

# 英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) 25FYQ4 业绩点评

## 业绩与指引稳健, Blackwell 快速量产爬坡

优于大市

### 核心观点

**财务表现: 需求保持高景气度, FY25Q4 财务表现及指引强劲。**①**整体:** 英伟达四季度(均指财季,下同)收入 393 亿美元(同比+78%,环比+12%), 高于公司此前 382(±3%) 亿美元指引。GAAP 毛利率 73%(同比-3pcts, 环比-1.6pcts)。营业利润同比 77%至 240 亿美元, GAAP 净利润同比+80% 至 221 亿美元。②**分业务:** 数据中心营收 356 亿美元(同比+93%, 环比+16%), 游戏营收 25 亿美元(同比-11%, 环比-12%), 专业可视化业务营收 5.11 亿美元(同比+10%, 环比+5%), 汽车营收 5.70 亿美元(同比+103%, 环比+27%)。③**财务指引:** 对于 FY26Q1, 公司营收指引为 430 亿美元(±2%)。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 70.6%和 71%(±50 个基点)。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 52 亿与 36 亿美元。

**财报重点:** ①**B 系产品快速爬坡: Q4 Grace Blackwell 销售额超预期, 实现 110 亿美元营收, 成为公司历史上产品爬坡速度最快的一次。** Blackwell Ultra 计划于今年下半年推出。Blackwell 量产期间毛利率在 70%出头, 后期有望提升至 70%中段水平。Blackwell 产品在产品交付初期, 成本控制难度较大。当前, 英伟达优先考虑客户需求, 随着交付稳定后续优化成本和提高毛利率。②**需求变化与竞争: 训练推理需求趋同, 相比 AISC 通用性占优。** 训练和推理界限渐模糊, 英伟达架构灵活性高, 适用于多种场景。对比 ASIC, 英伟达的架构具有通用性, 能适用于多种 AI 模型, 支持从数据处理、训练到推理的全流程。③**美国需求强劲, 数据中心收入里中国占比只有出口管制前的一半。** 数据中心业务在美国市场收入环比增长明显, 增幅约 50 亿美元左右, 主要得益于 Blackwell 产品的初始爬坡。欧洲对 AI 相关产品和服务的需求旺盛, 如法国推出 200 亿欧元的 AI 投资计划, 欧盟也有 200 亿欧元的 Invest AI 计划。

**投资建议:** 考虑到公司出色的产品力与 AI 带来强劲需求, 我们预计 2026-2027 财年公司收入为 2007/2496 亿美元, 新增 2028 财年收入为 2810 亿美元。预计 2026-2027 财年公司净利润为 1027/1232 亿美元, 2028 财年公司净利润为 1528 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	60,922	130,497	200,746	249,646	281,038
(+/-%)	125.9%	114.2%	53.8%	24.4%	12.6%
归母净利润(百万美元)	29,760	72,880	102,722	132,155	152,779
(+/-%)	581.3%	144.9%	40.9%	28.7%	15.6%
EPS(美元)	1.22	2.99	4.21	5.42	6.26
EBIT Margin	54.1%	62.4%	59.7%	60.0%	60.4%
净资产收益率(ROE)	69.2%	91.9%	56.7%	42.3%	32.9%
市盈率(PE)	108	44	31	24	21
EV/EBITDA	93	39	26	20	16
市净率(PB)	75	40	18	10	7

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, 英伟达财年相比自然年约差一年, 如 2025 财年为 2024 年 1 月 26 日至 2025 年 1 月 26 日。

### 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: 刘子谭  
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 131 美元  
总市值/流通市值 3215/3215 十亿美元  
52 周最高价/最低价 153/80 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) FY25Q3 业绩点评-业绩与指引稳健, 预计四季度 Blackwell 交付积极》——2024-11-22
- 《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

## 财报表现

①**B 系产品快速爬坡：Q4 GB200（即 Grace Blackwell）销售额超预期，实现 110 亿美元营收**，成为公司历史上产品爬坡速度最快的一次。预计 Q1 Blackwell 将继续显著爬坡，推动数据中心业务持续增长。同时，公司还在积极筹备后续产品的推出，如 Blackwell Ultra 计划于今年下半年推出。

**Blackwell 量产期间毛利率在 70%出头，后期有望提升至 70%中段水平**。在产品交付过程中，成本控制与交付速度之间存在权衡。以 Blackwell 产品为例，由于其架构复杂，包含多种不同类型的芯片、多种网络选项，且适配不同冷却方式的数据中心，导致在产品交付初期，成本控制难度较大。当前，英伟达优先考虑客户需求，随着交付稳定后续优化成本和提高毛利率。

②**需求变化与竞争：训练推理需求趋同，相比 ASIC 通用性占优**。训练和推理界限渐模糊，英伟达架构灵活性高，适用于多种场景。对比 ASIC，英伟达的架构具有通用性，能适用于多种 AI 模型，如自回归模型、扩散模型、视觉模型、多模态模型等。其软件栈丰富，生态系统完善，支持从数据处理、训练到推理的全流程。相比之下，客户考虑使用 ASIC 来满足某些对性能和功耗有特殊要求的场景，功能较为单一，构建 ASIC 的软件生态系统难度较大。

③**美国需求强劲，数据中心收入里中国占比只有出口管制前的一半**：数据中心业务在美国市场表现强劲，其数据中心收入环比增长明显，增幅约 50 亿美元左右，主要得益于 Blackwell 产品的初始爬坡。中国数据中心销售在总数据中心收入中的占比，目前大约是出口管制前的一半。同时，中国数据中心解决方案市场竞争十分激烈。欧洲对 AI 相关产品和服务的需求旺盛，如法国推出 200 亿欧元的 AI 投资计划，欧盟也有 200 亿欧元的 Invest AI 计划。

① **整体看**：FY25Q4 收入 393 亿美元（同比+78%，环比+12%）。GAAP 毛利率 73%（同比-3pcts，环比-1.6pcts），较去年同期小幅下滑主要因 Blackwell 架构产品首次交付，其为高度定制化 AI 基础设施，包含多种芯片、网络选项，适配不同冷却方式，成本结构复杂。营业利润同比+77%至 240 亿美元，GAAP 净利润同比+80%至 221 亿美元。

### ②分业务看：

◆ **数据中心**：营收 356 亿美元（同比+93%，环比+16%）。预计 Q1 数据中心业务将继续增长，计算和网络业务均会实现环比增长。

① **产品驱动**：Q4 Blackwell 销售额超预期，达 110 亿美元，是公司历史上产品爬坡最快的一次。其生产全面展开，多种配置供应增加。Blackwell 适用于 AI 全流程，推理性能卓越，相比 Hopper100，可实现高达 25 倍的更高令牌吞吐量和 20 倍的成本降低。

② **推理需求增长快速**：受测试时间缩放和新推理模型驱动，推理需求加速。众多公司利用英伟达全栈推理平台提升性能、降低成本，如微软必应借助英伟达技术实现视觉搜索加速和成本降低。

③ **网络连接**：网络业务虽环比下降 3%，但与 GPU 计算系统的连接稳固。正从 NVLink8 向 NVLink72 过渡，SpectrumX 和 NVLink 交换机收入增长，成为新的增长领域。

④ **分客户类型**：4 家大型 CSP 约占数据中心收入的 50%，这些销售同比增长

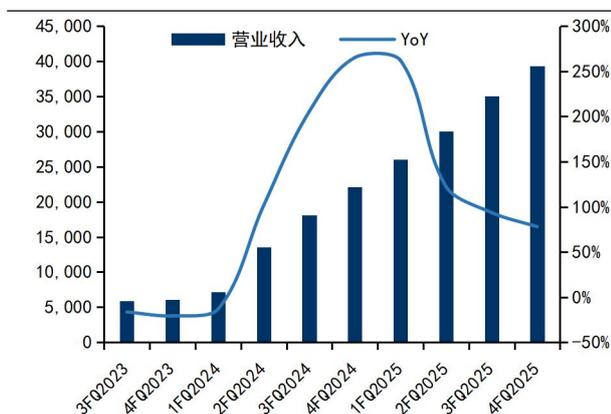
近 2 倍。

⑤ **分行业**：各行业公司都在利用英伟达数据中心技术，如 XAI 用 GB200 训练和推理模型，Meta 的广告引擎借助英伟达芯片提升性能。

⑥ **分地域**：美国数据中心收入环比增长强劲，得益于 Blackwell 的初始爬坡。中国数据中心销售占总数据中心收入的比例远低于出口管制前，若法规不变，预计出货量占比将维持当前水平，市场竞争激烈。

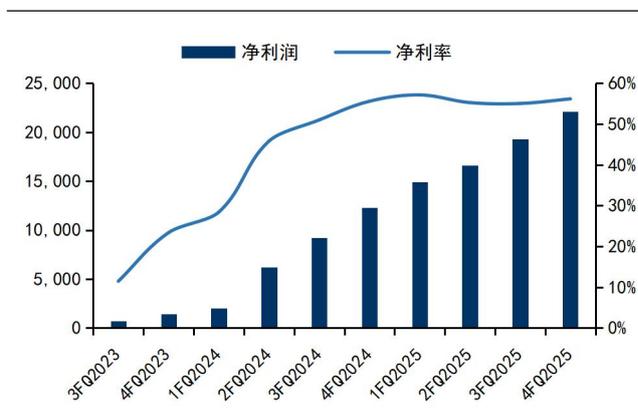
- ◆ **游戏与 PC**：营收 25 亿美元（同比-11%，环比-22%），新 GForce 50 系列 GPU 发布，受供应限制 Q4 出货量受影响，预计 Q1 增长。
- ◆ **专业可视化**：营收 5.11 亿美元（同比+10%，环比+5%），汽车和医疗保健行业需求推动增长。
- ◆ **汽车和机器人领域**：营收 5.70 亿美元（同比+103%，环比+27%），在自动驾驶和机器人出租车领域持续增长，与多家车企合作，平台通过安全评估。

图1：英伟达季度收入与 YoY（百万美元、%）



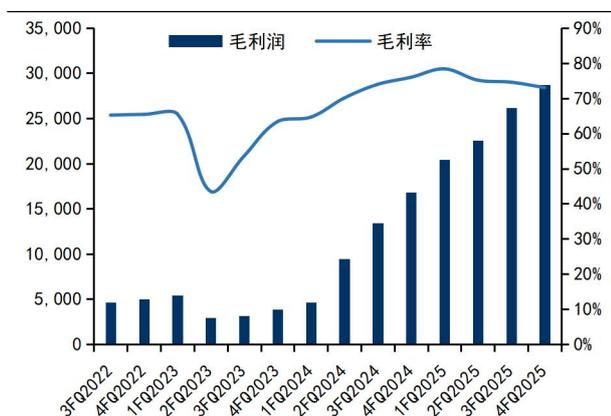
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：英伟达季度销售净利润与净利润率（百万美元、%）



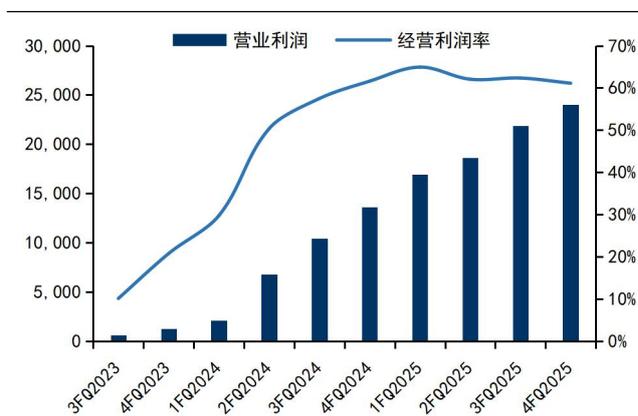
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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、%）



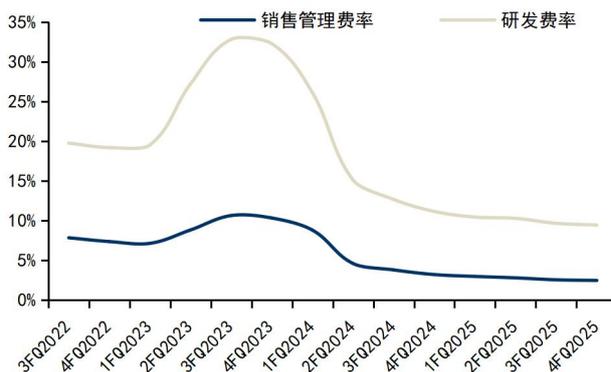
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图5：英伟达分业务收入占比变化（%）

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



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 FY26Q1, 公司营收指引为 430 亿美元 (±2%), 数据中心和游戏业务将环比增长。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 70.6%和 71.0% (±50 个基点)。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 52 亿与 36 亿美元, 预计同比增长 49% 与 44%。

# 财务预测与估值

## 资产负债表 (百万美元)

	2023	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8,589	100,991	229,401	376,041
应收款项	26,836	41,282	51,338	57,794
存货净额	10,080	17,279	21,465	24,219
其他流动资产	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>80,126</b>	<b>195,905</b>	<b>340,374</b>	<b>498,131</b>
固定资产	6,283	7,677	8,956	10,106
无形资产及其他	5,995	5,695	4,910	7,415
投资性房地产	19,197	19,197	19,097	18,897
长期股权投资	0	4,251	1,665	362
<b>资产总计</b>	<b>111,601</b>	<b>232,725</b>	<b>375,003</b>	<b>534,912</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	6,310	10,817	13,437	15,161
其他流动负债	11,737	22,328	28,226	32,729
<b>流动负债合计</b>	<b>18,047</b>	<b>33,145</b>	<b>41,663</b>	<b>47,889</b>
长期借款及应付债券	8,463	8,463	8,463	8,463
其他长期负债	5,764	10,068	12,672	14,576
<b>长期负债合计</b>	<b>14,227</b>	<b>18,531</b>	<b>21,135</b>	<b>23,039</b>
<b>负债合计</b>	<b>32,274</b>	<b>51,676</b>	<b>62,798</b>	<b>70,928</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	79,327	181,049	312,204	463,983
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>111,601</b>	<b>232,725</b>	<b>375,003</b>	<b>534,912</b>

## 关键财务与估值指标

	2023	2025E	2026E	2027E
EPS	3.0	4.2	5.4	6.3
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	3.25	7.42	12.80	19.02
ROIC	165%	182%	214%	223%
ROE	92%	57%	42%	33%
毛利率	75%	72%	72%	72%
EBIT Margin	62%	60%	60%	60%
EBITDA Margin	64%	61%	61%	62%
收入增长	114%	54%	24%	13%
净利润增长率	145%	41%	29%	16%
资产负债率	29%	22%	17%	13%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	44	31	24	21
P/B	40	18	10	7
EV/EBITDA	38	26	20	16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 利润表 (百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>130,497</b>	<b>200,746</b>	<b>249,646</b>	<b>281,038</b>
营业成本	32,639	56,209	69,901	78,691
研发费用	(12,914)	(18,632)	(22,441)	(24,138)
销售及管理费用	(3,491)	(6,153)	(7,608)	(8,431)
营业利润	81,453	119,753	149,696	169,778
财务费用	1,541	2,413	5,779	9,961
权益性投资损益	2	1	1	1
其他损益净额	1,033	(15)	0	0
税前利润	84,026	122,152	155,477	179,740
<b>所得税费用</b>	<b>11,146</b>	<b>19,430</b>	<b>23,321</b>	<b>26,961</b>
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	72,880	102,722	132,155	152,779
<b>归母净利润</b>	<b>72,880</b>	<b>102,722</b>	<b>132,155</b>	<b>152,779</b>

## 现金流量表 (百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>72,880</b>	<b>102,722</b>	<b>132,155</b>	<b>152,779</b>
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(1,508)	(2,327)	(3,600)	(4,348)
公允价值变动损失	1,033	(15)	0	0
财务费用	(1,541)	(2,413)	(5,779)	(9,961)
营运资本变动	16,601	2,244	3,020	878
其它	(24,917)	4,684	7,200	8,696
<b>经营活动现金流</b>	<b>64,089</b>	<b>107,308</b>	<b>138,775</b>	<b>158,006</b>
资本开支	(3,877)	(13,721)	(9,094)	(10,003)
其它投资现金流	(15,917)	(1,731)	(1,818)	(1,908)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(20,421)</b>	<b>(13,906)</b>	<b>(9,365)</b>	<b>(10,365)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	4	0	0	0
支付股利、利息	(398)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
其它融资现金流	(41,571)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(42,359)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>(1,000)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1,309</b>	<b>92,402</b>	<b>128,410</b>	<b>146,640</b>
货币资金的期初余额	7,280	8,589	100,991	229,401
货币资金的期末余额	8,589	100,991	229,401	376,041
企业自由现金流	60,724	91,559	124,770	139,537
权益自由现金流	18,645	93,587	129,681	148,003

## 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