

NVIDIA (NVDA)

证券研究报告

2025 年 06 月 10 日

整体业绩超预期，Blackwell 加速出货

投资评级

6 个月评级

买入（维持评级）

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

1 《NVIDIA-公司动态研究:FY25Q4 业绩
点评：Blackwell 量产有望加速》
2025-03-142 《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》 2024-12-113 《NVIDIA-公司动态研究：指引
Blackwell CY24 Q4 大量出货》
2024-09-24

整体业绩：英伟达 FY26Q1 总营收为 441 亿美元，同比增长 69.0%，超市场预期（433 亿美元）；Non-GAAP 毛利率 61%，若排除 45 亿美元减值费用，第一季度非 GAAP 毛利率将为 71.3%，略超彭博一致预期（70.96%）；一季度净利润为 236 亿美元，超越彭博一致预期（231 亿美元）；剔除 H20 相关费用和关税影响后 non-GAAP EPS 为 0.96 美元，超彭博一致预期（0.93 美元）。我们认为如果加回 H20 减值对公司业绩的影响，每个季度收入均环比维持高位增长，显示 AI 需求依然强烈。

分业务情况：本季度数据中心收入 391 亿美元，略低于一致预期（392 亿美元）；其中 Compute 业务 341.55 亿美元，同比增长 76.1%，略低于 354.69 亿美元的一致预期；网络业务收入 49.6 亿美元，同比增长 56.3%，大幅超越彭博一致预期（34.5 亿美元），Q1 NVLink 产品出货额超 10 亿美元。游戏收入 37.63 亿美元，同比增长 42.2%，大幅超一致预期的 28.45 亿美元；专业可视化 5.09 亿美元，同比增长 19.2%，略超 5.05 亿美元预期；汽车 5.67 亿美元，同比增长 72.3%，持平预期；OEM & Other 1.11 亿美元低于 1.18 亿美元的一致预期。

考虑到 H20 减值影响整体指引乐观，预计年内毛利率恢复至 75% 水平。

公司预计第二季度总营收预期为 450 亿美元（±2%），各业务板块预计将实现温和的环比增长；数据中心方面，Blackwell 出货将持续拉动增长，但中国市场营销将明显下滑，部分对冲增量；公司 Q2 财报预期中已计入 H20 约 80 亿美元的收入损失。毛利率方面，公司预计 GAAP 与非 GAAP 毛利率预期分别为 71.8% 与 72%，上下浮动 50 个基点，随着 Blackwell 系列加速出货，公司预计年内毛利率恢复至 75% 水平。

CSP 每周部署近 1,000 个 NVL72 机柜，推理需快速增长

本季度 Blackwell 约占 70% 数据中心计算收入，Hopper 架构转向 Blackwell 架构产品进度基本完成。公司表示 GB300 已开始向主要 CSP 送样，预计将在 FY26 正式出货。需求方面，CSP 每周部署近 1,000 个 NVL72 机柜，微软已部署数万颗 Blackwell GPU，并将与 OpenAI 合作，进一步扩展至数十万颗；AI 推理需求呈现快速，OpenAI、微软与谷歌的 Token 生成量大幅提升；微软 Azure OpenAI 在第一季度处理 Token 总量超过 100 万亿，同比增长五倍；初创公司也开始使用 B200 部署高价值推理模型，显著提升 Token 生成速率与收入。

芯片出口管制影响公司中国市场份额，预计对应规模达 500 亿美金

美国政府于 4 月 9 日发布新规，限制针对中国市场的 H20 GPU 出口，英伟达 FY26Q1 在 4 月 9 日前确认了 46 亿美元的 H20 营收，但同时计提了 45 亿美元的减值费用，涉及存货和采购合同，减值略低于此前预期，且部分物料可以再利用。展望 FY26Q2，公司表示中国市场因 H20 出口管制损失约 80 亿美元收入；长期看预计将失去将近 500 亿美元的中国市场。

业绩指引：第二季度总收入预期值：450 亿美元，上下浮动 2%。数据中心业务中 Blackwell 芯片的持续放量，抵消部分中国市场收入下滑的影响。各业务平台均有望实现温和的环比增长。

投资建议：本季度英伟达业绩超预期，Blackwell 加速出货，推理需求助推 AI 数据中心需求再加速，本次英伟达财报继续验证超大 CSP 在模型与产品迭代下的 AI 需求，但考虑到芯片出口管制对中国区收入造成的影响，我们将 FY26-28 财年 GAAP 净利润预测由 1249 亿美元/ 1750 亿美元/ 2000 亿美元调整至 994 亿美元/ 1403 亿美元/ 1666 亿美元。维持“买入”评级。

风险提示：云厂商资本开支不及预期，AI 需求不及预期，AI 芯片竞争加剧

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