

# NVIDIA ( NVDA )

证券研究报告  
2024 年 12 月 11 日

## Blackwell 已全面投产，毛利率有望在 Blackwell 放量后回升

投资评级

6 个月评级

买入（维持评级）

### 事件：

英伟达 3QFY25 营收 350.8 亿美元，同比增长 94%，环比增长 17%，高于公司此前 325 亿美元的指引，超出彭博一致预期 332.5 亿美元 5.5%。毛利率：3QFY25 Non-GAAP 毛利率为 75%，同比持平，环比下降 0.7ppts；Non-GAAP 净利润 200.1 亿美元，同比增长 100%，环比增长 18%，超越彭博一致预期 185.6 亿美元 8%；非 GAAP 每股收益为 0.81 美元，环比增长 19%，同比增长 103%。

**云厂商需求强劲，B 系列已全面投产。**数据中心营收 308 亿美元，环比增长 17%，同比增长 112%。公司表示 Hopper 产品需求强劲，H200 的销售额环比显著增加，达到数十亿美元级别。云厂商需求依旧强劲，占据数据中心销售收入的约一半，同比收入翻倍增长。Blackwell 已进入全面生产阶段，并成功完成大规模产品切换。第三季度，公司向客户交付了 13,000 个 GPU 样品，包括首批 Blackwell DGX 工程样品，其中一个已提供给 OpenAI。

**业绩指引：**展望 2025 财年第四季度，公司预计总收入为 375 亿美元，上下浮动 2%；公司表示：基于四季度 Hopper 的持续需求和 Blackwell 产品的初步量产，有信心超越之前对 Blackwell Several Billions 的收入预测。公司预计 GAAP 和非 GAAP 毛利率分别为 73% 和 73.5%，上下浮动 50 个基点。公司预计 GAAP 和非 GAAP 运营费用为 48 亿美元和 34 亿美元。预计税率在 16.5% 左右。

### 业务动态：

**1) Blackwell 系列需求强劲，公司大幅扩张产能。**公司表示 Blackwell 收入四季度会比之前指引的 Several Billions 更好，并且公司正在认为明年多个季度需求继续大于供给，在毛利率上，公司认为在 Blackwell 初期毛利率会接近 70% 出头（low-70s），后续会回到 75% 左右（mid-70s）。

**2) Scaling Law 未见放缓迹象。**公司表示仅依赖预训练扩展是不够的，除此之外还有后训练扩展 Post-Training Scaling 和 Inference Time，三种 Scaling Law 同步推进。我们认为 Scaling Law 在预训练、后训练到推理的需求快速增长，有望共同推动基础设施的扩展需求，算力缺口依然显著。

**3) 网络业务收入同比增长 20%，环比收入略有下降。**公司表示预计在第四季度网络业务会实现环比增长。CSPs 和超级计算中心正在采用 NVIDIA InfiniBand 平台。NVIDIA Spectrum-X 以太网在 AI 应用中的收入同比增长超过 3 倍，未来的业务管道也在不断扩展，多家 CSP 和消费互联网公司正在规划大规模集群部署。我们认为这对以太网的市占率或有积极指示意义。

**4) 企业 AI 收入增长超 2 倍。**公司表示 Accenture 和 Deloitte 等行业领导者正将 NVIDIA AI 技术引入全球企业。预计 NVIDIA AI Enterprise 全年收入将同比增长 2 倍以上。

**5) 中国的数据中心收入因出口合规产品交付而环比增长。**虽然数据中心收入占比仍远低于出口管制之前的水平，但公司预计中国市场的竞争将保持激烈，同时将继续遵守出口管制法规，并努力服务于客户。

**投资建议：**考虑到 Hopper 的需求在明年仍将继续，同时预计 Blackwell 今年收入有望超越此前“Several Billions”的预测。毛利率方面，公司认为在 Blackwell 初期毛利率会接近 70% 出头（low-70s），后续会回到 75% 左右（mid-70s）。我们将 CY2024 年收入预测由此前 1283 亿美元上调至 1313 亿美元，并将 CY2024 年 non-GAAP 净利润由 757 亿美元上调至 775 亿美元。维持 CY2025-2026 年实现收入 2057/2880 亿美元，CY2025-2026 年 non-GAAP 净利润 1225/1728 亿美元，继续维持“买入”评级。

**风险提示：**AI 应用落地不及预期，Blackwell 交付不及预期，行业竞争加剧。

### 作者

**孔蓉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

**李泽宇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520110002  
lizeyu@tfzq.com

### 相关报告

- 《NVIDIA-公司动态研究：指引 Blackwell CY24 Q4 大量出货》2024-09-24
- 《NVIDIA-公司动态研究：英伟达 Computex 产品发布会点评：Rubin 架构的首次正式宣告》2024-06-18
- 《NVIDIA-公司动态研究：FY2024Q4 点评：Q4 及全年业绩超预期，数据中心和游戏业务强劲增长，净利润大幅提升》2024-03-09

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com