

半导体

英伟达 2QFY25 业绩回顾：重点关注 Blackwell 出货和利润率

英伟达 (NVDA US, 未评级) 于 29 日公布了 2QFY25 业绩。公司季度收入为 300 亿美元, 同比增长 122.4%, 环比增长 15.3% (1QFY25 和 4QFY24 分别为 17.8%/22.0%), 超过管理层指引 (280 亿美元) 7.3%, 超过彭博一致预期 (289 亿美元) 4.1%。Non-GAAP 毛利率为 75.7% (环比下降 3.2 个百分点), 略高于公司指引 (75.5%) 和彭博预测 (75.5%)。按业务部门划分, 数据中心业务 (263 亿美元, 占二季度销售额的 87.5%) 受益于下游市场的强劲需求, 依旧是公司收入增长的主要驱动力, 环比增长达到 16.4%, 游戏/专业可视化/汽车业务分别环比增长 8.8%/6.3%/5.2%。数据中心收入中, 算力收入 (226 亿美元) 环比增长 16.6%, 占部门收入的 75%。同时, 受益于供应链的改善, 网络收入环比增长 15.7%, 符合指引 (环比增速转正)。公司管理层预计三季度的收入将达到 325 亿美元, 意味着环比增长为 8.2%, 高出彭博一致预期 2.0% (318.54 亿美元)。Non-GAAP 毛利率预计为 75.0%。

英伟达的股价在盘后交易中下跌超过 6%。我们认为投资者仍对以下几点有所担忧: 1) Blackwell 系列的延迟出货; 2) 未来毛利率的走势; 3) 供需达到平衡的时间。

业绩会亮点:

- **Blackwell 系列的延迟出货受到了投资者的高度关注。**英伟达预计 Blackwell 系列将于四季度实现产量爬坡, 预计将为公司带来数十亿美元的收入贡献。随着 Hopper 产品供应的持续改善 (现有产品将在三季度实现产量爬坡, 新产品将在四季度实现产量爬坡), Hopper 系列的出货量预计将在 2HFY25 有所增长。我们认为 Blackwell 系列出货延迟所带来的负面影响将被 Hopper 系列的强劲需求所抵消。英伟达预计三季度收入将增长 25 亿美元, 较过往季度收入指引增量的 20 亿美元高出 5 亿美元。管理层认为, Blackwell 系列的强劲需求将持续到明年, 并有望推动数据中心业务实现大幅增长。
- **公司的毛利率是投资者关注的另一个焦点,**部分投资者担心 Blackwell 系列的延迟出货和良率问题会导致公司未来的利润率承压。我们看到公司的毛利率指引相对稳定, 三季度为 75%, 全年为 75% 左右。
- **持续的股东回报。**英伟达在二季度通过回购和现金分红的方式实现股东回报共计 154 亿美元。近日, 公司董事会批准了额外的 500 亿美元的无到期期限股票回购计划。总体来看, 公司本季度的业绩再次超出预期, 并提高了收入指引。我们预期 AI 计算的需求依然保持强劲。2024 年上半年, 四大云厂商 (亚马逊、谷歌、微软和 Meta) 的资本支出增长超过 50%。根据彭博预期, 这四家 2024 年和 2025 年的资本支出将进一步增长 39%/13%。此外, 公司在业绩会上提到, 主权 AI 方向的投资将在今年达到低百亿美元的收入, 而软件业务的年度经常性收入 (ARR) 预计将在今年底达到 20 亿美元。我们维持对 AI 供应链的积极展望, 尤其看好 AI 收入占比较大的主要受益公司。维持对中际旭创 (300308 CH) 的“买入”评级。

优于大市
(维持)

中国半导体行业

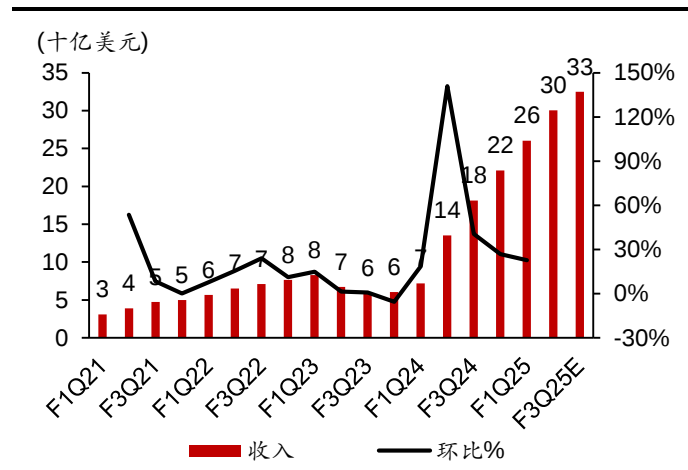
杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

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

过往中文报告:

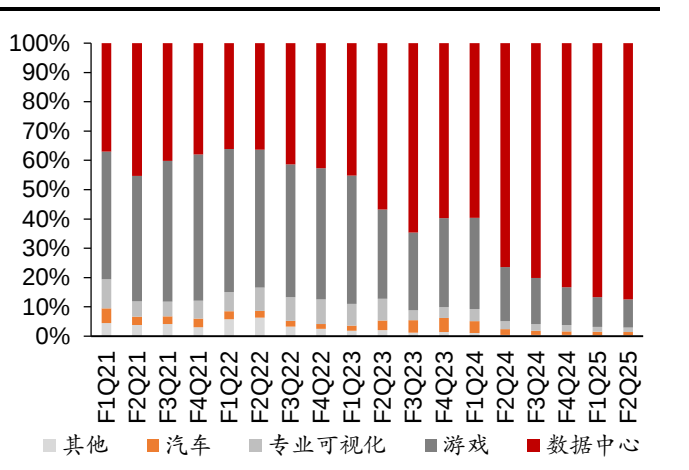
1. 半导体 - 博通 2Q24 业绩回顾: AI 热潮和 VMware 收入推动营收增长 ([link](#))
2. 半导体 - 2024 全球晶圆代工行业逐渐企稳, 明年有望复苏; 华虹首予买入 - 13 Jun 2024 ([link](#))
3. 半导体 - Marvell 1Q25 业绩回顾: AI 热潮驱动相关收入持续增长 - 03 Jun 2024 ([link](#))
4. 半导体 - 英伟达有望保持长期增长 - 23 May 2024 ([link](#))
5. 半导体 - 技术进步和国产替代推动半导体设备投资增长; 北方华创首予买入评级 - 13 May 2024 ([link](#))
6. 半导体 - ASML 1Q24 业绩: 2024 是公司过渡年 - 24 Apr 2024 ([link](#))
7. 半导体 - 博通预计 24 年 AI 收入占半导体业务 35%, 或超百亿美元 - 12 Mar 2024 ([link](#))

图 1: 英伟达季度收入及环比增长



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场
注: 财年截至 1 月 31 日; 2025 财年第三季度数据为公司指引

图 2: 英伟达过往季度收入拆分 (按主营业务划分)



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回顾

百万美元	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
收入	8,288	6,704	5,931	6,051	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040
... 同比	46.4%	3.0%	-16.5%	-20.8%	-13.2%	101.5%	205.5%	265.3%	262.1%	122.4%
... 环比	8.4%	-19.1%	-11.5%	2.0%	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%
毛利	5,431	2,915	3,177	3,833	4,648	9,462	13,400	16,791	20,406	22,560
... 毛利率	65.5%	43.5%	53.6%	63.3%	64.6%	70.1%	74.0%	76.0%	78.4%	75.1%
净利润	1,618	656	680	1,414	2,043	6,188	9,243	12,285	14,881	16,599
... 同比	-15.4%	-72.4%	-72.4%	-52.9%	26.3%	843.3%	1259.3%	768.8%	628.4%	168.2%
... 环比	-46.1%	-59.5%	3.7%	107.9%	44.5%	202.9%	49.4%	32.9%	21.1%	11.5%
... 净利率	19.5%	9.8%	11.5%	23.4%	28.4%	45.8%	51.0%	55.6%	57.1%	55.3%

资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

图 4: 英伟达过往季度业绩 vs. 彭博一致预期 & 公司指引

(百万美元)	2QFY24		1QFY25		2QFY25		3QFY25E	
	公司数据	公司数据	公司数据	彭博预测	对比 (%)	公司指引	对比 (%)	彭博预测
收入	13,507	26,044	30,040	28,857	高出 4.1%	28,000	高出 7.3%	31,854
... 同比%	101.5%	262.1%	122.4%					75.8%
... 环比%	87.8%	17.8%	15.3%					6.0%
Non-GAAP 毛利	71.2%	78.9%	75.7%	75.5%	高出 0.3%	75.0%	高出 0.2%	75.5%
Non-GAAP 每股	0.270	0.612	0.680	0.645	高出 5.4%			0.713
收益								
... 同比%	429.4%	461.5%	151.9%					77.4%
... 环比%	147.7%	18.6%	11.1%					4.9%

资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

英伟达 2025 财年二季度收入拆分

在 Hopper 系列销售额增长（尤其是 H200 出货量的加速增长）的推动下，英伟达的数据中心业务收入再次创下历史新高，达到 263 亿美元（同比增长 154%，环比增长 16%）。

图 5: 英伟达收入拆分（按主营业务划分）

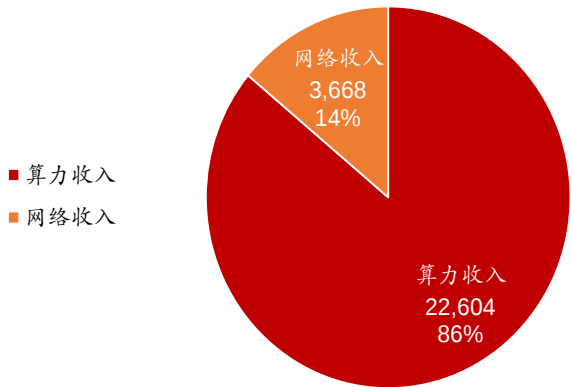
百万美元	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
数据中心	3,750	3,806	3,833	3,616	4,284	10,323	14,514	18,404	22,563	26,272
同比%	83.1%	60.9%	30.6%	10.8%	14.2%	171.2%	278.7%	409.0%	426.7%	154.5%
环比%	14.9%	1.5%	0.7%	-5.7%	18.5%	141.0%	40.6%	26.8%	22.6%	16.4%
%	45.2%	56.8%	64.6%	59.8%	59.6%	76.4%	80.1%	83.3%	86.6%	87.5%
算力					3,357	8,612		15,073	19,392	22,604
同比%						156.5%		349.0%	477.7%	162.5%
环比%									28.7%	16.6%
%					78.4%	83.4%		81.9%	85.9%	86.0%
网络					927	1,711		3,331	3,171	3,668
同比%						84.6%		258.9%	242.1%	114.4%
环比%									-4.7%	15.7%
%					21.6%	16.6%		18.1%	14.1%	14.0%
游戏	3,620	2,042	1,574	1,831	2,240	2,486	2,856	2,865	2,647	2,880
同比%	31.2%	-33.3%	-51.1%	-46.5%	-38.1%	21.7%	81.4%	56.5%	18.2%	15.8%
环比%	5.8%	-43.6%	-22.9%	16.3%	22.3%	11.0%	14.9%	0.3%	-8.7%	8.8%
%	43.7%	30.5%	26.5%	30.3%	31.1%	18.4%	15.8%	13.0%	10.2%	9.6%
专业可视化	622	496	200	226	295	379	416	463	427	454
同比%	67.2%	-4.4%	-65.3%	-64.9%	-52.6%	-23.6%	108.0%	104.9%	44.7%	19.8%
环比%	-3.3%	-20.3%	-59.7%	13.0%	30.5%	28.5%	9.8%	11.3%	-7.8%	6.3%
%	7.5%	7.4%	3.4%	3.7%	4.1%	2.8%	2.3%	2.1%	1.6%	1.5%
汽车	138	220	251	294	296	253	261	281	329	346
同比%	-10.4%	44.7%	85.9%	135.2%	114.5%	15.0%	4.0%	-4.4%	11.1%	36.8%
环比%	10.4%	59.4%	14.1%	17.1%	0.7%	-14.5%	3.2%	7.7%	17.1%	5.2%
%	1.7%	3.3%	4.2%	4.9%	4.1%	1.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%
其他	158	140	73	84	77	66	73	90	78	88
同比%	-51.7%	-65.8%	-68.8%	-56.3%	-51.3%	-52.9%	0.0%	7.1%	1.3%	33.3%
环比%	-17.7%	-11.4%	-47.9%	15.1%	-8.3%	-14.3%	10.6%	23.3%	32.2%	12.8%
%	1.9%	2.1%	1.2%	1.4%	1.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
收入总计	8,288	6,704	5,931	6,051	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040
同比%	46.4%	3.0%	-16.5%	-20.8%	-13.2%	101.5%	205.5%	265.3%	262.1%	122.4%
环比%	8.4%	-19.1%	-11.5%	2.0%	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%

资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

数据中心收入中，算力收入占数据中心收入的 86%（226 亿美元，同比增长 162.5%，环比增长 16.6%），网络收入占 14%（37 亿美元，同比增长 114.4%，环比增长 15.7%）。Non-GAAP 毛利率预计在第三季度达到 75.0%，全年为 75%左右。

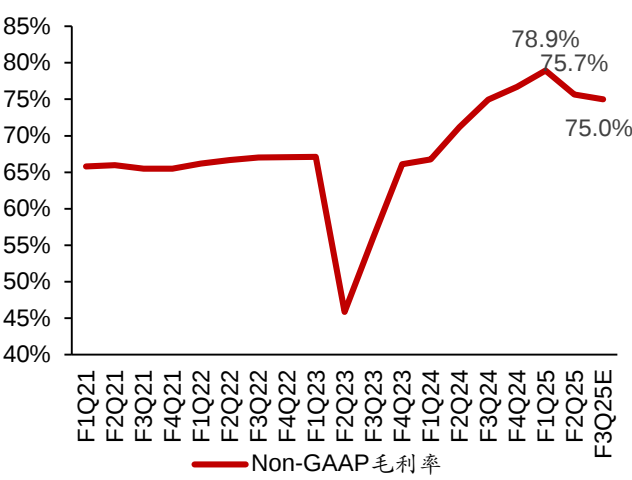
图 6: 英伟达 2025 财年第二季度数据中心业务收入拆分

(百万美元)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 7: 英伟达 Non-GAAP 毛利率回顾及指引



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误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定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关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个人。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。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给非《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。