

NVIDIA (NVDA)

证券研究报告

2024年09月24日

指引 Blackwell CY24 Q4 大量出货

投资评级

6个月评级

买入（维持评级）

怎么看待英伟达的 Blackwell 出货节奏？

公司 Q2 收入利润基本符合预期，营业收入 300.0 亿美元（彭博一致预期 290 亿美元），同比增长 122%，毛利率 75.7%（彭博一致预期 75.5%），环比下降 3.2 个百分点，基本符合此前指引。营业费用 39.3 亿美元。

Q3 收入指引略超彭博一致预期：三季度指引收入 325 亿美元（彭博一致预期 330 亿美元），毛利率 74.4%，全年毛利率在 mid-70%，营业费用 43 亿美元。

我们的观点：

- 1、英伟达指引 Blackwell 系列有望在四季度大量出货，mask 改变已经完成。三季度为了实现更好的良率，Blackwell 系列 mask 改变，改变已经完成，并且英伟达将在四季度发货十亿美元量级（billions of ）Blackwell 系列，我们认为有望发货几十亿美元。
- 2、H 系列需求强劲，并且公司在下半年会推出 H 系列新产品。英伟达的全年毛利率指引 75% 左右，意味着四季度毛利率大约下降到 72% 左右，我们认为考虑到不同产品的占比和 BOM 差异，H200 和 B100 的总占比在四季度有望提升。
- 3、对于 Hopper 和 Blackwell 系列 GPU 的需求继续强劲增长。我们持续看好 NVDA 的未来的训练和推理中继续根据其数据中心构建芯片与机架产品的快速增长，以及从 Hopper 到 Blackwell 到 Rubin 的产品组合。
- 4、软件业务高速增长：Nvidia NIM 加速并简化了模型部署。医疗保健、能源、金融服务、零售、交通和电信领域的公司都在采用 NIM，包括阿美、Lowe's 和 Uber。系统集成商、技术解决方案提供商和系统构建商正在将 NVIDIA NIM 代理蓝图带给企业。NVIDIA NIM 和 NIM 代理蓝图可通过 NVIDIA AI 企业软件平台获得，该平台发展势头强劲。我们预计，今年英伟达软件、SaaS 和支持收入将有望接近 20 亿美元的年运行率，其中 NVIDIA AI Enterprise 将显著促进增长。
- 5、我们认为从供给来看，明年下半年对 H 系列的供应仍有望有扩产空间。

考虑到延期与产品结构的变化，我们略微下调 CY24 的收入和盈利预测，并上调 CY25 年收入和盈利预测：此前 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，更新后，CY2024-2026 年实现收入 1283/2057/2880 亿美元，CY2024-2026 年 non-GAAP 净利润 757/1225/1728 亿美元，继续维持“买入”评级。

风险提示：云 Capex 不及预期，AI 芯片市场竞争，硬件销售不及预期，AI 发展不及预期。

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

- 1 《NVIDIA-公司动态研究:英伟达 Computex 产品发布会点评: Rubin 架构的首次正式宣告》 2024-06-18
- 2 《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
- 3 《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

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