

英伟达 (NVDA.NASDAQ) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Blackwell 短暂递延不改长期需求向好趋势

业绩简评

2024年8月29日公司发布2025财年第二季度财报：

- 1) FY2Q25 经营情况：单季度营收 300.4 亿美元，YoY+122%，QoQ+15%，此前指引为 280 亿美元 (+2%)，业绩表现超预期。数据中心营收达 263 亿美元，YoY+154%，QoQ+16%。
- 2) FY3Q25 业绩指引：预计实现营收 325 亿美元(上下浮动 2%)，预计实现 GAAP 和 Non-GAAP 毛利率分别为 74.4%和 75.0%(均上下浮动 0.5%)，FY25 全年毛利率约为 75%。

经营分析

Blackwell 短暂递延不改长期趋势，长期需求向好。 二季度公司向客户交付了 Blackwell 样品，同时为提升良率，将 Blackwell 修改设计后进行了重新流片。预计修改后的 Blackwell 将从四季度出货，对当季度收入贡献约为数十亿美元。同时，Blackwell 短暂递延对营收造成的影响将由需求强劲的 Hopper 平台补回，Hopper 平台供给改善，25 财年下半年 Hopper 的出货量将进一步增加。公司展望 Blackwell 需求远高于供给能力，并将持续到 26 财年。

单季度经营情况拆分和分析如下：

1) 收入端：数据中心收入 263 亿美元，QoQ+16%，YoY+154%。游戏收入 29 亿美元，QoQ+9%，YoY+16%。专业可视化收入 4.54 亿美元，QoQ+6%，YoY+20%。自动驾驶及机器人收入 3.46 亿美元，QoQ+5%，YoY+37%。数据中心营收高增归因于，1) 用于大模型训练和推理及生成式 AI 的 Hopper 平台持续上量，环比增长由消费者互联网公司及企业公司驱动；2) InfiniBand 和以太网 AI 推动网络收入高增，其中以太网 AI 实现翻倍以上成长。

2) 毛利端：公司实现 GAAP 和 Non-GAAP 毛利率分别为 75.1%和 75.7%，环比分别-3.3pct 和-3.2pct。下季度毛利率指引小幅下滑到 74.4%和 75.0% (浮动 0.5%)。毛利率下滑主要归因于 H 系列上量，营收结构发生变化，全年毛利率有望稳定在 75%上下。

3) 利润端：公司实现 GAAP 净利润 165.99 亿美元，QoQ+12%，YoY+168%。摊薄 EPS 为 0.67 美元，QoQ+12%，YoY+168%。25 财年上半年，公司回购和股息支出 154 亿美元，剩余回购额度 75 亿美元，同时公司新批准 500 亿美元回购额度，且无到期日。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 24-26 年净利润为 683.8/1038.9/1397.8 亿美元，对应 EPS 为 2.78/4.22/5.68 美元，继续维持“买入”评级。

风险提示

终端需求不如预期；AI 发展不如预期；美国加大对华制裁力度。

电子组

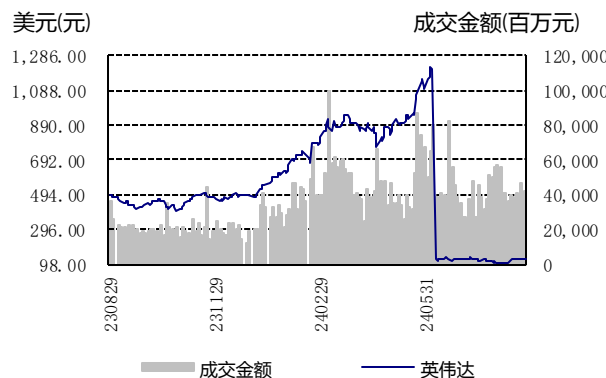
分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (美元)：125.61 元

相关报告：

1. 《英伟达公司点评：新产品路线图公布，AI+X 时代已经到来》，2024.6.3
2. 《英伟达公司点评：Blackwell 平台全面投产，公司增长新爆...》，2024.5.23
3. 《英伟达公司点评：短期调整不改长期向好格局，继续看好全球 AI 芯...》，2024.4.21



公司基本情况 (美元)

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,974	60,922	130,846	193,977	249,449
营业收入增长率	0.2%	125.9%	114.8%	48.2%	28.6%
EBITDA	5,720	34,717	79,579	117,808	154,586
归母净利润	4,368	29,760	68,384	103,889	139,777
增长率 (%)	-55.2%	581.3%	129.8%	51.9%	34.5%
每股收益-期末股本摊薄	1.77	12.08	2.78	4.22	5.68
每股净资产	8.96	17.44	4.41	8.50	14.05
市盈率 (P/E)	114.97	50.53	46.15	30.38	22.58
市净率 (P/B)	22.72	34.99	29.09	15.09	9.13
PE/G	—	0.09	0.36	0.59	0.65
每股经营性现金流	2.29	11.40	2.16	3.91	5.45

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

单位：美元(百万)						
项目/报告期	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,914	26,974	60,922	130,846	193,977	249,449
营业成本	9,439	11,618	16,621	32,711	50,434	64,857
毛利	17,475	15,356	44,301	98,134	143,543	184,592
一般费用	2,166	2,440	2,654	4,972	6,789	7,483
研发费用	5,268	7,339	8,675	15,701	21,338	24,945
营业利润	10,041	5,577	32,972	77,461	115,417	152,164
利息收入	29	267	866	146	1,065	2,814
利息支出	236	262	257	290	334	418
权益性投资损益	0	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	107	-48	237	393	582	748
其他损益	0	-1,353	0	0	0	0
除税前利润	9,941	4,181	33,818	77,709	116,729	155,308
所得税	189	-187	4,058	9,325	12,840	15,531
净利润	9,752	4,368	29,760	68,384	103,889	139,777
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润(不含少数股东权益)	9,752	4,368	29,760	68,384	103,889	139,777

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-05-25	买入		N/A
2	2023-07-06	买入		N/A
3	2023-08-24	买入		N/A
4	2023-11-22	买入		N/A
5	2024-02-22	买入		N/A
6	2024-04-21	买入		N/A
7	2024-05-23	买入		N/A
8	2024-06-03	买入		N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806