

# 英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) 24FYQ2 财报点评

## 业绩与指引稳健, 预计平稳过渡到 Blackwell 新品出货

优于大市

### 核心观点

**财务表现:** 需求保持高景气度, FY25Q2 财务表现及指引强劲。①**整体:** 英伟达二季度(均指财季, 下同)收入 300 亿美元(同比+122%, 环比+15%), 高于公司此前 280(±2%) 亿美元指引。GAAP 毛利率 75.1%(同比+5.0pcts, 环比-3.3pcts)。营业利润同比+174%至 186 亿美元, GAAP 净利润同比+168%至 166 亿美元。②**分业务:** 数据中心营收 263 亿美元(同比+154%, 环比+16%), 受益于 AI 需求强劲, 游戏营收 28.8 亿美元(同比+16%, 环比+9%), 专业可视化业务营收 4.5 亿美元(同比+20%, 环比+6%), 汽车营收 3.5 亿美元(同比 37%, 环比+5%)。③**财务指引:** 对于 FY25Q3, 公司营收指引为 325 亿美元(±2%)。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 74.4%和 75.0%(±50 个基点), 全年预计约 75%。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 43 亿与 30 亿美元。

**业务亮点:** ①**作为 H 到 B 系过渡期, 尽管面临部分挑战, 本财季收入及指引依旧强劲, 有望实现新产品线平稳切换:** 此前市场多有讨论 B 系列因设计问题延迟、数据中心电力短缺、中国区出口限制等因素或对公司出货节奏形成挑战, 而本季数据中心业务收入及指引依旧保持高增。公司预计 Blackwell 的生产爬坡于四季度开始, 并持续到 2026 财年, 预计四季度 Blackwell 出货量数十亿美元, H 系出货量 25 财年下半年增加。②**关于 AI 投入 ROI:** 此次公司称过去 12 个月超 40%需求用于推理, 而此前口径为约 40%, 反应推理需求增长、下游商业化水平提升。③**连接:** NVIDIA 全面布局 NVLink、InfiniBand、以太网三种网络计算方案, AI 以太网收入环比翻番, 数百家客户采用以太网产品。新 Spectrum-X 以太网方案 AI 性能是传统方案的 1.6 倍, 有望在一年内达数十亿美元收入。④**软件:** 预计今年软件等收入年化约 20 亿美元, NVIDIA AI Enterprise 将显著促进增长。⑤**主权 AI 需求:** 较上季度口径提升, 预计十亿美元级。⑥**新批准 500 亿美元股票回购授权:** 第二季度股票回购和现金股息合计 74 亿美元, 第二季度未剩余 75 亿美元额度。

**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 1237/1642/1846 亿美元(前值 1124/1351/1517 亿美元), 上调 2025-2027 财年公司净利润为 670/894/1029 亿美元(前值 631/773/888 亿美元), 维持“优大于市”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	123,659	164,228	184,586
(+/-%)	0.2%	125.9%	103.0%	32.8%	12.4%
归母净利润(百万美元)	4,368	29,760	66,997	89,375	102,903
(+/-%)	-55.2%	581.3%	125.1%	33.4%	15.1%
EPS(美元)	0.18	1.21	2.73	3.64	4.19
EBIT Margin	20.7%	54.1%	62.1%	61.9%	62.2%
净资产收益率(ROE)	19.8%	69.2%	61.5%	45.3%	34.4%
市盈率(PE)	705	104	46	34	30
EV/EBITDA	435	90	39	28	24
市净率(PB)	139	72	28	16	10

资料来源: Wind、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: 张伦可 联系人: 刘子谭  
0755-81982651  
zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn  
S0980521120004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	140.00 - 160.00 美元
收盘价	118 美元
总市值/流通市值	28845/28845 亿美元
52 周最高价/最低价	140/42 美元
近 3 个月日均成交额	198 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) -FY2025Q1 点评: 收入盈利持续强劲, Blackwell 平台预计 Q2 出货》——2024-05-24
- 《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作为 H 到 B 系过渡期，尽管面临部分挑战，本财季收入及指引依旧强劲，有望实现新产品线平稳切换：此前市场多有讨论 B 系列因设计问题延迟、数据中心电力短缺、中国区出口限制等因素或对公司出货节奏形成挑战，而本季数据中心业务收入及指引依旧保持高增。公司预计 Blackwell 的生产爬坡于四季度开始，并持续到 2026 财年，预计四季度 Blackwell 出货量数十亿美元，H 系出货量 25 财年下半年增加。②关于 AI 投入 ROI：此次公司称过去 12 个月超 40% 需求用于推理，而此前口径为约 40%，反应推理需求增长、下游商业化水平提升。③连接：NVIDIA 全面布局 NVLink、InfiniBand、以太网三种网络计算方案，AI 以太网收入环比翻番，数百家客户采用以太网产品。新 Spectrum-X 以太网方案 AI 性能是传统方案的 1.6 倍，有望在一年内达数十亿美元收入。④软件：预计今年软件、SaaS 等收入年化约 20 亿美元，NVIDIA AI Enterprise 将显著促进增长。⑤主权 AI 需求：较上季度口径提升，预计十亿美元级。

①**整体看：** FY25Q2 收入 300 亿美元（同比+122%，环比+15%），收入的增长反映了各行业对 NVIDIA Hopper、GPU 计算和网络平台的强劲需求。客户继续加速购买 Hopper 架构，同时准备采用 Blackwell。

GAAP 毛利率 75.1%（同比+5.0pcts，环比-3.3pcts），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，环比毛利率下降主要是由于低收益 Blackwell 材料的库存和数据中心内新产品的更高组合。营业利润同比+174%至 186 亿美元，GAAP 净利润同比+168%至 166 亿美元。

### ②分业务看：

◆ **数据中心：** 营收 263 亿美元（同比+154%，环比+16%）。其中计算业务收入 226 亿美元，同比 162%、环比 17%，网络连接收入 37 亿美元，同比 114%、环比 16%。

① **收入驱动：** 计算业务主要得益于客户继续加速 Hopper 架构采购，同时准备采用 Blackwell。网络业务得益于 AI 领域的 InfiniBand 和以太网收入，其中包括 Spectrum-X 端到端以太网平台。AI 以太网收入环比翻一番，数百家客户采用以太网产品。

② **推理需求增长快速：** 在过去的一年里，超 40% 数据中心收入来自 AI 推理（此口径上季度为约 40%）。

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。H200 平台于第二季度开始加速，并向大型 CSP 的消费者互联网和企业公司发货。

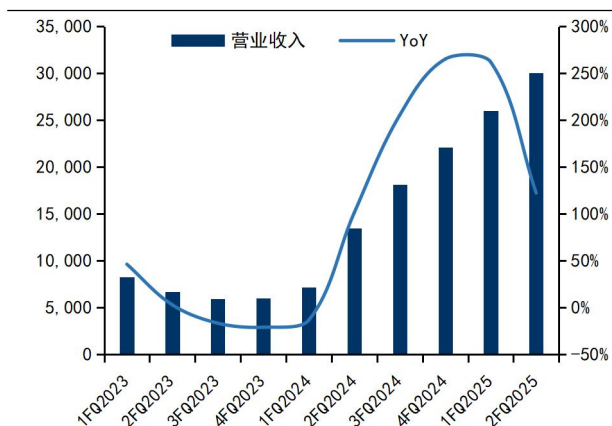
⑤ **分区域：** 中国地区数据中心的收入在第二季度环比增长，是数据中心收入的重要贡献者，占数据中心总收入的百分比仍低于实际出口管制之前的水平，公司仍预期中国市场未来的竞争将非常激烈。日本国家先进工业科学与技术研究所正在与 NVIDIA 合作构建其 AI 桥接云基础设施 3.0 超级计算机。公司预期今年主权 AI 收入将达到数十亿美元。

⑥ **新产品：** Hopper 需求强劲，预计 25 财年下半年出货量将加速。Blackwell

正在广泛送样,公司对 Blackwell GPU 进行了更改以提高生产良率。Blackwell 的生产爬坡预计于第四季度开始,并持续到 26 财年。配备第五代 NVLink 的 NVIDIA GB 200 NVL72 系统可使所有 72 个 GPU 充当单个 GPU,并为 LLM、工作负载提供高达 30 倍的推理速度,并解锁实时运行万亿参数模型的能力。

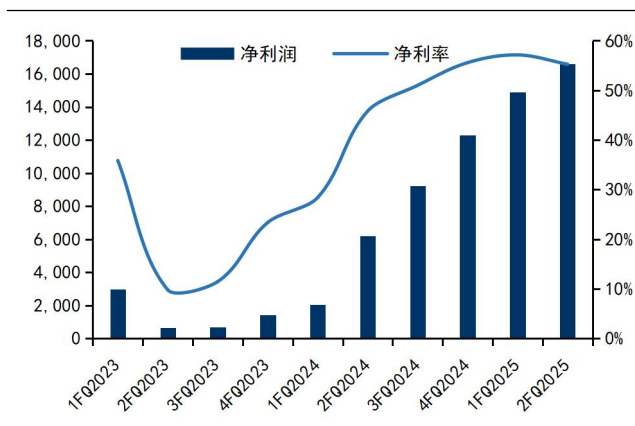
- ◆ **游戏与 PC:** 营收 28.8 亿美元 (同比+16%, 环比+9%), 主要受益于游戏机、笔记本电脑和台式机收入环比增加,需求强劲且不断增长, GeForce RTX 超级 GPU 终端需求和渠道库存健康。
- ◆ **专业可视化:** 营收 4.54 亿美元 (同比+20%, 环比+6%), 需求由 AI 和图形用例推动,包括模型微调和 Omniverse 相关的工作负载。汽车和制造业是本学期推动增长的关键垂直行业之一。
- ◆ **汽车和机器人领域:** 营收 3.46 亿美元 (同比+37%, 环比+5%), 推动力是自动驾驶平台新客户的增加以及对 AI 驾驶舱解决方案的需求增加。

图1: 英伟达季度收入与 YoY (百万美元、%)



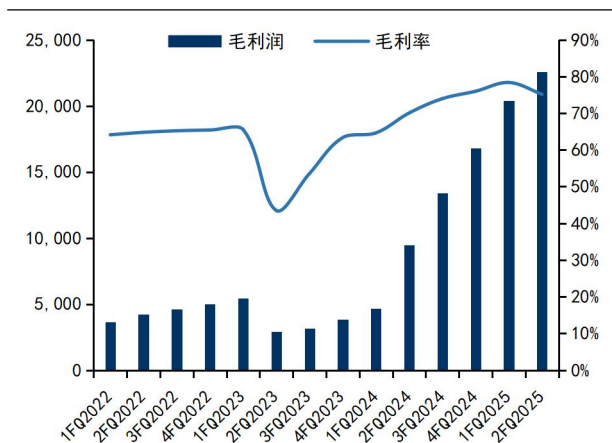
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图2: 英伟达季度销售净利润与净利率 (百万美元、%)



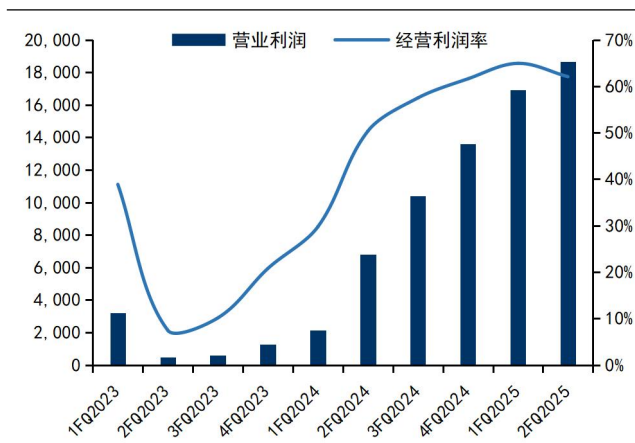
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

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

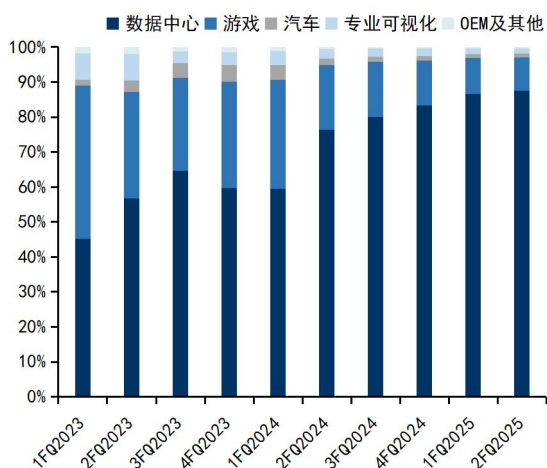
图4: 英伟达季度经营利润与经营利润率 (百万美元、%)



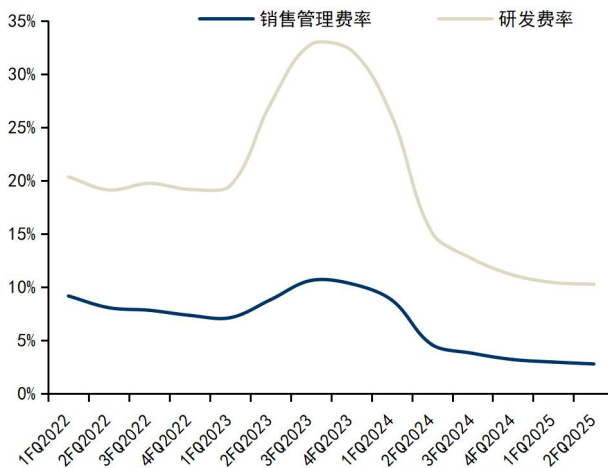
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图5: 英伟达分业务收入占比变化 (%)

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



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 FY25Q3, 公司营收指引为 325 亿美元 (±2%), 预计 Blackwell 产量将在第四季度上升。GAAP 和非 GAAP 毛利率预计分别为 74.4%和 75%, ±50 个基点, 全年预计毛利率将在 75%左右。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用指引 43 亿/30 亿美元, 全年预计同比增长 40%。

**分红回购:** 第二季度股票回购和现金股息合计 74 亿美元, 新批准 500 亿美元股票回购授权, 第二季度末剩余 75 亿美元额度。

# 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	65,329	150,988	247,701
应收款项	13,079	26,548	35,257	39,628
存货净额	5,282	9,302	12,412	13,946
其他流动资产	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>44,345</b>	<b>120,818</b>	<b>219,279</b>	<b>322,927</b>
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	5,171	4,575	5,365
<b>资产总计</b>	<b>65,728</b>	<b>145,397</b>	<b>242,207</b>	<b>348,738</b>
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	5,274	7,038	7,908
其他流动负债	6,386	14,608	19,798	22,759
<b>流动负债合计</b>	<b>10,631</b>	<b>21,258</b>	<b>28,348</b>	<b>32,331</b>
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
<b>长期负债合计</b>	<b>12,119</b>	<b>15,164</b>	<b>16,509</b>	<b>17,154</b>
<b>负债合计</b>	<b>22,750</b>	<b>36,422</b>	<b>44,857</b>	<b>49,485</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	42,978	108,975	197,350	299,253
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>65,728</b>	<b>145,397</b>	<b>242,207</b>	<b>348,738</b>

## 关键财务与估值指标

	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	1.2	2.7	3.6	4.2
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	1.75	4.44	8.05	12.20
ROIC	105%	191%	226%	232%
ROE	69%	61%	45%	34%
毛利率	73%	75%	75%	75%
EBIT Margin	54%	62%	62%	62%
EBITDA Margin	57%	63%	63%	64%
收入增长	126%	103%	33%	12%
净利润增长率	581%	125%	33%	15%
资产负债率	35%	25%	19%	14%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	104	46	34	30
P/B	72	28	16	10
EV/EBITDA	89	39	28	24

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
<b>营业收入</b>	<b>60,922</b>	<b>123,659</b>	<b>164,228</b>	<b>184,586</b>
营业成本	16,621	30,545	41,057	46,147
研发费用	(8,674)	(12,726)	(16,476)	(17,964)
销售及管理费用	(2,655)	(3,646)	(5,043)	(5,668)
营业利润	32,972	76,742	101,652	114,807
财务费用	608	1,289	3,495	6,255
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	78,016	105,147	121,062
<b>所得税费用</b>	<b>4,058</b>	<b>11,019</b>	<b>15,772</b>	<b>18,159</b>
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	29,760	66,997	89,375	102,903
<b>归母净利润</b>	<b>29,760</b>	<b>66,997</b>	<b>89,375</b>	<b>102,903</b>

## 现金流量表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>29,760</b>	<b>66,997</b>	<b>89,375</b>	<b>102,903</b>
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)	(1,289)	(3,495)	(6,255)
营运资本变动	6,097	3,942	3,421	1,229
其它	(6,497)	2,793	4,612	5,391
<b>经营活动现金流</b>	<b>28,090</b>	<b>72,336</b>	<b>95,103</b>	<b>106,827</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(10,566)</b>	<b>(13,412)</b>	<b>(8,581)</b>	<b>(9,266)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>(13,633)</b>	<b>(875)</b>	<b>(862)</b>	<b>(849)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>3,891</b>	<b>58,049</b>	<b>85,659</b>	<b>96,713</b>
货币资金的期初余额	3,389	7,280	65,329	150,988
货币资金的期末余额	7,280	65,329	150,988	247,701
企业自由现金流	27,023	59,999	85,780	94,523
权益自由现金流	14,882	61,232	88,888	99,991

## 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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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