

公司研究

FY25Q4 业绩超预期，Blackwell 需求强劲，推理计算需求高速增长

——英伟达 (NVDA.O) FY25Q4 业绩点评

要点

事件：英伟达发布截至 2025 年 1 月 26 日的 FY25Q4 及 FY25 全年业绩。截至美国东部时间 2 月 26 日 20:00，公司盘后股价下跌 1.55%。**1) FY25Q4 业绩超预期。** FY25Q4 公司营收 393.3 亿美元，YoY+78%，QoQ+12%，超彭博一致预期的 382.5 亿美元。Non-GAAP 毛利率 73.5%，QoQ-1.5pct，YoY-3.2pct，毛利率下降系 Blackwell 量产爬坡影响；Non-GAAP 净利润 220.7 亿美元，QoQ+10%，YoY+72%，对应 Non-GAAP EPS 0.89 美元，超彭博一致预期的 0.84 美元。**2) FY25 全年：**收入 1,305 亿美元，同比上升 114%，超过彭博一致预期的 1,296 亿美元。Non-GAAP 净利润 742.6 亿美元，同比增加 130%，对应 EPS 2.99 美元，超彭博一致预期的 2.95 美元。**3) FY26Q1 指引：**营收 430 亿美元，YoY+65%，QoQ+9%，超彭博一致预期的 422.6 亿美元；Non-GAAP 毛利率 71%，QoQ-3pct，低于彭博一致预期的 72.1%。

点评：数据中心业务和汽车业务收入高速增长。**1) 数据中心业务：** FY25 全年营收 1,152 亿美元，YoY+142%。FY25Q4 营收 356 亿美元，QoQ+16%，YoY+93%，约 50% 收入来自大型云厂商。Q4 数据中心营收贡献占比增至 90.6%，成为拉动业绩强力引擎。Hopper200 出货持续环比增长，Blackwell 需求强劲，贡献约 110 亿美元收入。大模型对推理芯片需求持续增长。**2) 游戏业务：** FY25 全年营收 114 亿美元，YoY+9%。FY25Q4 营收 25 亿美元，YoY-11%，QoQ-22%，Q4 出货量受到供应链限制影响，假期需求维持强劲，公司预计 FY26Q1 出货量将恢复增长，搭载 GeForce RTX 50 系列显卡的笔记本电脑将于 3 月起发售。**3) 专业可视化业务：** FY25 全年营收 19 亿美元，YoY+21%。FY25Q4 营收 5 亿美元，YoY+10%，QoQ+5%。客户对 RTX GPU 工作站需求持续提升。**4) 汽车业务：** FY25 全年营收 17 亿美元，YoY+55%。FY25Q4 营收 6 亿美元，YoY+103%，QoQ+27%，汽车业务增长系包含汽车和 Robotaxi 在内的自动汽车持续量产爬坡。

AI 大模型推理需求加速增长，Blackwell Ultra 将于下半年推出。 公司 CEO 黄仁勋于 FY25Q4 业绩会上表示，Open AI o3、DeepSeek-R1 等大模型推动推理需求加速增长，长思维推理相比一次性推理，需要超过 100 倍的数据量，未来 AI 大模型计算需求会远超当前大语言模型。Blackwell 由于其高 Token 吞吐量和更低的成本，需求将持续提升。另外，Blackwell 的供应链问题已经得到解决，下一代 Blackwell Ultra 将于 2025 年下半年发布。

盈利预测与估值： Blackwell 交付进展顺利、供应链问题已经得到解决，我们预计需求强劲且高价值量的 Blackwell 平台、叠加 AI 大模型推理需求加速增长有望驱动英伟达业绩 FY2026~2028 延续高速增长。我们维持英伟达 FY2026~FY2027 GAAP 净利润预测 1,301.62/1,843.24 亿美元，新增 FY2028 GAAP 净利润预测 2,374.51 亿美元，对应 FY2026~2028 GAAP 净利润同比增速 78.6%/41.61%/28.82%，对应 FY2026~FY2028 GAAP EPS 为 5.33/7.55/9.73 美元。2 月 26 日收盘价 131.28 美元对应 FY2026/FY2027 25x/17x PE，维持“买入”评级。

风险分析： 1) 下游应用程序开发和场景拓展较慢，导致 AI 商业化进度不及预期；2) CoWoS 和 HBM 产能扩张受限的风险；3) AI 算力行业竞争加剧的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入 (百万美元)	60,922	130,497	245,530	334,276	427,702
营业收入增长率 (%)	125.85%	114.20%	88.15%	36.14%	27.95%
GAAP 净利润 (百万美元)	29,760	72,880	130,162	184,324	237,451
GAAP 净利润增长率 (%)	581.32%	144.89%	78.60%	41.61%	28.82%
GAAPEPS (美元)	1.22	2.99	5.33	7.55	9.73
P/E	108	44	25	17	13

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-02-26；FY2025 财年截至 2025-1-26

买入 (维持)

当前价：131.28 美元

作者

分析师：付天姿，CFA，FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：王贇

执业证书编号：S0930522120001

021-52523862

yunwang@ebscn.com

联系人：沈昱恒

021-52523686

shenyuheng@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	244.00
总市值(亿美元)	32150.47
一年最低/最高(元)	76.19-149.43
近 3 月换手率：	59.31%

股价相对走势



收益表现

%	3M	1Y	1M
相对	12.2	-3.6	46.6
绝对	10.9	-4.1	66.0

资料来源：Wind

相关研报

FY25Q3 业绩超预期，预计 FY25Q4 Blackwell 交付顺利、加速出货——英伟达 (NVDA.O)

FY25Q3 业绩点评……………20241125

Blackwell 平台实现 AI 性能跃升，软硬协同助力英伟达转型 AI 全链条平台——英伟达 GTC 2024 大会点评……………20240320

图 1: 英伟达 FY25Q4 营业收入同比增长 78%，环比增长 12%



资料来源: 英伟达官网, 光大证券研究所

图 2: 英伟达 FY25Q4 净利润水平持续提升



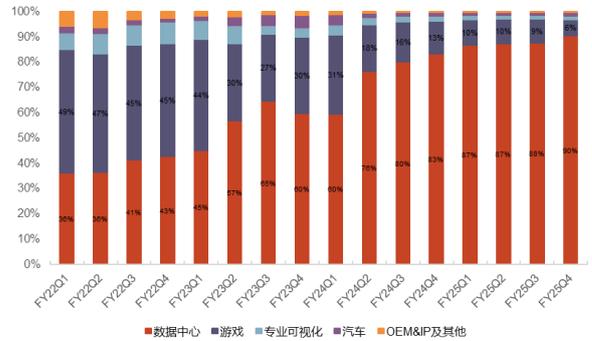
资料来源: 英伟达官网, 光大证券研究所

图 3: FY25Q4 数据中心业务成营收增长的核心驱动力 (亿美元)



资料来源: 英伟达官网, 光大证券研究所

图 4: 英伟达 FY25Q4 数据中心收入占比升至 90%



资料来源: 英伟达官网, 光大证券研究所

表 1: 英伟达近期业绩和未来指引汇总表: FY25Q4 营收环比增速有所放缓

	FY25Q4		FY26Q1 指引
	实际	指引	
收入(亿美元)	393	375	430
收入 QoQ(%)	12%	6.8%	9.0%
毛利率(%)	73.5%	73.5%	71.0%

资料来源: 英伟达官网, 光大证券研究所整理; 毛利率均为 Non-GAAP 口径;

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	60,922	130,497	245,530	334,276	427,702
营业成本	16,621	32,639	66,293	83,569	106,925
折旧和摊销	1,508	1,864	2,242	2,629	3,108
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	2,654	3,491	9,821	13,371	17,108
管理费用	8,675	12,914	30,691	45,462	59,878
财务费用	-609	-1,539	-712	-4,130	-9,317
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	33,818	84,026	139,436	196,004	253,107
利润总额	33,818	84,026	138,470	196,090	252,607
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	29,760	72,880	130,162	184,324	237,451

现金流量表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	28,090	64,089	121,178	170,233	218,968
投资活动产生现金流	-10,566	-20,421	-24,493	-33,519	-34,945
融资活动现金流	-13,633	-42,359	12,947	13,188	18,597
净现金流	3,891	1,309	109,632	149,903	202,620

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总资产	65,728	111,601	269,038	473,985	733,562
流动资产	44,345	80,126	203,898	375,963	601,568
货币资金	7,280	8,589	118,221	268,123	470,744
交易型金融资产	18,704	34,621	17,000	16,000	15,000
应收账款	9,999	23,065	36,829	46,799	55,601
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	5,282	10,080	16,573	20,892	26,731
非流动资产	21,383	31,475	65,140	98,022	131,994
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	13	13
固定资产	3,914	6,283	5,701	5,607	5,127
无形资产	1,112	807	793	778	764
总负债	22,750	32,274	59,969	81,297	104,422
无息负债	13,041	23,811	51,504	72,830	95,953
有息负债	9,709	8,463	8,465	8,467	8,469
股东权益	42,978	79,327	209,069	392,688	629,140
股本	2	2	5	5	5
公积金	42,949	79,297	79,297	79,297	79,297
未分配利润	0	0	129,767	313,386	549,838
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司权益	42,978	79,327	209,069	392,688	629,140

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP