

# 英伟达 (NVDA)

## 2025 财年二季度报点评：收入指引低于预期，长期逻辑不变

买入（维持）

2024 年 09 月 01 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001  
021-60199793

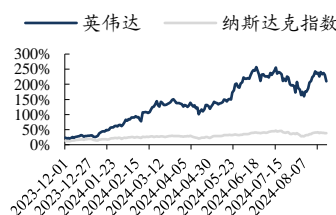
zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李博韦

执业证书：S0600123070070  
libw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入 (百万美元)	60,922	124,916	178,625	205,419
同比 (%)	126%	105%	43%	15%
净利润 (百万美元)	29,760	65,748	96,158	112,933
同比 (%)	581%	121%	46%	17%
Non-GAAP 净利润 (百万美元)	32,312	68,548	98,958	115,733
同比 (%)	286%	112%	44%	17%
EPS (美元/股)	1.21	2.68	3.91	4.59
P/E (Non-GAAP)	89	42	29	25

### 股价走势



### 投资要点

■ **事件：**英伟达发布 2025 财年二季度报告，该财季公司实现收入 300.4 亿美元，同比+122%，环比+15%，超出一致预期的 288.6 亿美元；Non-GAAP 毛利率 75.7%，同比增加 4.5pct，环比减少 3.2pct，略超一致预期的 75.5%；Non-GAAP 净利润 169.5 亿美元，同比+152%，环比+11%，超出一致预期 159.6 亿美元。公司业绩超预期。

■ **下季度指引或受 B 系列延期扰动，长期趋势及逻辑未受影响**

FY25Q2 公司数据中心业务收入 262.7 亿美元，同比+154%，环比+16%，计算业务收入 226 亿美金，环比+17%，同比+162%；网络业务收入 37 亿美元，环比+16%，同比+114%。

公司指引 FY25Q3 收入为 325 ± 6.5 亿美元，中值对应同比+79%，环比+8%；Non-GAAP 毛利率预计为 75.0 ± 0.5%，中值对应环比-0.7 pct，略低于一致预期的 75.01%。我们认为，毛利率回落到 75%左右为公司年初即强调的预期（H 系列逐渐成熟+B 系列毛利率或低于 H 系列），而收入指引环比增速下行系受 B 系列延期影响，长期趋势及逻辑未受影响：

1) **B 系列 Q4 预计出货数十亿美金，H 系列产品需求维持高景气。**公司为提升 Blackwell 系列产量做出设计改变，目前掩膜更改已经完成，预计第四季度开始量产，出货金额有望达到数十亿美金，目前 Blackwell 系列供给紧张，公司预计供不应求情况将持续至 2026 财年。尽管处于产品过渡期，Hopper 系列产品需求依旧旺盛，目前供给问题已经逐步缓解，公司预计明年上半年 Hopper 系列出货将维持增长

2) **多样化需求持续拉动，增长可持续性有望提升。**本财季云服务提供商约占公司数据中心收入的 45%，消费互联网公司和企业营收占比超过 50%，伴随 AI 变革持续深入，各方需求逐步显现。公司预计本财年主权 AI 收入将达到小数百亿美元，而企业构建 AI 聊天机器人、AI 代理等需求也将持续推动公司业绩增长。此外，自动驾驶、医疗保健等领域伴随 AI 技术渗透加速预计均将产生数十亿美元营收。我们认为公司产品应用领域持续多样化，叠加大型云厂 AI 投资持续维持高位，公司数据中心业务增长可持续性有望提升。

■ **盈利预测与投资评级：**我们认为公司将仍然是后续 AI 算力建设的最核心受益者，将 2024-2026 年预期 Non-GAAP 净利润由 658/844/986 亿美元上调至 685/990/1157 亿美元，2024 年 8 月 29 日收盘价对应 Non-GAAP PE 分别为 42/29/25 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**AI 技术发展不及预期风险，竞争加剧，供应链爬坡不及预期，客户资本开支不及预期

### 市场数据

收盘价(美元)	117.59
一年最低/最高价	39.2/140.8
市净率(倍)	49.6
流通市值(百万美元)	2,884,483

### 基础数据

资产负债率(%，LF)	31.76%
总股本(百万股)	24,578
流通股(百万股)	24,578

### 相关研究

《英伟达(NVDA): 2025 财年一季报点评：业绩&指引超预期，AI 产品需求持续高景气》

2024-05-29

《英伟达(NVDA): FY2024 年报点评：业绩&指引超预期，硬件+软件一前一后构筑发展曲线》

2024-02-23

## 英伟达三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产</b>	44,345	99,375	184,278	284,263	<b>营业总收入</b>	60,922	124,916	178,625	205,419
现金及现金等价物	25,984	69,355	142,183	235,276	营业成本	(16,621)	(30,969)	(44,656)	(51,355)
应收账款及票据	9,999	14,990	21,435	24,650	销售费用	(2,654)	(3,429)	(4,644)	(4,930)
存货	5,282	10,410	14,885	17,118	研发费用	(8,675)	(12,492)	(16,076)	(18,488)
其他流动资产	3,080	4,620	5,775	7,219	其他费用	(19)	(100)	(100)	0
<b>非流动资产</b>	21,383	21,328	21,277	21,187	<b>经营利润</b>	32,972	78,027	113,249	130,647
固定资产	3,914	3,997	4,044	4,053	利息收入	866	1,429	2,861	5,687
商誉及无形资产	5,542	5,404	5,306	5,207	利息支出	(257)	(242)	(257)	(270)
其他长期投资	1,346	1,346	1,346	1,346	<b>利润总额</b>	33,818	79,214	115,853	136,064
其他非流动资产	10,581	10,581	10,581	10,581	所得税	(4,058)	(13,466)	(19,695)	(23,131)
<b>资产总计</b>	65,728	120,703	205,555	305,450	<b>净利润</b>	29,760	65,748	96,158	112,933
<b>流动负债</b>	10,631	14,096	17,145	19,107	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	1,250	1,250	1,250	1,250	<b>归属母公司净利润</b>	29,760	65,748	96,158	112,933
应付账款及票据	2,699	5,161	7,443	8,559	EBIT	32,695	77,543	112,735	130,107
其他	6,682	7,684	8,453	9,298	EBITDA	33,719	78,713	114,065	130,107
<b>非流动负债</b>	12,119	12,908	13,553	13,553	<b>Non-GAAP 净利润</b>	32,312	68,548	98,958	115,733
长期借款	8,459	8,882	9,326	9,326					
其他	3,660	4,026	4,227	4,227					
<b>负债合计</b>	22,750	27,004	30,699	32,660	<b>主要财务比率</b>	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
股本 (百万股, 前复权)	24,690	24,578	24,578	24,578	每股收益(美元)	1.21	2.68	3.91	4.59
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(美元)	1.74	3.81	7.11	11.10
归属母公司股东权益	42,978	93,699	174,857	272,790	发行在外股份(百万股)	24,690	24,578	24,578	24,578
<b>负债和股东权益</b>	65,728	120,703	205,555	305,450	ROIC(%)	92%	177%	208%	217%
					ROE(%)	69%	70%	55%	41%
					毛利率(%)	73%	75%	75%	75%
					销售净利率(%)	49%	53%	54%	55%
					资产负债率(%)	35%	22%	15%	11%
					收入增长率(%)	126%	105%	43%	15%
					净利润增长率(%)	581%	121%	46%	17%
					P/E (Non-GAAP)	89	42	29	25
					P/B	6,711.5	3,078.5	1,649.6	1,057.4
					EV/EBITDA	8,554	3,664	2,528	2,215

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,美元汇率为2024年8月29日的7.11,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>