

# 英伟达(NVIDIA) (NVDA.O)

买入

FY2024Q2 点评：AI 高景气度驱动业绩强劲增长，持续推出新品满足市场需求

## 核心观点

**财务表现：大模型快速发展驱动公司需求高景气度，英伟达 FY24Q2 整体财务表现及指引强劲。**①**整体：**英伟达 FY24Q2 收入 135.1 亿美元（同比+101%，环比+88%），高于公司此前 110（±2%）亿美元的指引范围。GAAP 毛利率 70.1%（同比+26.6pcts，环比+5.5pcts），GAAP 净利润同比+843%至 61.9 亿美元。②**分业务：**在 GAAP 下，数据中心业务收入 103.2 亿美元（同比+171%，环比+141%），游戏业务收入 22.4 亿美元（同比+22%，环比+11%），专业可视化收入 3.8 亿美元（同比-24%，环比+28%），汽车业务营收 2.5 亿美元（同比+15%，环比-15%）。③**财务指引：**展望 FY24Q3，公司营收预计为 160 亿美元（±2%），GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 71.5%和 72.5%（±50 个基点），显著优于市场预期，GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 29.5 亿美元和 20 亿美元。

**业务亮点：**①**数据中心业务：**收入同比近两倍，产能持续扩充有望带动业绩进一步放量。数据中心业务同比+171%，Hopper 和 Ampere 架构的 HGX 平台需求旺盛，AWS、Google Cloud、Azure、Oracle Cloud 等云厂商以及 AI 初创公司持续加码投入。后续随着台积电等供应商 CoWoS 产能的提升，有望进一步释放业绩；②**游戏业务：**环比持续恢复，五个季度首次实现同比正增长。受弱 PC 需求周期、挖矿需求下滑、渠道库存积压影响，游戏显卡业务此前出现较大下滑，而本季度游戏业务同比+22%，库存逐步出清。③**汽车业务：**基于 Drive Orin Soc 的自动驾驶平台需求强劲。受益于智能驾驶功能持续渗透，本财季收入同比+15%。④**专业可视化业务：**降速放缓，持续推出新品。营收同比-24%，环比+28%。

**公司情况：**全球加速计算芯片龙头，AI 浪潮最大卖水者。①**高性能 AI 计算芯片需求旺盛：**随着人工智能与大模型浪潮的来临，AI 应用的落地对算力提出更高的要求，生成式 AI、大语言模型的飞速发展驱动英伟达 HGX 等高端 GPU 订单量强劲增长。②**英伟达持续推出新品，巩固 AI 计算领域龙头地位：**公司新推出的 L40 GPU、GH200 Grace Hopper 平台、DGX GH200 人工智能平台适用于各类高性能计算任务，有望进一步释放生产力，强化公司在 AI 计算领域的竞争优势。

**投资建议：**我们预计 2024-2026 财年公司收入为 566/849/927 亿美元，净利润 250/418/470 亿美元，考虑公司出色的产品力与 AI 带来强劲需求，给予目标价中值 582 美元，对应 2025 财年 PE 35x，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**下游 AI 应用发展低于预期；AI 芯片竞争加剧；宏观与地缘风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	26,914	26,974	56,615	84,891	92,699
(+/-%)	61.4%	0.2%	109.9%	49.9%	9.2%
调整后归母净利润(百万美元)	9,752	4,368	24,938	41,825	46,944
(+/-%)	125.1%	-55.2%	470.9%	67.7%	12.2%
调整后 EPS (美元)	3.95	1.77	10.10	16.93	19.01
EBIT Margin	37.3%	20.7%	50.2%	56.0%	56.4%
净资产收益率 (ROE)	36.6%	19.8%	53.5%	47.5%	34.9%
市盈率 (PE)	117	260	46	27	24
EV/EBITDA	103	162	38	22	19
市净率 (PB)	43	51	24	13	8

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·海外公司财报点评

### 互联网·互联网 II

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	565.00 - 600.00 美元
收盘价	460 美元
总市值/流通市值	11366 亿美元/11366 亿美元
52 周最高价/最低价	482/140
近 3 个月日均成交额	271 亿美元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 财报表现：指引强劲，AI 芯片需求大幅增长

**主要观点：**①**营收与利润大幅超预期，第三财季指引乐观，AI 蓬勃发展助力业绩放量。**财务端，2024 财年第二财季收入 135.1 亿美元（同比+101%，环比+88%），高于市场 110 亿美元的一致预期，高于公司此前 110（±2%）亿美元的指引范围，主要由数据中心 AI 芯片需求爆发式增长贡献。公司 FY24Q3 营收指引为 160 亿美元（±2%），显著高于市场 125 亿美元的一致预期。②**数据中心业务收入同比近两倍，供应链侧持续扩产。**英伟达是加速计算领域领先供应商，得益于近期 AIGC 与大模型的快速发展，数据中心业务的下游需求强劲，带动业务板块收入以季度翻倍的超快速度增长。同时，由于供应链侧台积电先进封装 CoWoS 产能紧张，限制了出货，财报会表示已经发掘了 CoWoS 封装的额外产能和供应商，预计到明年为止每个季度的供应量都会增加，有望进一步释放业绩。③**游戏业务走出困境，需求恢复。**过去一年受到 PC 端市场持续走低和以太坊挖矿需求下滑的影响，公司游戏业务收入下滑明显。而本季度游戏业务同比+22%、环比+11%，实现五个季度以来的首次正增长，同时存货环比下降约 3 亿美元至 43.19 亿美元，存货主要为新增订单，原始库存逐步出清。④**新产品接连不断，持续巩固公司在高性能计算领域的优势地位。**过去半年，英伟达持续发布新产品。NVIDIA L40S GPU 作为通用数据中心处理器，适用于 3D 设计和视频处理、增强生成 AI 和工业数字化，且不受 CoWoS 封装产能限制，目前已经供货。GH200 Grace Hopper 平台主要用于为加速计算和生成 AI，本季度已开始供货，其配备 HBM3e 处理器的第二代预计 2024 年第二季度出货。大内存 AI 超级计算机 DGX GH200 有 256 个 Grace Hopper 超级芯片，预计将于今年年底上市。

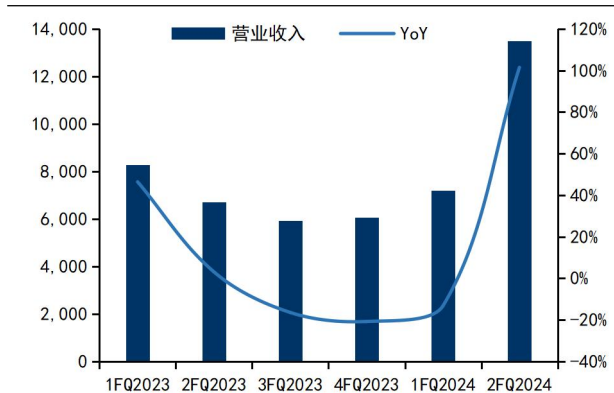
①**整体看：**本季度公司实现收入 135.1 亿美元（同比+101%，环比+88%），ChatGPT 爆火催生出生成式 AI 发展浪潮，也使得公司在数据中心业务上增长迅猛，整体财务表现大幅优于前期市场预期。毛利率 70.1%（同比+26.6pcts，环比+5.5pcts），毛利率在上季度恢复至正常水平后继续上升至历史高位。营业利润同比+1263%至 68 亿美元，GAAP 净利润同比+843%至 61.9 亿美元。高利润的数据中心业务放量叠加费用率的降低，直接带动利润端的加速回暖。后续随着收入端的高速增长和业务结构的持续改善，有望带动英伟达的利润率创新高。

### ②分业务看：

- ◆ 数据中心业务收入 103.2 亿美元（同比+171%，环比+141%），财报会表示高速增长主要受益于云服务提供商和大型消费互联网公司对生成式 AI 算力需求的加速增长，包括 AWS、Google Cloud、Meta、Microsoft Azure 和 Oracle Cloud 在内的云服务商正在大量部署 Hopper 和 Ampere 架构的 Tensor Core GPU HGX 系统，这包含了对原有数据中心设施的升级换代和 AI 的新增需求。财报会说明在数据中心收入中，中国需求占比在 20%至 25%。
- ◆ 游戏业务收入 22.4 亿美元（同比+22%，环比+11%），逐渐走出 PC 弱周期、出清库存、恢复需求。财报会表示目前 GPU 中约有 47%升级到了 RTX，约 20%的 GPU 升级到 RTX3060 或更高的性能，从高性能芯片装机量来看还有巨大升级潜力。
- ◆ 汽车业务收入 2.5 亿美元（同比+15%，环比-15%），智能驾驶功能持续渗透，带动 Orin 芯片与智能驾驶解决方案需求向上。财报会表示环比连续下降反映了整体汽车需求（尤其是在中国）的下降。
- ◆ 专业可视化营收 3.8 美元（同比-24%，环比+28%），高于市场 3.2 亿美元的预

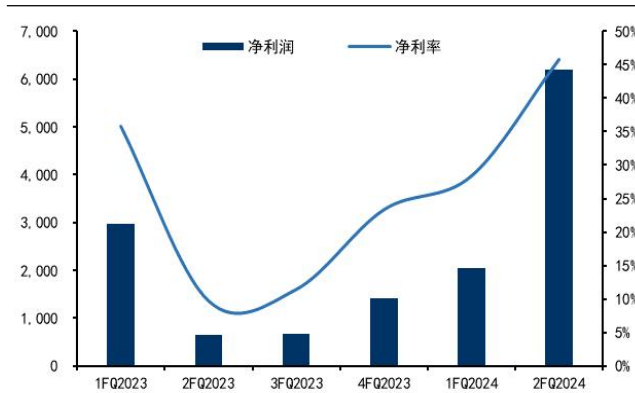
期。推出 Omniverse Cloud 与 6 款新 RTX GPU, Omniverse 将接入 Microsoft 365。

图1: 英伟达季度收入与 YoY (百万美元、%)



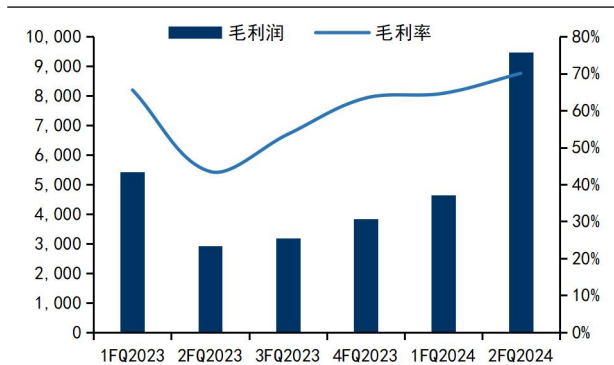
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图2: 英伟达季度销售净利润与净利率 (百万美元、%)



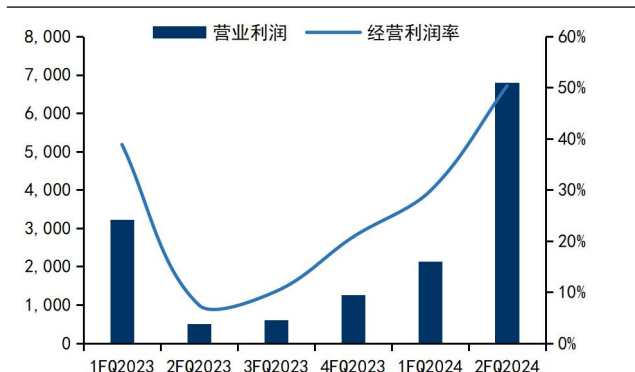
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图3: 英伟达季度毛利润与毛利率 (百万美元、%)



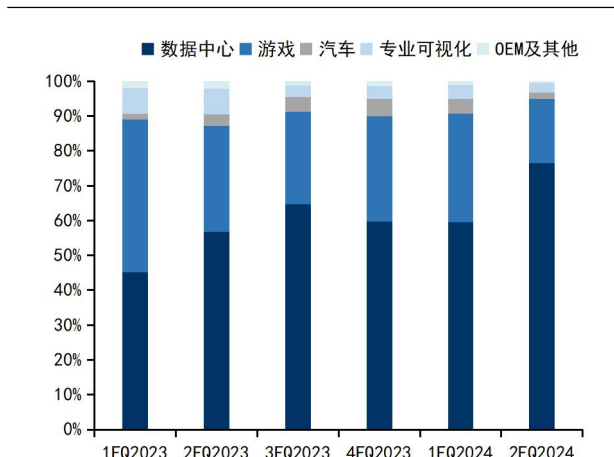
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图4: 英伟达季度经营利润与经营利润率 (百万美元、%)



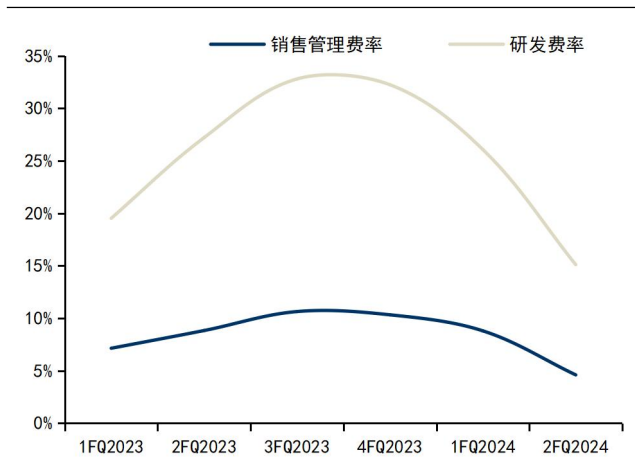
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图5: 英伟达分业务收入占比变化 (%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图6: 英伟达研发与销售管理费率变化情况 (%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

表1: 英伟达分业务基本财务指标

百万美元	FY2023Q1	FY2023Q2	FY2023Q3	FY2023Q4	FY2024Q1	FY2024Q2
总收入	8,288	6,704	5,931	6,051	7,192	13,507
yoy	46%	3%	-17%	-21%	-13%	101%
数据中心	3,750	3,806	3,833	3,616	4,284	10,323
yoy	83%	61%	31%	11%	14%	171%
游戏	3,620	2,042	1,574	1,831	2,240	2,486
yoy	31%	-33%	-51%	-46%	-38%	22%
汽车	138	220	251	294	296	253
yoy	-10%	45%	86%	135%	114%	15%
专业可视化	622	496	200	226	295	379
yoy	67%	-4%	-65%	-65%	-53%	-24%
OEM 等其他	158	140	73	84	77	66
yoy	-52%	-66%	-69%	-56%	-51%	-53%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**业绩展望:** 展望 FY24Q3, 对于 FY24Q3, 公司营收指引为 160 亿美元 ( $\pm 2\%$ ), 显著高于市场 125 亿美元的一致预期。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 71.5% 和 72.5% ( $\pm 50$  个基点)。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 29.5 亿美元和 20 亿美元。



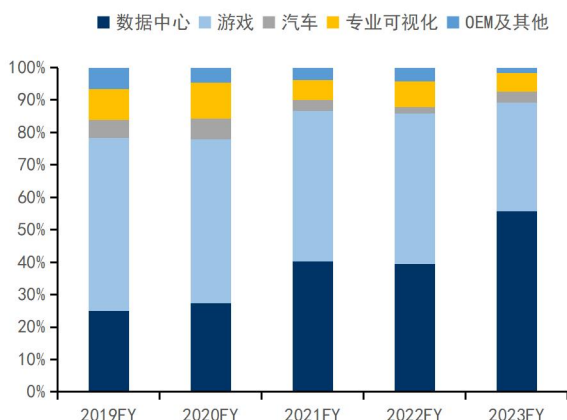
## 公司概况：全球 AI 算力芯片龙头，生成式 AI 打开长期价值

### 公司业务：全球加速计算引领者，数据中心、游戏收入为主

公司主营业务目前涵盖四大领域，包括数据中心业务、游戏业务、专业视觉设计业务以及自动驾驶业务。FY2024Q2 公司实现收入 135.1 亿美元，其中数据中心业务收入 103.2 亿美元（同比+171%，环比+141%），游戏业务收入 22.4 亿美元（同比+22%，环比+11%），专业可视化收入 3.8 亿美元（同比-24%，环比+28%），汽车业务营收 2.5 亿美元（同比+15%，环比-15%）。

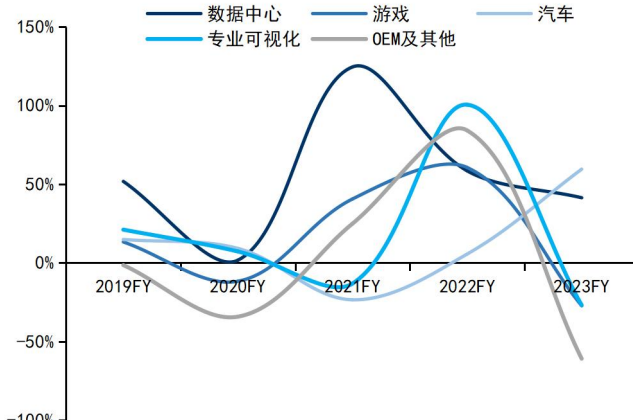
数据中心与游戏业务作为公司最核心的业务，两项收入在英伟达业务中的收入占比逐年续提升，目前已经达到 90%左右。其中数据中心业务已经代替游戏业务成为收入占比最高、未来前景更好的板块，主要得益于与日剧增的生成 AI 和大型语言模型的需求。游戏领域，去年在全球 PC 市场持续低迷、虚拟挖矿需求降低、库存等不利因素，收入有所下降，但经过一年的调整已逐渐解决危机。

图7：英伟达各业务占比变化



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图8：英伟达各业务收入 YoY



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

① **数据中心业务已成最大收入来源。**在人工智能应用领域，相对于传统的纯 CPU 方法，英伟达全力布局 GPU 的研发发展，通过加速计算平台大大提高了计算机和数据中心的运算性能，提升了单位时间内深度学习和机器学习的训练效率。同时，得益于 CUDA 提供的各类库和软件开发工具，公司形成了“硬件算力+软件平台”的完整生态，构筑起 AI 算力领域的护城河。

2022 年以来，数据中心业务逐步成为公司最大收入来源。伴随着 ChatGPT 触发的生成式 AI 和大语言模型的浪潮，该项业务未来有望成为公司业绩增长的核心驱动力，同时带动英伟达近年股价飙升。本季度，公司推出了数个 AI 训练平台，针对生成 AI、大型语言模型和其他 AI 工作负载进行了优化，并推进与谷歌云、戴尔、美敦力等公司的合作，帮助其创建和运行定制化的大语言模型和生成式 AI 模型，良好的产业生态将不断强化公司在 AI 芯片领域的竞争优势。

② **游戏业务收入逐渐改善。**2022 年，由于加密货币挖矿需求下滑叠加新冠疫情造成的 PC 出货量大幅下滑，公司的游戏业务收到了较大影响。但电子游戏仍是最

大的娱乐产业之一，且 PC 端是最主要的游戏平台。随着电子竞技游戏的普及、游戏流媒体的兴起和更多高质量游戏的出现，人们越来越追求高性能、高流畅度的游戏体验。同时，这轮生成式 AI 大模型引发的 AIGC 创作热潮有望丰富游戏类型和内容，为公司游戏业务提供长期稳定的现金流。本季度，公司推出了基于 NVIDIA Ada Lovelace 架构的 GeForce RTX 4070 GPU，进一步优化了产品序列，有望驱动游戏业务收入的进一步改善。

③ **自动驾驶业务渐入收获期。**凭借在人工智能领域的技术领先地位以及与合作商的良好关系，公司为自动驾驶汽车制造商提供完整的端到端解决方案，基于统一的 AI 计算架构赋能传统车企。2023 年一季度，得益于自动驾驶平台和解决方案的销售增长，自动驾驶业务收入同比增长 114.49%。同时，比亚迪汽车发布声明称，将持续推进与公司合作，把 NVIDIA DRIVE Orin 集中计算平台的布设到更多的车系中。我们认为，目前随着 L2、L3 级别的智能驾驶功能加速落地车端，公司作为智能驾驶芯片和方案的领先供应商有望迎来持续的收入增长。同时，人工智能的广泛应用有望解决目前自动驾驶中面临的复杂问题，给公司的自动驾驶业务带来持续的增益。

④ **专业可视化领域领导者。**公司的专业可视化业务目前为专业视频编辑、建筑设计、消费品制造、电影特效制作、计算机辅助设计、医疗仪器和航空航天等多场景提供服务。目前，超过 4500 万艺术家、建筑师和产品设计师在利用公司产品来处理具有挑战性的设计工作流程。由于受宏观经济影响，合作商方面的销售减少，可视化业务收入承压。

## 股东情况：管理层持股较少，典型公众公司

英伟达股权较为分散，由众多资本持股，公众公司。截止 2023 年 3 月 31 日，VANGUARD 为公司第一大股东，占已发行普通股比例为 8.3%，BLACKROCK 持有公司 7.4% 的股份，剩余部分也主要为各类资本与机构持有，而管理层持股较少，是比较典型的公众公司。

表2: 英伟达股权结构（前 20 机构股东，截至 2023.3.31）

股东名称	持股数量(万股)	持股市值(万美元)	持股数占比(%)
VANGUARD GROUP INC	20,565.72	5,712,539.18	8.33
BLACKROCK INC.	18,386.88	5,107,323.69	7.44
FMR LLC	13,641.73	3,789,263.68	5.52
STATE STREET CORP	9,154.13	2,542,742.22	3.71
PRICE T ROWE ASSOCIATES INC /MD/	5,646.38	1,568,395.94	2.29
CITADEL ADVISORS LLC	3,800.60	1,055,692.11	1.54
BANK OF AMERICA CORP /DE/	3,176.01	882,200.33	1.29
JPMORGAN CHASE & CO	3,008.49	835,669.66	1.22
MORGAN STANLEY	2,707.15	751,965.47	1.1
JENNISON ASSOCIATES LLC	2,263.60	628,759.92	0.92
BANK OF NEW YORK MELLON CORP	2,170.24	602,828.01	0.88
NUVEEN ASSET MANAGEMENT, LLC	1,878.29	521,733.89	0.76

GOLDMAN SACHS GROUP INC	1,814.67	504,059.89	0.73
UBS ASSET MANAGEMENT AMERICAS INC	1,415.01	393,048.16	0.57
CHARLES SCHWAB INVESTMENT MANAGEMENT INC	1,297.43	360,387.71	0.53
INVESCO LTD.	1,265.34	351,472.63	0.51
ALLIANCEBERNSTEIN L.P.	1,201.49	333,736.63	0.49
AMUNDI	1,153.73	320,470.42	0.47
LOOMIS SAYLES & CO L.P.	1,152.86	320,228.87	0.47
ROYAL BANK OF CANADA	1,140.64	316,836.38	0.46

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 管理层情况：创始人与职业经理人结构

**已构筑稳定职业经理人治理结构。**黄仁勋自 1993 年与 Chris Malachowsky 共同创立英伟达起，就一直担任首席执行官的角色。Colette Kress 自 2013 年起一直担任英伟达的首席财务官，在此之前，她曾担任微软与思科的多个高级财务职位。

表3：公司高管资料

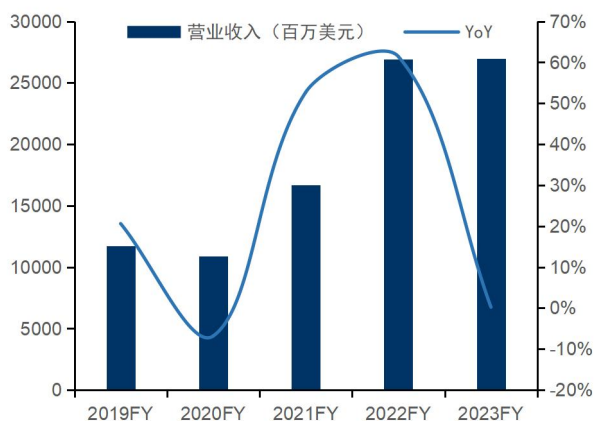
姓名	职位	性别	年龄	履历
Jensen Huang	Co-founder, President, and CEO	男	60	Jensen 拥有俄勒冈州立大学电气工程学士学位（1984 年）和斯坦福大学电气工程硕士学位（1992 年）。在 1993 年共同创立 Nvidia 之前，他曾担任 LSI Logic 的董事和 Advanced Micro Devices, Inc. (AMD) 的微处理器设计师。他拥有 Nvidia 3.6% 的股票。
Chris A. Malachowsky	Founder and NVIDIA Fellow	男	64	Chris 拥有学士学位。佛罗里达大学电气工程学士学位（1983 年）和硕士学位。圣克拉拉大学博士学位（1986 年）。在 1993 年共同创立 Nvidia 之前，他曾在惠普和 Sun Microsystems 工作过。
Colette Kress	EVP and Chief Financial Officer	女	46	Colette 拥有亚利桑那大学的学士学位和南卫理公会大学的 MBA 学位。在 2013 年加入 Nvidia 之前，她曾在思科系统公司和微软公司担任财务职务。
Ajay (Jay) Puri	EVP, Worldwide Field Operations	男	64	Jay 拥有加州理工学院研究生学位、明尼苏达大学本科学位和哈佛商学院 MBA 学位。在 2005 年加入 Nvidia 之前，他在 Sun Microsystems 工作了 22 年。
Debora Shoquist	EVP, Operations	女	65	Debora 拥有堪萨斯州立大学电气工程学士学位和圣克拉拉大学生物学学位。她在 Quantum 和 HP 担任过重要的管理职务，并在 2007 年加入 Nvidia 之前担任 JDS Uniphase 的运营执行副总裁。
Tim Teter	EVP, General Counsel and Secretary	男	52	Tim 拥有斯坦福大学法学院法学博士学位和加州大学戴维斯分校机械工程学士学位。他曾在 Lockheed Missiles and Space Company 担任工程师，并在 Cooley LLP 担任合伙人，负责处理专利和技术相关事宜，之后于 2017 年加入 Nvidia。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 财务情况：数据中心与游戏业务贡献主要收入

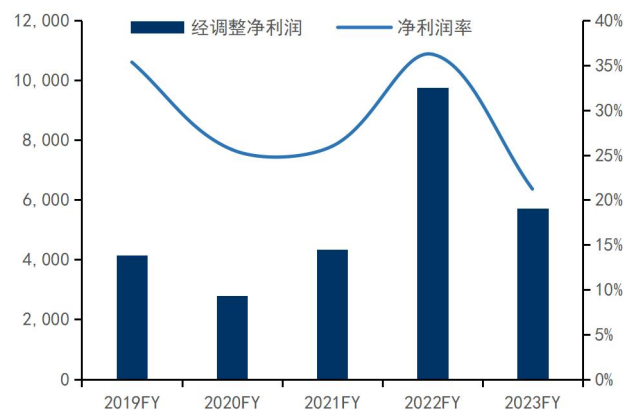
英伟达凭借出色的产品竞争力与商业模式，AI 计算软硬件生态优势明显。芯片技术、CUDA、合作伙伴生态显著领先竞争对手，占据 AI 服务器芯片主要份额，同时公司商业模式出色，轻资产、高利润率模式保证了公司出色的增长确定性与现金流回报。去年收到全球 PC 市场弱周期和虚拟挖矿需求降低的影响，英伟达营收与利润受到不利影响，但今年随着周期改善、AI 需求爆发，有望迎来新一轮快速增长。具体财务情况附于下图。

图9: 英伟达历年收入与 YoY (百万美元、%)



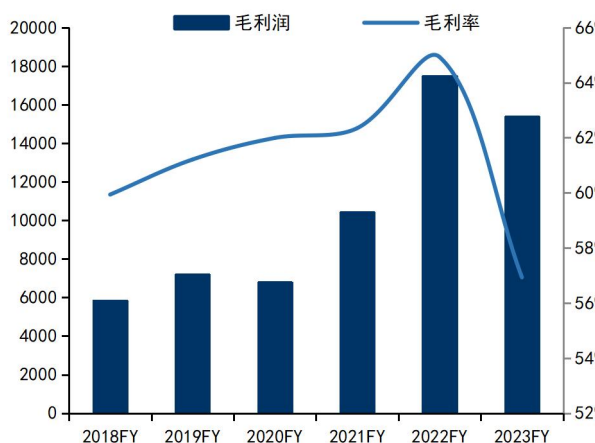
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图10: 英伟达历年销售净利润与净利润率 (百万美元、%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图11: 英伟达历年毛利润与毛利率 (百万美元、%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图12: 英伟达经营利润与经营利润率 (百万美元、%)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理



## 财务分析

### 资本结构及偿债能力分析

2023 财年公司资产负债率 46%，有息负债率为 27%，整体负债率较低，而且公司产品盈利能力出色，成长性强，债务偿还能力与资本结构优良。

### 经营效率分析

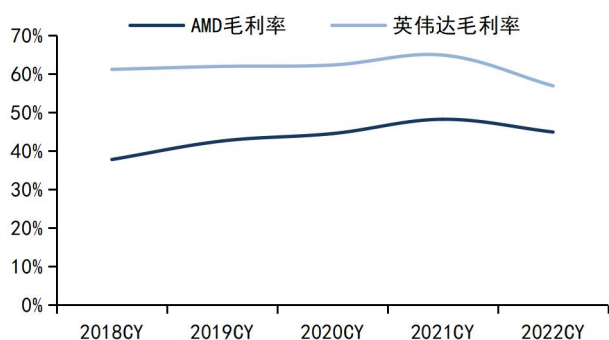
2023 财年公司总资产周转率 0.7、存货周转率 5.2、应收账款周转率 5.8，对应周转天数分别为 521/70/63 天，明显好于行业内同类公司。过去几年公司总资产周转率、存货周转率、账款周转率一直处于较好水平。

### 盈利能力分析

公司的毛利率、净利润率 2023 财年为 60%、21.2%，在同类公司中较为领先，近几年一直处于较好水平。2023 财年净资产收益率为 20%，近几年 ROE 一直不断提升，盈利能力稳步增强，总资产收益率 11%。

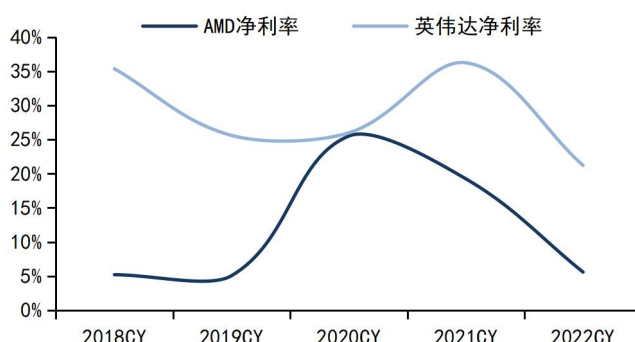
将英伟达与芯片领域重要参与者 AMD 相比较，可以看出公司的盈利能力一直维持较好水平、在同行中领先。

图13: 可比公司毛利率



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图14: 可比公司净利率



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图15: AMD 营收及增长情况 (百万美元, %)

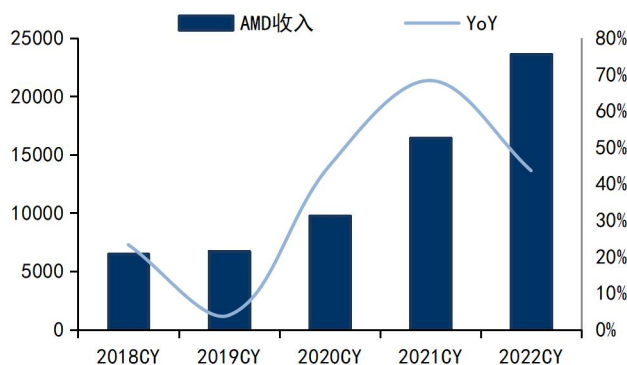
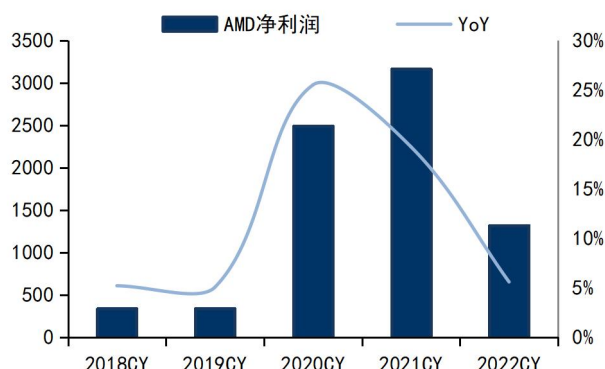


图16: AMD 归母净利润及增长情况 (百万美元, %)



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理预测

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理预测

### 成长性分析

2023 财年处于去库存周期，24 财年考虑 AI 驱动下的放量，公司的收入和利润规模增长表现突出，明显好于行业内同类公司。2021-2023 财年公司收入复合增速 17%，经调净利润复合增速 10%，主要是受去年游戏显卡业务挖矿需求下滑与库存周期影响，后续增速有望显著超过此水平。

### 现金流量分析

近几年公司现金流良好，经营净现金流/营业收入 21%，好于行业内同类公司。2021-2023 财年公司收入复合增速 17%，经调净利润复合增速 10%。

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**数据中心业务：**1) 业务与需求角度：英伟达的数据中心产品包括 GPU（图形处理单元）加速器、深度学习加速卡、高性能计算服务器等。这些产品在人工智能、科学研究、大数据分析等领域发挥着关键作用。英伟达不仅提供硬件，还提供与之配套的 CUDA 软件库、开发工具和支持，帮助客户构建高效的计算解决方案。随着 LLM 代表的 AI 技术快速发展，预计未来几年，随着更多企业和研究机构在人工智能和高性能计算领域的投资增加，英伟达的数据中心需求将继续保持强劲增长势头。2) 供应链角度，台积电、UMC 等企业加速 CoWoS 等先进封装产能扩产，台积电业绩会表示预计明年相关产能将扩张一倍，有望逐步解除供应链侧产能限制。预计公司 2024-2026 财年数据中心业务营收为 440/708/770 亿美元，同比+193%/61%/9%。

**游戏业务：**英伟达游戏 GPU 产品系列被广泛应用于 PC、游戏主机以及移动设备，为玩家提供卓越的图像和性能体验，英伟达还开发了深度学习技术，用于游戏物理模拟、人工智能 NPC 等方面，从而提升游戏的逼真度和交互性。经历了上一轮需求和库存出清后，英伟达的游戏业务预计将继续保持稳健的增长与盈利，长期看随着游戏市场的不断扩大和技术的不断创新，需求有望进一步增长。预计公司 2024-2026 财年游戏业务营收为 98/108/116 亿美元，同比+8%/10%/8%。

**汽车业务：**英伟达在汽车业务领域专注于自动驾驶技术和汽车计算平台的开发。其自动驾驶平台利用深度学习和计算机视觉技术，为汽车提供感知、决策和控制能力，从而实现更安全、智能的驾驶体验。随着自动驾驶技术逐渐商用化，英伟达的汽车业务前景广阔，而且公司 Orin 等产品显著领先竞争对手，汽车业务有望实现保持较高增长，预计公司 2024-2026 财年汽车业务营收为 12/15/22 亿美元，同比+29%/32%/45%。

**专业可视化业务：**专业可视化业务涵盖了设计、媒体制作、科学研究等领域。该业务提供高性能 GPU 和计算平台，用于处理复杂的图形和模拟任务。预计公司 2024-2026 财年专业可视化业务营收为 14/15/16 亿美元，同比-8%/6%/5%。

**其他业务：**英伟达的 OEM（原始设备制造商）业务涉及合作伙伴使用其 GPU 和其他技术来定制化开发各种产品，如笔记本电脑、工作站、服务器等。这些合作伙伴将英伟达的硬件和技术集成到自己的产品中，以提供更高的性能、图形处理能力和能效。此外，英伟达还在边缘计算、物联网、机器人等领域进行创新，为各种应用场景提供高性能计算和人工智能支持。预计公司 2024-2026 财年其他业务营收为 3/3/3 亿美元，同比-34%/5%/5%。

表4: 英伟达业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>数据中心</b>						
收入（百万美元）	6,696	10,613	15,005	43,966	70,798	76,968
同比	124.5%	58.5%	41.4%	193.0%	61.0%	8.7%
占营收比重	40%	39%	56%	78%	83%	83%
<b>游戏</b>						
收入（百万美元）	7,759	12,462	9,067	9,771	10,754	11,615
增速	40.6%	60.6%	-27.2%	7.8%	10.1%	8.0%
占营收比重	47%	46%	34%	17%	13%	13%
<b>汽车</b>						
收入（百万美元）	536	566	903	1,161	1,528	2,215
增速	-23%	6%	60%	29%	32%	45%
占营收比重	3%	2%	3%	2%	2%	2%
<b>专业可视化</b>						
收入（百万美元）	1,053	2,111	1,544	1,417	1,497	1,571
增速	-13%	100%	-27%	-8%	6%	5%
占营收比重	16%	20%	10%	3%	2%	2%
<b>OEM 及其他业务</b>						
收入（百万美元）	631	1,162	455	300	314	330
增速	25%	84%	-61%	-34%	5%	5%
占营收比重	8%	9%	5%	3%	3%	3%
<b>合计</b>						
总营收（百万美元）	16,675	26,914	26,974	56,615	84,891	92,699
增速	52.7%	61.4%	0.2%	109.9%	49.9%	9.2%
毛利（百万美元）	10,396	17,474	15,356	39,830	61,037	66,651
毛利率	62.3%	64.9%	56.9%	70.4%	71.9%	71.9%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来 3 年营收为 566/849/927 亿美元, 同比+110%/+50%/+9%, 毛利 398/610/667 亿美元, 毛利率 70.4%/71.9%/71.9%。

### 未来 3 年业绩预测

表5: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26974	56615	84891	92699
营业成本	11618	16785	23854	26048
研发费用	7338	8827	10697	11403
销售及管理费用	2440	2594	2761	2989
营业利润	5578	28409	47579	52258
财务费用	4	340	1339	2647
税前利润	4181	28735	48918	54905
归属于母公司净利润	4368	24938	41825	46944
EPS	1.8	10.1	16.9	19.0
ROE	20%	53%	47%	35%

---

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 财年收入分别为收入为 566/849/927 亿美元，净利润 250/418/469 亿美元，利润年增速分别为 470%/68%/12%。

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：532-590 美元

未来 6 年估值假设条件见下表：

表6：英伟达盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	61.4%	0.2%	109.9%	49.9%	9.2%	8.3%	7.5%	6.7%
营业成本/营业收入	35.1%	43.1%	29.6%	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%
研发费用/营业收入	19.6%	27.2%	15.6%	12.6%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
销售费用/销售收入	8.0%	9.0%	4.6%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
营业税及附加/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税税率	1.9%	-4.5%	13.2%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
股利分配比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所预测

表7：英伟达资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	13.21%
无风险利率	4.20%	Ka	8.16%
股票风险溢价	3.60%	有杠杆 Beta	1.11
公司股价（美元）	460	Ke	8.19%
发行在外股数（百万）	2470	E/(D+E)	99.06%
股票市值(E, 百万美元)	1136665	D/(D+E)	0.94%
债务总额(D, 百万美元)	11078	WACC	8.15%
Kd	4.50%	永续增长率（10年后）	5.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，假设条件说明如下：

目前十年期国债无风险利率为 4.2%的，回测过去 5 年美股大盘代表性指数 CAGR 8.7%，但经过过去两年大放水，近期美股位置较高，纳斯达克 PE24 倍，隐含未来收益率有所降低，5 月出几家外资行测算风险溢价给到 2%-4%预期，所以在原来 4.5%的风险溢价基础上调低到 3.6%。

考虑目前美债利率较高，20 年期美债收益 4.5%，隐含对于长期经济增长较高，另外市场对 AI 赛道与英伟达芯片龙头业绩的长期增长预期较高，因此给与一定溢价，永续增速 5%。

研发费用和销售管理费用的变化为逐年小幅上升，但是占营收比未来两年有所下降。这个假设建立在最近几个季度降本增效、这两项费用占比持续降低的基础上，且随着总营收提升快速，毛利率与净利率有望进一步的提升。

采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 532-590 美元。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，在成长股预测中存在失真现象，因此我们适度调高公司终值增长率。

表8：英伟达 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
--	-------	-------	-------	-------	-------	----



EBIT	28,409	47,579	52,258	56,584	60,800	
所得税税率	13%	15%	15%	15%	15%	
EBIT*(1-所得税税率)	24,656	40,680	44,681	48,379	51,984	
折旧与摊销	1,401	1,965	2,255	2,563	2,877	
营运资金的净变动	39	42	(8)	47	41	
资本性投资	(2,108)	(2,319)	(2,551)	(2,602)	(2,628)	
FCFF	23,988	40,368	44,377	48,388	52,274	2,712,710
PV(FCFF)	22,179	34,509	35,075	35,361	35,321	1,234,218
核心企业价值	1,562,572					
减：净债务	(23,008)					
股票价值	1,585,581					
每股价值	642					

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（美元）

		WACC 变化				
		7.9%	8.0%	8.15%	8.2%	8.3%
永续 增长 率变 化	5.2%	589.19	588.49	587.80	587.11	586.42
	5.1%	574.41	573.71	573.02	572.33	571.64
	5.0%	560.56	559.86	559.16	558.47	557.79
	4.9%	547.55	546.85	546.15	545.46	544.78
	4.8%	535.30	534.60	533.91	533.22	532.53

资料来源：国信证券经济研究所分析

## 相对估值：565-605 美元

基于全球芯片厂商竞争格局，选择海外先进计算芯片领先企业 AMD 为可比公司。根据公司订单规划，预计未来 3 年公司盈利年复合增长 150%，考虑到公司在硬件代际、软件生态方面显著领先 AMD，我们认为可以对 AMD 有一定估值溢价，对比 AMD 2024 自然年 PE 26x，我们认为可以给予英伟达 2025 财年（约等于 2024 自然年）PE 34-36 倍，对应股价区间 565-605 美元。

表10：同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (美元)	总市值 (十亿美元)	2023E	EPS 2024E	2023E	PE 2024E
300750.SZ	AMD	-	103	177	2.75	4.14	40	26

资料来源：WIND, Bloomberg, 国信证券经济研究所预测

## 投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 565-600 美元之间，2025 财年（约等于 2024 自然年）动态市盈率 34-36 倍，相对于公司目前股价有 20%以上的溢价空间。考虑公司龙头地位和较好的成长性，首次覆盖给予“买入”

评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 565-600 美元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 4.2%、风险溢价 3.6%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的全球一线芯片企业 AMD 的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 财年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予溢价，最终给予公司 25 财年 34-36 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长同比+101%/+50%/+9%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年利润年增速分别为+470%/68%/12%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司依赖的 CoWoS 芯片封装产线今年可以持续扩产，若实际扩产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

### 经营风险

**产品价格下行及毛利率下降的风险：**目前随着 AI 技术突破，公司主要产品 A100 与 H100 产品价格及毛利率均较高。未来随着行业竞争加剧，供需环节优化，整个产业也将逐渐进入成熟期，将导致产品价格进一步降低。另外，受人工成本上涨以及供应链调整等因素的影响，未来公司产品毛利率存在进一步下降的风险。

**AI 发展不及预期的风险：**作为领先的计算芯片计算公司，英伟达在这波人工智能浪潮中取得了显著的收益，其 GPU、CPU 以及相关加速技术被广泛用于 AI 模型的训练和推理过程中，带动数据中心业务成为新增长引擎。如果 AI 技术的应用领域受到限制，市场需求未能如预期增长，英伟达可能面临收入

增长放缓的风险，尤其在数据中心和智能驾驶领域。此外，AI 技术的进展可能影响到公司与合作伙伴和客户之间的合作关系，导致业务合作受挫，从而影响收入来源。其次，英伟达在 AI 技术研发和投资方面投入了大量资源，包括开发新的硬件和软件解决方案。如果 AI 技术发展不及预期，这些投入可能难以实现预期的回报，从而对公司的研发支出和盈利能力产生负面影响。

**行业竞争加剧的风险：**公司 AI 计算芯片在全球占据主导份额，随着行业竞争加剧，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。尤其在 GPU 和 CPU 领域，价格战可能迫使公司降低产品价格，以维持市场份额。然而，这可能会对公司的毛利率造成负面影响。此外，过度的价格竞争还可能削弱产品的不可替代性，使得市场份额受到更大的威胁。随终端云厂自研芯片、AMD 等芯片厂商的加速迭代，以及行业持续出现技术创新，将加剧行业竞争。

**新产品的研发及市场推广的风险：**芯片产业需要较长周期与投入进行研发，公司近期推出了自主研发的 L40 芯片，但新产品的开发成功不确定。新产品的市场接受度和需求可能与预期不符，将会对公司经营发展产生不利影响。此外，技术和市场的不稳定性可能导致新产品的计划推迟或变更，从而影响未来的收入和盈利预期。

**供应链风险：**英伟达的高精度芯片制造厂商主要是台积电，如果供应链中出现问题，例如制造中断、交货延迟或成本上升，将对公司产生严重的影响。生产中断可能导致产品供应不足，影响市场份额和客户关系。此外，如果制造成本上升，可能会对盈利能力产生挤压效应，因为公司可能难以在竞争激烈的市场中提高产品价格。

## 财务风险

**存货跌价风险：**市场需求的波动性可能导致存货过剩。过剩的存货可能需要通过降低价格或其他促销手段来消化，从而导致存货跌价。2022 年公司出现过受需求和存货周期影响，有较大的业绩下滑的情况。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

## 技术风险

**技术被赶超或替代的风险：**公司所处行业属于技术密集型行业，涉及高精尖研发和生产技术，技术领域迅速演进。在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，可能会面临技术被赶超的风险。竞争对手可能会推出更先进、性能更好的产品，从而导致公司失去市场份额。此外，技术领域的快速变化还可能导致公司的产品在技术上过时，进一步影响未来的收入和盈利。

## 政策风险

**地缘政治风险：**中国市场是英伟达的重要市场之一，若美国进一步限制对中国高性能芯片的销售，将使得英伟达中国市场收入降低，中国客户可能会减少订单、要求公司降价或者要求公司提供“阉割版”产品，进而对公司的经营业绩和利润形成不利影响。

## 法律风险

**反垄断法风险：**由于市场主导地位，英伟达可能面临反垄断审查，导致罚款和业务限制。

**知识产权法风险：**在全球范围内，知识产权保护越来越受重视。英伟达可能会陷入专利纠纷和侵权诉讼。这不仅可能导致高昂的诉讼费用，还可能限制或禁止某些产品和服务的销售。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万美元）					利润表（百万美元）				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3389	26870	67567	113380	营业收入	26974	56615	84891	92699
应收款项	4618	9693	14533	15870	营业成本	11618	16785	23854	26048
存货净额	5159	7128	10007	10987					
其他流动资产	0	0	0	0	研发费用	-7338	-8827	-10697	-11403
<b>流动资产合计</b>	<b>23073</b>	<b>54094</b>	<b>103031</b>	<b>151705</b>	销售及管理费用	-2440	-2594	-2761	-2989
固定资产	3807	4514	5156	5724	营业利润	5578	28409	47579	52258
无形资产及其他	6048	5746	5458	5185					
投资性房地产	7955	7955	7955	7955	财务费用	4	340	1339	2647
长期股权投资	299	541	491	540	权益性投资损益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>41182</b>	<b>72850</b>	<b>122091</b>	<b>171110</b>	其他损益净额	-47	-15	0	0
短期借款及交易性金融负债	1250	1375	1513	1664	税前利润	4181	28735	48918	54905
应付款项	1660	2294	3220	3535	<b>所得税费用</b>	<b>-187</b>	<b>3797</b>	<b>7093</b>	<b>7961</b>
其他流动负债	3653	7303	13034	14722	少数股东损益	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>6563</b>	<b>10972</b>	<b>17767</b>	<b>19921</b>	归属于母公司净利润	4368	24938	41825	46944
长期借款及应付债券	9703	9703	9703	9703	<b>经调整归母净利润</b>	<b>4368</b>	<b>24938</b>	<b>41825</b>	<b>46944</b>
其他长期负债	2815	5536	6557	6878					
<b>长期负债合计</b>	<b>12518</b>	<b>15239</b>	<b>16260</b>	<b>16581</b>	现金流量表（百万美元）				
<b>负债合计</b>	<b>19081</b>	<b>26211</b>	<b>34027</b>	<b>36502</b>		2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>4368</b>	<b>24938</b>	<b>41825</b>	<b>46944</b>
股东权益	22101	46639	88064	134608	资产减值准备	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>41182</b>	<b>72850</b>	<b>122091</b>	<b>171110</b>	折旧摊销	-1544	-1401	-1965	-2255
					公允价值变动损失	-47	-15	0	0
					财务费用	-4	-340	-1339	-2647
关键财务与估值指标					营运资本变动	2986	39	42	-8
	2023	2024E	2025E	2026E	其它	-122	2831	3929	4509
经调整 EPS	1.8	10.1	16.9	19.0	<b>经营活动现金流</b>	<b>5641</b>	<b>26393</b>	<b>43831</b>	<b>49191</b>
每股红利	0.2	0.2	0.2	0.2	资本开支	-2573	-2108	-2319	-2551
每股净资产	8.95	18.88	35.65	54.50	其它投资现金流	9311	-495	-520	-546
ROIC	28%	106%	169%	181%	<b>投资活动现金流</b>	<b>7375</b>	<b>-2636</b>	<b>-2872</b>	<b>-3130</b>
ROE	20%	53%	47%	35%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	57%	70%	72%	72%	负债净变化	-1243	0	0	0
EBIT Margin	21%	50%	56%	56%	支付股利、利息	-398	-400	-400	-400
EBITDA Margin	26%	53%	58%	59%	其它融资现金流	-8335	125	138	151
收入增长	0%	110%	50%	9%	<b>融资活动现金流</b>	<b>-11617</b>	<b>-275</b>	<b>-263</b>	<b>-249</b>
净利润增长率	-55%	471%	68%	12%	<b>现金净变动</b>	<b>1399</b>	<b>23481</b>	<b>40697</b>	<b>45812</b>
资产负债率	46%	36%	28%	21%	货币资金的期初余额	1990	3389	26870	67567
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	3389	26870	67567	113380
P/E	260	46	27	24	企业自由现金流	3809	23990	40368	44377
P/B	51	24	13	8	权益自由现金流	-6510	24410	41650	46791
EV/EBITDA	160	38	22	19					

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制

作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032