

业绩增长超预期, Blackwell 四季度出货

投资要点

- **事件:** 公司 2025 财年三季度收入 350.8 亿美元, 同比增长 94%; GAAP 净利润 193 亿美元, 同比增长 109%; Non-GAAP 净利润 200 亿美元, 同比增长 100%; GAAP 毛利率 74.6%, Non-GAAP 毛利率 75%。
- **数据中心增长超市场预期, Blackwell 芯片四季度贡献收入。** 1) 数据中心当季营收 308 亿美元, 同比增长 112%, 高于市场预期。当季数据中心业务的增长主要是由于市场对 Hopper 计算平台的需求加大。云服务商贡献了英伟达约 50% 的数据中心收入, 其余收入部分来自消费者互联网企业。公司宣布在包括 AWS、CoreWeave 和 Microsoft Azure 的多个云服务中提供由 Hopper H200 驱动的实例, Google Cloud 和 Oracle Cloud Infrastructure 也即将推出相关实例。2) 公司表示, 下一代 Blackwell 系列四季度开始生产发货贡献收入, 并预计 2026 财年 Blackwell 芯片将供不应求。Blackwell 芯片在 MLPerf Training 上首次亮相, 完成了所有测试, 并在 LLM 基准测试中实现了高达 2.2 倍的性能提升。
- **多领域业务超预期增长。** 1) 当季游戏和 AI PC 业务收入 33 亿美元, 同比增长 15%, 超市场预期。公司在 Gamescom 上展示了数字人类技术, 可实现更好的游戏角色反应。公司推出了 20 款 GeForce RTX 和 DLSS 游戏。PC 客户华硕和微星推出每秒 321 万亿次 AI 操作的新款 RTX AI PC。2) 专业视觉收入 4.86 亿美元, 同比增长 17%。富士康正使用基于 NVIDIA Omniverse 的数字双胞胎和工业人工智能, 使用于制造 GB200 Grace Blackwell 超级芯片的工厂更快地上线。3) 汽车和机器人业务收入 4.5 亿美元, 同比和环比分别增长 72%、30%。公司为机器人学习和类人开发引入了 Project GR00T 人工智能和仿真工具, 并为机器人开发人员引入了新的生成式 AI 工具和感知工作流程。
- **业绩指引:** 公司预计 FY25Q4 收入约 375 亿美元, 上下浮动 2%, 同比增长 69.7%。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率预计 73% 和 73.5%, 上下浮动 50 个基点。
- **盈利预测与评级:** 预计公司未来三年 GAAP/Non-GAAP 净利润年复合增速分别为 69.9%、67.2%, 对应 PE 分别为 48 倍、29 倍和 23 倍。考虑到公司在 AI GPU 领域的领先市场地位、CUDA 软件生态上的高壁垒、以及不断推出的新品和技术创新带来的持续竞争力, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** AI 产业发展或不及预期; 数据中心业务盈利或不及预期; 竞争加剧的风险。

指标/年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万美元)	26974.00	60922.00	131779.61	215034.34	266353.47
增长率	0.22%	125.85%	116.31%	63.18%	23.87%
GAAP 净利润(百万美元)	4368.00	29760.00	71660.31	117368.69	145956.50
增长率	-55.21%	581.32%	140.79%	63.78%	24.36%
每股收益 EPS	0.18	1.22	2.93	4.79	5.96
Non-GAAP 净利润(百万美元)	8366.00	32312.00	72477.00	120633.00	151069.00
增长率	-25.69%	286.23%	124.30%	66.44%	25.23%
净资产收益率	19.76%	69.24%	62.51%	50.59%	38.62%
PE (Non-GAAP)	415.54	107.59	47.97	28.82	23.01

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 杨镇宇
执业证号: S1250517090003
电话: 023-67563924
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

52 周区间(美元)	45.49-148.88
3 个月平均成交量(百万)	273.72
流通股数(亿)	244.90
市值(亿美元)	34763.55

相关研究

1. 英伟达 (NVDA.O): 增长势头强劲, B 系列提前出货超预期 (2024-05-29)
2. 英伟达 (NVDA.O): 业绩持续高增长, 关注 GTC 峰会和新品 (2024-03-04)
3. 英伟达 (NVDA.O): 智能计算引领者, AI 芯片生态构筑宽广护城河 (2023-12-08)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1: 大模型训练和推理对 AI 加速卡需求持续提升, 网络部件销售增厚数据中心业务规模, 英伟达高端 GPU 市占率维持在 80% 以上。

假设 2: 50 系列显卡新品上市带动游戏显卡 ASP 提升, AI PC 渗透率提升, 游戏和 AI PC 业务未来三年重回增长态势。

假设 3: 智驾渗透率持续提升, AI 推动机器人学习和开发需求增长, 汽车和机器人业务未来三年复合增速近 30%。

基于以上假设, 我们预测公司 2025-2027 财年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万美元		FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
数据中心	收入	47,525.00	115,961.00	197,133.70	246,417.13
	增速	216.73%	144.00%	70.00%	25.00%
游戏	收入	10,447.00	12,222.99	13,445.29	14,789.82
	增速	15.22%	17.00%	10.00%	10.00%
专业视觉	收入	1,553.00	1,863.60	2,143.14	2,357.45
	增速	0.58%	20.00%	15.00%	10.00%
汽车	收入	1,091.00	1,380.12	1,932.16	2,386.22
	增速	20.82%	26.50%	40.00%	23.50%
其他	收入	306.00	351.90	380.05	402.86
	增速	-32.75%	15.00%	8.00%	6.00%
合计	收入	60,922.00	131,779.61	215,034.34	266,353.47
	增速	125.85%	116.31%	63.18%	23.87%
	毛利率	72.72%	75.31%	74.96%	75.53%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2025-2027 财年营业收入分别为 1317.8 亿美元、2150.3 亿美元、2663.5 亿美元, Non-GAAP 净利润分别为 724.8 亿美元、1206.3 亿美元、1510.7 亿美元, 对应动态 PE 分别为 48 倍、29 倍和 23 倍。

我们选取了半导体产业链的 3 家可比公司, 2024-2025 年平均估值为 86 倍 PE、42 倍 PE。预计英伟达未来三年 GAAP/Non-GAAP 净利润 CAGR 分别为 69.9%、67.2%。考虑到公司在 AI GPU 领域的领先市场地位、CUDA 软件生态上的高壁垒、以及不断推出的新品和技术创新带来的持续竞争力, 维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	股价 (美元)	市值 (亿美元)	PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E
AMD.O	AMD	138.35	2245.15	278.85	88.53	41.81	31.26
AVGO.O	博通	164.23	7670.49	24.57	83.23	40.31	31.77
INTC.O	英特尔	24.50	1056.68	125.43	-3107.90	44.68	23.68
平均值				142.95	85.88	42.27	28.90
NVDA.O	英伟达	141.95	34764	107.59	47.97	28.82	23.01

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司估值平均值剔除负值影响

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	利润表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
货币资金	25984.00	80714.61	182554.21	318263.50	销售收入	60922.00	131779.61	215034.34	266353.47
应收账款	9999.00	21031.05	34317.89	42508.04	销售成本	16621.00	32531.60	53851.25	65173.30
预付款项	3080.00	4106.25	6700.46	8299.56	销售和管理费用	2654.00	3294.49	5160.82	6658.84
存货	5282.00	11254.04	18629.41	22546.18	研发费用	8675.00	11201.27	17202.75	21574.63
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	33581.00	84105.25	137837.81	171436.53
流动资产总计	44345.00	117105.95	242201.97	391617.29	其他非经营损益	237.00	201.00	243.00	277.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	33818.00	84306.25	138080.81	171713.53
固定资产	3914.00	4144.14	4301.95	4456.09	所得税	4058.00	12645.94	20712.12	25757.03
无形资产	1112.00	1343.33	1491.33	1556.00	净利润	29760.00	71660.31	117368.69	145956.50
其他非流动资产	16357.00	17505.00	19516.00	20655.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	21383.00	22992.47	25309.28	26667.09	归属于母公司股东的净利润	29760.00	71660.31	117368.69	145956.50
资产总计	65728.00	140098.42	267511.25	418284.37	EBITDA	34717.00	85596.44	139324.55	172828.55
应付账款	2699.00	4344.97	7891.79	10377.73	NOPLAT	28914.00	71703.37	117119.25	145324.80
其他流动负债	6682.00	9467.14	15491.46	17677.14	EPS(元)	1.22	2.93	4.79	5.96
流动负债合计	10631.00	13812.11	23383.25	28054.88	Non-GAAP 净利润	32312.00	72477.00	120633.00	151069.00
长期债务	8459.00	8459.00	8459.00	8459.00					
其他非流动负债	3660.00	3189.00	3662.00	3807.00					
非流动负债合计	12119.00	11648.00	12121.00	12266.00	财务分析指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
负债合计	22750.00	25460.11	35504.25	40320.88	成长能力				
归属母公司权益	42978.00	114638.31	232007.00	377963.50	销售收入增长率	125.85%	116.31%	63.18%	23.87%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	695.23%	154.62%	63.24%	24.06%
股东权益合计	42978.00	114638.31	232007.00	377963.50	EBITDA 增长率	506.94%	146.55%	62.77%	24.05%
负债和股东权益合计	65728.00	140098.42	267511.25	418284.37	税后利润增长率	581.32%	140.79%	63.78%	24.36%
					盈利能力				
					毛利率	72.72%	75.31%	74.96%	75.53%
					净利率	48.85%	54.38%	54.58%	54.80%
					ROE	69.24%	62.51%	50.59%	38.62%
					ROA	45.28%	51.15%	43.87%	34.89%
					ROIC	128.76%	218.64%	210.80%	182.99%
					估值				
					P/E	116.81	48.51	29.62	23.82
					P/S	57.06	26.38	16.17	13.05
					P/B	80.89	30.32	14.98	9.20
现金流量表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E					
税后经营利润	29551.44	71489.46	117162.14	145721.05					
折旧与摊销	1508.00	1038.53	1294.19	1581.19					
财务费用	-609.00	251.66	-50.46	-466.17					
其他经营资金	-2360.44	-13599.22	-13685.28	-9034.40					
经营性现金净流量	28090.00	59180.43	104720.59	137801.67					
投资性现金净流量	-10566.00	-2948.15	-2931.45	-2558.55					
筹资性现金净流量	-13633.00	-1501.66	50.46	466.17					
现金流量净额	3891.00	54730.61	101839.60	135709.29					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
