

买入

2024年2月28日

Blackwell 收入超预期，2025 年推理爆发主导 GPU 需求

- 业绩摘要：** 2025 财年 Q4 公司收入为 393 亿美元，同比增长 77.9%，远高于 375 亿美元的公司指引与 383 亿美元的彭博一致预期。毛利率为 73.0%，环比下降 1.6ppts，低于彭博一致预期的 73.4%。毛利率的环比下降主要由于 Blackwell 产能爬坡导致的短期成本较高。公司 GAAP 净利润 221 亿美元，同比增长 79.8%，净利润率为 56.2%。GAAP 摊薄每股收益为 0.89 美元，高于彭博一致预期的 0.84 美元。公司对下季度收入指引中值为 430 亿美元，同比增长 65.1%，高于彭博一致预期的 422 亿美元。GAAP 毛利率中值为 70.6%，低于一致预期的 72.3%。GAAP 经营开支为 52 亿美元。预计税率约为 17%。
- Blackwell 四季度出货达 110 亿美元超预期：** 黄仁勋在业绩会上表示，Blackwell 是公司历史上最快 产能爬升的产品，Q4 收入 110 亿美元。2025 年下半年出货的 Blackwell Ultra 和 Blackwell 之间的系统架构完全相同，而从 Hopper 到 Blackwell 的过渡要困难得多。因此公司的毛利率将得以在 Blackwell 产能爬坡后有改善至 75%左右的水平。Blackwell 的大模型推理成本比 Hopper 低 20 倍，特别适合推理 AI 和大规模模型训练。而目前的思考链 (CoT) 大模型推理需求已经比初代产品提升超过 100 倍。公司认为数据中心将把大部分资本支出于加速计算和 AI。
- 发布个人 PC Digits：** CES 上公司发布了 Project DIGITS，搭载与联发科合作研发的 GB10 芯片，包含 Arm 架构 CPU 及 Blackwell GPU，128GB 内存。可以实现单机运行超过 2000 亿参数的大模型。
- 目标价 160 美元，买入评级：** Blackwell 产品大规模出货将推动公司业绩实现环比持续增长。由于 25 年上半年 Blackwell 受产能限制，我们下调了公司 2025 财年的数据中心收入预测，Blackwell 订单收入确认将延迟。但我们认为公司需要维持快速的产品研发及迭代以保证竞争力，因此利润率将不会有明显上升。我们预计 2026-2028 财年公司收入 CAGR 为 29.1%，GAAP EPS 的 CAGR 为 29.2%。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 33.17% 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	120.15 美元
目标价	160.00 美元 (+33.17%)
股票代码	NVDA
已发行股本	244.00 亿股
总市值	29317 亿美元
52 周高/低	75.58 美元/153.13 美元
每股净资产	3.24 美元
主要股东	Vanguard Group 8.90%
	BlackRock, Inc. 7.72%
	State Street 3.95%
	Fidelity Management & Research Co. 3.81%
	Jen-Hsun Huang 3.51%

盈利摘要

股价表现

截至1月26日止财政年度	24财年历史	25财年历史	26财年预测	27财年预测	28财年预测
总营业收入 (美元百万元)	60,922	130,497	213,582	253,562	280,876
变动	125.85%	114.20%	63.67%	18.72%	10.77%
净利润	29,760	72,880	115,043	138,771	153,777
GAAP 每股盈利 (美元)	1.19	2.94	4.68	5.68	6.33
变动	584.87%	146.24%	59.12%	21.46%	11.52%
基于120.15美元的市盈率 (估)	100.7	40.9	25.7	21.2	19.0
每股派息 (美元)	0.02	0.04	0.04	0.04	0.04
股息现价比	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%



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 393 亿美元，高于彭博一致预期的 383 亿美元。

2025 财年 Q4 公司收入为 393 亿美元，同比增长 77.9%，远高于 375 亿美元的公司指引与 383 亿美元的彭博一致预期。毛利率为 73.0%，环比下降 1.6ppts，持平公司指引中值的 73.0%，低于彭博一致预期的 73.4%。毛利率的环比下降主要由于 Blackwell 产能爬坡导致的短期成本较高。

经营利润为 240 亿美元，同比增长 76.5%；经营利润率为 61.1%，去年同期为 61.6%。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 255 亿美元，同比增长 73%。

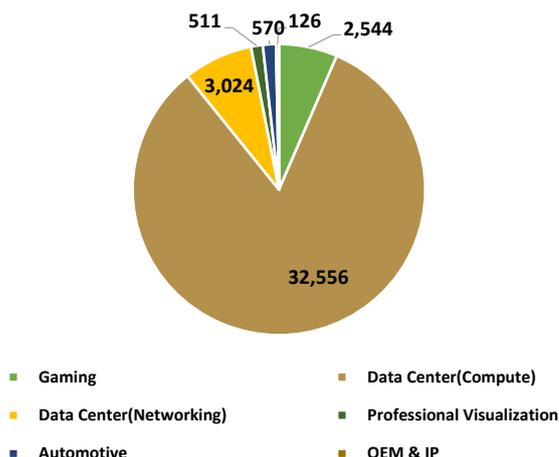
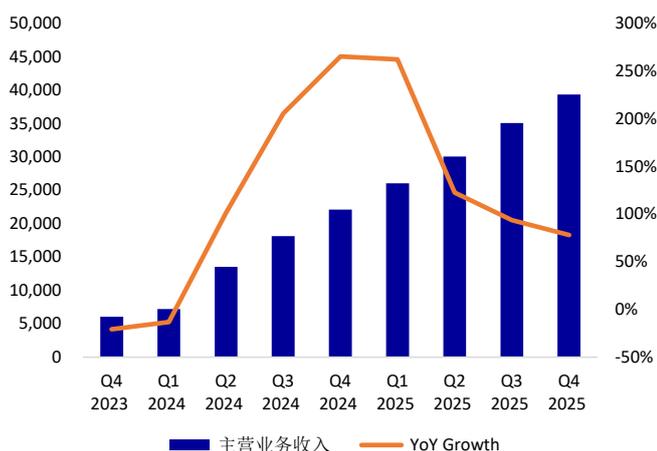
GAAP 摊薄每股收益为 0.89 美元，高于彭博一致预期的 0.84 美元

本季度公司 GAAP 净利润 221 亿美元，同比增长 79.8%，净利润率为 56.2%。GAAP 摊薄每股收益为 0.89 美元，高于彭博一致预期的 0.84 美元。Non-GAAP 净利润 221 亿美元，同比增长 71.9%，Non-GAAP 净利润率为 56.1%。Non-GAAP 摊薄每股收益为 0.89 美元，高于彭博一致预期的 0.85 美元。

本季度公司共产生自由现金流 155 亿美元，去年同期为 115 亿美元。本季度公司共以回购及股息形式向股东返还 81 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

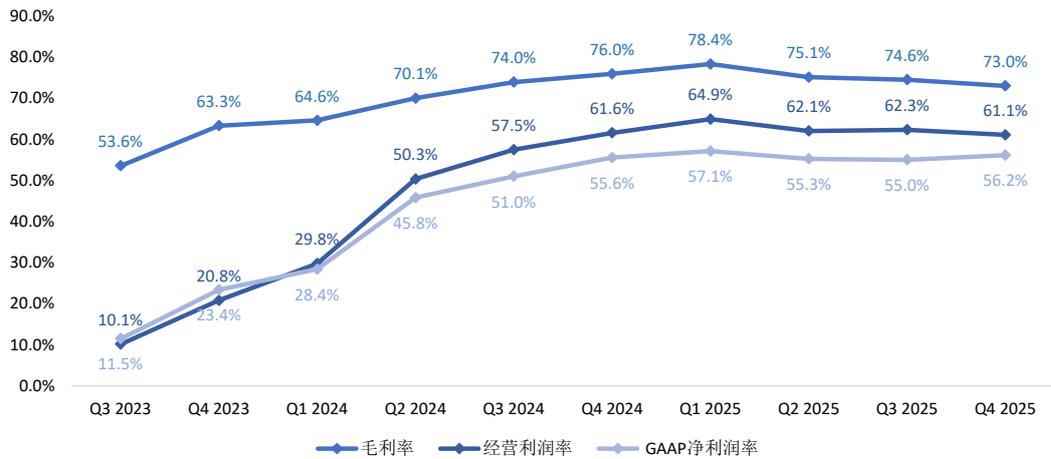
公司预计 2026 财年 Q1 的收入为 430 亿美元 (YoY+65%)

公司对下季度收入指引中值为 430 亿美元，同比增长 65.1%，高于彭博一致预期的 422 亿美元。GAAP 毛利率中值为 70.6%，低于一致预期的 72.3%。GAAP 经营开支为 52 亿美元。预计税率约为 17%。

Blackwell 平台产品的进展：黄仁勋在业绩会上表示，Blackwell 是公司历史上最快产能爬升的产品，Q4 收入 110 亿美元，超过预期。2025 年下半年出货的 Blackwell Ultra 和 Blackwell 之间的系统架构完全相同，而从 Hopper 到 Blackwell 的过渡要困难得多。因此公司的毛利率将得以在 Blackwell 产能爬坡后有改善至 75% 左右的水平。

Blackwell 的大模型推理成本比 Hopper 低 20 倍，特别适合推理 AI 和大规模模型训练。而目前的思考链 (CoT) 大模型推理需求已经比初代产品提升超过 100 倍。公司认为数据中心将把大部分资本支出用于加速计算和 AI。

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

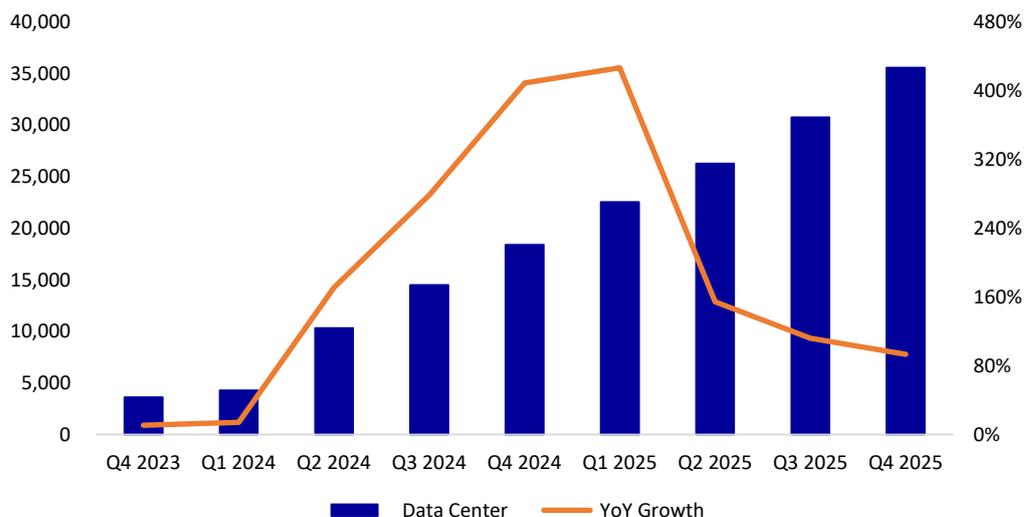
数据中心业务：Blackwell 收入达 110 亿

大型 CSP 占数据中心收入 50%

2025 财年 Q4 公司数据中心业务收入 355.8 亿美元，同比增长 93.3%。其中计算 GPU 收入 325.6 亿美元，同比增长 116%。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，同比增长翻倍，受益于模型微调、RAG 和 Agentic AI workflow。托管 GPU 的区域云占数据中心收入的百分比有所增加，这反映了全球 AI 工厂的持续建设以及对 AI 推理模型和代理的需求迅速增长。

网络产品收入 30.2 亿美元，同比下降 9%。主要由于公司正在从 IB 的小型 NVLink 8 过渡到带有 Spectrum-X 的大型 NVLink 72 产品。Microsoft Azure、OCI、CoreWeave 和其他公司正在使用 Spectrum-X 构建大型 AI 工厂。第一个星际之门项目的数据中心将使用 Spectrum-X。

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：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%。

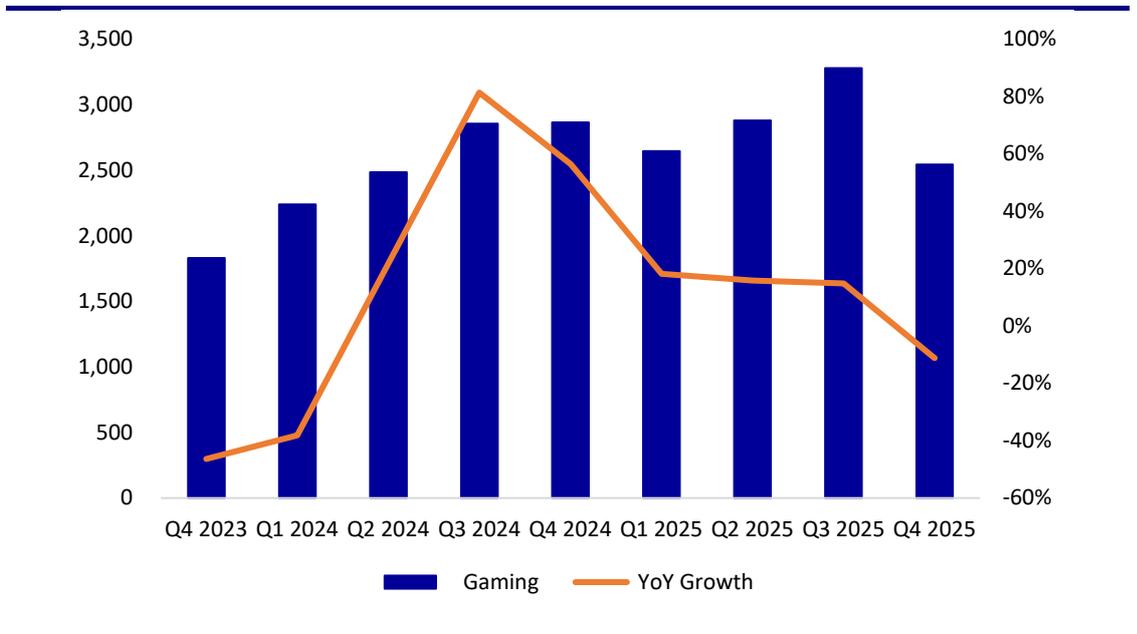
游戏业务：RTX50 系列登场

游戏业务收入下降 11%

2025 财年 Q4 公司游戏业务收入 25.4 亿美元，同比下降 11.2%，主要来自于产能限制，公司预计一季度将有强劲环比增长。据 IDC 数据，2024 年三季度全球 PC 市场出货为 6930 万台，同比增长 3.4%。

一月份 CES2025 上公司发布了 GeForce RTX 50 系列台式机和笔记本电脑 GPU。

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 5.1 亿美元，同比增长 10.4%。ANSYS、Cadence 和西门子等公司的软件平台接入 AI 技术，推动了 NVIDIA RTX 工作站的需求。

公司发布了 Project DIGITS，这是一款个人 AI 计算机，搭载与联发科合作研发的 GB10 芯片，包含 Arm 架构 CPU 及 Blackwell GPU，128GB 内存。可以实现单机运行超过 2000 亿参数的大模型。

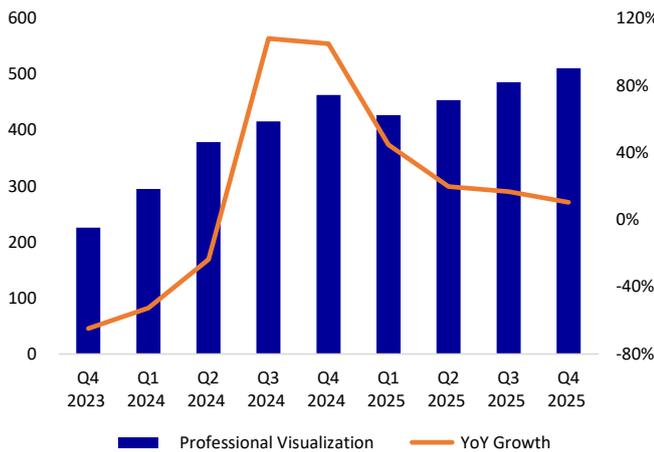
本季度公司汽车业务收入 5.7 亿美元，同比增长 102.8%。主要来自于智能驾驶芯片的需求增加。

公司表示 2025 年自动驾驶芯片的市场空间将达到 50 亿美元，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。丰田将在 NVIDIA DRIVE AGX Orin 上打造其下一代汽车。

本季度公司 OEM 与 IP 业务收入 1.26 亿美元，同比增长 40%。

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 29%，EPS CAGR 为 29%

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 产品大规模出货将推动公司业绩实现环比持续增长。由于 25 年上半年 Blackwell 受产能限制，我们下调了公司 2025 财年的数据中心收入预测，Blackwell 定单收入确认将延迟。但我们认为公司需要维持快速的产品研发及迭代以保证竞争力，因此利润率将不会有明显上升。我们预计 2026-2028 财年公司收入 CAGR 为 29.1%，GAAP EPS 的 CAGR 为 29.2%。

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 33.17% 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	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(百万美元)											
CFO	111,944	139,332	158,431	175,337	189,839						
自由现金流量	108,061	134,866	153,519	170,179	184,423	199,177	213,120	225,907	237,202	246,690	256,558
自由现金流增长率		24.8%	13.8%	10.9%	8.4%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	4.0%
折现至2025财年的现金流量	108,061	123,730	129,214	131,410	130,650	129,451	127,076	123,579	119,044	113,583	2,362,526
永续期折现值											5,336,400
WACC											
WACC	9.0%										
长期增长率	4.0%										
估值											
现金流折现	3,598,324										
减：净金融负债	-149,458										
减：少数股东权益+合伙人权益	-189,366										
股本价值	3,937,148										
股本数量 (预期)	24,607										
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、Meta、亚马逊等公司主要客户也在尝试自研芯片。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26日

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
主营业务收入	60,922	130,497	213,582	253,562	280,876
- 主营业务收入成本	16,621	32,639	58,695	67,229	75,525
毛利	44,301	97,858	154,887	186,334	205,351
营业开支	11,329	16,405	23,387	27,638	29,492
销售总务及管理开支	2,654	3,491	4,592	5,325	5,618
研究和开发开支	8,675	12,914	18,795	22,313	23,874
营业利润	32,972	81,453	131,500	158,695	175,859
- 利息支出	-609	-1,539	-3,844	-4,564	-5,056
- 营业外亏损净额	-237	-1,034	0	0	0
税前利润	33,818	84,026	135,344	163,260	180,914
- 所得税支出	4,058	11,146	20,302	24,489	27,137
非常项目收入	29,760	72,880	115,043	138,771	153,777
净利润	29,760	72,880	115,043	138,771	153,777
普通股股东所得净利润	29,760	72,880	115,043	138,771	153,777
折旧与摊销	3,509	4,401	6,488	9,171	12,447
EBITDA	34,480	83,317	133,587	161,379	179,134
主营业务增长 (%)	125.9%	114.2%	63.7%	18.7%	10.8%
EBITDA 增长率 (%)	83.3%	58.6%	37.6%	17.2%	9.9%

资产负债表

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
+ 现金与现金等同	7,280	8,589	105,665	229,554	372,102
+ 短期投资	18,704	34,621	34,621	34,621	34,621
+ 应收账款与票据	9,999	23,065	26,771	33,802	37,197
+ 库存	5,282	10,080	19,268	21,816	24,757
+ 其他流动资产	3,080	3,771	3,771	3,771	3,771
总计流动资产	44,345	80,126	190,096	323,565	472,448
+ 长期投资与应收	—	—	—	—	—
+ 总固定资产	7,423	10,684	14,567	19,033	23,945
- 累计折旧	3,509	4,401	6,488	9,171	12,447
+ 净固定资产	3,914	6,283	8,079	9,862	11,498
+ 其他长期资产	16,123	23,399	23,399	23,399	23,399
总计长期资产	21,383	31,475	33,271	35,054	36,690
总资产	65,728	111,601	223,367	358,618	509,138
+ 应付账款	9,381	18,047	19,775	20,133	20,544
+ 短期借款	1,250	0	0	0	0
+ 其他短期负债	0	0	0	0	0
总计流动负债	10,631	18,047	19,775	20,133	20,544
+ 长期借款	9,578	9,982	9,982	9,982	9,982
+ 其他长期负债	2,541	4,245	4,245	4,245	4,245
总长期负债	12,119	14,227	14,227	14,227	14,227
总负债	22,750	32,274	34,002	34,360	34,771
总股东权益	42,978	79,327	189,366	324,258	474,367

财务能力分析

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	72.7%	75.0%	72.5%	73.5%	73.1%
EBITDA 利率 (%)	56.6%	63.8%	62.5%	63.6%	63.8%
净利率 (%)	48.8%	55.8%	53.9%	54.7%	54.7%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	4.4%	2.7%	2.2%	2.1%	2.0%
研发费用/收入 (%)	14.2%	9.9%	8.8%	8.8%	8.5%
实际税率 (%)	12.0%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	1.3%	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%
库存周转	3.1	3.1	4.0	3.3	3.2
应收账款天数	38.0	39.0	42.0	43.0	45.5
应付账款天数	43.0	44.0	44.0	44.0	41.0
财务状况					
总负债/总资产	34.6%	28.9%	15.2%	9.6%	6.8%
收入/净资产	69.2%	91.9%	60.8%	42.8%	32.4%
经营性现金流/收入	46.1%	49.1%	52.4%	54.9%	56.4%
税前盈利对利息倍数	(55.5)	(54.6)	(35.2)	(35.8)	(35.8)

现金流量表

	2024财年 实际	2025财年 实际	2026财年 预测	2027财年 预测	2028财年 预测
+ 净利润	29,760	72,880	115,043	138,771	153,777
+ 折旧、摊销	1,508	1,864	2,087	2,683	3,275
+ 其他非现金调整	544	-1,272	5,980	7,100	7,303
+ 非现金资本变动	-3,722	-9,383	-11,166	-9,222	-5,924
经营活动现金流量	28,090	64,089	111,944	139,332	158,431
+ 固定资产变动	0	0	0	0	0
+ 资本支出	-1,069	-3,236	-3,883	-4,466	-4,912
+ 长期净投资变动	-8,479	-15,380	0	0	0
+ 其他投资活动	-1,018	-1,805	0	0	0
投资活动现金	-10,566	-20,421	-3,883	-4,466	-4,912
+ 已付股利	-395	-834	-984	-978	-971
+ 债务(偿付)所得现金	0	0	0	0	0
+ 股本增加	403	490	0	0	0
+ 股本减少	-9,533	-33,706	-10,000	-10,000	-10,000
+ 其他融资活动	-4,108	-8,309	0	0	0
融资所得现金	-13,633	-42,359	-10,984	-10,978	-10,971
现金净增减	3,891	1,309	97,076	123,889	142,548
现金剩余	7,280	8,589	105,665	229,554	372,102

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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。