

|    |                 |                   |                |
|----|-----------------|-------------------|----------------|
| 科技 | 收盘价<br>美元 98.89 | 目标价<br>美元 152.00↓ | 潜在涨幅<br>+53.7% |
|----|-----------------|-------------------|----------------|

2025 年 4 月 23 日

## 英伟达 (NVDA US)

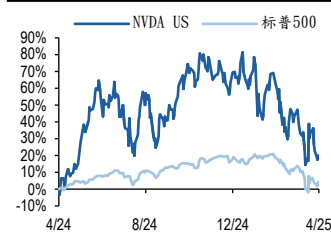
### 出口管制影响超预期，下调盈利预测/目标价

- ④ **出口管制影响超预期**：英伟达提交 8-K 称，由于其 H20 芯片需获美国联邦政府许可方可出口，计提 FY1Q26 库存减值 55 亿美元。我们认为，计提库存减值或预示着管理层认为短期内取得出口许可的难度较大。我们同时认为，特定的 Hopper 芯片的毛利率或低于公司 70%+ 的平均水平，计提部分产品或对应近 120 亿美元收入。考虑到生产 H20 的先进封装依然供不应求，这部分销售收入或无法弥补。我们认为出口管制对于英伟达销售收入影响或集中体现在 FY1Q26 到 FY2Q26。综合看，考虑到之前公司已经承诺在美国本土建立 5000 亿美元的数据中心，我们认为本次出口管制的力度超过市场预期。
- ④ **FY2H26 财务影响可控，利好加速芯片国产替代方案**：我们发现，英伟达自 FY3Q25 以来对特定国家的销售敞口上升，且其 Blackwell Ultra 新产品将在 FY3Q26 量产。我们认为 FY4Q25 以来英伟达已经处于新旧产品更替的过度时期，恰逢 H20 等特定加速芯片需求快速上升，我们认为，之前已有相当部分 H20 的需求得到满足。随着新产品的上市，我们认为 Blackwell 系列产品或在 FY3Q26 之后成为英伟达最主要产品。考虑到加速芯片出货依然受到高端封装瓶颈限制，我们认为出口限制对 FY2H26 的财务影响可控。我们同时认为，包括华为昇腾 910C 在内的替代方案在硬件算力性能上或可接近 H20 水平，出口限制或将加速算力加速芯片的国产替代。
- ④ **下调目标价，公司仍然为人工智能核心标的**：我们下调 FY26/27 收入预测至 2001 亿/2565 亿美元（前值 2117 亿/2705 亿美元），下调 Non-GAAP 摊薄 EPS 至 4.34/5.78 美元（前值 4.74/6.28 美元）。我们将目标价从 168 美元下调至 152 美元，对应 30 倍 FY26/27 年平均市盈率。我们认为，虽受宏观经济不确定性影响，已先后有不同 CSP 放缓数据中心建设，但人工智能基础设施建设仍然是不确定环境下相对确定的科技发展方向，而英伟达在这个过程中的核心位置没有改变。我们维持公司**买入**评级。

#### 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)   | 149.43       |
| 52周低位 (美元)   | 79.68        |
| 市值 (百万美元)    | 2,412,916.00 |
| 日均成交量 (百万)   | 232.80       |
| 年初至今变化 (%)   | (26.36)      |
| 200天平均价 (美元) | 129.48       |

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

#### 盈利预测变动

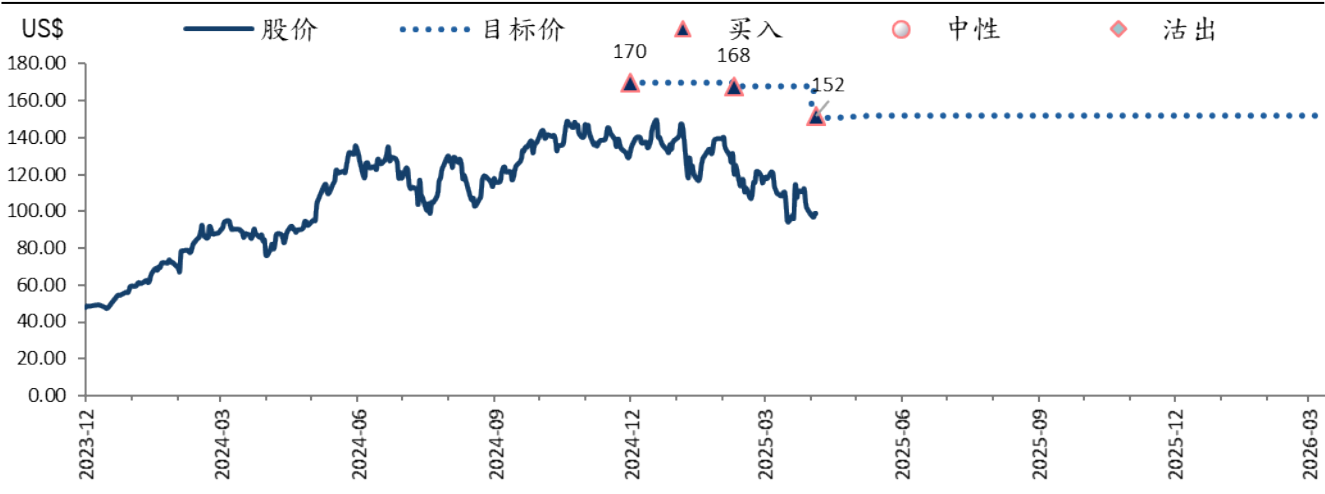
| 美元百万       | 2026E   |         |          | 2027E   |         |          | 2028E   |         |          |
|------------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|
|            | 新预测     | 前预测     | 差异       | 新预测     | 前预测     | 差异       | 新预测     | 前预测     | 差异       |
| 营业收入       | 200,093 | 211,723 | -5%      | 256,466 | 270,548 | -5%      | 280,831 | 311,585 | -10%     |
| 毛利润        | 145,307 | 156,973 | -7%      | 188,981 | 202,726 | -7%      | 210,706 | 234,282 | -10%     |
| 营业利润       | 130,820 | 142,633 | -8%      | 171,703 | 187,204 | -8%      | 189,187 | 217,480 | -13%     |
| 净利润        | 107,598 | 117,514 | -8%      | 142,178 | 155,099 | -8%      | 156,387 | 180,404 | -13%     |
| 摊薄 EPS(美元) | 4.34    | 4.74    | -8%      | 5.78    | 6.28    | -8%      | 6.36    | 7.30    | -13%     |
| <b>利润率</b> |         |         |          |         |         |          |         |         |          |
| 毛利率        | 72.6%   | 74.1%   | -1.5ppt  | 73.7%   | 74.9%   | -1.2ppt  | 75.0%   | 75.2%   | -0.2ppt  |
| 营业利润率      | 65.4%   | 67.4%   | -2.0ppts | 66.9%   | 69.2%   | -2.2ppts | 67.4%   | 69.8%   | -2.4ppts |
| 净利率        | 53.8%   | 55.5%   | -1.7ppt  | 55.4%   | 57.3%   | -1.9ppt  | 55.7%   | 57.9%   | -2.2ppts |

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^毛利润,营业利润,净利润及摊薄 EPS 皆基于 Non-GAAP 基础

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 (NVDA US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 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<br>(交易货币) | 目标价<br>(交易货币) | 潜在涨幅   | 最新目标价/<br>评级发表日期 | 子行业   |
|-----------|-------|----|---------------|---------------|--------|------------------|-------|
| 981 HK    | 中芯国际  | 中性 | 46.60         | 48.00         | 3.0%   | 2025 年 02 月 13 日 | 晶圆代工  |
| 1347 HK   | 华虹半导体 | 买入 | 38.05         | 32.00         | -15.9% | 2025 年 02 月 17 日 | 晶圆代工  |
| NVDA US   | 英伟达   | 买入 | 98.89         | 152.00        | 53.7%  | 2025 年 04 月 23 日 | 半导体设计 |
| AMD US    | 超微半导体 | 买入 | 86.26         | 141.00        | 63.5%  | 2025 年 02 月 06 日 | 半导体设计 |
| 603501 CH | 韦尔股份  | 买入 | 122.75        | 133.00        | 8.4%   | 2024 年 10 月 07 日 | 半导体设计 |
| 300782 CH | 卓胜微   | 中性 | 80.06         | 86.00         | 7.4%   | 2025 年 04 月 01 日 | 半导体设计 |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 数据截至 2025 年 4 月 22 日

## 财务数据

| 损益表 (百万元美元)    |               |               |                |                |                |
|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 年结1月31日        | 2024          | 2025          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |
| 收入             | 60,922        | 130,497       | 200,093        | 256,466        | 280,831        |
| 主营业务成本         | (16,621)      | (32,639)      | (55,426)       | (68,125)       | (70,775)       |
| <b>毛利</b>      | <b>44,301</b> | <b>97,858</b> | <b>144,667</b> | <b>188,341</b> | <b>210,056</b> |
| 销售及管理费用        | (2,654)       | (3,491)       | (4,139)        | (4,823)        | (5,862)        |
| 研发费用           | (8,675)       | (12,914)      | (15,767)       | (18,372)       | (22,331)       |
| 其他经营净收入/费用     | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              |
| <b>经营利润</b>    | <b>32,972</b> | <b>81,453</b> | <b>124,761</b> | <b>165,146</b> | <b>181,862</b> |
| 财务成本净额         | 609           | 1,539         | 1,942          | 2,240          | 2,240          |
| 其他非经营净收入/费用    | 237           | 1,034         | 0              | 0              | 0              |
| <b>税前利润</b>    | <b>33,818</b> | <b>84,026</b> | <b>126,703</b> | <b>167,386</b> | <b>184,102</b> |
| 税费             | (4,058)       | (11,146)      | (19,005)       | (25,108)       | (27,615)       |
| <b>净利润</b>     | <b>29,760</b> | <b>72,880</b> | <b>107,698</b> | <b>142,278</b> | <b>156,487</b> |
| 作每股收益计算的净利润    | 29,760        | 72,880        | 107,698        | 142,278        | 156,487        |
| Non-GAAP标准的净利润 | 32,312        | 74,265        | 107,598        | 142,178        | 156,387        |

| 资产负债表 (百万元美元) |               |                |                |                |                |
|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 截至1月31日       | 2024          | 2025           | 2026E          | 2027E          | 2028E          |
| 现金及现金等价物      | 7,280         | 8,589          | 78,302         | 183,398        | 306,564        |
| 有价证券          | 18,704        | 34,621         | 34,621         | 34,621         | 34,621         |
| 应收账款及票据       | 9,999         | 23,065         | 29,190         | 33,539         | 35,161         |
| 存货            | 5,282         | 10,080         | 12,039         | 14,594         | 15,454         |
| 其他流动资产        | 3,080         | 3,771          | 3,771          | 3,771          | 3,771          |
| <b>总流动资产</b>  | <b>44,345</b> | <b>80,126</b>  | <b>157,923</b> | <b>269,924</b> | <b>395,572</b> |
| 物业、厂房及设备      | 3,914         | 6,283          | 8,344          | 10,270         | 12,050         |
| 无形资产          | 6,888         | 7,788          | 7,788          | 7,788          | 7,788          |
| 其他长期资产        | 10,581        | 17,404         | 17,404         | 17,404         | 17,404         |
| <b>总长期资产</b>  | <b>21,383</b> | <b>31,475</b>  | <b>33,536</b>  | <b>35,462</b>  | <b>37,242</b>  |
| <b>总资产</b>    | <b>65,728</b> | <b>111,601</b> | <b>191,459</b> | <b>305,385</b> | <b>432,813</b> |
| 短期贷款          | 1,250         | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 应付账款          | 2,699         | 6,310          | 7,426          | 8,031          | 7,908          |
| 其他短期负债        | 6,682         | 11,737         | 11,737         | 11,737         | 11,737         |
| <b>总流动负债</b>  | <b>10,631</b> | <b>18,047</b>  | <b>19,163</b>  | <b>19,768</b>  | <b>19,645</b>  |
| 长期贷款          | 8,459         | 8,463          | 8,463          | 8,463          | 8,463          |
| 其他长期负债        | 3,660         | 5,764          | 5,764          | 5,764          | 5,764          |
| <b>总长期负债</b>  | <b>12,119</b> | <b>14,227</b>  | <b>14,227</b>  | <b>14,227</b>  | <b>14,227</b>  |
| <b>总负债</b>    | <b>22,750</b> | <b>32,274</b>  | <b>33,390</b>  | <b>33,995</b>  | <b>33,872</b>  |
| 股本            | 42,978        | 79,327         | 158,069        | 271,391        | 398,941        |
| <b>股东权益</b>   | <b>42,978</b> | <b>79,327</b>  | <b>158,069</b> | <b>271,391</b> | <b>398,941</b> |
| <b>总权益</b>    | <b>42,978</b> | <b>79,327</b>  | <b>158,069</b> | <b>271,391</b> | <b>398,941</b> |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 现金流量表 (百万元美元)  |                 |                 |                 |                 |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 年结1月31日        | 2024            | 2025            | 2026E           | 2027E           | 2028E           |
| 净利润            | 33,818          | 84,026          | 126,703         | 167,386         | 184,102         |
| 折旧及摊销          | 1,508           | 1,864           | 2,247           | 2,382           | 2,528           |
| 营运资本变动         | (3,722)         | (9,383)         | (6,968)         | (6,299)         | (2,605)         |
| 税费             | (4,058)         | (11,146)        | (19,005)        | (25,108)        | (27,615)        |
| 其他经营活动现金流      | 544             | (1,272)         | 5,284           | 5,284           | 5,284           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>28,090</b>   | <b>64,089</b>   | <b>108,261</b>  | <b>143,645</b>  | <b>161,694</b>  |
| 资本开支           | (1,069)         | (3,236)         | (4,308)         | (4,308)         | (4,308)         |
| 其他投资活动现金流      | (9,497)         | (17,185)        | 0               | 0               | 0               |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(10,566)</b> | <b>(20,421)</b> | <b>(4,308)</b>  | <b>(4,308)</b>  | <b>(4,308)</b>  |
| 负债净变动          | (1,250)         | (1,250)         | 0               | 0               | 0               |
| 权益净变动          | (9,130)         | 490             | (31,240)        | (31,240)        | (31,240)        |
| 股息             | (395)           | (834)           | (1,000)         | (1,000)         | (990)           |
| 其他融资活动现金流      | (2,858)         | (40,765)        | (2,000)         | (2,000)         | (1,990)         |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(13,633)</b> | <b>(42,359)</b> | <b>(34,240)</b> | <b>(34,240)</b> | <b>(34,220)</b> |
| 年初现金           | 3,389           | 7,280           | 8,589           | 78,302          | 183,398         |
| 年末现金           | 7,280           | 8,589           | 78,302          | 183,398         | 306,564         |

| 财务比率                         |       |       |       |        |        |
|------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 年结1月29日                      | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E  | 2028E  |
| <b>每股指标(美元)</b>              |       |       |       |        |        |
| 核心每股收益                       | 1.193 | 2.938 | 4.348 | 5.785  | 6.362  |
| 全面摊薄每股收益                     | 1.193 | 2.938 | 4.348 | 5.785  | 6.362  |
| Non-GAAP标准下的每股收益             | 1.296 | 2.994 | 4.338 | 5.781  | 6.358  |
| 每股股息                         | 0.016 | 0.034 | 0.040 | 0.041  | 0.040  |
| 每股账面值                        | 1.723 | 3.198 | 6.373 | 11.036 | 16.219 |
| <b>利润率分析(%)</b>              |       |       |       |        |        |
| 毛利率                          | 72.7  | 75.0  | 72.3  | 73.4   | 74.8   |
| 净利率                          | 48.8  | 55.8  | 53.8  | 55.5   | 55.7   |
| <b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b> |       |       |       |        |        |
| 净利率                          | 53.0  | 56.9  | 53.8  | 55.4   | 55.7   |
| <b>盈利能力(%)</b>               |       |       |       |        |        |
| ROA                          | 45.3  | 65.3  | 56.3  | 46.6   | 36.2   |
| ROE                          | 69.2  | 91.9  | 68.1  | 52.4   | 39.2   |
| ROIC                         | 54.0  | 77.9  | 62.5  | 49.8   | 37.9   |
| <b>其他</b>                    |       |       |       |        |        |
| 净负债权益比(%)                    | 5.7   | 净现金   | 净现金   | 净现金    | 净现金    |
| 流动比率                         | 4.2   | 4.4   | 8.2   | 13.7   | 20.1   |
| 存货周转天数                       | 114.6 | 85.9  | 72.8  | 71.3   | 77.5   |
| 应收账款周转天数                     | 41.4  | 46.2  | 47.7  | 44.6   | 44.6   |
| 应付账款周转天数                     | 42.7  | 50.4  | 45.2  | 41.4   | 41.1   |

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、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份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，而并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。