

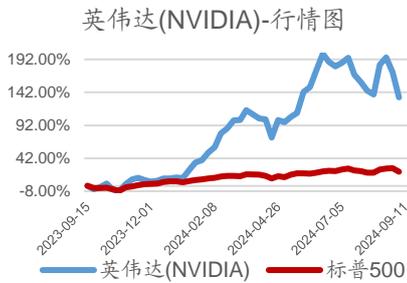
英伟达 C2Q24 点评: 3Q 指引低于市场预期上限

投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2024-09-11

收盘价(美元)	108.1
近 12 个月最高/最低(美元)	140.8/40.8
总股本(亿股)	245.3
流通股本(亿股)	245.3
流通股比例(%)	100%
总市值(亿美元)	26,517
流通市值(亿美元)	26,517

公司价格走势比较



分析师: 金荣

执业证书号: S0010521080002

邮箱: jinrong@hazq.com

相关报告

英伟达 CY1Q24 点评: Blackwell 出货
进展超预期, 24/05/23

主要观点:

● 业绩和指引:

2Q24 收入 300.4 亿美元(yoy 12%, qoq 15%), 彭博预期范围 268.19~319.98 亿美元; 2Q24 净利润(Non-GAAP) 169.52 亿美元(yoy 152%, qoq 11%), 彭博预期范围 148.53~182.5 亿美元; 3Q24 收入指引 325 亿美元, 预期范围 283.42~357.04 亿美元, 略低于市场预期上限。3Q24 GAAP 毛利率在 74.4%。同时, 全年毛利率指引在 mid-70% 左右, 一定程度收到 Blackwell 量产爬坡影响, 这意味着 3Q 和 4Q 毛利率每个季度环比下降 50 个基点左右。

● 数据中心业务情况:

数据中心收入达到 263 亿美元, 并创历史纪录, 同比增长 154%, 环比增长 16%。数据中心计算收入为 226 亿美元, 同比增长 162%, 环比增长 17%。网络收入为 37 亿美元, 同比增长 114%, 主要由 InfiniBand 和以太网推动 AI 收入, 包括 Spectrum-X 端到端以太网平台。网络收入环比增长 16%, 其中以太网 AI 收入翻了一番。环比的增长动力来自消费互联网和企业客户群体, 云服务提供商约占数据中心收入的 45%, 而消费互联网和企业客户贡献了超过 50% 的收入。

● Blackwell 情况:

第二季度, NVIDIA 向客户交付了 Blackwell 架构的样品, 并对 Blackwell GPU 的光罩(mask)进行了调整, 以优化生产效率。预计 Blackwell 的量产将在第四季度启动, 并持续至 2025 自然年(2026 财年)。公司预计在第四季度将实现数十亿美元的 Blackwell 相关收入。同时, Hopper 架构的需求依然强劲, 预计在 2024 自然年下半年出货量将进一步增加。

● 投资建议

预计 24/25/26 净利润(Non-GAAP)分别为 734.44/1201.68/1526.24 亿美元。(前次预测值: CY 24/25/26 分别为 698.03/1083.75/1333.89 亿美元)。维持“增持”评级。

● 风险提示

AI GPU 出货不及预期; 全球供应链扰动; AI 下游需求不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	60,922	128,287	202,827	261,902
收入同比 (%)	125.85%	110.58%	58.10%	29.13%
归母净利润(Non-GAAP)	32,312	73,444	120,168	152,624
归母净利润同比 (%)	286.23%	127.30%	63.62%	27.01%
ROE (%)	75.18%	67.30%	54.30%	41.90%
每股收益 (元)	1.3	3.0	4.9	6.2
市盈率 (P/E)	46.9	36.1	22.1	17.4

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 1 英伟达核心财务摘要(百万美元)

利润表(百万美元)									
	2023	2024E	2025E	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E
英伟达 (NVDA)	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2024/4/30	2024/7/30	2024/10/30	2025/1/30	2025/4/30	2025/7/30
营业收入	60,922	128,287	202,827	26,044	30,046	34,261	37,935	43,790	47,868
yoy,%	125.9%	110.6%	58.1%	262.1%	122.4%	89.1%	71.6%	68.1%	59.3%
qoq,%				17.8%	15.4%	14.0%	10.7%	15.4%	9.3%
营业成本	16,621	31,710	50,293	5,638	7,472	8,737	9,863	10,904	11,871
% 收入占比	27.3%	24.7%	24.8%	21.6%	24.9%	25.5%	26.0%	24.9%	24.8%
毛利	44,301	96,577	152,534	20,406	22,574	25,525	28,072	32,887	35,997
yoy,%	188.5%	118.0%	57.9%	339.0%	138.6%	90.5%	67.2%	61.2%	59.5%
qoq,%				21.5%	10.6%	13.1%	10.0%	17.2%	9.5%
% 收入占比	72.7%	75.3%	75.2%	78.4%	75.1%	74.5%	74.0%	75.1%	75.2%
营业费用 & 其他	-11,329	-17,092	-25,100	-3,497	-3,932	-4,694	-4,970	-5,561	-5,983
% 收入占比	18.6%	13.3%	12.4%	13.4%	13.1%	13.7%	13.1%	12.7%	12.5%
营业利润(GAAP)	32,972	79,485	127,434	16,909	18,642	20,831	23,103	27,325	30,013
yoy,%	680.6%	141.1%	60.3%	690.1%	174.1%	100.0%	69.7%	61.6%	61.0%
qoq,%				24.2%	10.2%	11.7%	10.9%	18.3%	9.8%
% 收入占比	54.1%	62.0%	62.8%	64.9%	62.0%	60.8%	60.9%	62.4%	62.7%
税/利息等	-3,213	-8,154	-10,746	-2,028	-2,043	-1,967	-2,117	-2,417	-2,360
% 收入占比	5.3%	6.4%	5.3%	7.8%	6.8%	5.7%	5.6%	5.5%	4.9%
税后净利润	29,759	71,330	116,688	14,881	16,599	18,864	20,986	24,908	27,653
少数股东权益	-	-	-	-	-	-	-	-	-
归母净利润(GAAP)	29,759	71,330	116,688	14,881	16,599	18,864	20,986	24,908	27,653
% 收入占比	48.8%	55.6%	57.5%	57.1%	55.2%	55.1%	55.3%	56.9%	57.8%
调整项(股权激励等..)	2,553	2,114	3,480	357	353	710	694	725	820
经调整净利润(Non-GAAP)	32,312	73,444	120,168	15,238	16,952	19,574	21,680	25,633	28,473
yoy,%	286.2%	127.3%	63.6%	461.7%	151.5%	95.4%	68.9%	68.2%	68.0%
qoq,%				18.7%	11.2%	15.5%	10.8%	18.2%	11.1%
% 收入占比	53.0%	57.3%	59.2%	58.5%	56.4%	57.1%	57.1%	58.5%	59.5%
股本(摊薄)	24,933	24,827	24,632	24,890	24,848	24,815	24,756	24,708	24,688
经调整 EPS (摊薄)	1.30	2.96	4.88	0.612	0.682	0.789	0.876	1.037	1.153

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 2 英伟达收入拆分 (单位: 百万美元)

收入拆分(百万美元)	2023	2024E	2025E	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E
营业收入	60,922	128,281	202,827	26,044	30,046	34,261	37,935	43,790	47,868
yoy,%	125.9%	110.6%	58.1%	262.1%	122.4%	89.1%	71.6%	68.1%	59.3%
qoq,%				17.8%	15.4%	14.0%	10.7%	15.4%	9.3%
1) 数据中心(AI GPU等)	47,525	113,217	187,384	22,563	26,272	30,334	34,047	40,162	44,137
yoy,%	216.7%	138.2%	65.5%	426.7%	154.5%	109.0%	85.0%	78.0%	68.0%
qoq,%				22.6%	16.4%	15.5%	12.2%	18.0%	9.9%
% 收入占比	78.0%	88.3%	92.4%	86.6%	87.4%	88.5%	89.8%	91.7%	92.2%
2) 游戏 GPU	10,447	11,508	11,296	2,647	2,880	3,022	2,960	2,668	2,742
yoy,%	15.2%	10.2%	-1.8%	18.2%	15.8%	5.8%	3.3%	0.8%	-4.8%
qoq,%				-7.6%	8.8%	4.9%	-2.1%	-9.8%	2.8%
% 收入占比	17.1%	9.0%	5.6%	10.2%	9.6%	8.8%	7.8%	6.1%	5.7%
3) 企业/视觉	1,553	1,793	2,049	427	454	454	458	471	478
yoy,%	0.6%	15.5%	14.3%	44.7%	19.8%	9.1%	-1.0%	10.2%	5.3%
qoq,%				-7.8%	6.3%	0.0%	1.0%	2.7%	1.6%
% 收入占比	2.5%	1.4%	1.0%	1.6%	1.5%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
4) 汽车	1,091	1,419	1,734	329	346	363	380	402	422
yoy,%	20.8%	30.0%	22.3%	11.1%	36.8%	39.2%	35.3%	22.2%	22.1%
qoq,%				17.1%	5.2%	5.0%	4.6%	5.7%	5.1%
% 收入占比	1.8%	1.1%	0.9%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
5) OEM等	306	344	363	78	88	88	90	88	89
yoy,%	-32.7%	12.5%	5.6%	1.3%	33.3%	21.0%	-0.2%	12.2%	0.8%
qoq,%				-13.3%	12.8%	0.4%	1.7%	-2.6%	1.4%
% 收入占比	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所测算

财务报表与盈利预测

资产负债表	百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	7,280	49,137	134,063	250,688
应收账款	9,999	21,055	33,290	42,985
存货	5,282	10,077	15,983	22,209
其他流动资产	21,784	22,002	22,222	22,444
流动资产总计	44,345	102,271	205,557	338,327
固定资产	3,914	3,547	3,255	2,767
其他资产	17,469	27,916	39,303	51,600
资产总计	65,728	133,734	248,115	392,695
应付账款	2,699	5,683	8,986	11,603
其他	7,932	8,011	8,091	8,172
流动负债	10,631	13,695	17,077	19,775
长期债务	8,459	7,247	6,095	4,989
其他负债	3,660	3,660	3,660	3,660
负债总计	22,750	24,601	26,832	28,424
权益总计	42,978	109,133	221,284	364,271
负债及权益总计	65,728	133,734	248,115	392,695

现金流量表	百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	29,760	71,330	116,688	147,838
折旧&摊销	1,508	1,543	1,574	1,873
营运资本变化及其他	-3,178	-13,006	-14,977	-13,446
经营活动现金流	28,090	59,867	103,284	136,264
CAPEX	-1,069	-1,176	-1,282	-1,384
其他	-9,497	-10,447	-11,387	-12,298
投资活动现金流	-10,566	-11,623	-12,669	-13,682
长期借款增减	-1,250	-1,213	-1,152	-1,106
股息	-395	-411	-427	-444
其他	-11,988	-4,764	-4,110	-4,407
融资活动现金流净额	-13,633	-6,388	-5,689	-5,957
期末现金余额	7,280	49,137	134,063	250,688

利润表	百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	60,922	128,287	202,827	261,902
营业成本	16,621	31,710	50,293	69,886
毛利润	44,301	96,577	152,534	192,017
营业费用 & 其他	-11,329	-17,092	-25,100	-30,377
营业利润(GAAP)	32,972	79,485	127,434	161,639
税/利息等	-3,213	-8,154	-10,746	-13,801
税后净利润	29,759	71,330	116,688	147,838
少数股东权益	-	-	-	-
归母净利润(GAAP)	29,759	71,330	116,688	147,838
调整项(SBC...)	2,553	2,114	3,480	4,786
经调整净利润(Non-GAAP)	32,312	73,444	120,168	152,624
股本	24,933	24,827	24,632	24,571
EPS(摊薄)	1.2	2.9	4.7	6.0
经调整 EPS(摊薄)	1.3	3.0	4.9	6.2

财务指标	百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E
收入增长	125.9%	110.6%	58.1%	29.1%
EBITDA增长	497.8%	135.0%	59.2%	26.7%
净利润增长	286.2%	127.3%	63.6%	27.0%
EPS增长	288.4%	128.3%	64.9%	27.3%
毛利率	72.7%	75.3%	75.2%	73.3%
营业利润率	54.1%	62.0%	62.8%	61.7%
净利率	53.0%	57.3%	59.2%	58.3%
ROE	75.2%	67.3%	54.3%	41.9%
P/E	46.9	36.1	22.1	17.4
P/B	35.3	24.3	12.0	7.3
EV/EBITDA	44.0	32.2	19.6	14.7
EV/营收	24.9	20.3	12.4	9.2
库存天数	114.4	114.4	114.4	114.4
应收账款天数	59.1	59.1	59.1	59.1
应付账款天数	15.9	15.9	15.9	15.9
资产/负债比率	2.89	5.44	9.25	13.82
流动比率	4.17	7.47	12.04	17.11
速动比率	1.63	5.13	9.80	14.85
净现金	-1,179	41,891	127,969	245,700
市值	1,516,025	2,651,693	2,651,693	2,651,693
企业价值(EV)	1,517,204	2,609,802	2,523,724	2,405,993

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。