

科技

收盘价  
美元 145.89

2024 年 11 月 21 日

## 英伟达 (NVDA US)

### Blackwell 开始贡献收入，Hopper 需求保持旺盛

⊕ **FY3Q25 业绩再超预期**：FY3Q25 收入 351 亿美元，超过指引中位数的 325 亿美元和我们预测的 339 亿美元。其中数据中心业务收入 308 亿美元，环比增 17%，同比增 112%。毛利率 75%，符合指引。我们观察到公司最近两个季度打破了当季度业绩超指引 20 亿美元，下季度指引超本季度 40 亿美元的惯例。FY4Q25 指引收入 375 亿美元 (+/- 2%)，超过上季度指引 50 亿美元，或低于买方的最高预期。公司同时指引 FY4Q25 Non-GAAP 毛利率 73.5% (+/- 50 个基点)。

⊕ **Blackwell 开始发货，毛利率或先降后升**：Blackwell 已经在本季度 (FY4Q25) 开始向包括微软在内的主要客户发货。管理层维持之前所说的 Blackwell 本季度“数十亿”美元收入的预测。公司同时指引，随着 Blackwell 逐步发货，毛利率或先降到 70%+ 之后反弹至 75% 左右，并表示 FY4Q25 Hopper 发货量或仍然高于 FY3Q25。我们预测 Blackwell 出货量或在 FY2Q26 超过 Hopper 成为公司占比最高的产品。我们认为，由于 Blackwell 产品处于发货的早期，且以大客户为主，是否在季度结束前确认收入或影响单季业绩，建议投资者站在更长的时间范围审视 Blackwell 市场表现。对于市场关心 Blackwell 再次出现的过热问题，管理层解释为 Blackwell 部署大都根据 CSP 要求定制，并有液冷和气冷等不同方案，公司先设计系统再分开组装，工程虽复杂度高但进展顺利。我们认为即便存在机架层面发热问题，其工程解决难度应容易于上次设计层面的发热问题。对于市场讨论的大模型规模理论 (Scaling Law) 日渐见顶的讨论，管理层强调再训练和推理规模的重要性 (post-training scaling 和 inference time scaling)，并称之前训练模型可以通过增强学习继续提高效用，并强调增强学习反馈之前通过人类反馈，现更多可以通过人工智能自身反馈机制的作用。

⊕ **盈利预测调整**：我们上调 FY4Q25 收入预测到 381 亿美元 (前值 354 亿美元)，其中数据中心为 340 亿美元。我们预测 FY26 (CY25) 全年收入 1909 亿美元，预测公司毛利率或在 FY1Q26 见底到 71.9%，到 FY4Q26 恢复到 75.1%。我们预测 2025/2026 年调整后 EPS 分别为 2.95/4.32 美元。

#### 财务数据一览

年结 1 月 29 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	26,974	60,922	129,290	190,902	222,999
同比增长 (%)	0.2	125.9	112.2	47.7	16.8
净利润 (百万美元)	8,366	32,312	73,326	107,424	128,114
每股盈利 (美元)	0.33	1.30	2.95	4.32	5.19
同比增长 (%)	(24.9)	288.2	127.7	46.5	20.0
前 EPS 预测值 (美元)			2.60	3.28	3.49
调整幅度 (%)			10.1	28.7	45.4
市盈率 (倍)	437.2	112.6	49.5	33.8	28.1
每股账面净值 (美元)	0.88	1.72	3.06	5.61	9.06
市账率 (倍)	165.49	84.66	47.70	26.00	16.11
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^ 净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

#### 个股评级

未评级

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (美元)	148.88
52周低位 (美元)	45.50
市值 (百万美元)	3,578,681.70
日均成交量 (百万)	260.59
年初至今变化 (%)	194.60
200天平均价 (美元)	121.69

资料来源: FactSet

#### 王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com  
(852) 3766 1867

#### 童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 英伟达盈利预测 vs. Visible Alpha 一致预测

财年	2025E	2026E	2027E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
自然年	2024E	2025E	2026E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
<b>收入 (non-GAAP)</b>								
交银国际预测	129,290	190,902	222,999	38,124	42,022	45,666	49,439	53,775
公司指引				37,500				
VA 一致预测	129,228	188,685	223,299	38,062	41,745	45,665	49,202	52,072
差异(%)	0%	1%	(0%)	0%	1%	0%	0%	3%
<b>毛利率 (non-GAAP)</b>								
交银国际预测	75.6%	73.6%	74.6%	73.8%	71.9%	72.6%	74.3%	75.1%
公司指引				73.5%				
VA 一致预测	75.5%	73.5%	74.7%	73.5%	72.0%	72.5%	74.2%	74.7%
差异(百分点)	0.09	0.16	(0.17)	0.31	(0.05)	0.07	0.10	0.40
<b>数据中心收入</b>								
交银国际预测	113,597	173,415	205,357	33,991	38,018	41,429	44,907	49,061
VA 一致预测	113,180	170,829	202,720	33,574	37,491	41,235	44,552	47,551
差异(%)	0%	2%	1%	1%	1%	0%	1%	3%
<b>摊薄 EPS (non-GAAP)</b>								
交银国际预测	2.95	4.32	5.19	0.85	0.92	1.02	1.14	1.26
VA 一致预测	2.94	4.22	5.14	0.84	0.91	1.00	1.12	1.19
差异(%)	0%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	6%

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2: FY3Q25 业绩及交银国际预测

FY3Q25 业绩	实际	指引	差异	交银国际预测	差异	FY3Q24	同比			
收入(百万美元)	35,082	32,500	8%	33,915	3%	18,120	94%			
Non-GAAP 毛利率	75.0%	75.0%	0.0	75.8%	(0.8)	75.0%	-			
Non-GAAP EPS(美元)	0.81			0.76	7%	0.40	103%			
FY4Q25E 指引	最低	最高	中位数	交银国际预测	差异	FY4Q24	同比			
收入(百万美元)	36,750	38,250	37,500	35,436	4%	22,103	70%			
Non-GAAP 毛利率	73.0%	74.0%	73.5%	75.0%	(1.5ppt)	76.7%	(3.2ppts)			
		FY4Q25E			FY1Q26E			FY2026E		
交银国际预测	前预测	现预测	差异	前预测	现预测	差异	前预测	现预测	差异	
收入(百万美元)	35,436	38,124	8%	39,069	42,022	8%	173,525	190,902	10%	
Non-GAAP 毛利率	75.0%	73.8%	(1.2ppt)	74.8%	71.9%	(2.9ppts)	75.2%	73.6%	(1.6ppt)	

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
981 HK	中芯国际	买入	26.85	32.00	19.2%	2024年11月05日	晶圆代工
AMD US	超微半导体	买入	137.60	187.00	35.9%	2024年11月20日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	95.25	106.00	11.3%	2024年10月31日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	104.92	133.00	26.8%	2024年10月07日	半导体设计

资料来源：FactSet, 交银国际预测，收盘价截至 2024 年 11 月 21 日

## 财务数据

年结1月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	26,974	60,922	129,290	190,902	222,999
主营业务成本	(11,618)	(16,621)	(32,160)	(51,016)	(57,334)
<b>毛利</b>	<b>15,356</b>	<b>44,301</b>	<b>97,130</b>	<b>139,886</b>	<b>165,666</b>
销售及管理费用	(2,440)	(2,654)	(3,440)	(3,922)	(4,246)
研发费用	(7,339)	(8,675)	(12,692)	(14,823)	(16,045)
其他经营净收入/费用	(1,353)	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>4,224</b>	<b>32,972</b>	<b>80,998</b>	<b>121,140</b>	<b>145,375</b>
财务成本净额	5	609	1,540	1,942	2,048
其他非经营净收入/费用	(48)	237	300	0	0
<b>税前利润</b>	<b>4,181</b>	<b>33,818</b>	<b>82,838</b>	<b>123,082</b>	<b>147,423</b>
税费	187	(4,058)	(11,624)	(18,462)	(22,113)
<b>净利润</b>	<b>4,368</b>	<b>29,760</b>	<b>71,214</b>	<b>104,620</b>	<b>125,310</b>
作每股收益计算的净利润	4,368	29,760	71,214	104,620	125,310
Non-GAAP标准的净利润	8,366	32,312	73,326	107,424	128,114

截至1月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,389	7,280	18,653	70,657	151,232
有价证券	9,907	18,704	29,380	29,380	29,380
应收账款及票据	3,827	9,999	18,015	26,001	27,673
存货	5,159	5,282	7,904	10,868	11,750
其他流动资产	791	3,080	3,806	3,806	3,806
<b>总流动资产</b>	<b>23,073</b>	<b>44,345</b>	<b>77,758</b>	<b>140,712</b>	<b>223,842</b>
物业、厂房及设备	3,807	3,914	5,671	6,913	8,034
无形资产	7,086	6,888	7,317	7,317	7,317
其他长期资产	7,216	10,581	15,713	15,713	15,713
<b>总长期资产</b>	<b>18,109</b>	<b>21,383</b>	<b>28,701</b>	<b>29,943</b>	<b>31,064</b>
<b>总资产</b>	<b>41,182</b>	<b>65,728</b>	<b>106,459</b>	<b>170,655</b>	<b>254,906</b>
短期贷款	1,250	1,250	0	0	0
应付账款	1,193	2,699	5,666	6,410	6,520
其他短期负债	4,120	6,682	11,126	11,126	11,126
<b>总流动负债</b>	<b>6,563</b>	<b>10,631</b>	<b>16,792</b>	<b>17,536</b>	<b>17,646</b>
长期贷款	9,703	8,459	8,462	8,462	8,462
其他长期负债	2,815	3,660	5,173	5,173	5,173
<b>总长期负债</b>	<b>12,518</b>	<b>12,119</b>	<b>13,635</b>	<b>13,635</b>	<b>13,635</b>
<b>总负债</b>	<b>19,081</b>	<b>22,750</b>	<b>30,427</b>	<b>31,171</b>	<b>31,281</b>
股本	22,101	42,978	76,032	139,484	223,625
<b>股东权益</b>	<b>22,101</b>	<b>42,978</b>	<b>76,032</b>	<b>139,484</b>	<b>223,625</b>
<b>总权益</b>	<b>22,101</b>	<b>42,978</b>	<b>76,032</b>	<b>139,484</b>	<b>223,625</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结1月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,181	33,818	82,838	123,082	147,423
折旧及摊销	1,544	1,508	1,806	2,010	2,131
营运资本变动	(2,207)	(3,722)	(4,044)	(10,206)	(2,445)
税费	187	(4,058)	(11,624)	(18,462)	(22,113)
其他经营活动现金流	1,936	544	390	5,008	5,008
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,641</b>	<b>28,090</b>	<b>69,366</b>	<b>101,431</b>	<b>130,003</b>
资本开支	(1,833)	(1,069)	(2,972)	(3,252)	(3,252)
其他投资活动现金流	9,208	(9,497)	(11,064)	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>7,375</b>	<b>(10,566)</b>	<b>(14,036)</b>	<b>(3,252)</b>	<b>(3,252)</b>
负债净变动	0	(1,250)	0	0	0
权益净变动	(9,684)	(9,130)	(36,201)	(43,176)	(43,176)
股息	(398)	(395)	(839)	(1,000)	(1,000)
其他融资活动现金流	(1,535)	(2,858)	(6,917)	(2,000)	(2,000)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(11,617)</b>	<b>(13,633)</b>	<b>(43,957)</b>	<b>(46,176)</b>	<b>(46,176)</b>
年初现金	1,990	3,389	7,280	18,653	70,657
年末现金	3,389	7,280	18,653	70,657	151,232

年结1月29日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(美元)</b>					
核心每股收益	0.174	1.193	2.865	4.220	5.074
全面摊薄每股收益	0.174	1.193	2.865	4.220	5.074
Non-GAAP标准下的每股收益	0.334	1.296	2.950	4.321	5.188
每股股息	0.016	0.016	0.034	0.040	0.040
每股账面值	0.882	1.723	3.059	5.611	9.055
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	56.9	72.7	75.1	73.3	74.3
净利率	16.2	48.8	55.1	54.8	56.2
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
净利率	31.0	53.0	56.7	56.3	57.5
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	10.6	45.3	66.9	61.3	49.2
ROE	19.8	69.2	93.7	75.0	56.0
ROIC	12.6	54.0	79.4	68.3	52.8
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	34.2	5.7	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.5	4.2	4.6	8.0	12.7
存货周转天数	122.0	114.6	74.8	67.2	72.0
应收账款周转天数	57.4	41.4	39.5	42.1	43.9
应付账款周转天数	46.7	42.7	47.5	43.2	41.2

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。