



英伟达 (NVDA.US): 二季度业绩超预期, 四季度 Blackwell 产品出货

维持目标价 147.6 美元, 潜在升幅 25%, 重申“买入”评级。

● **重申英伟达的“买入”评级:** 首先, 英伟核心的数据中心业务依然增长强劲。Hopper 平台的 GPU 需求还是较为强劲, 公司 2025 下半年财年需求高于上半年。同时, Blackwell 平台的 GPU 将在 FY4Q25, 也就是今年四季度正式出货, 收入规模预计达到数十亿美元。Blackwell 的产能供应偏紧, 并且明年维持偏紧状态。其次, 英伟达在汽车智驾、游戏、笔电、PC 等下游的芯片需求强劲推动下, 过去几个季度相关业务收入恢复增长。综合来看, 虽然公司数据中心业务逐步回归供需平衡导致业绩超预期空间减少, 但是高确定性的高增长依然是公司利润的助推器。因此, 随着今年四季度 Blackwell 产品正式出货, 市场对于公司基本面的预期有望在三季度基础上再次抬头, 股价有望在本次业绩后的下滑的水平上抬升。英伟达当前市盈率 34.9x, 仍然具备吸引力。

● **业绩强劲增长, 高于指引上限; 公司指引三季度业绩稳定成长:** 在 FY2Q25, 英伟达收入为 300.4 亿美元, 同比增长 122%, 环比增长 15%, 高于指引区间上限, 高于市场一致预期。毛利率为 75.1%, 同比增加 5.1 个百分点, 环比下降 3.2 个百分点。环比下降主要因为低良率的 Blackwell 平台导致的库存减值。费用率同比大幅改善 6.6 个百分点, 环比下降 0.3 个百分点。FY2Q25 净利润同比增长 168%, 环比增长 12%, 高于市场预期。公司指引三季度收入中位数同比增长 79%, 环比增长 8.2%, 略低于市场一致预测。毛利率中位数为 74.4%, 同比增加 0.4 个百分点, 环比下降 0.7 个百分点, 高于市场一致预测。展望 FY2025 全年, 公司预期毛利率约 75%。根据二季度业绩及三季度指引, 我们上调 2024 年、2025 年盈利预测。

● **业绩会要点及展望:** 1) Hopper 的供应得到改善, 并且在今年三四季度需求仍然强劲。2) 公司改进了 Blackwell 平台的 GPU, 将在四季度会出货, 金额为几十亿美元。Blackwell 的产品产能偏紧, 并可能持续到 2026 财年。3) 云服务厂商贡献了数据中心约 45% 的收入。在过去四个季度, 公司估计约 40% 的收入来自于推理端的需求。4) 二季度中国地区收入环比增长, 但仍然低于制裁之前的水平。公司预期未来中国地区竞争仍将激烈。5) 汽车业务是二季度重要推动力。自动驾驶将为公司带来数十亿美元云侧和端侧收入。

● **投资风险:** 全球或美国经济下行, 多个下游需求动能不足; AI 需求爆发持续性弱于预期, 大模型厂商盈利低于预期; 半导体周期上行动能不足; 行业竞争加剧, 拖累利润表现; 研发费用率增长较快; 芯片迭代速度和性能低于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (FY2023-FY2027E)

美元百万	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入净额	26,974	60,922	124,577	173,821	231,590
总收入同比增速	0%	126%	104%	40%	33%
净利润	4,368	29,760	68,029	93,493	125,778
净利润同比增速	-55%	581%	129%	37%	35%
目标 PE (x)	841.2	123.5	53.2	38.7	28.8

注: 英伟达财年 (FY, Fiscal Year) 为上一年 2 月至当年 1 月; E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

马智焱

科技分析师
 ivy_ma@spdbi.com
 (852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师
 sia_huang@spdbi.com
 (852) 2809 0355

2024 年 8 月 30 日

评级

买入

目标价 (美元)	147.6
潜在升幅/降幅	+25%
目前股价 (美元)	118
52 周内股价区间 (美元)	39.2-140.76
总市值 (百万美元)	2,892,714
近 3 月日均成交额 (百万美元)	43,707

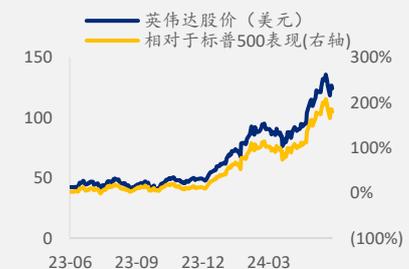
注: 截至 2024 年 8 月 29 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	26,974	60,922	124,577	173,821	231,590
营业成本	(11,618)	(16,621)	(30,903)	(45,270)	(59,052)
毛利	15,356	44,301	93,674	128,551	172,538
营业支出	(11,132)	(11,329)	(16,344)	(21,609)	(28,154)
销售、行政及一般费用	(2,440)	(2,654)	(3,588)	(4,650)	(5,569)
研发费用	(7,339)	(8,675)	(12,756)	(16,958)	(22,585)
重组及其他费用/收入	(1,353)	-	-	-	-
营业利润	4,224	32,972	77,330	106,942	144,384
营业外收支	(43)	846	1,493	1,393	1,360
利息收入/(支出)净额	5	609	1,243	1,227	1,221
其他收益/(支出)净额	(48)	237	250	165	139
税前利润	4,181	33,818	78,823	108,335	145,745
所得税	187	(4,058)	(10,794)	(14,842)	(19,967)
净利润(不含少数股东权益)	4,368	29,760	68,029	93,493	125,778
少数股东和可赎回少数股东损益	-	-	-	-	-
归属普通股股东净利润	4,368	29,760	68,029	93,493	125,778
基本股数(百万)	24,900	24,900	24,530	24,530	24,530
摊薄股数(百万)	24,900	24,900	24,530	24,530	24,530
基本每股收益(美元)	0.18	1.20	2.77	3.81	5.13
稀释每股收益(美元)	0.18	1.20	2.77	3.81	5.13

资产负债表

美元百万	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
货币资金	3,389	7,280	17,964	54,010	104,152
现金及其等价物	9,907	18,704	38,247	53,366	71,102
应收账款	3,827	9,999	20,447	28,529	38,010
存货	5,159	5,282	9,821	14,386	18,766
其他流动资产	791	3,080	6,298	4,689	5,494
流动资产合计	23,073	44,345	92,777	154,979	237,524
固定资产-物业、厂房及设备	3,807	3,914	6,788	10,992	16,641
无形资产	1,676	1,112	1,112	1,112	1,112
商誉	4,372	4,430	4,430	4,430	4,430
租赁权	1,038	1,346	1,346	1,346	1,346
其他非流动资产	7,216	10,581	10,581	10,581	10,581
资产总计	41,182	65,728	117,034	183,441	271,633
短期借款	5,370	7,932	9,518	11,422	13,706
应付账款	1,193	2,699	5,018	7,351	9,589
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债合计	6,563	10,631	14,537	18,773	23,296
长期借款	9,703	8,459	8,459	8,459	8,459
其他非流动负债	2,815	3,660	4,392	5,270	6,324
负债合计	19,081	22,750	27,388	32,503	38,079
实收资本	11,973	13,134	13,134	13,134	13,134
资本公积	10,171	29,817	76,485	137,777	220,393
留存收益	(43)	27	27	27	27
其他综合收益	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益合计	22,101	42,978	89,646	150,938	233,554
负债及股东权益和计	41,182	65,728	117,034	183,441	271,633

E = 浦银国际预测

注: 英镑财年(FY, Fiscal Year)为上一年2月至当年1月

现金流量表

美元百万	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动产生的现金流量净额	5,641	28,090	53,639	86,681	115,825
净利润	4,368	29,760	68,029	93,493	125,778
折旧及摊销	1,544	1,508	1,495	1,893	2,475
其他营业活动现金流	1,943	822	(3,218)	1,609	(805)
营运资金变动	(2,214)	(4,000)	(12,667)	(10,315)	(11,623)
应收账款(增加)/减少	822	(6,172)	(10,448)	(8,082)	(9,482)
存货(增加)/减少	(2,554)	(98)	(4,539)	(4,566)	(4,380)
应付账款增加/(减少)	1,042	4,070	2,319	2,333	2,238
其他经营资金变动	(1,524)	(1,800)	-	-	-
利息收入(支出)	-	-	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	7,375	(10,566)	(23,913)	(21,216)	(25,860)
资本支出	(1,959)	(2,137)	(4,370)	(6,097)	(8,124)
短期投资	9,334	(8,429)	(19,543)	(15,119)	(17,736)
其他	-	-	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(11,617)	(13,633)	(19,042)	(29,419)	(39,823)
借款	-	(1,250)	1,586	1,904	2,284
发行股份	(9,684)	(9,130)	(18,670)	(26,049)	(34,707)
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(398)	(395)	(2,691)	(6,152)	(8,455)
其他	(1,535)	(2,858)	732	878	1,054
外汇损益	-	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	1,399	3,891	10,684	36,045	50,142
期初现金及现金等价物	1,990	3,389	7,280	17,964	54,010
期末现金及现金等价物	3,389	7,280	17,964	54,010	104,152

主要财务比率

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营运指标增速					
营业收入增速	0%	126%	104%	40%	33%
毛利润增速	(12%)	188%	111%	37%	34%
营业利润增速	(58%)	681%	135%	38%	35%
净利润增速	(55%)	581%	129%	37%	35%
盈利能力					
净资产收益率	19.8%	69.2%	75.9%	61.9%	53.9%
总资产报酬率	10.6%	45.3%	58.1%	51.0%	46.3%
投入资本回报率	11.9%	48.9%	62.0%	54.0%	48.7%
利润率					
毛利率	56.9%	72.7%	75.2%	74.0%	74.5%
营业利润率	15.7%	54.1%	62.1%	61.5%	62.3%
净利润率	16.2%	48.8%	54.6%	53.8%	54.3%
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	57	41	45	51	52
存货周转天数	122	115	89	98	102
应付账款周转天数	47	43	46	50	52
净债务(净现金)	11,684	9,111	13	(34,128)	(81,986)
自由现金流	1,739	25,131	52,488	78,974	108,506

● 业绩回顾

图表 2：英伟达 2Q24 业绩详情

	CY2Q24	CY2Q23	同比	CY1Q24	环比
美元百万	FY2Q25	FY2Q24	同比	FY1Q25	环比
营业收入	30,040	13,507	122%	26,04	15%
毛利润	22,574	9,462	139%	20,406	11%
营业利润	18,642	6,800	174%	16,909	10%
净利润	16,599	6,188	168%	14,881	12%
基本每股盈利 (美元)	0.68	0.25	172%	0.60	13%
利润率	FY2Q25	FY2Q24	同比 百分点	FY1Q25	环比 百分点
毛利率	75.1%	70.1%	5.1	78.4%	(3.2)
营业费用率	13.1%	19.7%	(6.6)	13.4%	(0.3)
营业利润率	62.1%	50.3%	11.7	64.9%	(2.9)
净利润率	55.3%	45.8%	9.4	57.1%	(1.9)

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：英伟达 2Q24 营业收入（分地区）

美元百万	FY2Q25	FY2Q24	同比	FY1Q25	环比
中国台湾	5,740	2,839	102%	4,373	31%
中国大陆	3,667	2,740	34%	2,491	47%
美国	13,022	6,043	115%	13,496	-4%
其他国家	7,611	1,885	304%	5,684	34%
总收入	30,040	13,507	122%	26,044	15%

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 4：英伟达 2Q24 营业收入（分产品）

美元百万	FY2Q25	FY2Q24	同比	FY1Q25	环比
数据中心	26,272	10,323	154%	22,563	16%
游戏	2,880	2,486	16%	2,647	9%
专业可视化	454	379	20%	427	6%
汽车与自动驾驶	346	253	37%	329	5%
其他	88	66	33%	78	13%
总收入	30,040	13,507	122%	26,044	15%

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 5: 英伟达新预测 vs 前预测

人民币百万	FY2025E			FY2026E			FY2027E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	124,577	117,311	6%	173,821	157,568	10%	231,590	188,605	23%
毛利润	93,674	88,271	6%	128,551	118,147	9%	172,538	141,531	22%
经营利润	77,330	72,558	7%	106,942	97,044	10%	144,384	116,207	24%
净利润	68,029	61,972	10%	93,493	84,243	11%	125,778	100,935	25%
基本每股收益 (美元)	2.77	2.49	11%	3.81	3.38	13%	5.13	4.05	26%
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利润	75.2%	75.2%	(0.1)	74.0%	75.0%	(1.0)	74.5%	75.0%	(0.5)
费用率	13.1%	13.4%	(0.3)	12.4%	13.4%	(1.0)	12.2%	13.4%	(1.3)
经营利润率	62.1%	61.9%	0.2	61.5%	61.6%	(0.1)	62.3%	61.6%	0.7
净利率	54.6%	52.8%	1.8	53.8%	53.5%	0.3	54.3%	53.5%	0.8

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告、浦银国际

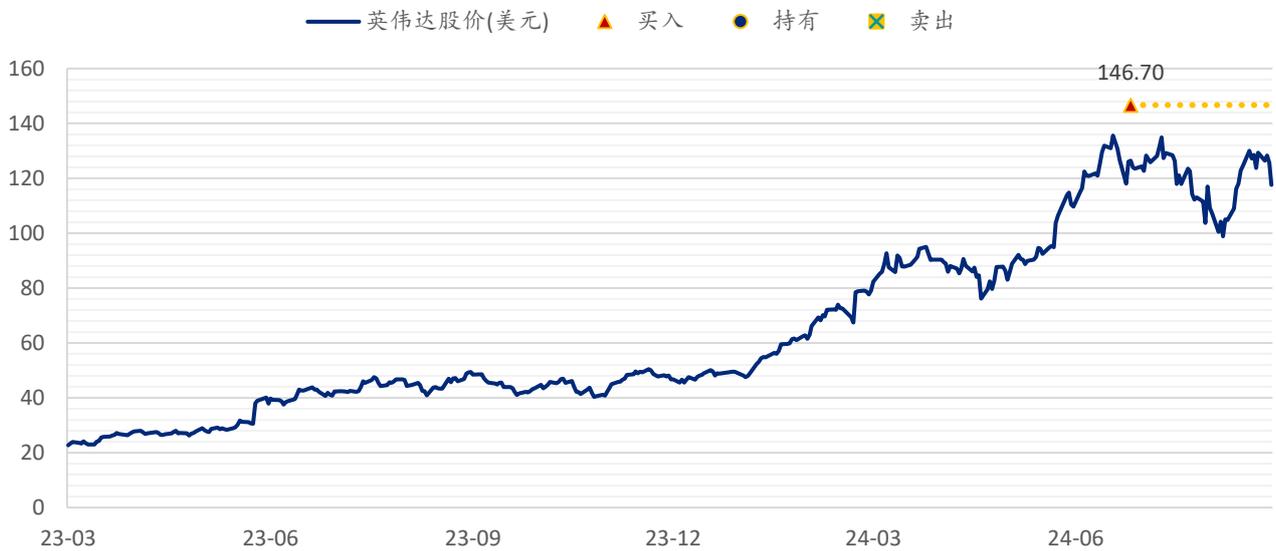
● 估值

图表 6: 英伟达当前远期市盈率 34x, 历史均值 39x, 均值以下一倍标准差 29x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 英伟达 (NVDA.US)



注: 截至 2024 年 8 月 29 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	18.9	买入	23.6	26/8/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	80.1	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	27.7	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	24.9	买入	37.1	14/5/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	37.2	买入	45.1	26/8/2024	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	16.8	买入	18.6	27/8/2024	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	33.3	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	48.3	买入	57.0	26/8/2024	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	4.9	买入	5.1	13/8/2024	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	87.6	买入	108.4	20/8/2024	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	3.9	买入	5.9	7/6/2024	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	30.4	买入	48.5	7/6/2024	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	7.9	买入	8.5	21/8/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	29.4	买入	33.2	21/8/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	19.7	买入	22.7	29/8/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	73.2	买入	88.2	29/8/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	20.6	买入	28.5	16/8/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	206.3	持有	210.8	24/7/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	227.6	买入	232.2	28/3/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	234.9	买入	248.4	28/3/2024	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.6	买入	19.3	12/8/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	47.3	买入	56.7	12/8/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	17.1	买入	23.3	9/8/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	30.2	买入	43.7	9/8/2024	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	943.0	买入	1,167.7	26/7/2024	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	169.2	买入	197.6	26/7/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	34.7	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	18.5	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	35.7	买入	43.4	26/8/2024	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	47.9	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	27.4	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	72.0	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	28.9	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	13.4	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	117.6	买入	147.6	30/8/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	169.5	买入	240.7	5/8/2024	AI 芯片

注: 截至 2024 年 8 月 29 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。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士。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

