

NVIDIA (NVDA)

证券研究报告
2025年03月14日

FY25Q4 业绩点评：Blackwell 量产有望加速

投资评级

6个月评级

买入（维持评级）

营收与利润再创新高

2024年四季度收入为393亿美元，同比增长78%，环比增长12%，超越彭博一致预期（382亿美元）；GAAP毛利率为73%，符合彭博一致预期；净利润为221亿美元，超越彭博一致预期（198亿美元），GAAP净利润率为56.2%；GAAP每股收益为0.89美元，同比增长82%，环比增长14%。

数据中心业务四季度收入创新高

达到创纪录的356亿美元，超越彭博一致预期（341亿美元）。公司表示Blackwell的销售超预期，达到110亿美元，创公司史上最快产品导入纪录，微软Azure、谷歌云等头部CSP已部署GB200系统。

毛利率与产能动态

受Blackwell初期量产影响，Non-GAAP毛利率73.5%；公司预计随着产能爬坡，2026财年末毛利率将回升至75%。Blackwell季度产能达1.5万颗GPU，覆盖350个制造节点。Azure、AWS、GCP、OCI等云服务商已在全球部署Blackwell集群。

公司认为2025年算力需求持续提升

算力扩展三定律

预训练扩展：多模态模型推动参数增长；
后训练扩展（Post-Training Scaling）：强化学习、模型蒸馏等需求使后训练算力超预期；
推理扩展（Inference Time Scaling）：长思考模型
Blackwell架构针对推理优化，对比Hopper实现推理吞吐量提升25倍、成本低至H100的二十分之一，已获Perplexity、微软Bing等标杆客户验证。

网络部门有望下个季度恢复增长

网络业务：Spectrum X和NVLink Switch收入增长显著，成为NVIDIA网络业务的新增长点。微软Azure、Oracle Cloud Infrastructure (OCI)、CoreWeave等云服务商正基于Spectrum X构建大型AI工厂。全球首个Stargate数据中心将采用Spectrum X。
企业AI：企业收入同比增长近两倍，得益于对模型微调、检索增强生成（RAG）、智能体人工智能工作流程以及GPU加速数据处理的需求不断增长。

中国市场：合规产品交付推动收入环比回升，但占比仍低于出口管制前水平；法德等欧洲国家AI基建加速（法国2000亿欧元AI投资计划）。

投资建议：

基于Blackwell放量及推理算力需求增长，上调25-26年预测，新增27年预测：FY26-28（CY25-27）营收：2280亿美元/3350亿美元/3742亿美元（原FY26-27预测值为2057亿美元/2880亿美元）；GAAP净利润：1249亿美元/1750亿美元/2000亿美元（原FY26-27预测值为1225亿美元/1728亿美元），维持“买入”评级。

风险提示：地缘政治导致供应链波动；AI监管政策趋严；竞争加剧导致毛利率修复不及预期

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:Blackwell 已全面投产，毛利率有望在Blackwell放量后回升》2024-12-11
- 《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

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