

科技	收盘价 美元 128.91	目标价 美元 170.00	潜在涨幅 +31.9%
----	------------------	------------------	----------------

2024 年 12 月 19 日

英伟达 (NVDA US)

未见停下的理由，首予买入

长期仍然占据加速计算芯片支配地位，首予买入。对于近期出现的 ASIC 挑战英伟达市场份额的讨论，我们认为，ASIC vs. GPU 的比较，归根结底是芯片效率和通用性拓展性的经典的工程平衡问题。我们测算，英伟达 2025 年仍有望占据超过 87% 的全球 AI 加速芯片市场，而且在相当长的时间内（至少到 2027 年），英伟达市场份额将保持在 80% 以上。随着大模型算法演进变缓，叠加推理任务比例增加，ASIC 的市场份额或有所增加。当算法相对稳定时，ASIC 无论在获取成本还是运营成本上，都应强于 GPU，但我们认为，ASIC 对于 AMD 等 GPU 行业跟随者的影响或大于英伟达。我们认为 ASIC 解决方案的市占率会有所提高，但过程或是缓慢渐进的。历史来看，考虑到开发复杂性，CSP 委托芯片厂商开发算法周期或长于现在英伟达每年更新的产品周期。同时，大模型算法仍在不断演进，会提高开发 ASIC 解决方案的难度，由于各家 CSP 都需定制，使得 ASIC 解决方案的拓展性值得进一步观察。而英伟达以 CUDA 为基础的解决方案或将发挥较好的灵活性。

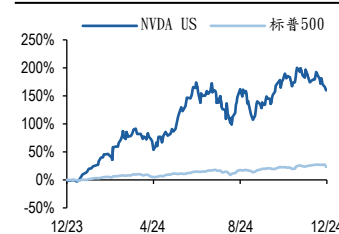
Blackwell 或在 CY2Q25 收入超过 Hopper。对于公司竞争和产品优势的分析，可以参见我们此前公司追踪报告（[二月](#)，[五月](#)，[十一月](#)）。我们预测英伟达在 2025 年或可得到全球 66% 的 CoWoS 产能，Blackwell 自 CY4Q24 开始发货后，2025 年数据中心业务或达到 1734 亿美元的收入。毛利率方面，我们认为，CY2025 或将先降后升（低点为 1Q25 71.9%，全年平均 73.6%）。CY2024 年前三季度和 CY3Q24，中国市场占英伟达收入分别为 12.7% 和 15.4%，中国市场长期或仍将是公司最重要的市场之一。

首予目标价 170 美元。我们预测 CY2024/2025 公司收入或分别达到 1,293/1,909 亿美元，毛利率分别为 75.6%/73.6%。我们预测 CY2024/2025 全年 Non-GAAP 每股盈利为 2.95/4.32 美元。我们认为，市场对 CY2026 年公司收入能见度的提高以及 C 端 GPU 业务（超级计算机）的兴起，或将是未来股价的重要催化剂。我们首次覆盖英伟达，继续看好其加速计算芯片长期支配地位，给予买入评级，目标价 170 美元，相当于 39.3x FY26E（CY25E）市盈率，略高于公司历史平均 NTM 市盈率均值及行业平均水平。

个股评级

买入

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)	47.57
市值 (百万美元)	3,157,005.90
日均成交量 (百万)	261.03
年初至今变化 (%)	160.31
200天平均价 (美元)	127.02

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

财务数据一览

年结1月31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
市盈率 (倍)	386.3	99.5	43.7	29.8	24.8
每股账面净值 (美元)	0.88	1.72	3.06	5.61	9.06
市账率 (倍)	146.23	74.81	42.15	22.97	14.24
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; 年份为财政年度

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>

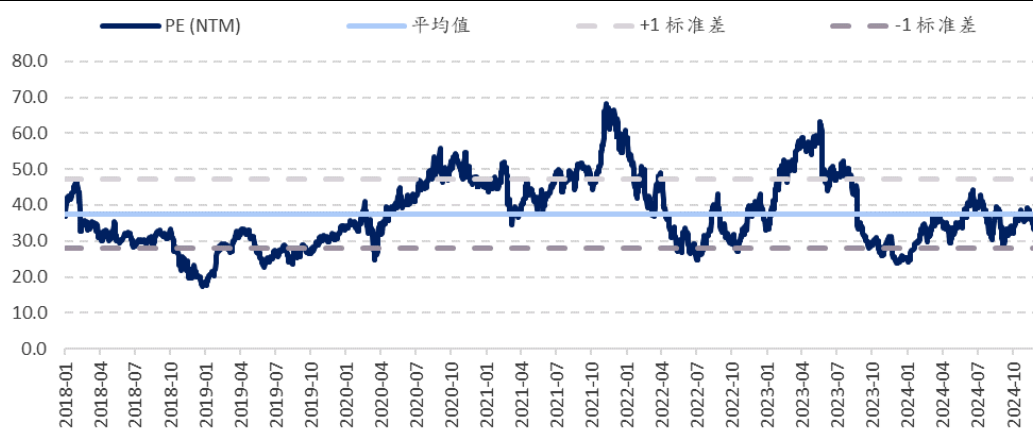
估值：首予买入，目标价 170 美元

自 FY1Q24 财报披露（2023 年 5 月 24 日）后，公司股价至今累计已经上涨超 320%。云服务商继续加大人工智能基础设施投入，叠加业绩连续多次超预期、新产品 Blackwell 年内即将上市等因素的催化下，2024 年以来，公司股价经历几次重估，并在 2024 年 6 月中旬达到接近 140 美元的高位。之后，在 Blackwell 或出现技术问题可能延期交付的影响下，公司股价在 100-140 美元范围内区间震荡，继而在 2024 年 10 月，在 Blackwell 技术问题疑虑缓解后，突破此前 140 美元的上限，此后在 125-150 美元的区间继续震荡。

历史上，市场一般认为英伟达股票的最佳的窗口期，为其新产品发布之前的一段时间。这种跟随公司产品的投资心理显然在 2023 年之后发生了根本性的变化，投资者关注英伟达的元素更加多元，包括产品创新和市场反馈、竞品对比、下游需求开支意愿、供应链供货能力、法律法规和地缘政治等多种因素。随着更多投资者对公司产品业务和供应链的了解加深，我们认为，2025 年后或更加回归产品导向的本质。

自 2018 年以来，公司市盈率 NTM 平均值 37.6x，标准差 9.7x，英伟达目前 31.2x 的前瞻市盈率低于公司平均水平。我们首次覆盖英伟达，给予**买入**评级，目标价 170 美元，对应 39.3x FY26E（CY25E）市盈率，考虑到人工智能基础设施建设近期的高成长性和公司的市场支配地位，我们的市盈率倍数略高于公司 NTM 市盈率历史均值及行业平均水平，潜在升幅 31.9%。

图表 1: 英伟达前瞻市盈率（倍）



资料来源：彭博、交银国际

关于 ASIC 方案挑战我们的思考：英伟达长期市占率或仍保持高位

近期，对于定制化设计 ASIC 产品，包括博通 (AVGO US)、Groq、迈威尔 (MRVL US)、世芯 (3661 TW)、联发科 (2454 TW) 为云服务提供商 (CSP) 定制化的产品，市场的关注度明显上升。

对于来自 ASIC 的竞争，我们认为，ASIC 芯片近期广受关注，主要是算法演进趋缓的结果。行业影响来看，ASIC 解决方案对 GPU 行业跟随者的影响要大于英伟达。此外，ASIC 市占率会升高，但替代英伟达仍需要较长一段时间，且可拓展性仍待进一步观察。因此，我们预期，面对 ASIC 方案的竞争，英伟达长期市占率或仍保持高位的格局或不会轻易改变。

⊕ ASIC 兴起是算法演进趋缓的结果

ASIC 解决方案一直存在，而近期 ASIC 芯片关注度大幅上升，主要是由于 Scaling Law (算法性能与计算量、模型参数量和数据量等不同因素之间存在的关系) 在一定程度上遇到瓶颈，大模型算法演进速度变缓，同时叠加计算任务中推理比例逐渐增加的综合影响。相对稳定和复杂度可控的算法为 ASIC 方案在 CSP 内部大量应用提供了可能。而对于英伟达来说，推理任务的比重增长，则意味着长期整体市场变大。从成本上来说，一旦算法相对稳定，且需求量较大的情况下，ASIC 无论是在获取成本还是在之后的应用时，运营成本都将好于 GPU。

⊕ 我们认为 ASIC 解决方案对 GPU 行业跟随者 (主要是超微半导体) 的影响要大于英伟达

我们认为，除追求更好的硬件投入回报以外，包括 Meta (META US)、亚马逊 AWS (AMZN US)、谷歌 (GOOG US) 等 CSP 引入 ASIC 解决方案的另一个重要原因，是为了平衡英伟达的议价能力和在一定程度上保证供应链安全。而之前市场认为扮演这个角色的竞争者之一的是超微半导体 (AMD US, 买入) 的 Instinct 系列产品。

在 CSP 预算支出一定的情况下，对于 ASIC 投入的倾斜，无疑会影响到全球第二大供应商超微半导体的市场份额。超微半导体亦需进一步提高其软件系统 ROCm 的可兼容度，从而维护市场份额。而英伟达作为主要的 GPU 供应商，所受边际影响相对有限。

⊕ ASIC 市占率会升高，但 ASIC 替代需要一段时间，且可拓展性值得进一步观察

我们认为，虽然 CSP 使用 ASIC 的比例或进一步提高，但要替代英伟达仍然是一个很长的过程。最早的 ASIC 在人工智能应用的解决方案或可追溯到谷歌在 2015-2016 年前后推出的 TPU 方案。谷歌后因研发进度缓慢和主要研发人员变动 (后来成立了 Groq)，到 2021-2022 年开始引入博通作为 ASIC 芯片项目的合作伙伴。我们估算，博通 FY2023/FY2024 来自谷歌 ASIC 项目的收入或分别在 30 亿/81 亿美元左右。博通的 AI 芯片收入虽然在所有半导

体设计公司里排名第二，但考虑到 ASIC 经历近九年规模达到 81 亿美元，对比英伟达 2024 年超 1000 亿美元的 GPU 收入规模，预计对其产生实质性影响仍需时间。

历史上，出现用 ASIC 替代通用芯片的尝试一般针对：a) 应用计算复杂度极大；b) 为抵消前期设计费用，应用的需求量一般巨大，从而摊薄研发费用。这种尝试用 ASIC 来实现大复杂度算法的先例包括：无线通信调制解调中 Turbo 码和 LDPC 码算法、部分网关中安全系统的算法、移动终端视频编解码器，甚至部分高频交易算法等。

我们认为，这些项目的开发周期往往较长。自 ChatGPT 在 2022 年 11 月开始受到市场关注以来，在过去 6-7 个季度里，我们看到包括迈威尔和博通在内的 ASIC 的厂商均在积极研发，但其产品迭代速度或仍慢于 GPU 每年更新步伐。同时，我们认为，算法演进变慢，但仍在不断进步变化中，这也给 ASIC 的开发带来更大挑战。而英伟达以 CUDA 为基础的解决方案或将继续发挥较好的灵活性。此外，由于各家 CSP 均需独立产品，ASIC 的可扩展性亦有待观察。归根结底，这是一个芯片效率和通用性拓展性的平衡问题。如何找到临界的平衡点，则是 ASIC、GPU 厂商和 CSP 需要解决的核心问题。

⊕ 英伟达仍然占领绝大多数市场的格局不会改变

我们预测 2025 年英伟达在 AI 加速芯片的全球市场份额达到 87%。我们认为，英伟达或将在相当长的一段时间内（至少 2027 年）拥有超过 80% 以上的 AI 计算芯片全球市场份额。据博通管理层预测，其三个现有客户 AI 可触达市场（包括 ASIC 或 xPU 和网络解决方案的总收入）到 2027 年或到达 600-900 亿美元。根据现有博通的收入结构，加速芯片占其 AI 收入约三分之二。我们估算，乐观情景下，未来博通或有望获得这 600-900 亿美元中加速芯片市场 40% 的份额。据此计算，博通 ASIC 收入在 2027 年或为 160-240 亿美元之间，另计及两家潜在客户，预计总收入或少于 400 亿美元。而迈威尔等竞争对手的市场占有率或将大幅低于博通。因此，相对我们对英伟达 2025 年 1,734 亿美元的收入预期，规模仍有较大距离。

我们认为，ASIC 与 GPU 竞争的讨论或将至少贯穿 2025 年的科技投资领域。与之前的以太网 vs. InfiniBand 的讨论类似，我们预期两大解决方案或将长期共存，而很长一段时间内，英伟达或继续保持计算加速芯片市场的支配地位。对于 CSP 以外包括主权 AI 的用户，我们认为其开发 ASIC 解决方案的可能性较小。我们对于全球 AI 加速芯片市场份额“二八”结构的判断，即头部企业占八成的市场份额，也符合之前计算逻辑芯片（PC 端侧 GPU、CPU 市场等）市场份额第一的玩家占据 80% 市场的基本格局。

估值比较

与最直接可比的海外对人工智能有较大敞口的半导体设计公司相比（博通、AMD、迈威尔等），英伟达目前的 30.3x 2025E 市盈率处于行业中位数水平。考虑到英伟达的整体竞争优势，我们认为给予 39.3x CY25E 市盈率较为合理，可较好地反映公司的行业竞争优势。

图表 2: 英伟达估值对比

代码	公司	市值 (百万美元)	收盘价 (当地货币)	年初至今 股价变动(%)	EPS 增速 (2025E)	PE (x)		PB (x)	
						2024E	2025E	2024E	2025E
海外半导体设计									
NVDA US	英伟达	3,232,680	132	167%	49%	45.2	30.3	35.8	17.9
AVGO US	博通	1,167,644	250	124%	30%	51.6	39.6	17.8	14.8
AMD US	AMD	205,593	127	(14%)	53%	38.2	25.0	3.6	3.3
QCOM US	高通	175,416	158	9%	11%	15.7	14.1	6.9	5.9
MRVL US	迈威尔	107,972	125	107%	77%	80.3	45.3	8.0	7.7
中位数						45.2	30.3	8.0	7.7
国内半导体设计									
688041 CH	海光信息	39,385	123.42	74%	40%	161.1	114.9	13.9	13.6
603501 CH	韦尔股份	16,297	97.61	(9%)	39%	35.8	25.7	4.8	4.2
603986 CH	兆易创新	8,813	96.66	5%	51%	56.2	37.2	3.9	3.6
300782 CH	卓胜微	6,976	95.06	(33%)	55%	68.6	44.4	4.8	4.4
600460 CH	士兰微	6,251	27.36	20%	361%	263.7	57.2	3.6	3.5
300661 CH	圣邦微	5,644	87.11	(2%)	63%	94.6	58.2	9.7	8.6
603290 CH	斯达半导	3,159	96.13	(26%)	34%	31.3	23.4	3.3	3.1
688052 CH	纳芯微	2,557	130.68	(22%)	(122%)	NA	333.3	3.1	3.1
688153 CH	唯捷创芯	2,232	37.80	(42%)	123%	91.6	41.1	3.7	3.5
中位数						80.1	44.4	3.9	3.6
IDM									
005930 KS	三星电子	230,787	55,600	(29%)	10%	10.5	9.6	1.0	0.9
TXN US	德州仪器	172,829	189	11%	18%	36.9	31.4	9.9	9.3
INTC US	英特尔	89,840	21	(59%)	(754%)	NA	21.8	0.9	0.8
ON US	安森美	28,288	66	(20%)	8%	16.6	15.4	3.2	2.7
SWKS US	Skyworks	14,514	91	(19%)	(14%)	14.5	16.9	2.3	2.4
QRVO US	Qorvo	6,645	70	(38%)	(20%)	11.6	14.6	1.9	2.0
中位数						14.5	16.2	2.1	2.2
晶圆代工									
2330 TT	台积电	866,234	1,085.00	83%	30%	24.2	18.6	6.5	5.2
981 HK	中芯国际	41,769	25.35	28%	58%	44.8	28.4	1.3	1.2
GFS US	格罗方德	24,403	43.93	(28%)	17%	28.7	24.6	2.1	1.9
1347 HK	华虹半导体	6,098	20.10	6%	78%	39.8	22.3	0.7	0.7
中位数						34.2	23.5	1.7	1.5
电子零部件									
300433 CH	蓝思科技	15,044	21.99	67%	34%	27.1	20.2	2.3	2.1
002241 CH	歌尔股份	12,436	26.06	24%	29%	31.9	24.8	2.7	2.5
002456 CH	欧菲光	5,912	13.01	49%	152%	118.9	47.1	10.1	9.7
300207 CH	欣旺达	5,740	22.65	53%	28%	25.0	19.6	1.7	1.6
2018 HK	瑞声科技	5,665	36.75	58%	29%	24.7	19.2	1.7	1.6
300136 CH	信维通信	3,413	25.69	9%	30%	34.1	26.2	3.2	2.9
中位数						29.5	22.5	2.5	2.3

资料来源：彭博一致预期，交银国际；收盘价截至 2024/12/17

财务预测

对于 FY4Q25 (CY4Q24)，公司指引营业收入 375 亿美元，毛利率 73.5%。我们预测公司收入 381 亿美元，毛利率 73.8%，高于市场一致预期。我们认为大概率公司实际收入会高于指引。

收入方面，FY3Q24 到 FY2Q25 的四个季度，公司基本保持指引较前一季度增加 40 亿美元，且实际业绩超指引 20 亿美元。FY3Q25 之后，公司收入增长开始加速，到 FY4Q25，公司指引的 375 亿美元比上季度指引高出 50 亿美元。

毛利率方面，公司指引毛利率 73.5%略低于之前指引 (>75%)，或因 Blackwell 产品新上市的过程中对毛利率的影响。我们预测 FY2025 (CY2024) 收入 1293 亿美元，全年毛利率 75.6%，调整后每股盈利 2.95 美元。对于公司竞争和产品优势的讨论，详见之前的公司追踪报告 ([二月](#)，[五月](#)，[十一月](#))。

图表 3：英伟达主要财务假设

百万美元，自然年	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	3Q24	4Q24E
财务数据	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	3Q24	4Q24E
营业收入	26,914	26,974	60,922	129,290	190,902	222,999	35,082	38,124
毛利润	17,969	15,965	44,959	97,765	140,526	166,306	26,322	28,154
营业费用	5,279	6,925	7,825	11,476	13,319	14,417	3,046	3,137
净利润	11,259	8,366	32,312	73,326	107,424	128,114	20,010	21,126
稀释 EPS (美元)	0.44	0.33	1.30	2.95	4.32	5.19	0.81	0.85
同比								
营业收入		0%	126%	112%	48%	17%	94%	72%
毛利润		(11%)	182%	117%	44%	18%	94%	66%
营业利润		(29%)	311%	132%	47%	19%	101%	70%
净利润		(26%)	286%	127%	47%	19%	100%	65%
利润率								
毛利率	66.8%	59.2%	73.8%	75.6%	73.6%	74.6%	75.0%	73.8%
营业利润率	47.2%	33.5%	61.0%	66.7%	66.6%	68.1%	66.3%	65.6%
净利率	41.8%	31.0%	53.0%	56.7%	56.3%	57.5%	57.0%	55.4%
分业务营收								
游戏	12,462	9,067	10,447	11,855	12,321	12,318	3,279	3,049
专业可视化	2,111	1,544	1,553	1,863	2,116	2,145	486	496
数据中心	10,613	15,005	47,525	113,597	173,415	205,357	30,771	33,991
自动驾驶	566	903	1,091	1,618	2,654	2,778	449	494
其他	1,162	455	306	357	396	401	97	94
总计	26,914	26,974	60,922	129,290	190,902	222,999	35,082	38,124

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

Blackwell 自 FY4Q25 (CY4Q24) 发货，管理层指引当季销售收入“数十亿”美元，我们预测或达到 35 亿美元。我们认为，Blackwell 初期的用户主要是微软等大型 CSP，而初期发货量如何，或较大程度上取决于部分订单能否在季末确认收入。展望 CY2025 全年，对于数据中心业务，我们认为下游包括 CSP 在内的需求或依然强劲，GPU 芯片仍然供不应求，而 CoWoS 等关键供应链的产能仍将是行业的主要瓶颈。从 CoWoS 产能看，随着台积电等晶圆厂的扩产，我们认为全球逻辑芯片 CoWoS 产能或从 2024 年底的 3.8 万片/月增加到 2025 年底 9 万片/月（其中台积电占总产能的 85% 以上）。我们预测 2025 年 CoWoS 平均产能或可达到 6.4 万片/月，即全年一共近 77 万片的产能。我们预计总产能或在 891 万枚逻辑芯片左右，其中包括 GPU 加速芯片和 ASIC 加速芯片。

我们预测英伟达或可以获得 2025 年全球 66% 的 CoWoS 产能份额，对应 50.7 万片 CoWoS 产能，或可使得英伟达生产超 580 万枚芯片，其中，Blackwell 产品或占超过 350 万片，其余则为 Hopper 及年末少量的 Rubin 系列等芯片。我们预测，Blackwell 收入在 CY1Q25 仍将小于 Hopper，而在 CY2Q25 将开始超过 Hopper。按照每枚芯片 3 万美元的配套单价计算，英伟达 2025 年数据中心业务收入或可超过 1700 亿美元，我们预测为 1734 亿美元（同比增长 53%）。而英伟达 CY2025 营业收入或可达 1909 亿美元。

FY2Q25 之后，市场对于英伟达毛利率下降有所担忧，我们认为，当季毛利率下降或是由于 Blackwell 备货过程中一次性计提 Ampere 或 Hopper 等旧产品库存所导致。我们认为，虽然上游供应商涨价、新品上市、库存减值或会影响公司毛利率，但大幅度下修毛利率的可能性不大，且毛利率或在 Blackwell 上量之后有望逐步改善。展望 CY2025，我们认为公司毛利率或出现“先降后升”，我们预测毛利率在 CY1Q25 下探至 71.9% 的低点，进而稳定逐季回升到 CY4Q25 的 75.1%。我们预测 CY2025 全年毛利率 73.6%，之后 Rubin 上市后或会复刻 Blackwell 上市后的毛利率走势，但长期来看，总体毛利率或保持在 75% 左右。

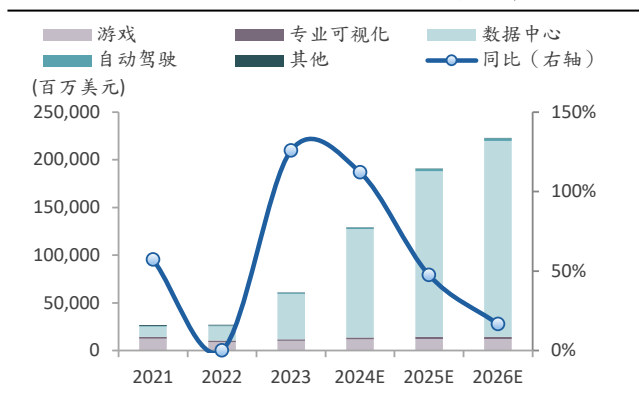
我们预测 CY2025 Non-GAAP 每股盈利为 4.32 美元，略高于 VA 一致预期的 4.22 美元。对于 CY2026 收入和利润，我们初步预测为收入 2030 亿美元，Non-GAAP 每股盈利 5.19 美元。

关于中国市场，我们认为公司或继续为中国市场提供合规的产品。对于中国国家市场监督管理总局立案调查英伟达因之前收购 Mellanox 涉嫌违反垄断法的事件，之前英伟达在美国本土以及欧洲各地也曾接受反垄断调查，此次调查对于公司业务的实质影响仍有待进一步观察。我们认为，以华为为代表的国产算力的竞争能力或在不断提升，但要开发出类似 CUDA 的系统从而动摇英伟达的市场地位尚需时日。FY2025 前三个季度，英伟达在中国市场（包括中国香港）和新加坡市场收入分别为 116 亿和 174 亿美元，分别占总收入的 12.7% 与 19.0%。其中 FY3Q25 中国市场（包括中国香港）和新加坡市场收入分别为 54.2 亿和 77.0 亿美元，分别占总收入的 15.4% 与 21.9%，收入比例较前两季有明显上升。我们认为，FY3Q25 中国市场 H20 产品的销售，对于公司达到 351 亿美元销售并顺利过渡到 Blackwell 产品上市至关重要。长期来看，中国市场仍将是英伟达最重要的市场之一。

⊕ 我们认为英伟达股价可能的催化剂包括：

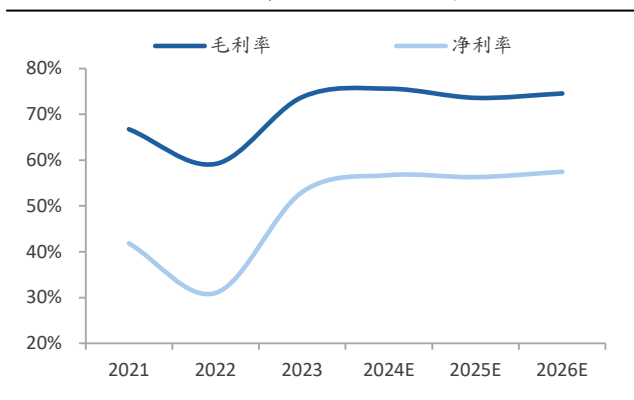
1. 投资者对 CY2026 年之后人工智能投入有较好能见度；
2. 投资者对英伟达市场份额和竞争过程中优势的信心继续增强；
3. 除 CSP 之后更广泛的客户群体需求比例提高；
4. 生成式人工智能变现进程加快；
5. 智能驾驶、元宇宙等其他终端市场兴起。
6. 生成式 AI 超级计算在 C 端市场兴起。

图表 4: 英伟达收入中数据中心比例提升明显



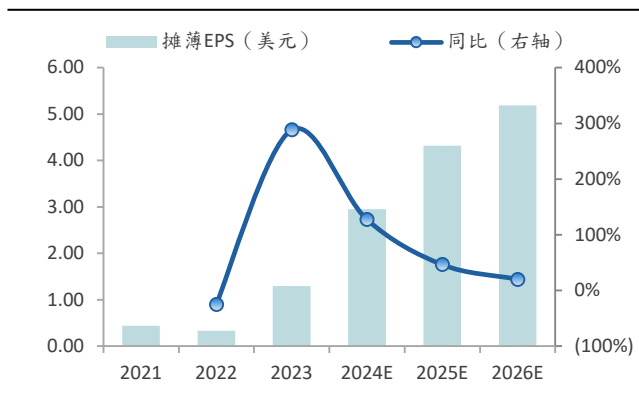
资料来源: 公司资料, 交银国际预测; 年份为自然年

图表 5: 英伟达利润率或将继续保持高位



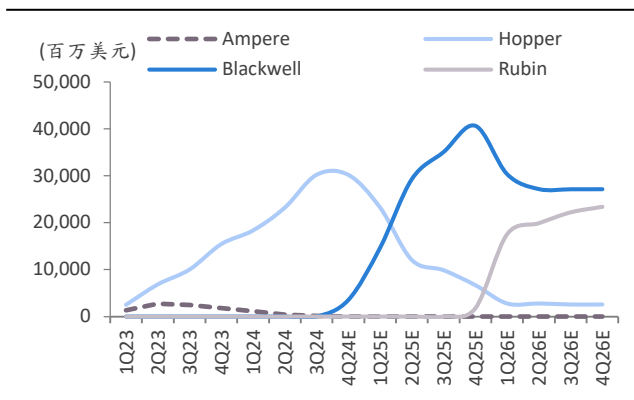
资料来源: 公司资料, 交银国际预测; Non-GAAP 口径; 年份为自然年

图表 6: 英伟达 2025 年摊薄每股收益 4.32 美元



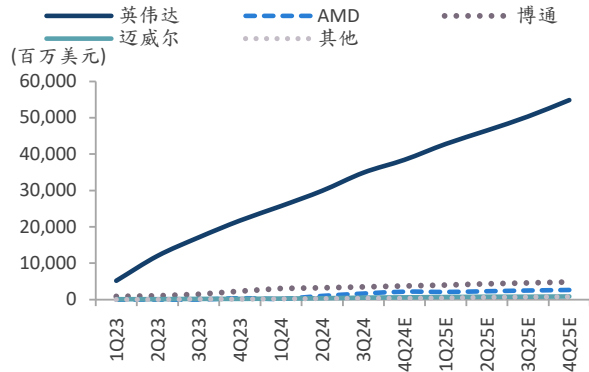
资料来源: 公司资料, 交银国际预测; Non-GAAP 口径; 年份为自然年

图表 7: Blackwell 收入或在 2Q25 超过 Hopper



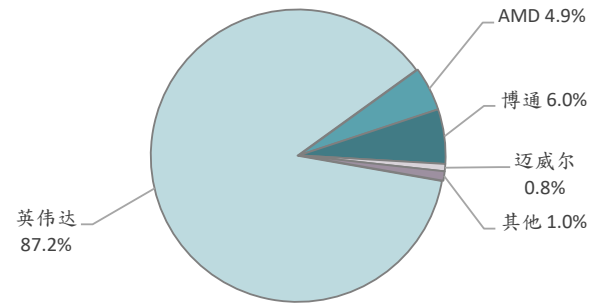
资料来源: 公司资料, 交银国际预测; 年份为自然年

图表 8: 主要企业 AI 收入 (含连接相关收入)



资料来源: 公司资料, 交银国际预测; 年份为自然年

图表 9: 英伟达或仍在加速芯片市场占主导地位



资料来源: 公司资料, 交银国际预测; 2025 年数据

图表 10: 英伟达财务预测 (交银国际 vs. Visible Alpha)

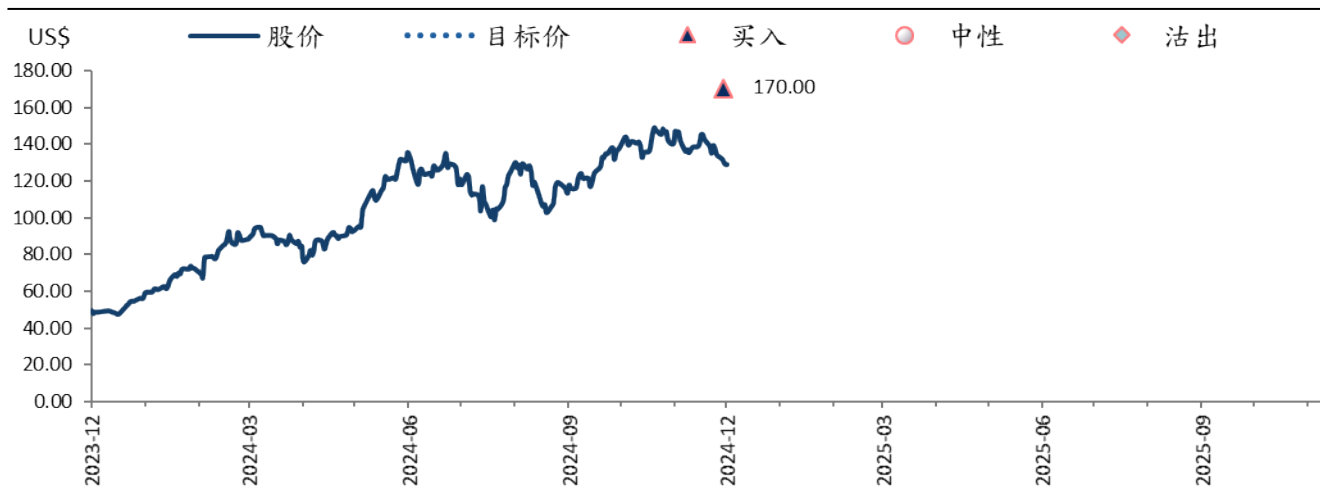
百万美元, 自然年	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	3Q24	4Q24E
收入 (non-GAAP)								
交银预测	26,914	26,974	60,922	129,290	190,902	222,999	35,082	38,124
公司指引							32,500	37,500
一致预测			60,922	129,228	188,685	223,299	35,082	38,062
差异 (%)				0%	1%	(0%)	0%	0%
毛利率 (non-GAAP)								
交银预测	66.8%	59.2%	73.8%	75.6%	73.6%	74.6%	75.0%	73.8%
公司指引							75.0%	73.5%
一致预测			73.8%	75.5%	73.5%	74.7%	75.0%	73.5%
差异 (百分点)				0.09	0.16	(0.17)	0.00	0.31
数据中心收入								
交银预测	10,613	15,005	47,525	113,597	173,415	205,357	30,771	33,991
一致预测			47,525	113,180	170,829	202,720	30,771	33,574
差异 (%)				0%	2%	1%	0%	1%
摊薄 EPS (non-GAAP)								
交银预测	0.44	0.33	1.30	2.95	4.32	5.19	0.81	0.85
一致预测			1.30	2.94	4.22	5.14	0.81	0.84
差异 (%)				0%	2%	1%	(0%)	1%

资料来源: Visible Alpha, 交银国际预测

主要风险

- ⊕ **下游需求风险**：全球宏观经济下行，或大模型变现不及预期，导致下游应用需求增速放缓或弱于预期。
- ⊕ **代工厂和产能风险**：台积电明年 CoWoS 产能和 B200 的良率不及预期，且供应链依赖下进一步提高代工价格，影响产品销量和利润率。
- ⊕ **监管风险**：美国政府制定更为严格的出口限制和禁运要求，限制英伟达在华销量以及产品的先进程度。同时，来自欧盟、中国内地等区域的监管不确定性也不容忽视。
- ⊕ **竞争风险**：数据中心 GPU 方面面临来自 AMD 的竞争，同时来自博通、迈威尔 ASIC 芯片短期内对英伟达 GPU 也会一定程度造成竞争风险。

图表 11: 英伟达(NVDA US)目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 12: 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
NVDA US	英伟达	买入	128.91	170.00	31.9%	2024 年 12 月 19 日	半导体设计
981 HK	中芯国际	买入	26.15	32.00	22.4%	2024 年 11 月 05 日	晶圆代工
AMD US	超微半导体	买入	121.41	183.00	50.7%	2024 年 11 月 27 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	97.13	106.00	9.1%	2024 年 10 月 31 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	103.27	133.00	28.8%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 数据截至 2024 年 12 月 19 日

财务数据

年结1月31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)
毛利	15,356	44,301	97,130	139,886	165,666
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
经营利润	4,224	32,972	80,998	121,140	145,375
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
税前利润	4,181	33,818	82,838	123,082	147,423
税费	187	(4,058)	(11,624)	(18,462)	(22,113)
净利润	4,368	29,760	71,214	104,620	125,310
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31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
总流动资产	23,073	44,345	77,758	140,712	223,842
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
总长期资产	18,109	21,383	28,701	29,943	31,064
总资产	41,182	65,728	106,459	170,655	254,906
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
总流动负债	6,563	10,631	16,792	17,536	17,646
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
总长期负债	12,518	12,119	13,635	13,635	13,635
总负债	19,081	22,750	30,427	31,171	31,281
股本	22,101	42,978	76,032	139,484	223,625
股东权益	22,101	42,978	76,032	139,484	223,625
总权益	22,101	42,978	76,032	139,484	223,625

资料来源: 公司资料, 交银国际预测; 年份为财政年度

年结1月31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
经营活动现金流	5,641	28,090	69,366	101,431	130,003
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
投资活动现金流	7,375	(10,566)	(14,036)	(3,252)	(3,252)
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)
融资活动现金流	(11,617)	(13,633)	(43,957)	(46,176)	(46,176)
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31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
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
利润率分析(%)					
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
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
净利率	31.0	53.0	56.7	56.3	57.5
盈利能力(%)					
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
其他					
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有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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、湖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、山西省安集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司及草姬集团控股有限公司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，或可能以委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。