+ 净固定资产	3,807	3,914	4,171	4,461	4,773	投资活动现金	7,375	-10,566	-1,176	-1,270	-1,359
+ 其他长期资产	13,264	16,123	16,123	16,123	16,123	+ 已付股利	-398	-395	-984	-980	-980
总计长期资产	18,109	21,383	21,640	21,930	22,242	+ 债务(偿付)所得现金	0	0	0	0	0
总资产	41,182	65,728	126,367	214,398	314,964	+ 股本增加	355	403	0	0	0
+ 应付账款	5,313	9,381	11,586	11,858	12,251	+ 股本减少	-10,039	-9,533	-10,000	-10,000	-10,000
+ 短期借款	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	+ 其他融资活动	-1,535	-4,108	0	0	0
+ 其他短期负债	0	0	0	0	0	融资所得现金	-11,617	-13,633	-10,984	-10,980	-10,980
总计流动负债	6,563	10,631	12,836	13,108	13,501	现金净增减	1,399	3,891	50,374	82,219	97,252
+ 长期借款	10,605	9,578	9,578	9,578	9,578	现金剩余	3,389	7,280	57,654	139,873	237,125
+ 其他长期负债	1,913	2,541	2,541	2,541	2,541						
总长期负债	12,518	12,119	12,119	12,119	12,119						
总负债	19,081	22,750	24,955	25,227	25,620						
总股东权益	22,101	42,978	101,412	189,170	289,344						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。