

NVIDIA (NVDA)

证券研究报告
2024年06月18日

英伟达 Computex 产品发布会点评：Rubin 架构的首次正式宣告

投资评级

6个月评级

买入（维持评级）

事件：在 Computex 大会上，Nvidia 宣布将推出 Blackwell 的升级版本 Blackwell Ultra，并且披露了下一代的 Rubin 架构。

Blackwell Ultra: Nvidia 将在 2025 年推出 Blackwell Ultra。Blackwell Ultra 将在 8 个站点上配备 12Hi 内存堆栈，而 Blackwell 在 8 个站点上仅配备 8Hi 内存堆栈。我们预测，Blackwell Ultra 的显存大小可能将为 288GB (8*36 GB)，是 Blackwell GPU 192GB (8*24GB) 显存的 1.5 倍。

Rubin 架构：下一代 Rubin GPU 计划于 2025Q4 量产，而 DGX 和 HGX 解决方案等系统预计将于 2026H1 量产。Rubin GPU 和相应的平台将在 2026 年上市，Ultra 版本将在 2027 年推出。内存是 Nvidia GPU 接下来主要的升级方向，目前 Nvidia 在其 B100 GPU 上使用最快的 HBM3E 内存，Wccftech 预计在 2025 年底 HBM4 大规模生产时，Rubin GPU 将使用 8-Hi HBM4 堆栈，而 Rubin Ultra GPU 将支持 12-Hi HBM4 堆栈。三星和海力士都表示，计划在 2025 年开始开发最多 16-Hi 的下一代内存解决方案。此外，根据 Wccftech 的预测，Rubin R100 GPU 将采用 4 倍光罩尺寸设计（而 Blackwell 只有 3.3 倍），并将使用 TSMC CoWoS-L 封装技术在 N3 工艺节点上制造。

Vera CPU: 同时，Nvidia 还宣布了一款名为 Vera 的新型 CPU，该处理器将与上述 Rubin GPU 一起出现在新的 Vera Rubin 加速板上。

Spectrum-X: 为了满足 AI 对高性能以太网网络平台日益增长的需求，Nvidia 宣布了**每年推出新款 Spectrum-X 产品**的计划。NVIDIA Spectrum-X 是全球首个专为 AI 设计的以太网网络平台，与传统以太网网络平台相比，性能提升了 1.6 倍。以太网在超大集群及 AI 互联网应用值得关注。

我们认为：

数据中心需求侧有主权 AI 与云厂支撑，四大云厂商上调资本支出，同时英伟达表示在 NVIDIA AI 基础设施上每花费 1 美元将为云厂商四年内赚取 5 美元收入。主权国家算力需求增长，公司预计今年主权 AI 收入将达数十亿美元。我们认为云厂商在计算当年折旧与 AI 收入，在资产负债表的拓张与 AI 收入中的平衡将为增加 Capex 的关键。对于主权 AI，其核心考量将有所不同，我们认为其长期投入下的短期拓张或许更加激进。

我们关注真正的大规模通用型推理系统对于推理需求的显著提升。推理侧在过去四个季度内带来 40% 数据中心收入。我们认为在 DPO、MCTS、Beam Search、Self-Play 等技术架构下，推理需求的大幅增长或与 Agent 能力带来的推理场景的拓展密切相关。

新产品出货节奏更为乐观：NVIDIA 预计 Blackwell 将在第二季度开始出货，并在第三季度增加产量，预计今年将获得大量 Blackwell 收入。我们认为后续模组、板卡、Tray、机柜等的验证或许比预期乐观。

考虑如上理由，我们上调英伟达的收入与盈利预测，维持“买入”评级：此前 CY2024-2025 年实现收入 1170/1387 亿美元，CY2024-2025 年 non-GAAP 净利润 526/823 亿美元，上调后 CY2024-2026 年实现收入 1346/2038/2853 亿美元，CY2024-2026 年 non-GAAP 净利润 795/1213/1712 亿美元。

风险提示：GPU 市场波动；地缘政治摩擦；行业竞争加剧；AI 需求不及预期；产品交付不及预期。

作者

孔蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

李泽宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

相关报告

- 《NVIDIA-公司动态研究:FY2024Q4 点评：Q4 及全年业绩超预期，数据中心和游戏业务强劲增长，净利润大幅提升》2024-03-09
- 《NVIDIA-公司动态研究:FY2024Q2 点评：业绩大超预期，生成式 AI 对数据中心的拉动加速》2023-08-28
- 《NVIDIA-公司动态研究:数据中心与汽车业务环比增长，游戏与可视化业务仍有库存压力》2022-11-20

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com