

英偉達 (NVDA.O)

三季度報點評：

業績有望繼續爆發，未來可期

英偉達於美東時間 2023 年 11 月 21 日盤後發布 2024 財年三季度報。

核心觀點

業績大超預期，利潤率創歷史新高

FY24Q3 公司營收達到 181.2 億美元，YoY+206%，遠超公司業績指引給出的 156.8 億到 163.2 億美元的區間，同時也遠超彭博一致預期的 160.9 億美元。本季度公司的營收增長主要受數據中心業務的增長驅動。毛利率提升至 75%，創下歷史新高。Non-GAAP 稀釋後 EPS 為 4.02 美元，YoY+593.1%，大幅超出彭博一致預期的 3.36 美元。

數據中心業務繼續保持強勁增長，軟硬生態優勢打造新增長點

FY24Q3 公司數據中心業務營收為 145.1 億美元，YoY+279%，QoQ+38%，大幅超出彭博一致預期的 128.2 億美元，反映了基于 Hopper 和 Ampere 架構的生成式 AI 和大語言模型引擎的 HGX 平臺需求強勁。客戶主要來源於大型雲服務提供商和消費類互聯網公司。AI 芯片禁售令將導致禁售地區的銷售額在四季度大幅下降，未來的不確定較高。新發布的 H200 芯片推理速度翻倍，英偉達憑借硬件的先發優勢、成熟的供應鏈和 CUDA 生態優勢，依然保持絕對領先的市場地位。加速計算平臺升級、定制化人工智能企業服務、NVIDIA AI Enterprise 軟件堆棧服務、主權 AI 雲等將成為數據中心業務的增長點。

返校季驅動遊戲業務增長超預期，專業可視化和汽車業務均迎來增長

FY24Q3 公司遊戲業務營收 28.56 億美元，YoY+81%，QoQ+15%，超出彭博一致預期的 27 億美元。遊戲業務增長重回增勢，主要原因是渠道庫存水平正常化後進貨需求增加，同時，筆記本電腦 GPU 在返校季的迭代升級中迎來進一步的銷售增長，其中以 RTX40 為主。預計四季度遊戲業務的增速將會回落。

FY24Q3 公司專業可視化業務營收為 4.16 億美元，同比增長 108%，環比增長 10%。

FY24Q3 公司汽車業務營收為 2.61 億美元，同比增長 4%。

投資建議

本季度公司業績大幅超預期，利潤翻倍增長。業績指引方面，公司預計 FY24Q4 營業收入中值為 200 億美元，實現同比約 231% 的增長。預計四季度 Non-GAAP 毛利率中值為 75.5%

當前 AI 芯片競爭日趨激烈，但英偉達憑借硬件的先發優勢、成熟的供應鏈和 CUDA 生態優勢，依然保持絕對領先的市場地位。加速計算平臺升級、定制化人工智能企業服務、NVIDIA AI Enterprise 軟件堆棧服務、主權 AI 雲等將成為數據中心業務的增長點。公司未來業績增長依然受數據中心業務的高速增長驅動，雲服務廠商及大型消費互聯網巨頭在 AI 方面的資本開支增長將成為公司業績的最主要驅動力。當前公司業績風險點主要在於 AI 芯片禁售令所帶來的負面影響以及 AI 芯片競爭加劇所帶來的挑戰。我們預計 FY2024 和 FY2025 年公司營收將達到 588.19 億美元和 848.53 億美元，淨利潤分別為 270.56 億美元和 398.8 億美元。中性條件下假設估值保持在合理的中樞水平，樂觀條件下考慮降息所帶來的估值溢價，則給予 36-40 倍 PE，對應目標價為 582.95-647.73 美元。

風險提示

美聯儲加息風險；宏觀經濟下行風險；AI 進展不及預期；技術路徑迭代風險；產能擴張不及預期；AI 芯片競爭格局惡化；AI 芯片禁令升級；地緣政治風險。

分析師

Huang Hongchang

SFC CE NO. BRO 307

jasonhuanghc@futu.hk

聯系人

Chancy Chen

chancychen@futunn.com

Alex Xiao

alex.xiao@futunn.com

市場數據

NVDA.O	英偉達
日期	2023/11/22
當前價	499.44
總股本	24.7 億
流通股本	24.7 億
52 周最高/最低價(美元)	505.48/138.79
近 1 月絕對漲幅	14.82%
近 12 月絕對漲幅	270.26%

數據來源：Wind，富途證券

股價表現

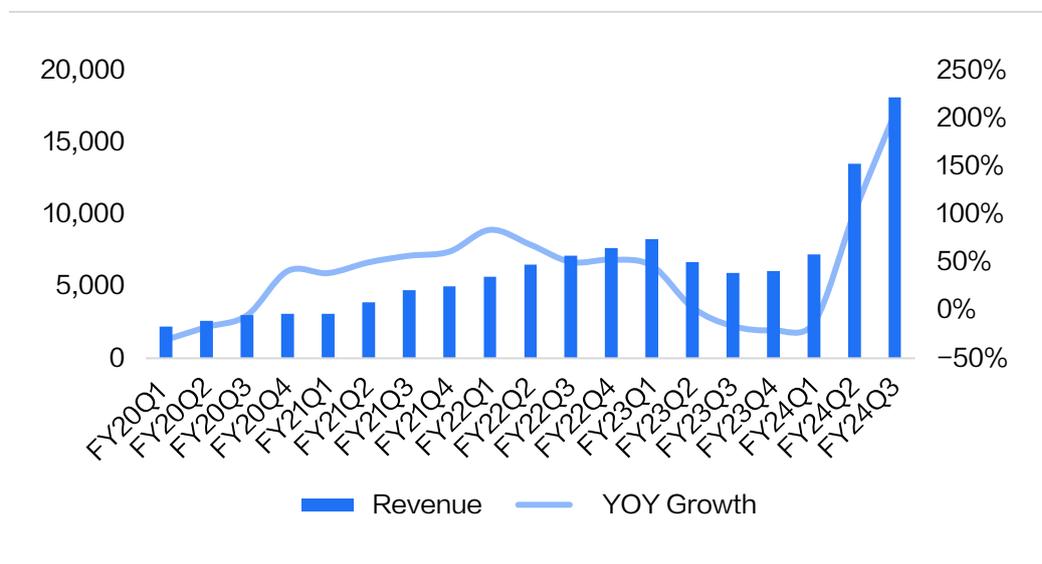


數據來源：Wind，富途證券

1、業績大超預期，利潤率創歷史新高

營收遠超業績指引和市場預期。 FY24Q3 公司營收達到 181.2 億美元，YoY+206%，遠超公司業績指引給出的 156.8 億到 163.2 億美元的區間，同時也遠超彭博一致預期的 160.9 億美元。本季度公司的營收增長主要受數據中心業務的增長驅動。

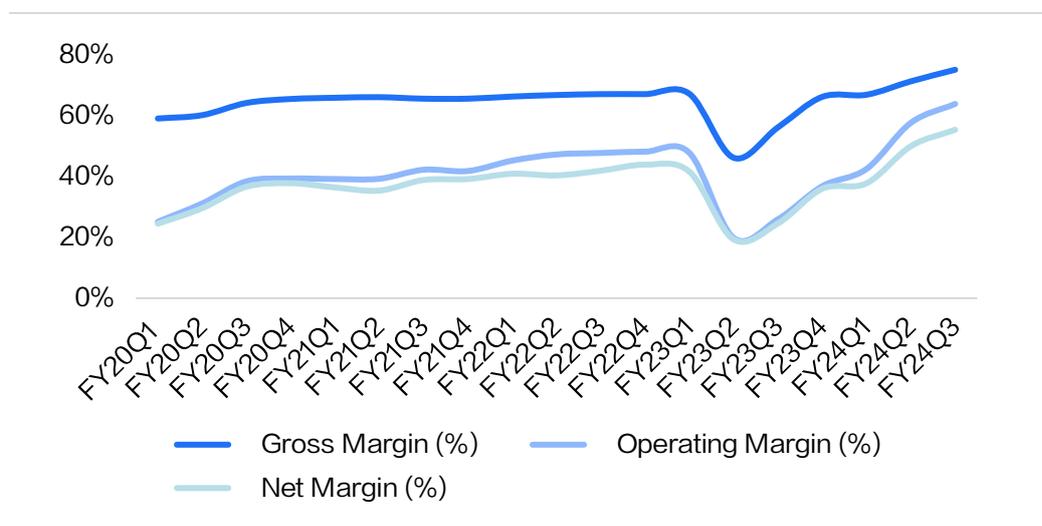
圖 1: FY20Q1-FY24Q3 公司營收及同比增速 (百萬美元; %)



資料來源：公司官網，富途證券

公司利潤翻倍增長，利潤率再創新高。 FY24Q3 公司的毛利率提升至 75%，創下歷史新高，環比提升 3.8%，遠高于 72%-73% 的指引區間，主要受益于數據中心業務占比的提升，大量的軟件類產品推動毛利率的增長。Non-GAAP 經營利潤為 115.57 億美元，YoY+652.41%，Non-GAAP 經營利潤率為 63.78%，Non-GAAP 淨利率為 55.3%，均創下歷史新高。Non-GAAP 稀釋後 EPS 為 4.02 美元，YoY+593.1%，大幅超出彭博一致預期的 3.36 美元。

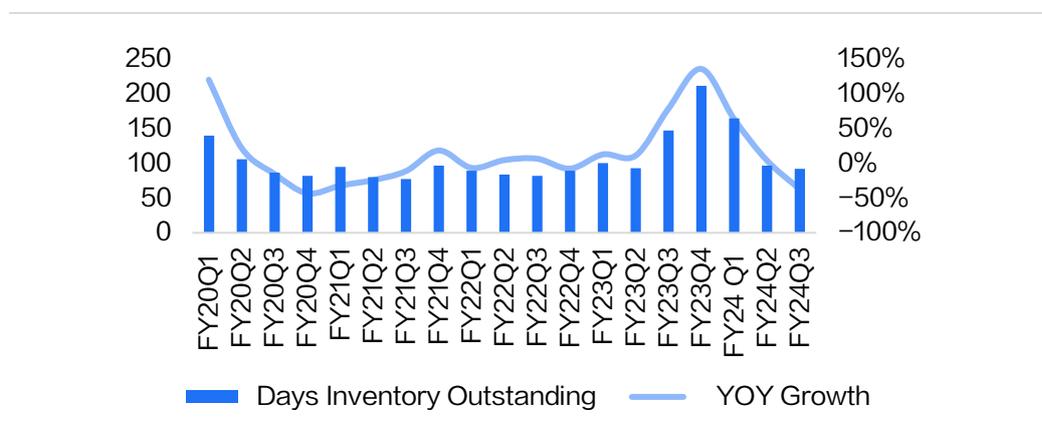
圖 2: FY20Q1-FY24Q3 公司利潤率 (%)



資料來源：公司官網，富途證券

公司存貨周轉天數連續四個季度下降。FY24Q3 公司存貨周轉天數持續下降至 92.14，表明公司存貨正處在健康水平。

圖 3: FY20Q1-FY24Q3 公司存貨周轉天數 (天; %)



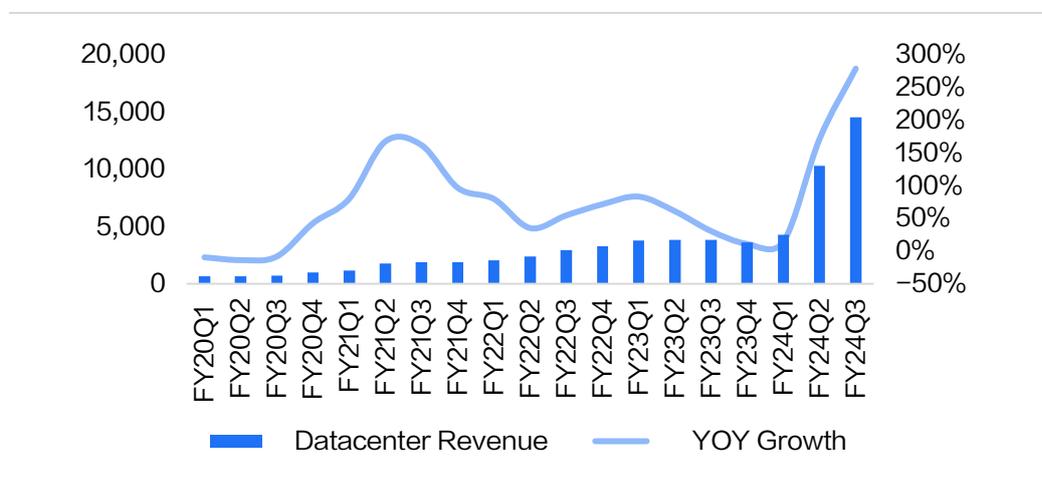
資料來源：公司官網，富途證券

2、數據中心業務繼續保持強勁增長，軟硬生態優勢打造新增長點

受益于激增的 AI 需求，數據中心業務翻倍增長。FY24Q3 公司數據中心業務營收為 145.14 億美元，YoY+279%，QoQ+38%，大幅超出彭博一致預期的 128.2 億美元，為本季度公司營收的主要驅動力，反映了基于 Hopper 和 Ampere 架構的生成式 AI 和大語言模型引擎的 HGX 平臺需求強勁。客戶主要來源于大型雲服務提供商和消費類互聯網公司，其中大型雲服務提供商貢獻了約一半的收入，而來自消費類互聯網公司收入增速超過了整體增速，約占數據中心收入的一半，包括 Meta、Adobe、Databricks、Snowflake 等公司。

英偉達 H100 Tensor Core GPU 需求強勁，公司在每個季度都大幅增加供給以滿足強勁的需求，預計明年依然會持續加大供給。

圖 4: FY20Q1-FY24Q3 公司數據中心業務收入及同比增速 (百萬美元; %)

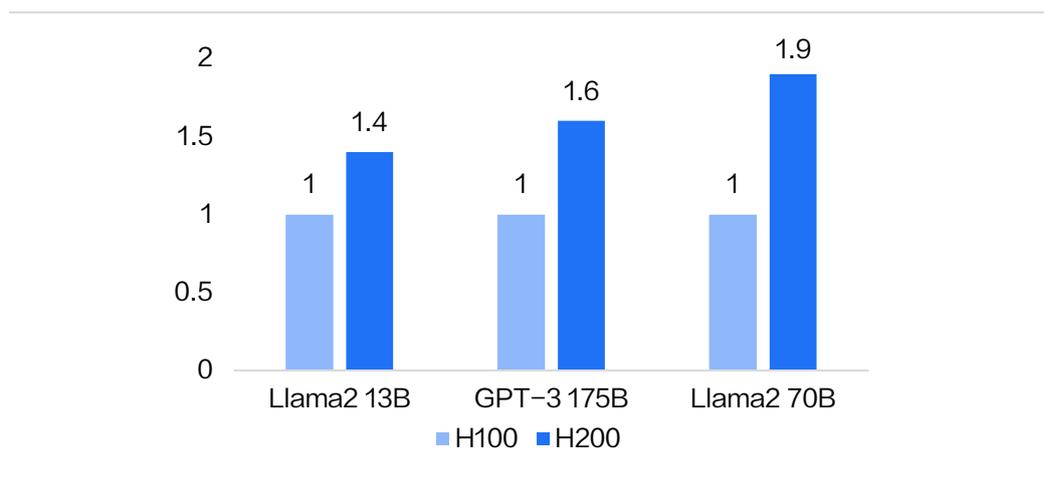


資料來源：公司官網，富途證券

AI 芯片禁售令將導致禁售地區的銷售額在四季度大幅下降，未來的不確定較高。在過去幾個季度中國及其他受影響地區大致貢獻了 20%-25% 的數據中心收入，即約占公司總營收的 16-20%。預計這些受限地區的銷售額將在四季度大幅下降。公司先前已發布三款改良版芯片以滿足監管需求，分別是 HGX H20、L20 PCIe 和 L2 PCIe，用于 AI 模型訓練的 HGX H20 在帶寬、計算速度等方面均有所限制，整體算力較 H100 下降 80%，甚至不如中國國產芯片，主要優勢在于英偉達成熟的軟件生態。目前改良版芯片仍需要向美國政府申請許可證，定價和量產時間仍未確定，對未來收入貢獻的不確定性較高。短期來看，其他地區的收入強勁增長有望抵消芯片禁令所帶來的負面影響。

新發布 GPU 芯片 H200 推理速度翻倍，英偉達在 AI 芯片領域依然保持絕對的優勢地位。新的 H200 GPU 是當前 H100 的升級產品。新的 GPU 首次使用名為 HBM3e 的內存規格，使得 H200 GPU 的內存帶寬從 H100 的每秒 3.35TB 提高到 4.8TB，總內存容量從前代產品的 80GB 提高了 141GB。與 A100 相比，帶寬增加了 2.4 倍，容量幾乎翻倍。性能方面，H200 較 H100 提高了 60% 至 90%，Llama 2 的推理速度幾乎翻倍。H200 預計將於 2024 年第二季度上市，將與 AMD 的 MI300X GPU 展開競爭。當前 AI 芯片競爭日趨激烈，但英偉達憑借硬件的先發優勢、成熟的供應鏈和 CUDA 生態優勢，依然保持絕對領先的市場地位。

圖 5：英偉達 H200 芯片與 H100 芯片性能對比（倍數）



資料來源：公司官網，富途證券

加速計算平臺升級、定制化人工智能企業服務、NVIDIA AI Enterprise 軟件堆棧服務、主權 AI 雲等將成為數據中心業務的增長點。全球正在從通用計算向加速計算轉型升級，數據中心的資本開支正逐步聚焦于加速計算和生成式 AI。目前全球已經安裝了一萬億美元價值的數據中心，分布在雲端、企業和其他領域，預計通用服務器市場投資將逐步下滑，AI 服務器投資將持續增長，英偉達的 AI 產品將迎來巨大的市場空間，推動數據中心業務持續增長。同時，考慮到企業有定制化 AI 服務的需求，英偉達將通過提供軟件硬件服務（包括 DGX Cloud 等）為公司打造定制化的人工智能，部署在英偉達 DGX Cloud 上，目前已與 SAP、ServiceNow、Dropbox、Getty 等公司已經展開合作，盈利模式采用授權訂閱的方式，與雲計算廠商類似。此外，隨著主權國家對算力投資的持續加大，未來幾年有望出現服務于主權國家人工基礎設施市場的數十億美元的需求，主要是基于 Grace Hopper 產品綫建造的超級計算機。公司正在擴大供應鏈以滿足全球市場需求，通過搭建 GPU、CPU、網絡、人工智能代工服務和英偉達企業軟件等生態鏈，為公司業績提供新的增長動力。

3、返校季驅動游戲業務增長超預期，專業可視化和汽車業務均迎來增長

游戲業務增長超預期。 FY24Q3 公司游戲業務營收 28.56 億美元，YoY+81%，QoQ+15%，超出彭博一致預期的 27 億美元。游戲業務增長超預期，主要原因是渠道庫存水平正常化後進貨需求增加，同時，筆記本電腦 GPU 在返校季的迭代升級中迎來進一步的銷售增長，其中以 RTX40 為主。但改季節性因素的積極影響並不會持續到四季度，因此預計四季度游戲業務的增速將會回落。

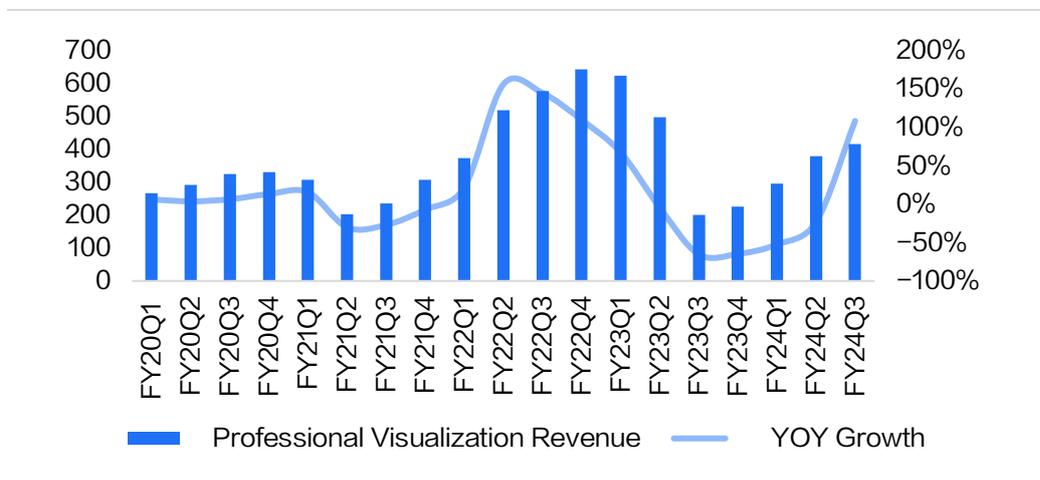
圖 5: FY20Q1-FY24Q3 公司游戲業務收入及同比增速 (百萬美元; %)



資料來源：公司官網，富途證券

FY24Q3 公司專業可視化業務營收為 4.16 億美元，同比增長 108%，環比增長 10%，業務營收同比由降轉增反映了庫存水平正常化後渠道進貨需求增長，而環比增長則是受到 Ada 架構企業工作站和 RTX 產品的強勁需求增長推動。同時，基於 Ada Lovelace GPU 架構的筆記本工作站產量增長。

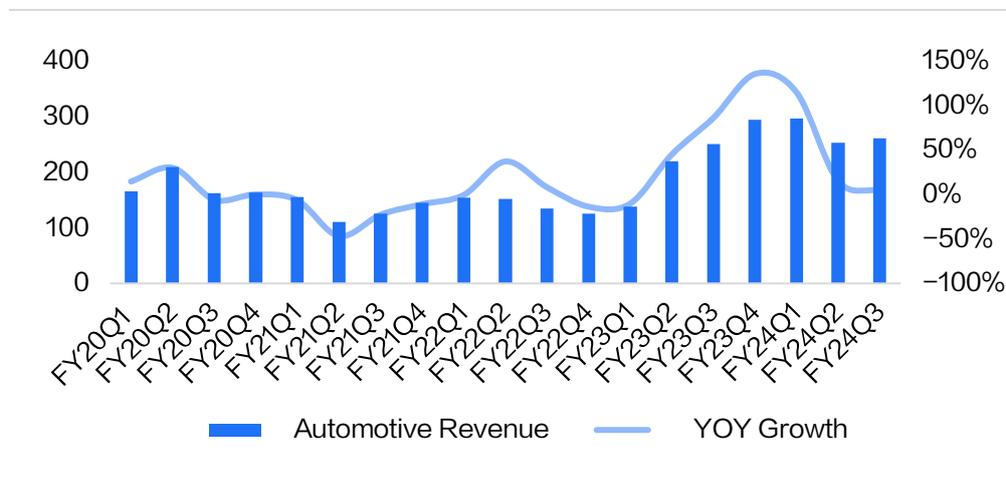
圖 6: FY20Q1-FY24Q3 公司專業可視化業務收入及同比增速 (百萬美元; %)



資料來源：公司官網，富途證券

FY24Q3 公司汽車業務營收為 2.61 億美元，同比增長 4%，環比增長 3%，不及彭博一致預期，主要由于汽車座艙解決方案和自動駕駛平臺銷售的增長。由于當前汽車行業銷售低迷，汽車業務增長有限。

圖 7: FY20Q1-FY24Q3 公司汽車業務收入及同比增速 (百萬美元; %)



資料來源：公司官網，富途證券

4、公司業績增長確定性高，軟硬生態優勢將驅動數據中心業務高速增長

本季度公司業績大幅超預期，利潤翻倍增長。業績指引方面，公司預計 FY24Q4 營業收入中值為 200 億美元，營收範圍在 196 億到 204 億美元之間，預計實現同比約 231% 的增長，營收增速較三季度進一步加快，超出一致預期的 179 億美元。利潤方面，預計四季度 Non-GAAP 毛利率中值為 75.5%，預計在 75% 到 76% 的區間，繼續創新高。預計四季度 Non-GAAP 經營費用為 22 億美元，同比增長 24%。

當前 AI 芯片競爭日趨激烈，但英偉達憑借硬件的先發優勢、成熟的供應鏈和 CUDA 生態優勢，依然保持絕對領先的市場地位。加速計算平臺升級、定制化人工智能企業服務、NVIDIA AI Enterprise 軟件堆棧服務、主權 AI 雲等將成為數據中心業務的增長點。公司未來業績增長依然受數據中心業務的高速增長驅動，雲服務廠商及大型消費互聯網巨頭在 AI 方面的資本開支增長將成為公司業績的最主要驅動力。當前公司業績風險點主要在于 AI 芯片禁售令所帶來的負面影響以及 AI 芯片競爭加劇所帶來的挑戰。我們預計 FY2024 和 FY2025 年公司營收將達到 588.19 億美元和 848.53 億美元，淨利潤分別為 270.56 億美元和 398.8 億美元。中性條件下假設估值保持在合理的中樞水平，樂觀條件下考慮降息所帶來的估值溢價，則給予 36-40 倍 PE，對應目標價為 582.95-647.73 美元。

風險提示

美聯儲加息風險；宏觀經濟下行風險；AI 進展不及預期；技術路徑迭代風險；產能擴張不及預期；AI 芯片競爭格局惡化；AI 芯片禁令升級；地緣政治風險。

研究報告免責聲明

| 一般聲明 |

本報告由富途證券國際(香港)有限公司(“富途證券”)編制。本報告之持有者透過接收及/或觀看本報告(包含任何有關的附件),表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告,并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成違反有關法律。

未經富途證券事先以書面同意,本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)復制,復印或儲存,或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。富途證券對因使用本報告中包含的材料而導致的任何直接或間接損失概不負責。

本報告內的資料來自富途證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源,惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息,并可能受送遞延誤,阻礙或攔截等因素所影響。富途證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性,準確性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途證券及其關連公司(統稱“富途集團”)均不會就由于任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限于任何直接的,間接的,隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映富途證券或其關連公司的立場,亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改,富途證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

本報告祇為一般性提供數據之性質,旨在供富途證券之客戶作一般閱覽之用,而非考慮任何某特定收取者的特定投資目標,財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為富途集團的任何成員作出提議,建議或徵求購入或出售任何證券,有關投資或其它金融證券。本報告所提及之產品未必適合所有投資者,閱覽本報告的人士應在作出任何投資決策時須充分考慮相關因素并尋求專業建議。

本報告提供給某接收人是基于該接收人被認為有能力獨立評估投資風險并就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指,投資決策是投資者自身基于對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

本報告由受香港證券和期貨委員會監管的富途證券于香港提供。香港的投資者若有任何關於富途證券研究報告的問題請直接聯系富途證券。本報告作者所持香港證監會牌照的中央編號已披露在報告首頁的作者姓名旁。

本報告中的任何內容均不得解釋為購買或出售證券的要約或邀請。任何決定購買本研究報告中所提及的證券都應考慮到現有的公開信息,包括任何有關此類證券的招股說明書等。

| 分析員保證 |

主要負責撰寫本報告的分析員確認(i)本報告所表達的意見都準確地反映他/她對本研究報告所評論的上市法團的個人觀點;及(ii)他/她過往,現在或將來,直接或間接,所收取之報酬沒有任何部份是與他/她在本報告所表達之特別推薦或觀點有關連的。

分析員確認分析員本人及其有聯系者均沒有在研究報告發出前30日內及在研究報告發出後3個營業日內交易報告內所述的上市法團及其相關證券。

| 利益披露聲明 |

報告作者為香港證監會持牌人士,分析員本人或其有聯系者并未擔任本研究報告所評論的上市法團高級管理人員,也未持有其任何財務權益。

本報告中,富途證券并無持有該上市公司市值的1%或以上的任何財務權益,在過去12個月內與該公司并無投資銀行關係。本公司員工均非該上市公司的雇員。

| 可用性 |

對部分的司法管轄區或國家而言,分發,發行或使用本報告會抵觸當地法律,法則,規定,或其它注册或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

此處包含的信息是基于富途證券認為之準確的來源。富途證券(或其附屬公司或員工)可能在相關投資產品中擁有頭寸及交易。富途集團及/或相關人士對投資者因使用本報告或依賴其所載資訊而引起的一切可能損失,概不承擔任何法律責任。

有關不同產品風險的詳細信息,請訪問<http://www.futuhk.com>