

英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) FY25Q3 业绩点评

业绩与指引稳健, 预计四季度 Blackwell 交付积极

优于大市

核心观点

财务表现: 需求保持高景气度, FY25Q3 财务表现及指引强劲。①**整体:** 英伟达三季度(均指财季,下同)收入 351 亿美元(同比+94%,环比+17%), 高于公司此前 325(±2%)亿美元指引。GAAP 毛利率 74.6%(同比+0.6pcts, 环比-0.5pcts)。营业利润同比+110%至 219 亿美元, GAAP 净利润同比+109%至 193 亿美元。②**分业务:** 数据中心营收 308 亿美元(同比+112%, 环比+17%), 受益于对 Hopper 计算平台的需求强劲, 游戏营收 33 亿美元(同比+15%, 环比+14%), 专业可视化业务营收 4.86 亿美元(同比+17%, 环比+7%), 汽车营收 4.49 亿美元(同比+72%, 环比+30%)。③**财务指引:** 对于 FY25Q3, 公司营收指引为 375 亿美元(±2%)。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 73.0%和 73.5%(±50 个基点)。GAAP 和 Non-GAAP 营运用费用分别指引 48 亿与 34 亿美元。

财报重点: ①**H 到 B 系产品切换: Blackwell 四季度首次交付量超公司此前预期, 而 H 卡明年仍将保持出货。公司强调尽管 B 系产品集成和复杂度大幅提升、面临大量工程问题, 但交付进展依旧积极, 预计四季度 Blackwell 出货量高于公司此前预期。同时 CSP 需求依旧十分强劲, 本季数据中心业务收入及指引保持强劲。**②**后续需求: 预训练+后训练+推理共同推进。Blackwell 需求强劲, 此前云厂财报对 2025 年资本开支指引整体积极, AI 原生初创公司比以往任何时候都多, 同时公司称目前预训练、后训练的计算规模继续呈指数增长, 且随着 GPT-o1 推出, 推理侧 Scaling law 也开始出现。**③**连接: Spectrum-X 以太网收入同比增长超 3 倍且性能出色。利用 Spectrum-X, xAI 的 Colossus 100,000 Hopper 超级计算机实现了零应用程序延迟, 并保持 95%的数据吞吐量, 而传统以太网仅 60%。**④**软件: 预计软件等收入年化超 20 亿美元, 近 1000 家公司正使用 NVIDIA NIM, 预计 NVIDIA AI 企业全年收入将比去年增长 2 倍以上。**

投资建议: 考虑到公司出色的产品力与 AI 带来强劲需求, 我们维持盈利预测, 预计 2025-2027 财年公司收入为 1237/1642/1846 亿美元, 预计 2025-2027 财年公司净利润为 670/894/1029 亿美元, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 下游 AI 应用发展与 ROI 低于预期; Blackwell 供应链风险; 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

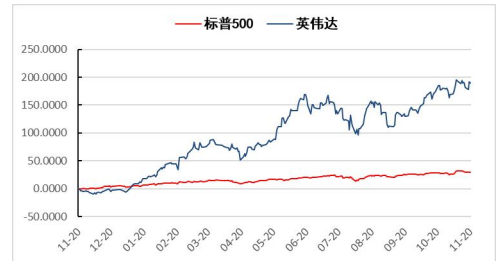
互联网·互联网 II

证券分析师: 张伦可 联系人: 刘子譚
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	160.00 - 180.00 美元
收盘价	147 美元
总市值/流通市值	3573/3573 十亿美元
52 周最高价/最低价	150/47 美元
近 3 个月日均成交额	34408 百万美元

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) 24FYQ2 财报点评-业绩与指引稳健, 预计平稳过渡到 Blackwell 新品出货》——2024-08-30
- 《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：本季度财报展示了下游客户对 Blackwell 的强劲需求，以及公司在复杂工程量下交付新产品的技术与供应链管理能力的提升，公司的产品竞争力也从此前 CUDA+GPU 升级到 Blackwell 的 GPU 软硬件+机柜/连接/集群的更高层级更复杂的超级计算方案。

①H 到 B 系产品切换：Blackwell 四季度首次交付量超公司此前预期，而 H 卡明年仍将保持出货。公司强调尽管 B 系产品集成和复杂度大幅提升、面临大量工程问题，但交付进展依旧积极，预计四季度 Blackwell 出货量高于公司此前预期。同时 CSP 需求依旧十分强劲，本季数据中心业务收入及指引保持强劲。

②后续需求：预训练+后训练+推理共同推进。Blackwell 需求强劲，此前云厂财报对 2025 年资本开支指引整体积极，AI 原生初创公司比以往任何时候都多，同时公司称目前预训练、后训练的计算规模继续呈指数增长，且随着 GPT-o1 推出，推理侧 Scaling law 也开始出现。

③连接：Spectrum-X 以太网收入同比增长超 3 倍且性能出色。利用 Spectrum-X，xAI 的 Colossus 100,000 Hopper 超级计算机实现了零应用程序延迟，并保持 95% 的数据吞吐量，而传统以太网仅 60%。

④软件：预计软件等收入年化超 20 亿美元，近 1000 家公司正使用 NVIDIA NIM，预计 NVIDIA AI 企业全年收入将比去年增长 2 倍以上。

① **整体看：** FY25Q3 收入 351 亿美元（同比+94%，环比+17%），收入的增长是源于用于加速计算和 AI 解决方案的数据中心计算和网络平台的需求旺盛，对 Hopper 架构的需求强劲，公司成功完成 Blackwell 系统的掩模更换，提高了 Blackwell 系统的产量。

GAAP 毛利率 74.6%（同比+0.6pcts，环比-0.5pcts），较去年同期小幅增长主要因数据中心收入组合的增加，环比毛利率下降主要是由于数据中心内部从 H100 系统向更复杂、成本更高的系统混合转变。营业利润同比+110%至 219 亿美元，GAAP 净利润同比+109%至 193 亿美元。

②分业务看：

◆ **数据中心：** 营收 308 亿美元（同比+112%，环比+17%）。其中计算业务收入 276 亿美元，同比+132%、环比+22%，网络连接收入 31 亿美元，同比+20%、环比-15%。

① **收入驱动：** 数据中心营收强劲。营收环比增长的领域包括 InfiniBand 和以太网交换机、SmartNIC 和 BlueField DPU。计算业务主要得益于客户对 Hopper 架构的需求强劲，公司的 H200 产品在本季度显著增长。网络业务得益于 Ethernet for AI，其中包括 SpectrumX 端到端以太网平台，尽管网络收入环比下降，但网络需求强劲且在不断增长。

② **推理需求增长快速：** 此前公司称在过去的一年里，超 40% 数据中心收入来自 AI 推理。而随着 GPT-o1 推出，推理侧 Scaling law 也开始出现，推理性能和计算需求大幅增长，协同预训练、后训练带动算力需求持续增长。

③ **分客户类型：** 云服务提供商约占公司数据中心收入的 50%，其余由消费者互联网和企业公司。

④ **行业合作：** 包括埃森哲、德勤和谷歌云在内的美国科技公司正在利用

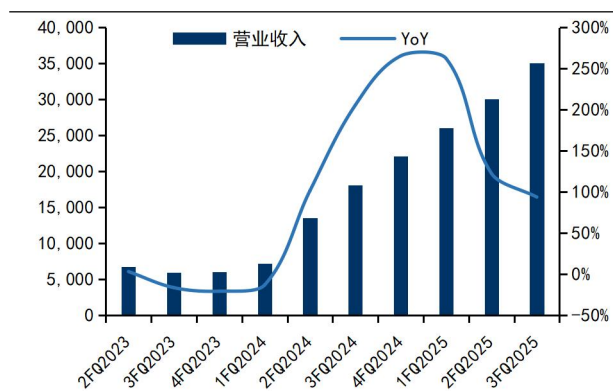
NVIDIA AI 软件创建自定义 AI 应用程序，从而改变全球各行各业。公司宣布与富士康合作，使用 NVIDIA Blackwell 构建台湾最快的 AI 超级计算机。

⑤ **主权国家合作**：印度、日本和印度尼西亚的云领导者正在利用 NVIDIA 加速计算构建 AI 基础设施。

⑥ **新产品**：公司已成功地完成了下一个数据中心架构 Blackwell 的掩模更换，提高了产量，将在 2025 财年第四季度及以后发货 Hopper 和 Blackwell 系统，并将在 2026 财年继续增加。Hopper 和 Blackwell 系统都有一定的供应限制，预计 2026 财年对 Blackwell 的需求将在几个季度内超过供应。

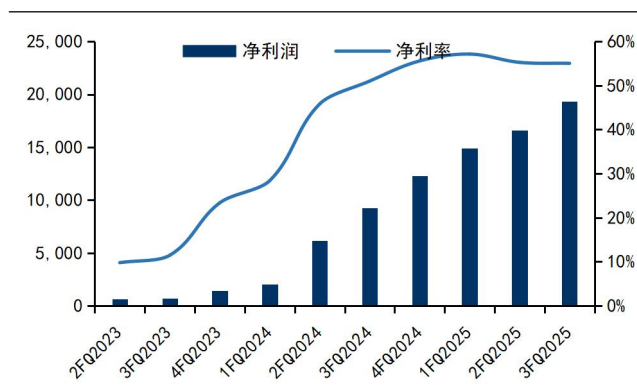
- ◆ **游戏与 PC**：营收 33 亿美元（同比+15%，环比+14%），主要受益于 GeForce RTX 40 系列 GPU 和游戏机 SoC 的需求强劲
- ◆ **专业可视化**：营收 4.86 亿美元（同比+17%，环比+7%），需求由 Ada 架构的 RTX GPU 工作站的持续增长推动
- ◆ **汽车和机器人领域**：营收 4.49 亿美元（同比+72%，环比+30%），推动力来自公司的自动驾驶平台业务。

图1：英伟达季度收入与 YoY（百万美元、%）



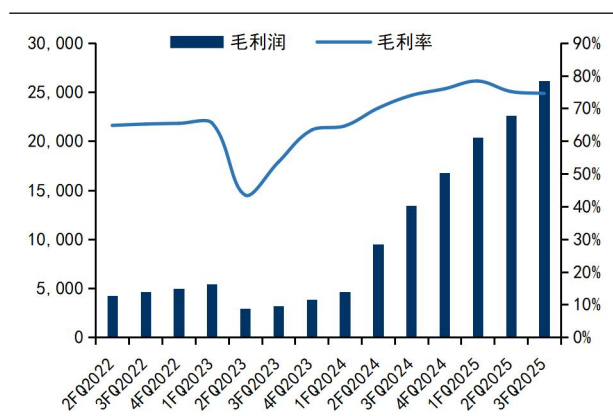
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：英伟达季度销售净利润与净利率（百万美元、%）



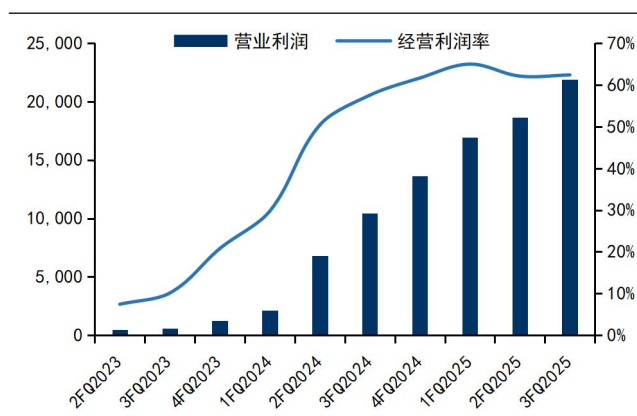
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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，%）



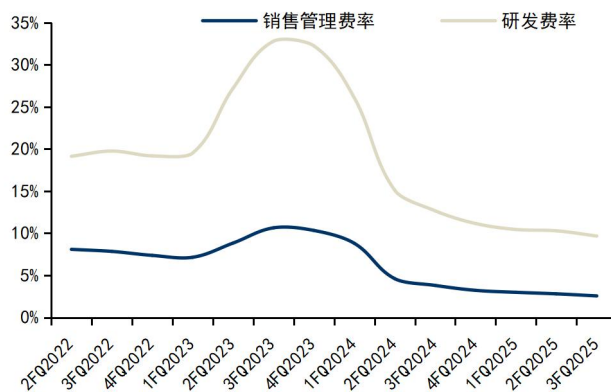
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图5: 英伟达分业务收入占比变化 (%)



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 FY25Q4, 公司营收指引为 375 亿美元(±2%), 预计生产发货 Hopper 和 Blackwell 系统, 但 Hopper 和 Blackwell 系统都有一定的供应限制。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 73.0%和 73.5% (±50 个基点)。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 48 亿与 34 亿美元, 预计同比增长 50%与 55%。

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
流动资产合计	44,345	120,818	219,279	322,927
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
资产总计	65,728	145,397	242,207	348,738
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
流动负债合计	10,631	21,258	28,348	32,331
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	36,422	44,857	49,485
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	42,978	108,975	197,350	299,253
负债和股东权益总计	65,728	145,397	242,207	348,738

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
营业收入	60,922	123,659	164,228	184,586
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
所得税费用	4,058	11,019	15,772	18,159
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
归母净利润	29,760	66,997	89,375	102,903

现金流量表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	29,760	66,997	89,375	102,903
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
经营活动现金流	28,090	72,336	95,103	106,827
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	58,049	85,659	96,713
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