

英伟达(NVIDIA) (NVDA.O)

买入

FY2025Q1 点评：收入盈利持续强劲，Blackwell 平台预计 Q2 出货

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 FY25Q1 整体财务表现及指引强劲。①**整体：**英伟达 FY25Q1 收入 260 亿美元(同比+262%，环比+18%)，高于公司此前 240 (±2%) 亿美元的指引范围。GAAP 毛利率 78.4% (同比+13.8pcts，环比+2.4pcts)。营业利润同比+690%至 169 亿美元，GAAP 净利润同比+628%至 149 亿美元。②**分业务：**数据中心营收 226 亿美元 (同比+427%，环比+23%)，游戏营收 26.5 亿美元 (同比+18%，环比-8%)，专业可视化业务营收 4.3 亿美元 (同比+4%，环比-8%)，汽车营收 3.3 亿美元 (同比 11%，环比+17%)。③**财务指引：**对于 FY25Q2，公司营收指引为 280 亿美元 (±2%)。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 74.8%和 75.5% (±50 个基点)，全年预计约 75%。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 40 亿与 28 亿美元。④**6 月 10 日将以 10 比 1 拆股。**

业务亮点：①**数据中心业务强劲，预计 Q2 开始网络业务恢复连续增长：**本季度数据中心计算收入同比增长了 5 倍以上，网络收入增长了 3 倍以上。NVIDIA 全面布局 NVLink、InfiniBand、以太网三种网络计算方案。同时，新 Spectrum-X 以太网解决方案 AI 网络性能是传统方案的 1.6 倍，预计一年内达到数十亿美元的收入。②**垂类行业快速发展，汽车将成为数据中心最大垂直行业：**一季度大型云厂商贡献了数据中心 45%的收入，消费者互联网、汽车等行业增长快速。汽车行业预计将带来数十亿美元收入，主权 AI 今年收入预计达到近十亿美元。③**新产品 Blackwell 平台预计 Q2 出货，今年将显著贡献业绩。**NVIDIA 推出的下一代 AI 工厂平台 Blackwell 提供比 H100 快 4 倍的训练速度和快 30 倍的推理速度，专为万亿参数规模的人工智能而设计。Blackwell 支持多种配置，包括风冷和液冷系统，与 x86 Grace CPU 兼容，支持 InfiniBand 和新的 Spectrum-X 以太网。

投资建议：考虑到公司出色的产品力与 AI 带来强劲需求，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 财年公司收入为 1124/1351/1517 亿美元 (前值 1060/1198/1313 亿美元)，上调 2025-2027 财年公司净利润为 631/773/888 亿美元 (前值 550/626/701 亿美元)，维持“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)	26,974	60,922	112,409	135,130	151,712
(+/-%)	0.2%	125.9%	84.5%	20.2%	12.3%
归母净利润(百万美元)	4,368	29,760	63,152	77,316	88,847
(+/-%)	-55.2%	581.3%	112.2%	22.4%	14.9%
EPS (美元)	1.77	12.08	25.63	31.38	36.06
EBIT Margin	20.7%	54.1%	64.8%	64.9%	65.2%
净资产收益率 (ROE)	19.8%	69.2%	60.1%	42.6%	33.0%
市盈率 (PE)	536	79	37	30	26
EV/EBITDA	331	69	31	25	21
市净率 (PB)	106	54	22	13	9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：CY2024 基本与 FY2025 财年重合，表格中 2024E 对应 FY2025E，依次类推。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：张伦可 联系人：刘子譞
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn liuzit@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	1100.00 - 1300.00 美元
收盘价	950 美元
总市值/流通市值	23393/23393 亿美元
52 周最高价/最低价	974/311 美元
近 3 个月日均成交额	480 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

- 《英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) -FY2024Q4 点评：收入盈利持续强劲，数据中心业务中推理占比 40%》——2024-02-23
- 《英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) -FY2024Q3 点评：数据中心业务保持强劲，AI 应用端进展将成为后续重点》——2023-11-23
- 《英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) -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》——2023-08-31

财报表现

主要观点：①**全面布局三类网络连接方案，预计网络业务从 Q2 恢复连续增长：**NVIDIA 将推进 NVLink、InfiniBand、以太网三种网络计算结构，预计会看到新的交换机、网卡、功能、软件栈在这三种设备上运行。同时，针对 AI 优化的 Spectrum-X 以太网新网络解决方案，为 AI 处理提供比传统以太网高 1.6 倍的网络性能，预计将在一年内跃升为价值数十亿美元的产品线。②**汽车将成为数据中心最大的垂直行业，主权人工智能预计今年收入十亿美元。**一季度大型云厂商贡献了数据中心 45% 的收入，另外生成式人工智能已经扩展到消费者互联网、主权人工智能、汽车和医疗保健等企业客户。今年汽车行业将成为数据中心领域最大的垂直企业，在本地和云消费领域带来数十亿美元的收入机会，主权人工智能收入今年可以接近数十亿美元。③**Blackwell 计划二季度出货，预计今年能带来显著贡献。**Blackwell 作为 NVIDIA 推出的下一代人工智能工厂平台，其架构提供的训练速度比 H100 快 4 倍，推理速度比 H100 快 30 倍，能在万亿参数的大型语言模型上实现实时生成 AI。④**推理需求占到过去一年数据中心收入的 40%：**预计推理能力将随着模型复杂度、用户数量和每用户查询次数的增加而扩大。

①**整体看：**FY25Q1 收入 260 亿美元（同比+262%，环比+18%），收入的增长反映了各行业对数据中心特别是 NVIDIA Hopper GPU 计算平台的持续强劲需求。

GAAP 毛利率 78.4%（同比+13.8pcts，环比+2.4pcts），较去年同期大幅增长主要因由 Hopper GPU 推动的数据中心营收增长强劲，同时一季度也受益于组件的成本降低。营业利润同比+690%至 169 亿美元，GAAP 净利润同比+628%至 149 亿美元。

②分业务看：

◆ **数据中心：**营收 226 亿美元（同比+427%，环比+23%）。其中计算业务收入 194 亿美元，同比 478%、环比 29%，网络连收入 31 亿美元，同比 242%、环比-5%。

① **收入驱动：**主要得益于对 NVIDIA Hopper GPU 计算平台的持续强劲需求。与去年相比，计算收入增长了 5 倍以上，网络收入增长了 3 倍以上。预计网络业务将在第二季度恢复连续增长。

② **推理需求增长快速：**在过去的一年里，大约 40% 的数据中心收入来自 AI 推理。随着模型越来越大，推理的量也在增加。

③ **分客户类型：**以企业和消费者互联网公司为首，随着大规模部署和提升 NVIDIA AI 基础设施，大型云提供商占数据中心收入的 45% 左右。

④ **分行业：**除了云服务提供商，生成式人工智能已经扩展到消费者互联网公司和企业、主权人工智能、汽车和医疗保健客户，垂类行业汽车、消费互联网提升迅速。英伟达支持特斯拉将其训练 AI 集群扩展到 35000 个 H100 GPU，今年汽车行业将成为数据中心领域最大的垂直企业，在本地和云消费领域带来数十亿美元的收入机会。本季度 Meta 发布了最新的大型语言模型 Llama 3，该模型是在 24000 个 H100 GPU 集群上进行训练的。

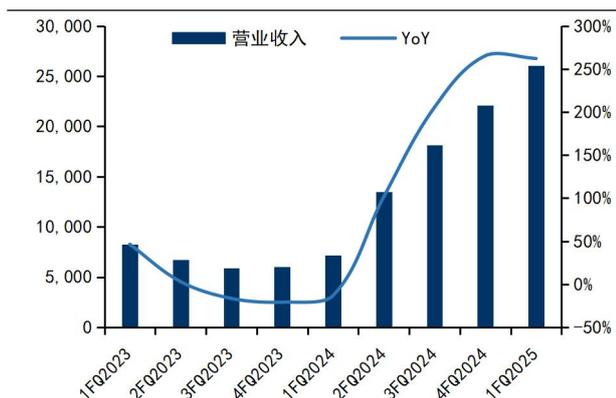
⑤ **分区域：**各国正在通过各种模式建立国内计算能力，主权人工智能收入今年可以接近数十亿美元。比如日本计划向 KDDI、樱花互联网(Sakura Internet)和软银(SoftBank)等主要数字基础设施提供商投资逾 7.4 亿美元以建设国家自主的人工智能基础设施。在中国区域推出了替代的 H20，但是在中国的业务收入远远低于过去的水平。

⑥ **预计将于今年 Q2 实现 H200 出货**：H200 搭载 HBM3e 高显存与带宽，拥有 141GB 显存、4.8TB/秒带宽，相比于 H100 容量接近翻倍，缓存带宽 1.4 倍。H200 的推理性能几乎是 H100 的两倍。

⑦ **新产品**：下一代人工智能工厂平台 Blackwell，其 GPU 架构提供的训练速度比 H100 快 4 倍，推理速度比 H100 快 30 倍，并能在万亿参数的大型语言模型上实现实时生成 AI。Blackwell 将于二季度生产，预计客户在四季度建立数据中心，财报会表示今年能在收入端看到明显体现。针对 AI 优化以太网网络解决方案 Spectrum-X 使纯以太网数据中心能够适应大规模人工智能，预计将在一年内跃升为价值数十亿美元的产品线。

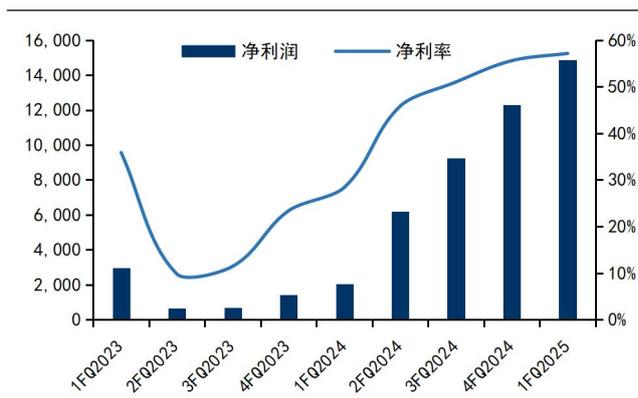
- ◆ **游戏与 PC**：营收 26.5 亿美元（同比+18%，环比-8%），主要收季节性因素影响，GeForce RTX 超级 GPU 终端需求和渠道库存健康。近日，NVIDIA 和微软宣布了针对 Windows 的 AI 性能优化，使 LLM 在 NVIDIA GeForce RTX AI PC 上的运行速度提高了 3 倍。
- ◆ **专业可视化**：营收 4.27 亿美元（同比+45%，环比-8%），生成式人工智能和全方位工业数字化将推动下一波专业可视化的发展。
- ◆ **汽车**：营收 3.29 亿美元（同比+11%，环比+17%），环比增长主要得益于与全球 OEM 客户合作的 AI 驾驶舱解决方案的增长。

图1：英伟达季度收入与 YoY（百万美元、%）



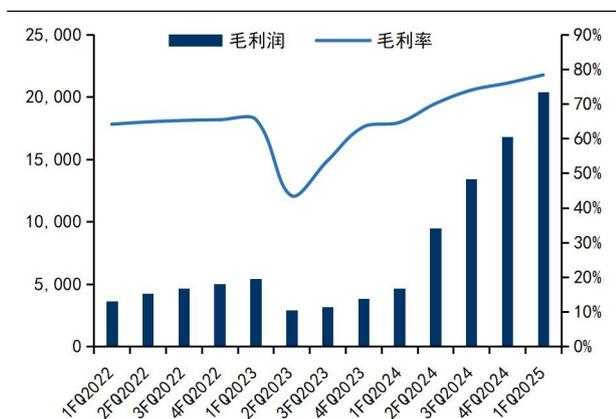
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：英伟达季度销售净利润与净利率（百万美元、%）



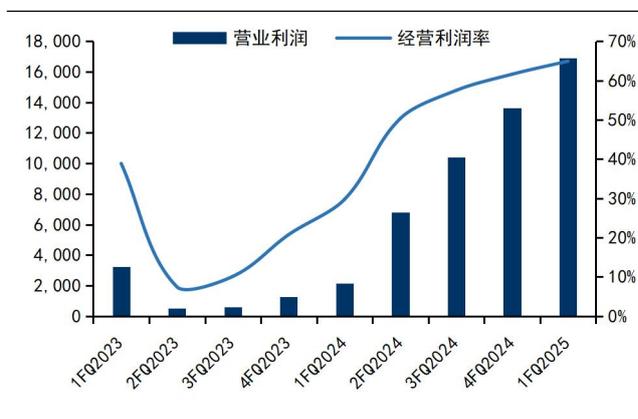
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图3：英伟达季度毛利润与毛利率（百万美元、%）



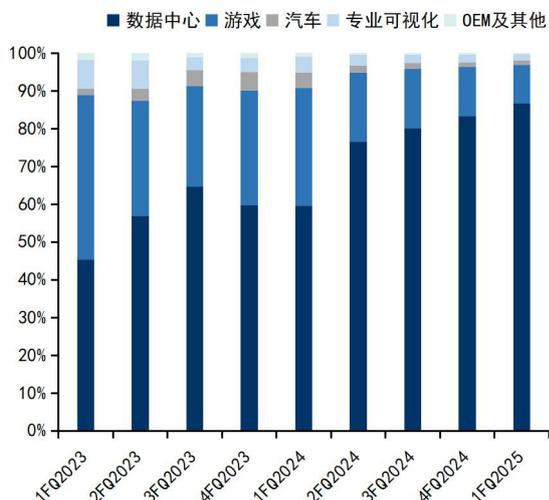
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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

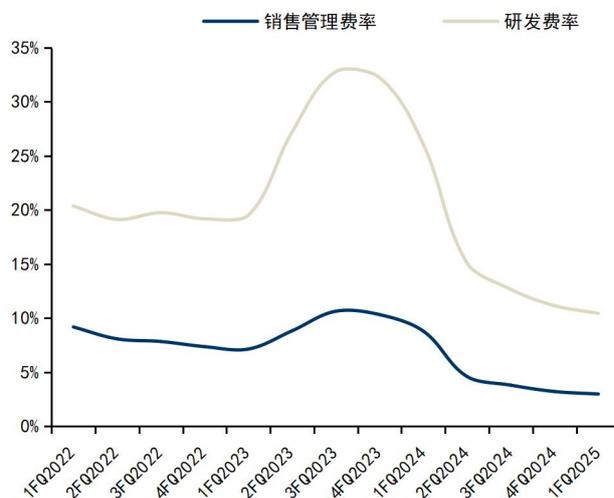
图5：英伟达分业务收入占比变化（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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

业绩展望：对于 FY25Q2，公司营收指引为 280 亿美元（±2%）。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 74.8%和 75.5%（±50 个基点），预计今年毛利率约在 75%左右。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 40 亿美元和 28 亿美元，全年预计有 40%同比增长。

分红回购：四季度以股票回购和现金分红的形式向股东返还了 78 亿美元。将以 10 比 1 的比例拆分股票，6 月 10 日作为拆分调整后的第一天，拆分后股息增加 150%。

财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7,280	62,521	134,409	217,048
应收款项	13,079	24,132	29,010	32,570
存货净额	5,282	7,581	9,111	10,226
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	44,345	113,873	193,152	281,496
固定资产	3,914	3,762	3,571	3,338
无形资产及其他	5,542	5,265	4,502	7,027
投资性房地产	10,381	10,381	10,281	10,081
长期股权投资	1,546	3,098	5,925	6,750
资产总计	65,728	136,380	217,430	308,692
短期借款及交易性金融负债	1,250	1,375	1,513	1,664
应付款项	2,995	4,299	5,166	5,798
其他流动负债	6,386	10,412	12,796	14,783
流动负债合计	10,631	16,085	19,475	22,245
长期借款及应付债券	8,459	8,459	8,459	8,459
其他长期负债	3,660	6,705	8,050	8,695
长期负债合计	12,119	15,164	16,509	17,154
负债合计	22,750	31,249	35,984	39,399
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	42,978	105,130	181,446	269,293
负债和股东权益总计	65,728	136,380	217,430	308,692

关键财务与估值指标

	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	12.1	25.6	31.4	36.1
每股红利	0.2	0.4	0.4	0.4
每股净资产	17.44	42.67	73.65	109.30
ROIC	105%	177%	194%	203%
ROE	69%	60%	43%	33%
毛利率	73%	78%	78%	78%
EBIT Margin	54%	65%	65%	65%
EBITDA Margin	57%	66%	67%	67%
收入增长	126%	85%	20%	12%
净利润增长率	581%	112%	22%	15%
资产负债率	35%	23%	17%	13%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	79	37	30	26
P/B	54	22	13	9
EV/EBITDA	68	31	25	21

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	60,922	112,409	135,130	151,712
营业成本	16,621	24,638	29,729	33,377
研发费用	(8,674)	(11,565)	(13,498)	(14,699)
销售及管理费用	(2,655)	(3,368)	(4,148)	(4,657)
营业利润	32,972	72,837	87,756	98,980
财务费用	608	1,247	3,204	5,546
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	238	(15)	0	0
税前利润	33,818	74,070	90,960	104,526
所得税费用	4,058	10,917	13,644	15,679
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	29,760	63,152	77,316	88,847
归母净利润	29,760	63,152	77,316	88,847

现金流量表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	29,760	63,152	77,316	88,847
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(1,508)	(1,382)	(2,306)	(2,695)
公允价值变动损失	238	(15)	0	0
财务费用	(608)	(1,247)	(3,204)	(5,546)
营运资本变动	6,097	4,978	1,710	1,211
其它	(6,497)	2,793	4,612	5,391
经营活动现金流	28,090	69,527	81,332	92,753
资本开支	(1,615)	(11,229)	(6,352)	(6,988)
其它投资现金流	(8,797)	(935)	(982)	(1,031)
投资活动现金流	(10,566)	(13,412)	(8,581)	(9,266)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1,244)	0	0	0
支付股利、利息	(398)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
其它融资现金流	(10,349)	125	138	151
融资活动现金流	(13,633)	(875)	(862)	(849)
现金净变动	3,891	55,241	71,889	82,639
货币资金的期初余额	3,389	7,280	62,521	134,409
货币资金的期末余额	7,280	62,521	134,409	217,048
企业自由现金流	27,023	57,234	72,257	81,051
权益自由现金流	14,882	58,423	75,118	85,917

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所提及的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