

买入

2024年11月27日

Blackwell 四季度出货超预期，25年推理需求强劲

- 业绩摘要：** 2025 财年 Q3 公司收入为 351 亿美元，同比增长 93.6%，远高于 325 亿美元的公司指引与 333 亿美元的彭博一致预期。毛利率为 74.6%，环比下降 0.5ppts，高于公司指引中值的 74.4%，持平彭博一致预期的 75%。经营利润为 219 亿美元，同比增长 109.9%；经营利润率为 62.3%，去年同期为 57.5%。经营利润的大幅上升主要由于本季度 Hopper GPU 收入大幅增长。本季度公司 GAAP 净利润 193 亿美元，同比增长 108.9%，净利润率为 55.0%。GAAP 摊薄每股收益为 0.78 美元，高于彭博一致预期的 0.72 美元。公司对下季度收入指引中值为 375 亿美元，同比增长 69.7%，高于彭博一致预期的 370 亿美元。GAAP 毛利率中值为 73.0%，高于一致预期的 72.4%。
- Blackwell 四季度出货超预期：** 黄仁勋表示，Blackwell 需求非常强烈，同时 1 月季度交付的 Blackwell 产品将达数十亿美元超出预期。CoreWeave、甲骨文、微软正在上线 Blackwell 系统。同时 Hopper 也有可能继续在四季度实现环比销售增长。北美、印度和亚太地区正大力推广 NVIDIA Cloud 实例和主权云建设，NVIDIA GPU 区域云收入也同比大幅增长，维持明年 100 亿美元以上的主权云收入指引。
- 软件 ARR 达到 15 亿美元：** 本季度软件年化收入 15 亿美元，预计下季度年化收入超过 20 亿美元。埃森哲成立了一个新的业务集团帮助企业搭建 Enterprise AI，拥有 3 万名接受过 NVIDIA AI 技术培训的专业人员。此外，埃森哲内部的 AI Agent 应用程序，将一个营销活动中的手动步骤减少了 25%至 35%。
- 目标价 160 美元，买入评级：** 微软、谷歌、亚马逊、Meta 等大厂对于 2025 年的资本开支指引同比增长近 25%，未来一年内对于 GPU 的需求十分强劲，同时 Blackwell 产品大规模出货即将于 4 季度开始。因此我们基于数据中心业务的快速增长，上调公司未来的收入预测。我们预计 2025-2027 财年公司收入 CAGR 为 60.1%，GAAP EPS 的 CAGR 为 67.7%。采用 DCF 法对公司进行估值，维持公司的 WACC 为 9.0%，永续增长率为 4%，得出 160 美元的目标价，较现价有 16.85%的上涨空间，买入评级。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	半导体
股价	136.92 美元
目标价	160.00 美元 (+16.85%)
股票代码	NVDA
已发行股本	244.9 亿股
总市值	33532 亿美元
52 周高/低	44.98 美元/152.89 美元
每股净资产	2.69 美元
主要股东	Vanguard Group 8.75%
	BlackRock, Inc. 7.56%
	State Street 3.86%
	Fidelity Management & Research Co. 3.79%
	Jen-Hsun Huang 3.51%

盈利摘要

截至1月28日止财政年度	23财年历史	24财年历史	25财年预测	26财年预测	27财年预测
总营业收入 (美元百万元)	26,974	60,922	130,600	215,415	249,940
变动	0.22%	125.85%	114.37%	64.94%	16.03%
净利润	4,368	29,760	71,250	116,800	136,277
GAAP 每股盈利 (美元)	0.2	1.2	2.9	4.8	5.6
变动	-95.47%	584.87%	142.77%	65.24%	17.64%
基于136.92美元的市盈率 (估)	785.8	114.7	47.3	28.6	24.3
每股派息 (美元)	0.02	0.02	0.04	0.04	0.04
股息现价比	0.01%	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%

股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

业绩摘要

本季度公司收入为 351 亿美元，高于彭博一致预期的 333 亿美元。

2025 财年 Q3 公司收入为 351 亿美元，同比增长 93.6%，远高于 325 亿美元的公司指引与 333 亿美元的彭博一致预期。毛利率为 74.6%，环比下降 0.5ppts，高于公司指引中值的 74.4%，持平彭博一致预期的 75%。

经营利润为 219 亿美元，同比增长 109.9%；经营利润率为 62.3%，去年同期为 57.5%。经营利润的大幅上升主要由于本季度 Hopper GPU 收入大幅增长。Non-GAAP 经营利润 233 亿美元，同比增长 101%。

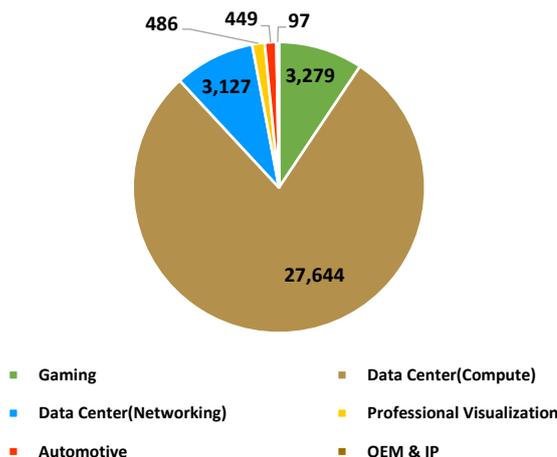
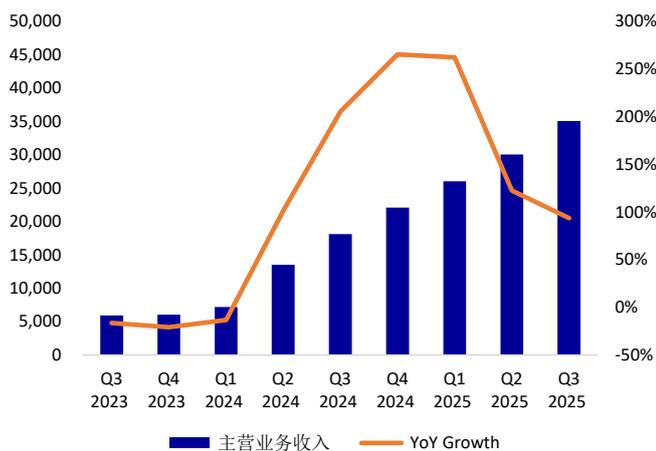
GAAP 摊薄每股收益为 0.78 美元，高于彭博一致预期的 0.72 美元

本季度公司 GAAP 净利润 193 亿美元，同比增长 108.9%，净利润率为 55.0%。GAAP 摊薄每股收益为 0.78 美元，高于彭博一致预期的 0.72 美元，去年同期为 0.37 美元。Non-GAAP 净利润 200 亿美元，同比增长 99.7%，Non-GAAP 净利润率为 57.0%。Non-GAAP 摊薄每股收益为 0.81 美元，高于彭博一致预期的 0.74 美元，去年同期为 0.40 美元。

本季度公司共产生自由现金流 168 亿美元，去年同期为 70 亿美元。本季度公司共以回购及股息形式向股东返还 112 亿美元。

图表 1： 季度收入及增速（百万美元）

图表 2： 季度分部收入（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

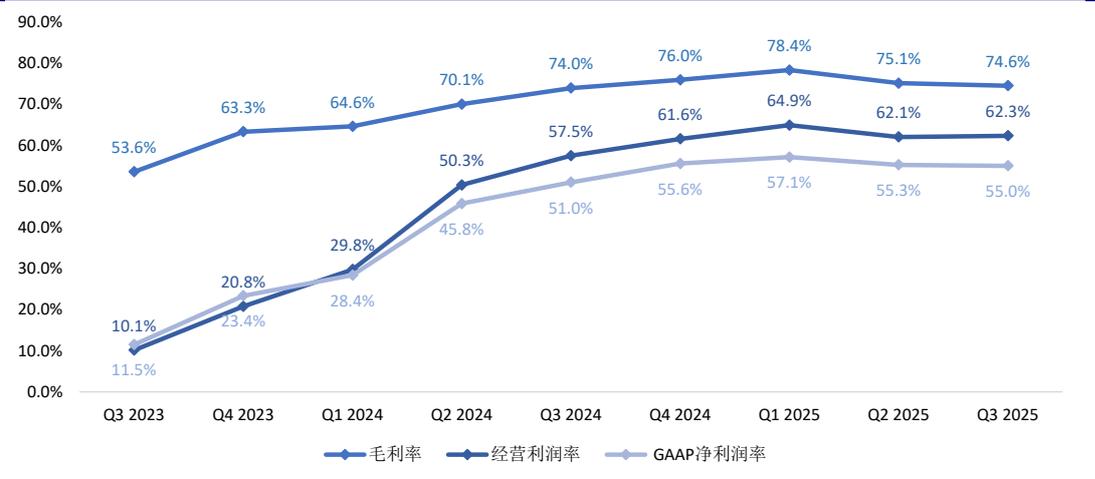
公司预计 2025 财年 Q3 的收入为 375 亿美元 (YoY+70%)

公司对下季度收入指引中值为 375 亿美元，同比增长 69.7%，高于彭博一致预期的 370 亿美元。GAAP 毛利率中值为 73.0%，高于一致预期的 72.4%。GAAP 经营开支为 48 亿美元。预计税率约为 16.5%。

Blackwell 平台产品的进展：黄仁勋在业绩会上表示，Blackwell 需求非常强烈，同时 1 月季度交付的 Blackwell 产品将超出预期，达到数十亿美元。根据互联协议、冷却形式及芯片组合的不同，Blackwell 共有 7 种不同的芯片配置，公司正在和供应伙伴合作以提升产能。戴尔、CoreWeave、甲骨文、微软等客户正在上线 Blackwell 系统。同时 Hopper 也有可能继续在四季度实现环比销售增长。

黄仁勋在业绩会上强调了供应链伙伴的重要性，包括台积电、安费诺、Vertiv、SK 海力士、美光、日月光（矽品）、安靠（Amkor）、京瓷等半导体供应链，以及富士康、广达、纬颖、戴尔、惠普、超微、联想等服务器制造商。

图表 3： 季度毛利率、经营利润率与净利润率趋势



资料来源：公司资料，第一上海

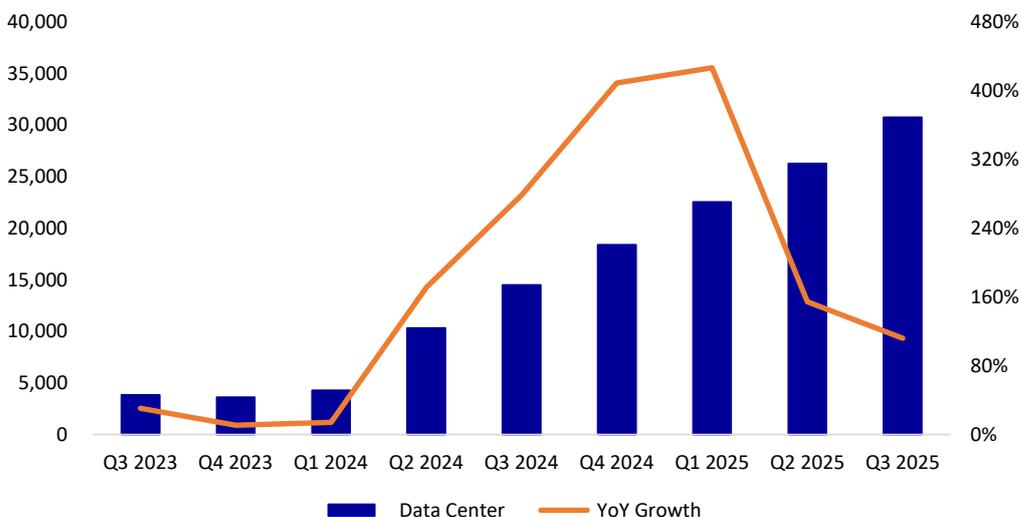
数据中心业务：Blackwell 四季度带来数十亿收入

大型 CSP 占数据中心收入 45%

2025 财年 Q3 公司数据中心业务收入 307.7 亿美元，同比增长 112%。其中计算 GPU 收入 276 亿美元，同比增长 132%。主要是由大模型、推荐引擎和生成式 AI 的需求推动。CSP 收入约占数据中心销售额的一半，同比增长超过 2 倍。Blackwell 已全面投入生产，在第三季度向客户交付了 1.3 万个样品。北美、印度和亚太地区正大力推广 NVIDIA Cloud 实例和主权云建设，NVIDIA GPU 区域云收入也同比大幅增长，维持明年 100 亿美元以上的主权云收入指引。

网络产品收入 31.3 亿美元，同比增长 136%。网络收入环比出现下降，但公司表示网络需求强劲，预计下季度环比会恢复增长。CSP 和 HPC 正在采用 InfiniBand 平台为新的 H200 集群提供支持，同时以太网 Spectrum-X 平台收入同比增长超过三倍，xAI 的十万 Hopper 数据中心选取了高速以太网互联。

图表 4： 数据中心业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

发布新一代 Blackwell 平台产品

Blackwell 平台着重强调了互联能力的重要性，通过英伟达自身协议构建的 NVL36、NVL72 等系统将获得比基于 X86 及以太网等通用计算硬件系统更加强大的 AI 算力。因此我们认为公司未来的销售将更多的来自系统级产品。英伟达数据中心业务将持续受益于基础设施的云化、传统计算向加速计算的转变及生成式 AI 技术的算力需求提升。我们认为：

1). GPU 的算力及 CUDA 对于主流 AI 框架的持续优化可以满足深度神经网络规模和复杂性的指数增长。2). 英伟达的全栈推理平台及开发者社区可以为多种不同框架提供良好的支持。从 TCO 上考虑英伟达产品优于对手产品。3). 目前的大模型对于分布式计算和网络带宽有较高需求，英伟达收购的迈络思为数据中心通信领域龙头，GPU 及 DPU 的协同效应带来系统级 Scale Out 提升。

同时，公司的软件业务将迎来较好的增长契机：本季度软件年化收入 15 亿美元，主要贡献来自于 NVIDIA AI Enterprise，预计下季度年化收入超过 20 亿美元。公司通过 AI Enterprise 及 NIM（英伟达推理微服务）等软件服务，将市场空间由企业 Capex 扩展至企业的 Opex。NIM 使英伟达加速并简化了传统企业的模型部署。埃森哲成立了一个新的业务集团帮助企业搭建 Enterprise AI，拥有 3 万名接受过 NVIDIA AI 技术培训的专业人员。此外，埃森哲正在内部利用由英伟达支持的 AI Agent 应用程序，其中一个案例将营销活动中的手动步骤减少了 25%至 35%。

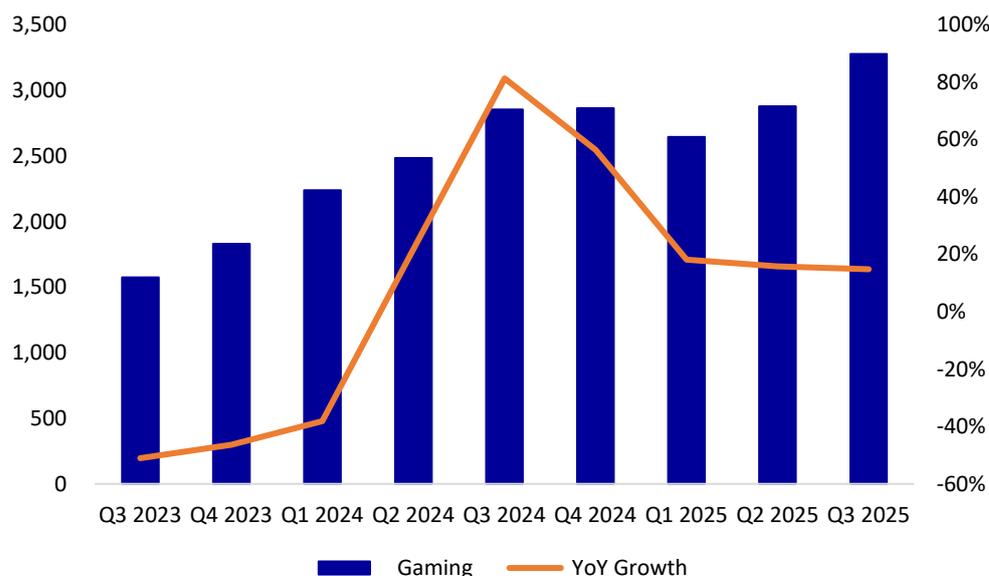
游戏业务：GPU AI 助力增长

游戏业务收入增长 15%

2025 财年 Q3 公司游戏业务收入 32.8 亿美元，同比增长 15%，主要来自于 RTX 40 系列和游戏主机 SoC 的销售增长。开学季公司游戏 GPU 销售强劲。据 IDC 数据，2024 年三季度全球 PC 市场出货为 6880 万台，同比增长 0.9%。

华硕和 MSI 的新款 GeForce RTX AI PC 即将出货，最高具备 321 Tops 算力，利用 RTX 光线追踪和 AI 技术来增强游戏、照片和视频编辑、图像生成和编码能力。

图表 5： 游戏业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

专业可视化、汽车与 OEM 业务

本季度公司专业可视化业务收入 4.9 亿美元，同比增长 17%。人工智能正在成为强大的需求驱动因素，包括自动驾驶汽车模拟、用于生产力相关用例的生成式 AI 设计以及媒体和娱乐领域的 AI 内容创作。

富士康正在使用基于 Omniverse 构建的数字孪生和工业 AI 来加速其 Blackwell 工厂的建设并提高效率水平。在富士康墨西哥工厂，预计工业 AI 将减少 30%以上工时。

本季度公司汽车业务收入 4.5 亿美元，同比增长 72%。主要来自于智能驾驶芯片的需求增加。

公司未来 6 年的汽车芯片订单为 140 亿美元。汽车行业同时也正在采用 Omniverse 将工厂的端到端周期时间缩短 50%，并在数据中心中采用英伟达 GPU 进行自动驾驶技术的开发。公司预计汽车将在本地和云端消费中带来数十亿美元的收入，并且随着下一代自动驾驶模型需要更多计算而增长。

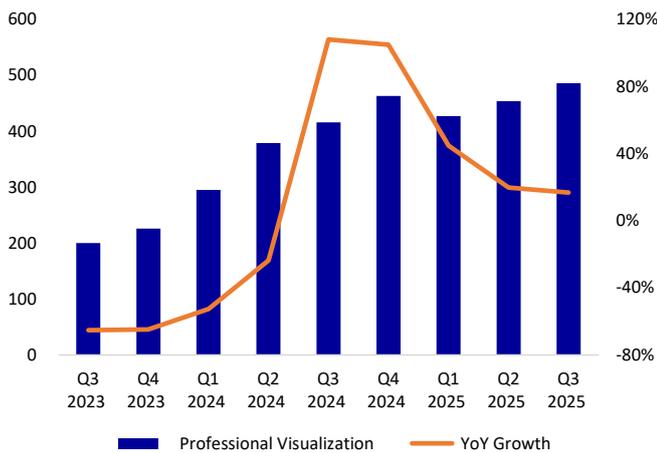
Issac 机器人平台被多家供应链公司采用

机器人方面，公司发布了面向机器人学习和开发的 Project GROOT AI 模拟工具。

本季度公司 OEM 与 IP 业务收入 9700 万美元，同比增长 33%。

图表 6：专业可视化业务收入及增速（百万美元）

图表 7：汽车业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

目标价 160 美元，买入评级

公司未来三年预测收入 CAGR 为 60%，EPS CAGR 为 68%

微软、谷歌、亚马逊、Meta 等大厂对于 2025 年的资本开支指引同比增长近 25%，未来一年内对于 GPU 的需求十分强劲，同时 Blackwell 产品大规模出货即将于 4 季度开始。因此我们基于数据中心业务的快速增长，上调公司未来的收入预测。但我们认为公司需要维持较为激进的产品更新周期及定价策略以保证竞争力，因此利润率将不会有明显上升。我们预计 2025-2027 财年公司收入 CAGR 为 60.1%，GAAP EPS 的 CAGR 为 67.7%。

我们采用 DCF 法对公司进行估值，维持公司的 WACC 为 9.0%，永续增长率为 4%，得出 160 美元的目标价，较现价有 16.85% 的上涨空间，买入评级。

图表 8：DCF 估值

折现年限	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
(百万美元)											
CFO	66,764	110,921	140,979	161,909	180,401						
自由现金流量	65,588	107,864	136,699	157,201	175,457	194,757	214,233	233,514	252,195	269,849	280,643
自由现金流增长率		64.5%	26.7%	15.0%	11.6%	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	4.0%
折合至2024财年的现金流量	65,588	98,958	115,057	121,388	124,298	126,579	127,740	127,740	126,568	124,246	2,584,316
永续期折现值											5,837,372
估值											
WACC	9.0%										
长期增长率	4.0%										
现金流折现	3,742,478										
减：净金融负债	-84,592										
减：少数股东权益+合伙人权益	-108,207										
股本价值	3,935,277										
股本数量 (预期)	24,595										
DCF法之每股价值 (美元)	160.00										

资料来源：彭博，第一上海

风险因素

芯片市场竞争风险

越来越多的互联网科技企业和传统芯片厂商开始切入定制 AI 芯片赛道，对公司的市场份额虎视眈眈。OpenAI 等软件公司也在尝试开发开源库绕过 CUDA 库。若公司不能在市场竞争中保持 GPU 产品及 CUDA 的性能领先优势，可能对公司的增长造成重大影响。

技术路线风险

GPU 的价格及功耗较高，如果 Transformer 的技术路线固定，可能出现大量在能耗比上更加优秀的 AISC 产品。从长远来看，如果公司不能及时优化产品的设计，可能丧失在训练市场的优势。

自动驾驶系统竞争风险

自动驾驶系统的技术方向目前还未完全定型。如果公司在竞争中输给对手，将失去自动驾驶芯片市场。如果特斯拉将自己的自动驾驶技术对外输出，也有可能对公司的解决方案形成较大的负面冲击。

中美关系风险

未来可能会有来自美国政府更多的更严格的禁运要求，进一步降低公司在华销售额。同时，中国将会采购更多自主可控的芯片产品。

主要财务报表

损益表

单位: 百万美元, 财务年度截至1月28日

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	26,974	60,922	130,600	215,415	249,940
- 主营业务收入成本	11,618	16,621	32,539	55,600	64,120
毛利	15,356	44,301	98,061	159,814	185,819
营业开支	11,132	11,329	16,978	24,557	27,993
销售总务及管理开支	2,440	2,654	3,657	5,170	5,999
研究和开发开支	7,339	8,675	13,321	19,387	21,995
营业利润	4,224	32,972	81,083	135,257	157,826
- 利息支出	-5	-609	-1,959	-2,154	-2,499
- 营业外亏损净额	48	-237	0	0	0
税前利润	4,181	33,818	83,042	137,411	160,326
- 所得税支出	-187	4,058	11,792	20,612	24,049
非常项目前收入	4,368	29,760	71,250	116,800	136,277
净利润	4,368	29,760	71,250	116,800	136,277
普通股股东所得净利润	4,368	29,760	71,250	116,800	136,277
折旧与摊销	2,694	3,509	4,428	5,408	6,875
EBITDA	5,768	34,480	82,002	136,237	159,294
主营业务增长 (%)	0.2%	125.9%	114.4%	64.9%	16.0%
EBITDA 增长率 (%)	-94.4%	83.3%	58.0%	39.8%	14.5%

资产负债表

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	3,389	7,280	61,884	158,772	284,503
+ 短期投资	9,907	18,704	18,704	18,704	18,704
+ 应收账款与票据	3,827	9,999	19,749	30,515	34,747
+ 库存	5,159	5,282	8,818	14,349	14,149
+ 其他流动资产	791	3,080	3,080	3,080	3,080
总计流动资产	23,073	44,345	112,235	225,419	355,183
+ 长期投资与应收	—	—	—	—	—
+ 总固定资产	6,501	7,423	8,599	11,656	15,937
- 累计折旧	2,694	3,509	4,428	5,408	6,875
+ 净固定资产	3,807	3,914	4,171	6,249	9,062
+ 其他长期资产	13,264	16,123	16,123	16,123	16,123
总计长期资产	18,109	21,383	21,640	23,718	26,531
总资产	41,182	65,728	133,875	249,137	381,714
+ 应付账款	5,313	9,381	12,298	15,274	15,544
+ 短期借款	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
+ 其他短期负债	0	0	0	0	0
总计流动负债	6,563	10,631	13,548	16,524	16,794
+ 长期借款	10,605	9,578	9,578	9,578	9,578
+ 其他长期负债	1,913	2,541	2,541	2,541	2,541
总长期负债	12,518	12,119	12,119	12,119	12,119
总负债	19,081	22,750	25,667	28,643	28,913
总股东权益	22,101	42,978	108,207	220,493	352,800

财务能力分析

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	56.9%	72.7%	75.1%	74.2%	74.3%
EBITDA 利率 (%)	21.4%	56.6%	62.8%	63.2%	63.7%
净利率 (%)	16.2%	48.8%	54.6%	54.2%	54.5%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	9.0%	4.4%	2.8%	2.4%	2.4%
研发费用/收入 (%)	27.2%	14.2%	10.2%	9.0%	8.8%
实际税率 (%)	-4.5%	12.0%	14.2%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	9.1%	1.3%	1.4%	0.8%	0.7%
库存周转	3.0	3.1	4.6	4.8	4.5
应收账款天数	56.6	38.0	41.0	42.0	47.0
应付账款天数	46.1	43.0	46.0	46.0	49.0
财务状况					
总负债/总资产	46.3%	34.6%	19.2%	11.5%	7.6%
收入/净资产	19.8%	69.2%	65.8%	53.0%	38.6%
经营性现金流/收入	20.9%	46.1%	51.1%	51.5%	56.4%
税前盈利对利息倍数	(836.2)	(55.5)	(42.4)	(63.8)	(64.1)

现金流量表

	2023财年	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 净利润	4,368	29,760	71,250	116,800	136,277
+ 折旧、摊销	1,544	1,508	919	979	1,467
+ 其他非现金调整	583	544	4,963	6,462	6,998
+ 非现金资本变动	-2,207	-3,722	-10,368	-13,320	-3,763
经营活动现金流量	5,641	28,090	66,764	110,921	140,979
+ 固定资产变动	0	0	0	0	0
+ 资本支出	-1,833	-1,069	-1,176	-3,057	-4,280
+ 长期净投资变动	7,528	-8,479	0	0	0
+ 其他投资活动	1,680	-1,018	0	0	0
投资活动现金	7,375	-10,566	-1,176	-3,057	-4,280
+ 已付股利	-398	-395	-984	-976	-968
+ 债务(偿付)所得现金	0	0	0	0	0
+ 股本增加	355	403	0	0	0
+ 股本减少	-10,039	-9,533	-10,000	-10,000	-10,000
+ 其他融资活动	-1,535	-4,108	0	0	0
融资所得现金	-11,617	-13,633	-10,984	-10,976	-10,968
现金净增减	1,399	3,891	54,604	96,888	125,731
现金剩余	3,389	7,280	61,884	158,772	284,503

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。