

半导体

英伟达：四季度业绩及指引保持稳健；投资者仍关注公司在 26 财年后的增长驱动力

英伟达(NVDA US, 未评级)公布 2025 财年四季度业绩。公司收入为 393 亿美元, 同比增长 78%, 环比增长 12%, 超出一致预期 (382 亿美元) 3%, 以及公司指引 (375 亿美元) 5%。季度收入增长 42 亿美元, 较前几个季度的增速大致持平 (2024 年四季度 / 2025 年一季度 / 2025 年二季度均为 40 亿美元, 2025 年三季度则为 50 亿美元)。Non-GAAP 毛利率为 73.5% (去年同期/三季度分别为 76.7% / 75.0%), 小幅超出一致预期 (73.1%), 并与公司指引持平。毛利率环比下降主要由于 Blackwell 开始量产 (由于新系统更复杂、原材料成本上涨导致)。Non-GAAP 净利润为 221 亿美元, 超出一致预期 (210 亿美元) 5%。

公司下季度收入指引超出一致预期, 但毛利率指引不及预期。公司预计收入为 430 亿美元 (一致预期为 422 亿美元), 这意味着环比增长 9.3%。Non-GAAP 毛利率指引为 71.0% (一致预期为 72.1%)。公司预计随着 Blackwell 产能的提升 (公司计划加快生产以满足市场需求), 毛利率预计将保持在低 70% 水平。待产能完全提升后, 毛利率有望恢复到 75% 左右 (可能在今年晚些时候)。

按主营业务划分, 数据中心收入 (占总收入的 88%) 为 356 亿美元, 同比增长 93%, 环比增长 16%, 这主要得益于 Blackwell 的出货以及 H200 对收入的持续贡献。云服务供应商 (微软、谷歌、亚马逊和甲骨文) 仍是最大的收入来源, 约占数据中心收入的 50% (同比增长 2 倍)。消费互联网 / 企业收入同比分别增长 3 倍 / 约 2 倍。英伟达的管理层认为, 部分新兴领域 (如机器人/自动驾驶) 将为公司带来更大的增长潜力。

公司股价于 2 月 26 日的盘后交易中呈现出围绕收盘价附近波动的趋势, 我们认为主要由于投资人正在对本季度的业绩进行进一步消化所致。公司的下一个催化剂将是 2025 年 GTC 大会, 届时投资者将重点关注英伟达几款新品的进展 (Blackwell ultra/Rubin/CPO)。

■ 在业绩会后接受 CNBC 采访时, 英伟达首席执行官黄仁勋表示, Blackwell 在最近两个季度表现更为强劲, 主要由于: 1) 产能逐步提升; 2) 市场在四季度对 Blackwell 的需求较以往任何时候都更为旺盛。公司计算收入为 326 亿美元, 同比增长 116%, 环比增长 18%, 主要受益于训练后 / 模型定制、以及推理模型的强劲需求 (测试时间扩展和新的推理模型)。Blackwell 在四季度的收入为 110 亿美元, 约占数据中心销售额的 31% (产品增长最快)。公司在 2025 财年二季度业绩会上曾表示 Blackwell 在四季度的收入将达到“几十亿美元”。在我们看来, Blackwell 的强劲销售将缓解市场在此前对其设计缺陷的担忧, 这些缺陷曾延缓了产能提升并影响产品良率。DeepSeek 的出现将促使推理成本大幅降低, 对此管理层表示, 公司目前大部分的算力资源都用于推理, 且许多客户早期部署 GB200 也是专门服务于推理需求。

■ 黄仁勋强调了 GPU 相对于 ASIC 的三个关键优势。第一, 英伟达的 GPU 较 ASIC 更通用 (架构灵活、软件和生态更丰富), 是客户的第一选择。其次, 他们拥有庞大的客户群和广泛的应用市场。第三, 时长为一年的产品更

优于大市
(维持)

中国 半导体 行业

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 3916 3739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

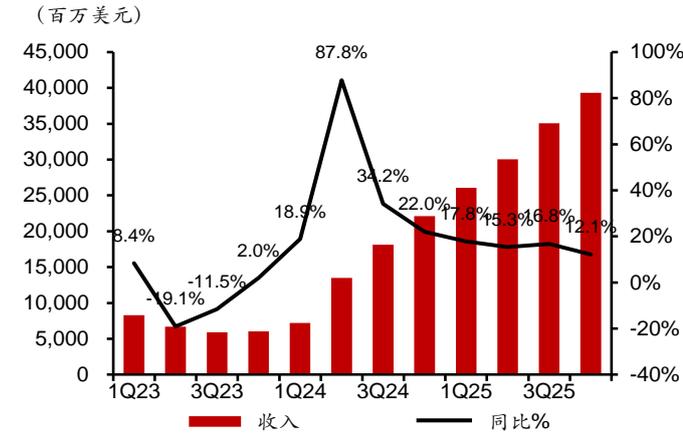
过往报告:

1. 半导体 - AI 主题投资与大趋势: “星际之门”项目有望推动全球人工智能设施竞赛的进一步加速 - 24 Jan 2025 ([link](#))
2. 半导体 - 台积电: AI 需求激增推动强劲的业绩和指引 - 17 Jan 2025 ([link](#))
3. 半导体 - 英伟达三季度业绩回顾: 预计明年 Blackwell 需求将保持强劲 - 22 Nov 2024 ([link](#))
4. 半导体 - AMD “Advancing AI” 大会回顾 - 15 Oct 2024 ([link](#))
5. 半导体 - 博通第三季度业绩回顾: 业绩符合一致预期, 未给市场带来惊喜 - 10 Sep 2024 ([link](#))
6. 半导体 - 英伟达 2QFY25 业绩回顾: 重点关注 Blackwell 出货和利润率 - 29 Aug 2024 ([link](#))
7. 半导体 - 博通 2Q24 业绩回顾: AI 热潮和 VMware 收入推动营收增长 - 14 Jun 2024 ([link](#))
8. 半导体 - 2024 全球晶圆代工行业逐渐企稳, 明年有望复苏; 华虹首予买入 - 13 Jun 2024 ([link](#))
9. 半导体 - Marvell 1Q25 业绩回顾: AI 热潮驱动相关收入持续增长 - 03 Jun 2024 ([link](#))
10. 半导体 - 英伟达有望保持长期增长 - 23 May 2024 ([link](#))

新周期将帮助客户在数据中心规模、电力供应有限的条件下，显著且快速地提升其人工智能性能，并最终提高投资回报率。

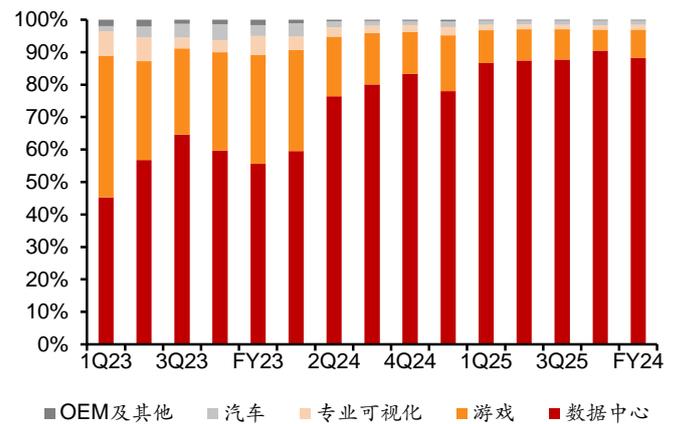
- **DeepSeek 的影响。**包括 DeepSeek 在内的新兴推理模型将推动推理需求的进一步增长，这符合我们此前的预期 ([报告](#))。公司对中长期增长仍充满信心，考虑到 1) 巨大的资本支出 ([海外四大云厂商预计 2025 年资本支出增速为 30%](#))，以及“[星际之门](#)”项目的推动) 和 2) 广泛的人工智能驱动的应用场景和软件需求。
- **首席财务官 Colette Kress 表示，中国区的销售额 (百分比) 远低于出口管制前的水平，并预计未来仍会维持在该水平。**四季度中国区销售额占比为 14% (二季度 / 三季度分别为 12%/15%)。公司管理层指出，中国数据中心解决方案市场“竞争非常激烈”，我们认为这归因于国产解决方案供应的增加。我们认为，英伟达的 CUDA 生态系统仍存在优势，其产品在中国云服务供应市场 (如阿里巴巴、腾讯、字节跳动) 仍将具有竞争力。我们还注意到，国内云服务供应商 (如 [阿里巴巴](#)) 计划加大资本支出，以追赶海外企业的步伐，其中大部分支出将用于收购国内外 GPU 解决方案。

图 1: 英伟达季度收入及环比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 2: 英伟达季度收入拆分 (按主营业务)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 3: 英伟达过往季度业绩

百万美元	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25
收入	6,704	5,931	6,051	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082	39,331
... 同比	3.0%	-16.5%	-20.8%	-13.2%	101.5%	205.3%	265.3%	262.1%	122.4%	93.6%	77.9%
... 环比	-19.1%	-11.5%	2.0%	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%	16.8%	12.1%
GAAP 毛利	2,915	3,177	3,833	4,648	9,462	13,400	16,791	20,406	22,560	26,171	28,723
... 毛利率	43.5%	53.6%	63.3%	64.6%	70.1%	74.0%	76.0%	78.4%	75.1%	74.6%	73.0%
净利润	656	680	1,414	2,043	6,188	9,243	12,285	14,881	16,599	19,309	22,091
... 同比	-72.4%	-72.4%	-52.9%	26.3%	843.3%	1259.3%	768.8%	628.4%	168.2%	108.9%	139.0%
... 环比	-59.5%	3.7%	107.9%	44.5%	202.9%	49.4%	32.9%	21.1%	11.5%	16.3%	14.4%
... 净利率	9.8%	11.5%	23.4%	28.4%	45.8%	51.0%	55.6%	57.1%	55.3%	55.0%	56.2%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 4: 英伟达季度业绩 vs. 彭博一致预期 & 公司指引

(百万美元)	4QFY24		3QFY25		4QFY25		1QFY26E		
	公司数据	公司数据	公司数据	彭博预测	对比%	指引	对比%	彭博预测	指引
收入	22,103	35,082	39,331	38,245	超出 2.8%	37,500	超出 2.0%	42,264	43,000
同比%	265.3%	93.6%	77.9%	73.0%		69.7%		62.3%	65.1%
环比%	22.0%	16.8%	12.1%	9.0%		6.9%		7.5%	9.3%
Non-GAAP 毛利率	76.7%	75.0%	73.5%	73.5%	符合预期	73.5%	符合预期	72.1%	71.0%
Non-GAAP 每股收益	0.52	0.81	0.89	0.84	超出 \$0.05				
同比%	486.4%	101.5%	72.5%	63.6%					
环比%	28.4%	19.1%	9.9%	4.2%					

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场, 彭博一致预期

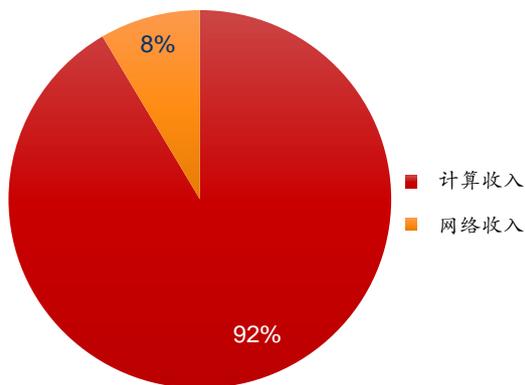
图 5: 英伟达过往季度收入拆分

NVDA	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25
(百万美元)												
数据中心	3,750	3,806	3,833	3,616	4,284	10,323	14,514	18,404	22,563	26,272	30,771	35,580
同比					14.2%	171.2%	278.7%	409.0%	426.7%	154.5%	112.0%	93.3%
环比		1.5%	0.7%	-5.7%	18.5%	141.0%	40.6%	26.8%	22.6%	16.4%	17.1%	15.6%
%	45.2%	56.8%	64.6%	59.8%	59.6%	76.4%	80.1%	83.3%	86.6%	87.5%	87.7%	90.5%
计算					3,357	8,612	11,908	15,073	19,392	22,604	27,644	32,556
同比									477.7%	162.5%	132.1%	116.0%
环比						156.5%	38.3%	26.6%	28.7%	16.6%	22.3%	17.8%
%					46.7%	63.8%	65.7%	68.2%	74.5%	75.2%	78.8%	82.8%
网络					927	1,711	2,606	3,331	3,171	3,668	3,127	3,024
同比									242.1%	114.4%	20.0%	-9.2%
环比							84.6%	52.3%	27.8%	-4.8%	15.7%	-14.7%
%					12.9%	12.7%	14.4%	15.1%	12.2%	12.2%	8.9%	7.7%
游戏	3,620	2,042	1,574	1,831	2,240	2,486	2,856	2,865	2,647	2,880	3,279	2,544
同比					-38.1%	21.7%	81.4%	56.5%	18.2%	15.8%	14.8%	-11.2%
环比		-43.6%	-22.9%	16.3%	22.3%	11.0%	14.9%	0.3%	-7.6%	8.8%	13.9%	-22.4%
%	43.7%	30.5%	26.5%	30.3%	31.1%	18.4%	15.8%	13.0%	10.2%	9.6%	9.3%	6.5%
专业可视化	622	496	200	226	295	379	416	463	427	454	486	511
同比					-52.6%	-23.6%	108.0%	104.9%	44.7%	19.8%	16.8%	10.4%
环比		-20.3%	-59.7%	13.0%	30.5%	28.5%	9.8%	11.3%	-7.8%	6.3%	7.0%	5.1%
%	7.5%	7.4%	3.4%	3.7%	4.1%	2.8%	2.3%	2.1%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%
汽车	138	220	251	294	296	253	261	281	329	346	449	570
同比					114.5%	15.0%	4.0%	-4.4%	11.1%	36.8%	72.0%	102.8%
环比		59.4%	14.1%	17.1%	0.7%	-14.5%	3.2%	7.7%	17.1%	5.2%	29.8%	26.9%
%	1.7%	3.3%	4.2%	4.9%	4.1%	1.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%
OEM 及其他	158	140	73	84	77	66	73	90	78	88	97	126
同比					-51.3%	-52.9%	0.0%	7.1%	1.3%	33.3%	32.9%	40.0%
环比		-11.4%	-47.9%	15.1%	-8.3%	-14.3%	10.6%	23.3%	-13.3%	12.8%	10.2%	29.9%
%	1.9%	2.1%	1.2%	1.4%	1.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
收入	8,288	6,704	5,931	6,051	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082	39,331
同比					-13.2%	101.5%	205.5%	265.3%	262.1%	122.4%	93.6%	77.9%
环比		-19.1%	-11.5%	2.0%	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%	16.8%	12.1%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场, 彭博

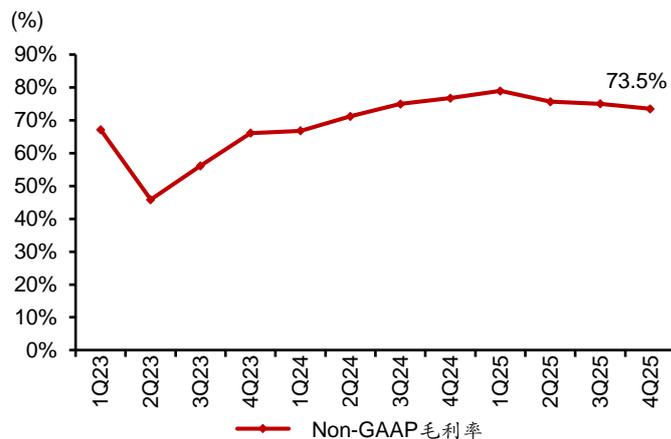
数据中心收入方面, 92%来自计算收入(326 亿美元, 同比增长 116.0%, 环比增长 17.8%), 8%为网络收入(30 亿美元, 同比下降 3.3%, 环比增长 7.7%)。根据管理层的指引, non-GAAP 毛利率在 26 财年一季度将达到 71.0%, 并有望在 26 财年末达到 75%左右。

图 6: 英伟达数据中心收入拆分



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 7: 英伟达 non-GAAP 毛利率变化趋势



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。