

买入

2024年8月30日

Blackwell 出货推迟至 10 月，软件 ARR 快速增长

- 业绩摘要：** 2025 财年 Q2 公司收入为 300 亿美元，同比增长 122.4%，高于 280 亿美元的彭博一致预期。毛利率为 75.1%，环比下降 3.3pts，低于彭博一致预期的 75.4%。GAAP 净利润 166 亿美元，同比增长 168.2%，净利润率为 55.3%。GAAP 摊薄每股收益为 0.67 美元，高于彭博一致预期的 0.61 美元。Non-GAAP 摊薄每股收益为 0.68 美元，高于彭博一致预期的 0.65 美元。本季度公司共以回购及股息形式向股东返还 74 亿美元。公司董事会新批准了无截至期限的 500 亿美元回购计划。下季度收入指引中值为 325 亿美元，同比增长 79.4%，高于彭博一致预期的 318 亿美元。
- Blackwell 出货推迟：** 关于 Blackwell 的延迟问题，公司表示需要花费时间更换部分晶圆制造所需要的掩模版 (mask)，10 月份开始会有显著的产能爬升，于四季度开始批量出货。公司表示下半年 Hopper 的供应状况将改善，但 Blackwell 的需求远高于供应，预计第四季度来自 Blackwell 产品的收入将达到数十亿美元。在 6 月的 Computex 大会上公司展示了超过 100 种不同的 Blackwell 平台服务器系统，目前正在制造样品。
- 软件 ARR 接近 20 亿美元：** 公司通过 AI Enterprise 及 NIM (英伟达推理微服务) 等软件服务，将市场空间由企业 Capex 扩展至企业的 Opex。NIM 使英伟达加速并简化了传统企业的模型部署。医疗保健、能源、金融服务、零售、交通和电信领域的超过 150 家公司公司都在采用 NIM，包括沙特阿美、劳氏和 Uber。本季度软件年化收入已经接近 20 亿美元。
- 目标价 145 美元，买入评级：** 2024 年二季度微软、谷歌、亚马逊、Meta 等大厂对于 2025 年的资本开支指引上升，未来一年内对于 GPU 的需求十分强劲，同时高价值的 Blackwell 平台产品大规模出货即将于今年 4 季度开始。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。但我们认为公司需要维持较为激进的产品更新周期及定价策略以保证竞争力，因此利润率将不会有明显上升。我们采用 DCF 法对公司进行估值，由于美国即将在三季度降息，维持公司的 WACC 为 9.0%，永续增长率为 4%，得出 145 美元的目标价，较现价有 23.3% 的上涨空间，买入评级。

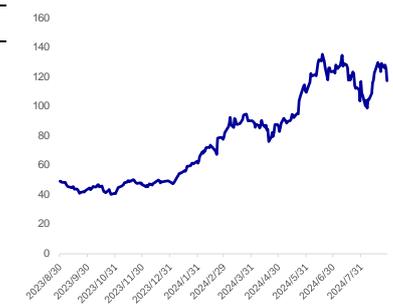
韩啸宇
+852-25222101
Peter.han@firstshanghai.com.hk
Chuck Li
+852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	半导体	
股价	117.59 美元	
目标价	145.00 美元	
	(+23.30%)	
股票代码	NVDA	
已发行股本	246 亿股	
总市值	28845 亿美元	
52 周高/低	39.32 美元/140.76 美元	
每股净资产	2.37 美元	
主要股东	Vanguard Group	8.74%
	BlackRock, Inc.	7.48%
	State Street	3.99%
	Fidelity Management & Research Co.	3.98%
	Jen-Hsun Huang	3.50%

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	125,917	182,715	214,865
变动	0.22%	125.85%	106.69%	45.11%	17.60%
净利润	4,368	29,760	67,389	99,215	118,914
GAAP 每股盈利 (美元)	0.2	1.2	2.7	4.0	4.8
变动	-95.47%	584.87%	127.72%	47.82%	20.34%
基于117.59美元的市盈率 (估)	674.9	98.5	43.3	29.3	24.3
每股派息 (美元)	0.02	0.02	0.04	0.04	0.04
股息现价比	0.01%	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%

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 300 亿美元，高于彭博一致预期的 288 亿美元。

2025 财年 Q2 公司收入为 300 亿美元，同比增长 122.4%，远高于 280 亿美元的公司指引与 288 亿美元的彭博一致预期。毛利率为 75.1%，环比下降 3.3pts，低于公司指引中值的 75.2%和彭博一致预期的 75.4%。

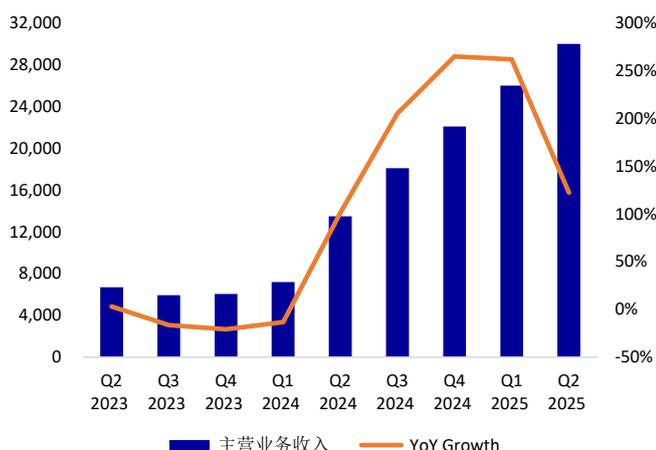
经营利润为 186 亿美元，同比增长 174.1%；经营利润率为 62.1%，去年同期为 50.3%。经营利润的大幅上升主要由于本季度高毛利的数据中心收入大幅增长。Non-GAAP 经营利润 199 亿美元，同比增长 156.4%。

GAAP 摊薄每股收益为 0.67 美元，高于彭博一致预期的 0.61 美元

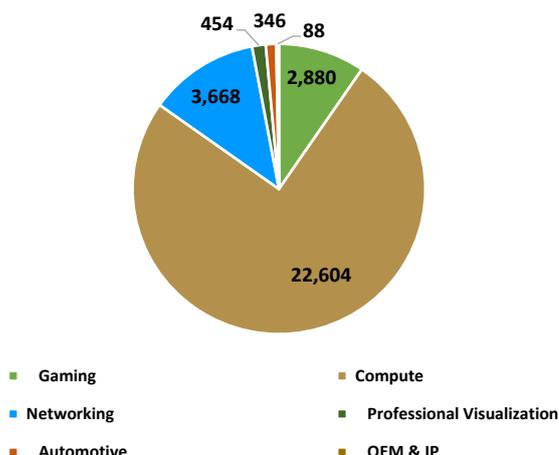
本季度公司 GAAP 净利润 166 亿美元，同比增长 168.2%，净利润率为 55.3%。GAAP 摊薄每股收益为 0.67 美元，高于彭博一致预期的 0.61 美元，去年同期为 0.25 美元。Non-GAAP 净利润 169.5 美元，同比增长 151.5%，Non-GAAP 净利润率为 56.4%。Non-GAAP 摊薄每股收益为 0.68 美元，高于彭博一致预期的 0.65 美元，去年同期为 0.27 美元。

本季度公司共产生自由现金流 135 亿美元，去年同期为 60 亿美元。本季度公司共以回购及股息形式向股东返还 74 亿美元。公司董事会新批准了无截至期限的 500 亿美元回购计划。

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 79%，高于一致预期的 318 亿美元

公司对下季度收入指引中值为 325 亿美元，同比增长 79.4%，高于彭博一致预期的 318 亿美元。GAAP 毛利率中值为 74.4%，低于一致预期的 75.1%。全年毛利率在 75%上下。GAAP 经营开支为 43 亿美元。预计税率约为 17%。

Blackwell 平台产品的进展：关于 Blackwell 的延迟问题，公司表示需要花费时间更换部分晶圆制造所需要的掩膜版（mask），10 月份开始会有显著的产能爬升，于四季度开始批量出货。公司表示下半年 Hopper 的供应状况将改善，但 Blackwell 的需求远高于供应，预计第四季度来自 Blackwell 产品的收入将达到数十亿美元。在 6 月的 Computex 大会上公司展示了超过 100 种不同的 Blackwell 平台服务器系统，目前正在制造样品。

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

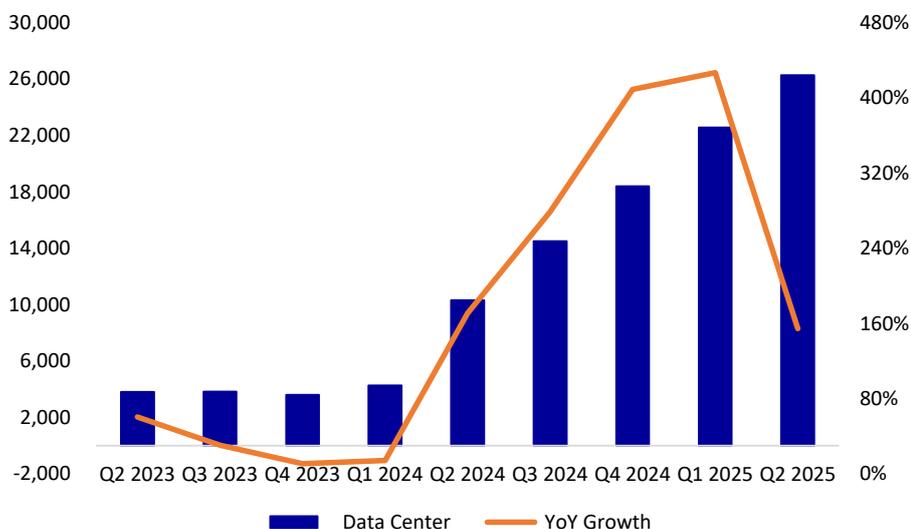
大型 CSP 占数据中心收入 45%

2025 财年 Q2 公司数据中心业务收入 263 亿美元，同比增长 154%。其中计算 GPU 收入 226 亿美元，同比增长 162%。大型 CSP 需求占比 45%，较上季度的 40%有所增长，超过 50%收入来自消费互联网及其他企业。在过去四个季度中，公司预计超过 40%的收入来自于推理需求。

H200 平台于第二季度开始量产并发货，与 H100 相比，内存带宽增加了 40%以上，更加适合推理需求。随着 H20 的大量发货，中国区数据中心的收入在第二季度环比增长至 37 亿美元。

网络产品收入 37 亿美元，同比增长 114%。Spectrum-X 以太网平台获得了大量 CSP 采用，公司预计新的以太网产品支持将计算集群规模从目前的数万个 GPU 扩展到数百万个 GPU。

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

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。

同时，今年公司的软件业务将迎来较好的增长契机：本季度软件年化收入已经接近 20 亿美元，主要贡献来自于 NVIDIA AI Enterprise。公司通过 AI Enterprise 及 NIM（英伟达推理微服务）等软件服务，将市场空间由企业 Capex 扩展至企业的 Opex。NIM 使英伟达加速并简化了传统企业的模型部署。医疗保健、能源、金融服务、零售、交通和电信领域的超过 150 家公司公司都在采用 NIM，包括沙特阿美、劳氏和 Uber。AT&T 在将 NIM 用于生成式 AI、通话转录和分类后，实现了 70% 的成本节省和 8 倍的延迟减少。

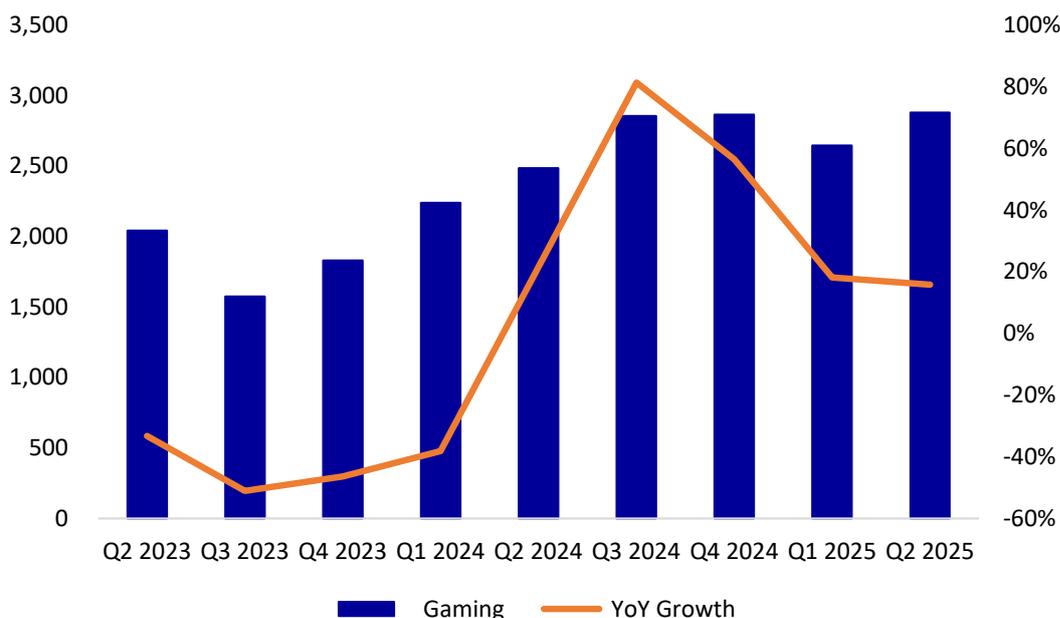
游戏业务：PC 销量回暖带动显卡销售

游戏业务稳定增长

2025 财年 Q2 公司游戏业务收入 29 亿美元，同比增长 16%，主要来自于 RTX 40 系列和游戏主机 SoC 的销售增长。据 IDC 数据，2024 年二季度全球 PC 市场出货为 6490 万台，同比增长 5.4%，PC 销量回暖带动显卡销售。

本季度公司发布了基于生成式 AI 技术的 NVIDIA ACE，游戏开发者可以通过 ACE 生成虚拟数字人物。GeForce NOW 云游戏目前支持超过 2000 款游戏并上线最新的国产游戏《黑神话：悟空》。

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 Q2 公司专业可视化业务收入 4.5 亿美元，同比增长 20%。主要来自于人工智能和图形用例需求增长，包括模型微调和 Omniverse 相关需求。

本季度公司推出全新 NVIDIA USD NIM，使开发人员能够将 Copilot 产品和 AI Agent 整合到 Omniverse 中。WPP 正在其生成式 AI 内容创建流程中加入 USD NIM 微服务，为其可口可乐公司等客户服务。

2025 财年 Q2 公司汽车业务收入 3.5 亿美元，同比增长 37%。

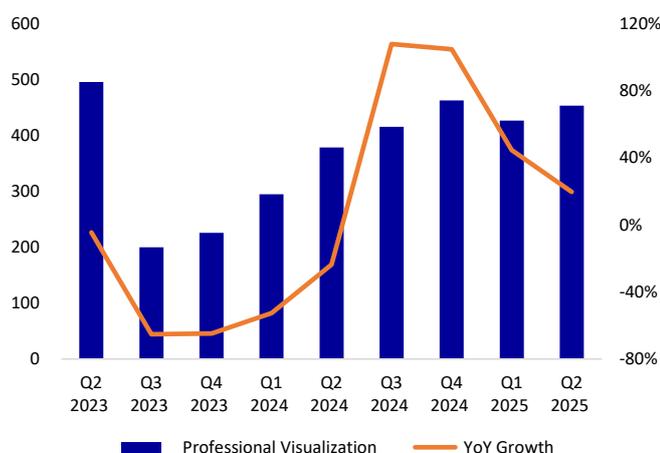
公司未来 6 年的汽车芯片订单从之前公布的 110 亿美元上升至 140 亿美元。汽车行业同时也正在采用 Omniverse 将工厂的端到端周期时间缩短 50%，并在数据中心中采用英伟达 GPU 进行自动驾驶技术的开发。公司预计汽车将在本地和云端消费中带来数十亿美元的收入，并且随着下一代自动驾驶模型需要更多计算而增长。

Issac 机器人平台被多家供应链公司采用

机器人方面，波士顿动力、比亚迪电子、Figure、Intrinsic、西门子和 Teradyne Robotics 正在使用 NVIDIA Isaac 机器人平台来开发自主机械臂、人形机器人和移动机器人。

本季度公司 OEM 与 IP 业务收入 8800 万美元，同比增长 33%。

图表 6：专业可视化业务收入及增速（百万美元）



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

资料来源：公司资料，第一上海

目标价 145 美元，买入评级

公司未来三年预测收入 CAGR 为 52%，EPS CAGR 为 59%

2024 年二季度微软、谷歌、亚马逊、Meta 等大厂对于 2025 年的资本开支指引上升，未来一年内对于 GPU 的需求十分强劲，同时高价值的 Blackwell 平台产品大规模出货即将于今年 4 季度开始。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。但我们认为公司需要维持较为激进的产品更新周期及定价策略以保证竞争力，因此利润率将不会有明显上升。我们预计 2025-2027 财年公司收入 CAGR 为 52.2%，GAAP EPS 的 CAGR 为 59.4%。

我们采用 DCF 法对公司进行估值，由于美国即将在三季度降息，维持公司的 WACC 为 9.0%，永续增长率为 4%，得出 145 美元的目标价，较现价有 23.3% 的上涨空间，买入评级。

图表 8: DCF 估值

折现年限	高速成长期					稳定成长期					永续期
	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	64,431	99,956	124,908	146,161	166,227						
自由现金流量	63,255	98,686	123,549	144,720	164,700	182,883	199,416	215,369	230,445	244,272	254,043
自由现金流量增长率		56.0%	25.2%	17.1%	13.8%	11.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	4.0%
折合至2024财年的现金流量	63,255	90,538	103,989	111,751	116,678	118,862	118,905	117,814	115,653	112,469	2,339,365
永续期折现值											5,284,086

WACC	9.0%
长期增长率	4.0%

估值	
现金流折现	3,409,279
减：净金融负债	-82,251
减：少数股东权益+合伙人权益	-104,412
股本价值	3,595,941
股本数量（预期）	24,800
DCF法之每股价值（美元）	145.00

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	
盈利表						盈利能力					
主营业务收入	26,974	60,922	125,917	182,715	214,865	毛利率 (%)	56.9%	72.7%	75.1%	76.0%	76.3%
- 主营业务收入成本	11,618	16,621	31,338	43,772	50,847	EBITDA 利率 (%)	21.4%	56.6%	62.8%	63.9%	65.2%
毛利	15,356	44,301	94,579	138,942	164,018	净利率 (%)	16.2%	48.8%	53.5%	54.3%	55.3%
营业开支	11,132	11,329	16,369	23,205	25,032	营运表现					
销售总务及管理开支	2,440	2,654	3,526	4,933	5,694	销售及管理费用/收入 (%)	9.0%	4.4%	2.8%	2.7%	2.7%
研究和开发开支	7,339	8,675	12,844	18,271	19,338	研发费用/收入 (%)	27.2%	14.2%	10.2%	10.0%	9.0%
营业利润	4,224	32,972	78,210	115,738	138,986	实际税率 (%)	-4.5%	12.0%	16.0%	16.0%	16.0%
- 利息支出	-5	-609	-2,015	-2,375	-2,578	股息支付率 (%)	0.9%	0.1%	1.5%	1.0%	0.8%
- 营业外亏损净额	48	-237	0	0	0	库存周转	3.0	3.1	4.7	5.0	4.9
税前利润	4,181	33,818	80,225	118,113	141,564	应收账款天数	56.6	38.0	41.0	42.0	41.7
- 所得税支出	-187	4,058	12,836	18,898	22,650	应付账款天数	46.1	43.0	45.0	44.0	43.0
非常项目前收入	4,368	29,760	67,389	99,215	118,914	财务状况					
净利润	4,368	29,760	67,389	99,215	118,914	总负债/总资产	46.3%	34.6%	19.4%	11.4%	7.8%
普通股股东所得净利润	4,368	29,760	67,389	99,215	118,914	收入/净资产	19.8%	69.2%	64.5%	49.9%	37.9%
折旧与摊销	2,694	3,509	4,428	5,408	6,455	经营性现金流/收入	20.9%	46.1%	51.2%	54.7%	58.1%
EBITDA	5,768	34,480	79,129	116,717	140,034	税前盈利对利息倍数	(836.2)	(55.5)	(39.8)	(49.7)	(54.9)
主营业务增长 (%)	0.2%	125.9%	106.7%	45.1%	17.6%						
EBITDA 增长率 (%)	-94.4%	83.3%	56.4%	32.2%	16.7%						
资产负债表						现金流量表					
	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	59,543	147,241	259,806	+ 净利润	4,368	29,760	67,389	99,215	118,914
+ 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	18,682	23,951	25,826	+ 其他非现金调整	583	544	5,037	6,212	7,305
+ 库存	5,159	5,282	7,949	9,559	11,062	+ 非现金资本变动	-2,207	-3,722	-8,914	-6,450	-2,359
+ 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	64,431	99,956	124,908
总计流动资产	23,073	44,345	107,958	202,536	318,478	+ 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	-992	-988	-984
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	129,598	224,466	340,720	+ 股本增加	355	403	0	0	0
+ 应付账款	5,313	9,381	11,817	12,246	13,264	+ 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	-10,992	-10,988	-10,984
总计流动负债	6,563	10,631	13,067	13,496	14,514	现金净增减	1,399	3,891	52,263	87,698	112,565
+ 长期借款	10,605	9,578	9,578	9,578	9,578	现金剩余	3,389	7,280	59,543	147,241	259,806
+ 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	25,186	25,615	26,633						
总股东权益	22,101	42,978	104,412	198,851	314,086						

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。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。