

# 电子

## NV链观点：放下供应链短期博弈，拥抱需求端大海星辰，享受景气度向上趋势-海外科技周跟踪

### 投资要点：

➤ 本周纳斯达克综合指数上涨 1.13%，费城半导体下跌 0.59%

周三是美股 11 月最后一个完整交易日，当日出现普跌，科技、软件方面受累戴尔、惠普、CrowdStrike 等公司财报不佳影响，纳指及纳指 100 跌近 1% 领跌。周四，彭博社报道拜登政府虽考虑进一步限制向中国出售半导体设备及人工智能内存芯片，但不会采取此前提出的一些更严厉措施。禁令弱于预期之下，周五芯片股普涨，费城半导体指数收涨 1.52%，阿斯麦收涨 2.41%，科磊收涨 2.36%，应用材料收涨 1.98%。具体来看：半导体板块中，西部数据周涨幅 9.88%，英伟达周跌幅 2.61%，台积电周跌幅 2.85%；互联网板块中，亚马逊周涨幅 5.46%，阿里巴巴周涨幅 5.10%，拼多多周跌幅 3.51%；软件板块中，甲骨文周跌幅 3.87%，CrowdStrike 周跌幅 7.06%，Snowflake 周涨幅 4.40%。

➤ NV链观点：放下供应链短期博弈，拥抱需求端大海星辰，享受景气度向上趋势

下半年以来，Blackwell 延误风波起起落落。The information 曾在 8 月报道 Blackwell 出现了设计问题，并预计大量出货或将延迟至明年 Q1。11 月该媒体又报道 Blackwell 处理器安装在高容量服务器机架时面临着过热的挑战，热问题导致了设计变更和延迟。但作为一个内置七种定制芯片，拥有液冷或风冷两种温控方案，拥有 NVLink8、NVLink36 或 NVLink72、以及 X86 或 Grace 的复杂系统，将其集成到全球的数据中心中难度确实很大。我们认为供应节奏上出现短暂的波动应属正常现象。

从需求端情况来看，长期方向上以 OpenAI o1 为代表的新模型范式，通过思维链深化模型推理能力、强化学习突破 LLM 推理极限，进一步打开了推理算力的需求空间。中期来看，当前英伟达数据中心业务收入中云服务提供商贡献 50% 左右，而云服务提供商强劲的资本开支展望是对算力需求增长的有力支撑。短期来看，Blackwell 不仅将在本季度开始出货，且有可能超出此前预计实现数十亿美元收入的指引。我们认为终端服务器出货有明确指引的情况下，对供应链上游的需求不应过分担忧。

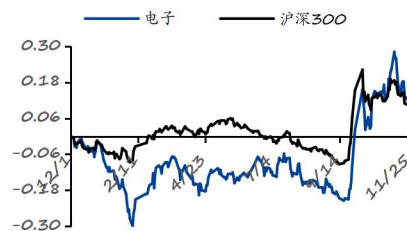
从上游供应链情况来看：服务器代工方面，富士康在美国、墨西哥以及台湾设立新工厂，扩大 Blackwell 测试及生产规模。墨西哥工厂将于明年年初开始生产，台湾工厂将于 12 月开始生产。高速铜缆方面，沃尔核材 224G 产品批量供应良率稳定，且持续加码芯线机、绕包机产能。光模块方面，以太网 800G 需求旺盛，1.6T 逐步上量，行业总体需求将进一步增长。我们认为算力硬件板块当前正处于 GPU 迭代驱动下的景气加速阶段，建议重点关注 GB200 驱动下高业绩弹性环节。

➤ 戴尔科技：AI 服务器订单持续增长，客户等待 Blackwell 芯片

公司第三季度营收增长 10% 至 243.7 亿美元，低于预期的 245.9 亿美元；调整后运营利润 22 亿美元，低于预期的 21.6 亿美元；调整后 EPS 2.15 美元，高于预期的 2.05 美元。分业务来看，包含了 AI 服务器、存储、网络组件以及传统服务器的 ISG 业务营收增长 34% 至 113.7 亿美元，高于预期的 113.4 亿美元。向消费者和企业销售个人电脑和笔记本电脑的 CSG 业务销售额同比下降 1% 至 121 亿美元，不及市场预期。公司预计第四财季营业收入将在 240-250 亿美元之间，指引低

## 强于大市（维持评级）

### 一年内行业相对大盘走势



### 团队成员

分析师：陈海进(S0210524060003)  
chj30590@hfzq.com.cn  
联系人：解承堯(S0210124060048)  
xycy30602@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、产业趋势向上+政策催化，重视消费电子加仓窗口——消费电子系列跟踪——2024.11.30
- 2、AI 玩具市场火爆，成为 AI to C 赛道最具潜力的方向-算力周跟踪——2024.11.28



于市场预期的 255.7 亿美元，预计调整后 EPS 为 2.5 美元，低于市场预期的 2.65 美元。

ISG 业务中，表现最强的是其服务器和网络子部门，其中也包括了 AI 系统，该部门当季收入增长 58% 至 74 亿美元。第三财季戴尔共交付了 29 亿美元的 AI 服务器，当季客户已预订的 AI 服务器订单达到 36 亿美元，所有类型客户订单都在增长。展望后续节奏，戴尔高管表示部分客户需求正在转移到后几个季度，等待英伟达 Blackwell 芯片。但对整体 AI 增长趋势，公司认为当前仍处于企业学习如何部署 AI 的初期阶段，没有放缓的迹象。

虽然今年 PC 市场出现了复苏迹象，但据 IDC 10 月报告显示，第三季度 PC 出货量再次下滑。公司个人电脑业务下降 1% 至 121 亿美元，低于预期。结构上来看，商业客户为员工购买个人电脑的金额同比增长 3% 至 101 亿美元，但面向消费的个人电脑销售额同比则大幅下降 18% 至 20 亿美元。

#### ➤ 建议关注

光模块：中际旭创、新易盛、天孚通信

铜连接：沃尔核材、神宇股份

PCB：沪电股份、胜宏科技

服务器及零部件：工业富联、英维克、高澜股份、麦格米特

#### ➤ 风险提示

AI 应用进展不及预期、行业竞争加剧、全球贸易摩擦风险



图表 1: 海外科技股股价本周复盘 (1125-1129)

板块	代码	公司	市值	单位	股价涨跌幅			
					本周	本月	本年	
半导体	NVDA.O	英伟达公司	33,857	亿美元	-2.61%	4.14%	179.23%	
	TSM.N	台湾积体电路制造股份有限公司	9,578	亿美元	-2.85%	-3.09%	79.50%	
	AVGO.O	Broadcom Inc.	7,570	亿美元	-1.31%	-4.53%	46.76%	
	AMD.O	Advanced Micro Devices, Inc.	2,226	亿美元	-0.85%	-4.79%	-6.94%	
	TXN.O	德州仪器公司	1,834	亿美元	1.53%	-1.05%	21.29%	
	QCOM.O	高通公司	1,761	亿美元	1.11%	-2.60%	11.19%	
	AMAT.O	应用材料公司	1,440	亿美元	-0.10%	-3.56%	8.64%	
	ARM.O	Arm Holdings plc	1,411	亿美元	-1.25%	-4.96%	78.71%	
	MU.O	美光科技公司	1,091	亿美元	-4.57%	-1.71%	15.12%	
	ADI.O	亚德诺半导体技术有限公司	1,082	亿美元	1.61%	-2.27%	11.21%	
	INTC.O	英特尔公司	1,037	亿美元	-1.84%	11.76%	-51.50%	
	LRCX.O	拉姆研究公司	951	亿美元	1.71%	-0.63%	-5.01%	
	MRVL.O	Marvell Technology, Inc.	803	亿美元	0.19%	15.70%	54.24%	
	NXPI.O	NXP Semiconductors N.V.	583	亿美元	1.32%	-2.19%	1.10%	
	MCHP.O	微芯科技公司	366	亿美元	2.22%	-6.45%	-22.69%	
	ON.O	On Semiconductor Corporation	303	亿美元	2.15%	0.89%	-14.86%	
	WDC.O	西部数据公司	252	亿美元	9.88%	11.76%	39.37%	
	MBLY.O	Mobilye Global Inc.	146	亿美元	0.45%	32.62%	-58.33%	
	互联网	AMZN.O	亚马逊公司	21,860	亿美元	5.46%	11.53%	36.82%
		GOOGL.O	Alphabet Inc.	20,681	亿美元	2.54%	-1.26%	21.25%
META.O		Meta Platforms, Inc.	14,499	亿美元	2.71%	1.19%	62.74%	
NFLX.O		奈飞公司	3,791	亿美元	-1.22%	17.30%	82.14%	
BABA.N		阿里巴巴集团控股有限公司	2,088	亿美元	5.10%	-10.83%	15.17%	
BOOK.O		Booking Holdings Inc.	1,722	亿美元	0.48%	11.24%	47.70%	
UBER.N		优步科技有限公司	1,515	亿美元	0.63%	-0.12%	16.88%	
PDD.O		拼多多控股公司	1,341	亿美元	-3.51%	-19.93%	-34.00%	
ABNB.O		Airbnb, Inc.	850	亿美元	-0.90%	0.98%	-0.02%	
CVNA.N		Carvana Co.	541	亿美元	0.41%	5.30%	391.92%	
RBLX.N		Roblox Corporation	329	亿美元	1.52%	-3.07%	9.65%	
EBAY.O		eBay Inc.	303	亿美元	0.50%	10.51%	47.91%	
RDDT.N		Reddit, Inc.	247	亿美元	-4.08%	17.93%	313.79%	
EXPE.O		Expedia Group, Inc.	237	亿美元	-0.16%	18.11%	21.63%	
MTCH.O		Match Group, Inc.	82	亿美元	3.85%	-9.13%	-10.30%	
软件	MSFT.O	微软公司	31,484	亿美元	1.55%	4.42%	13.45%	
	ORCL.N	甲骨文股份有限公司	5,122	亿美元	-3.87%	10.13%	77.46%	
	CRM.N	赛富时公司	3,155	亿美元	-3.52%	13.25%	25.96%	
	SAP.N	SAP SE	2,773	亿美元	0.57%	1.69%	55.63%	
	NOW.N	ServiceNow, Inc	2,165	亿美元	-1.05%	12.48%	48.54%	
	CRWD.O	CrowdStrike Holdings, Inc.	852	亿美元	-7.06%	16.54%	35.50%	
	SNOW.N	Snowflake Inc.	577	亿美元	4.40%	52.24%	-12.16%	
	DDOG.O	Datadog, Inc.	519	亿美元	-1.34%	21.77%	25.84%	
	ZS.O	Zscaler, Inc.	317	亿美元	-2.07%	14.27%	-6.76%	
	MDB.O	MongoDB, Inc.	238	亿美元	-3.01%	19.26%	-21.12%	
	CFLT.O	Confluent, Inc.	101	亿美元	-2.16%	17.84%	31.79%	

来源: iFinD, 华福证券研究所

注: 以上市值、涨跌幅信息截至各地区 2024 年 11 月 29 日



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn