

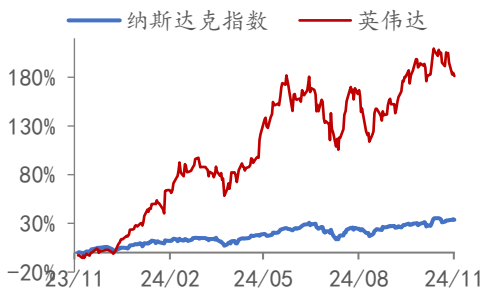
Blackwell 产量改善，有望成为 26 财年的主要驱动力

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-12-01

收盘价（美元）	138.25
近 12 个月最高/最低（美元）	152.9/45.0
总股本（百万股）	24,490
流通股本（百万股）	24,490
流通股比例（%）	100
总市值（亿美元）	33,857
流通市值（亿美元）	33,857

公司价格与纳斯达克指数走势比较



执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 英伟达 C2Q24 点评：3Q 指引低于市场预期上限 2024-09-11

1. 英伟达 CY1Q24 点评：Blackwell 出货进展超预期 2024-05-23

主要观点：

● FY25Q3 业绩

公司 FY25Q3 营收新高，达 351 亿美元，同比增长 94%，环比增长 17%，数据中心业务驱动增长。数据中心营收同比增长 112%，环比增长 17%，主要来自于对 Hopper 计算平台的需求，用于训练和推理大型语言模型、推荐引擎和生成式 AI 应用程序。其中，云服务提供商约贡献数据中心营收的 50%，其余部分来自消费互联网和企业公司。各类客户的强劲增长推动了计算和网络需求的增长。Hopper 架构的需求依然强劲，H200 产品在本季度增长显著。数据中心的计算收入（compute）为 276 亿美元，同比增长 132%，环比增长 22%。网络收入（networking）为 31 亿美元，同比增长 20%，环比下降 15%，主要得益于 AI 以太网，包括 Spectrum-X 端到端以太网平台。环比收入增长的领域包括 InfiniBand 和以太网交换机、智能网卡（SmartNICs）和 BlueField 数据处理单元（DPUs）。

● Blackwell 掩膜更改完成，产量得到改善，FY25Q4 开始出货，预计在 2026 财年将加速出货

公司将在 FY2025Q4 发货 Hopper 和 Blackwell，Hopper 和 Blackwell 目前都面临一定的产能约束，公司预计到 2026 财年 Blackwell 仍将供不应求，并持续几个季度。根据公司披露，在最新的 MLPerf Training 4.1 行业基准测试中，NVIDIA Blackwell 平台在每 GPU 基准测试中领先，性能比 Hopper 提升了 2.2 倍；Blackwell 的更高计算吞吐量和更大更快的内存使其能够仅用 64 个 GPU 运行 GPT-3 175B 基准测试，而 Hopper 需要 256 个 GPU，缩减为原先的 1/4；通过持续的全栈优化，NVIDIA Hopper GPU 在过去一年中，GPT-3 175B 基准测试的规模和性能已提升超过三倍。

● 其他业务

公司游戏营收同比增长 15%，环比增长 14%，依靠 GeForce RTX 40 系列 GPU 和游戏主机 SoC 的销售拉动；企业/视觉营收同比增长 17%，环比增长 7%，依靠 Ada 架构的 RTX GPU 工作站的持续增长拉动；汽车营收创下纪录，同比增长 72%，环比增长 30%，增长得益于自动驾驶平台。

● 投资建议

公司 FY25Q4 指引为预计营收为 375 亿美元，上下浮动 2%，仍然维持高速增长；预计 GAAP 和 Non-GAAP 毛利率分别为 73.0% 和 73.5%，上下浮动 50 个基点。我们预计 Blackwell 有望成为 26 财年的主要驱动力，预计公司 FY2025-2027 营业收入分别为 1291 亿美金、1881 亿美金、2184 亿美金（前值为 1282/2028/2619 亿美金），归母净利润（Non-GAAP）分别为 740 亿美金、1116 亿美金、1283 亿美金（前值为 734/1202/1526 亿美金）。维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济风险；产能不及预期；新品研发不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	60,922	129,117	188,099	218,425
收入同比 (%)	125.85%	111.94%	45.68%	16.12%
净利润(Non-IFRS)	32,312	74,031	111,590	128,269
净利润同比 (%)	286.23%	129.11%	50.73%	14.95%
ROE (%)	75.18%	67.47%	52.32%	38.64%
每股收益 (元)	1.3	3.0	4.5	5.2
市盈率 (P/E)	46.9	44.8	29.7	25.8

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及等价物	7,280	49,573	129,004	227,251	营业收入	60,922	129,117	188,099	218,425
应收账款	9,999	21,192	30,872	35,850	营业成本	16,621	31,902	46,641	58,274
存货	5,282	10,138	14,822	18,519	毛利润	44,301	97,215	141,458	160,151
其他流动资产	21,784	22,002	22,222	22,444	营业费用 & 其他	-11,329	-16,535	-23,375	-25,085
流动资产总计	44,345	102,905	196,920	304,063	营业利润(IFRS)	32,972	80,680	118,084	135,066
固定资产	3,914	3,547	3,255	2,767	税/利息等	-3,213	-8,753	-9,977	-11,581
其他资产	17,469	27,916	39,303	51,600	税后净利润	29,759	71,927	108,107	123,485
资产总计	65,728	134,368	239,478	358,431	少数股东权益	-	-	-	-
应付账款	2,699	5,720	8,333	9,677	归母净利润(IFRS)	29,759	71,927	108,107	123,485
其他	7,932	8,011	8,091	8,172	调整项(SBC...)	2,553	2,105	3,484	4,784
流动负债	10,631	13,732	16,425	17,849	净利润(Non-IFRS)	32,312	74,031	111,590	128,269
长期债务	8,459	7,247	6,095	4,989	股本	24,933	24,813	24,617	24,526
其他负债	3,660	3,660	3,660	3,660	EPS (摊薄)	1.2	2.9	4.4	5.0
负债总计	22,750	24,638	26,179	26,498	经调整 EPS (摊薄)	1.3	3.0	4.5	5.2
权益总计	42,978	109,730	213,299	331,933					
负债及权益总计	65,728	134,368	239,478	358,431					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万美元					会计年度				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
净利润	29,760	71,927	108,101	123,485	收入增长	125.9%	111.9%	45.7%	16.1%
折旧&摊销	1,508	1,543	1,574	1,873	EBITDA 增长	497.8%	138.5%	45.5%	14.4%
营运资本变化及其	-3,178	-13,166	-11,891	-7,472	净利润增长	286.2%	129.1%	50.7%	14.9%
经营活动现金流	28,090	60,303	97,789	117,886	EPS 增长	288.4%	130.2%	51.9%	15.4%
CAPEX	-1,069	-1,176	-1,282	-1,384	毛利率	72.7%	75.3%	75.2%	73.3%
其他	-9,497	-10,447	-11,387	-12,298	营业利润率	54.1%	62.5%	62.8%	61.8%
投资活动现金流	-10,566	-11,623	-12,669	-13,682	净利率	53.0%	57.3%	59.3%	58.7%
长期借款增减	-1,250	-1,213	-1,152	-1,106	ROE	75.2%	67.5%	52.3%	38.6%
股息	-395	-411	-427	-444					
其他	-11,988	-4,764	-4,110	-4,407	P/E	46.9	44.8	29.7	25.8
融资活动现金流净	-13,633	-6,388	-5,689	-5,957	P/B	35.3	30.2	15.5	10.0
期末现金余额	7,280	49,573	129,004	227,251	EV/EBITDA	44.0	39.8	26.7	22.6
					EV/营收	24.9	25.3	17.0	14.2
					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	5.45	9.15	13.53
					流动比率	4.17	7.49	11.99	17.04
					速动比率	1.63	5.15	9.73	14.74
					净现金	-1,179	42,327	122,910	222,262
					市值	1,516,025	3,314,477	3,314,477	3,314,477
					企业价值(EV)	1,517,204	3,272,150	3,191,567	3,092,215

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。